
Informe trimestral de la economía española

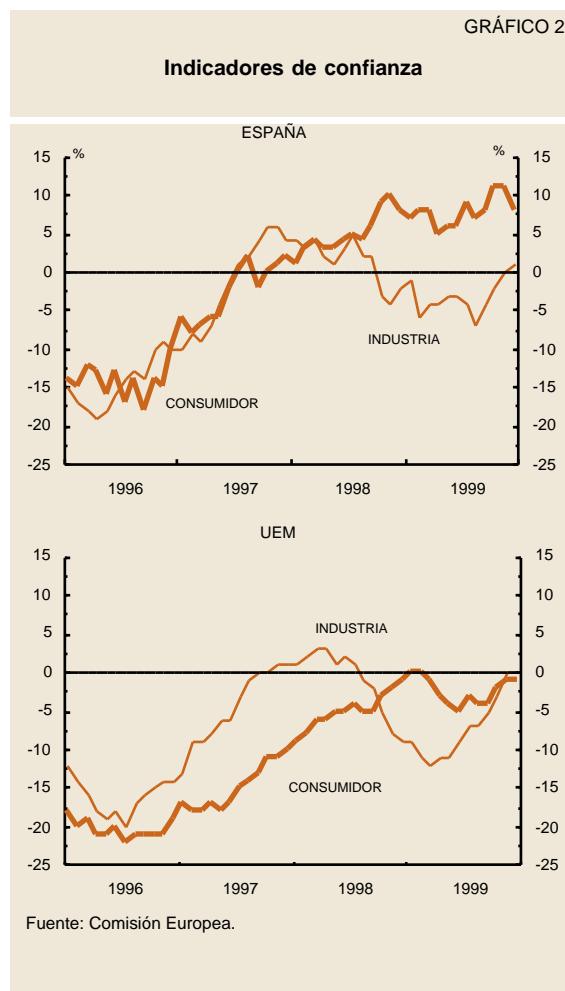
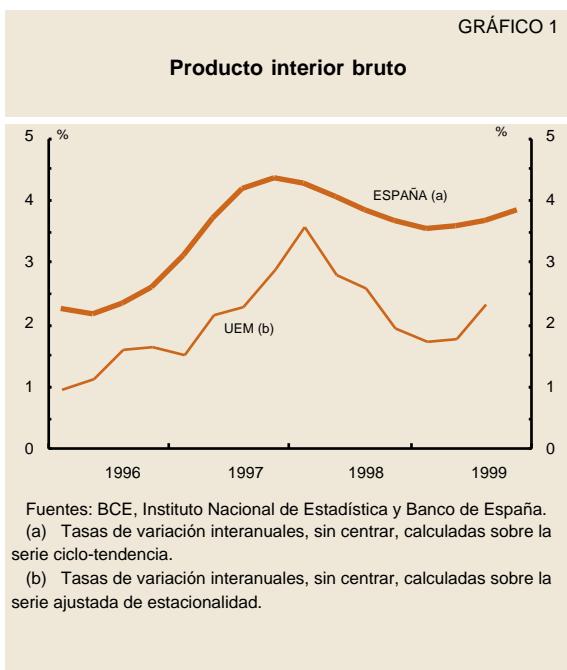
1. Rasgos básicos

Se estima que el producto interior bruto (PIB) real de la economía española registró una tasa de crecimiento interanual del 3,8 % durante el cuarto trimestre de 1999, cifra ligeramente superior a la avanzada por la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) para el trimestre precedente (1). Los indicadores disponibles para los últimos meses del año muestran que la demanda nacional mantuvo una senda de moderada desaceleración, que se vio contrarrestada por una contribución menos negativa de la demanda exterior neta al aumento del producto, ya que las exportaciones acentuaron su ritmo de avance real, apoyadas en la recuperación de los mercados internacionales, y las importaciones conservaron un tono sostenido, similar al de los períodos precedentes. La actividad económica en la zona de la Unión Económica y Monetaria (UEM) participa de forma patente en la recuperación de los mercados mundiales, tal como muestra el crecimiento interanual de su PIB real en el tercer trimestre, que se ha situado en el 2,3 %.

Las cifras estimadas para el cuarto trimestre, si se confirman, implican que la economía española ha alcanzado una tasa de variación del PIB real del orden del 3,7 % en el promedio de 1999, cifra superior a la prevista al comienzo del año, e inferior en solo tres décimas porcentuales a la de 1998; el diferencial con respecto al crecimiento del conjunto del área del euro continúa siendo notable, aunque tiende a reducirse (véase el gráfico 1). La aportación de la demanda nacional de la economía española al aumento del producto en 1999 fue destacada y se extendió a la mayoría de sus componentes; es posible que su tasa de crecimiento real no difiera significativamente de la registrada en 1998. La contribución de la demanda externa real, sin embargo, fue algo más negativa, del orden de los 1,3 puntos porcentuales; tres décimas más que el año precedente, en valores absolutos, que explican las diferencias en el crecimiento del producto entre uno y otro año. El crecimiento del empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes, tal como lo estima la CNTR, ha vuelto a ser notable por tercer año consecutivo, del orden del 3,3 %, ligeramente inferior al del año precedente.

Sin embargo, y como ya se ha señalado, las pautas de comportamiento que se aprecian en los resultados del promedio del año ocultan los cambios que tuvieron lugar en el transcurso del mismo, a medida que la demanda nacional tendía a moderar sus altos ritmos de crecimiento real y las exportaciones cobraban un mayor

(1) Las tasas interanuales mencionadas están calculadas sobre las series de ciclo-tendencia de la CNTR, salvo indicación en contrario.



protagonismo, arrastrando consigo a la actividad industrial, que había mantenido un tono deprimido al comienzo del año. Este patrón muestra ciertos rasgos diferenciadores con respecto al que está desarrollándose en la mayoría de las economías de la UEM. Así, la demanda exterior es el factor que lidera la recuperación en la zona, mientras que la demanda interna, sobre todo en Alemania y en Italia, muestra un mayor retraimiento y empieza a dar ahora los primeros signos de superar su pasada atonía. Parece, pues, que las diferencias cíclicas que se han registrado en los últimos años, como consecuencia de la fortaleza mostrada por la demanda nacional de la economía española y, posiblemente también, por un menor impacto de la crisis internacional en nuestras ventas al exterior, comienzan a mitigarse, aunque el protagonismo de la demanda interna en España sigue siendo considerablemente más elevado.

Resulta patente, por tanto, que la consolidación de un entorno exterior favorable está contribuyendo decisivamente en la recuperación del área del euro y sus efectos se están dejando sentir también en la economía española. La fortaleza que conserva la economía de Estados Unidos y la rápida recuperación de la zona del sudeste asiático son el soporte más importante del tono expansivo de la economía mundial, secundada por una mejora más incipiente e incierta de Japón y de las economías latinoamericanas. La continuidad de las alzas de los precios de los productos petrolíferos en los mercados internacionales constituye, sin embargo, un factor de riesgo cada vez más patente. La intensidad de las subidas, lejos de flexionar, como se esperaba, parece reavivarse al comienzo del

año actual y sus efectos se están transmitiendo, en el contexto de crecimiento de la actividad mundial señalado, a otros indicadores de precios.

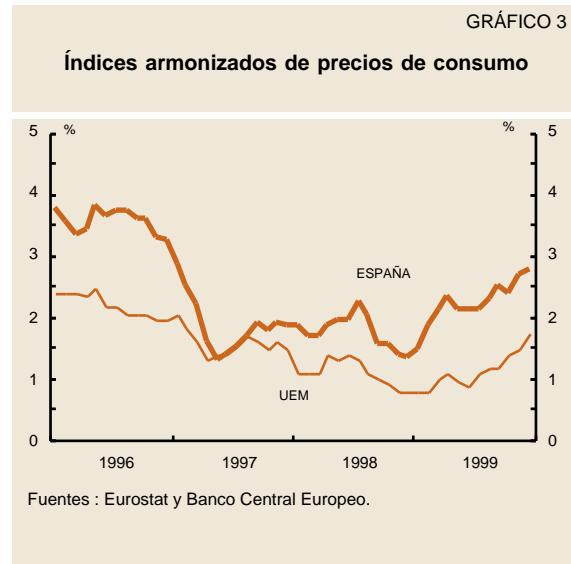
El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) de los países de la UEM registró un repunte en la segunda parte del año, como consecuencia de la aceleración continuada de su componente energético —en un contexto de depreciación del tipo de cambio del euro— y de las alzas en los precios de algunos alimentos no elaborados. La tasa de crecimiento interanual del pasado mes de diciembre fue del 1,7 %, casi un punto porcentual superior a la registrada al comienzo del año (véase gráfico 3). Este empeoramiento de las expectativas sobre la evolución futura de los precios y su posible incidencia en el comportamiento de los salarios, la confirmación del mayor dinamismo del área —no exento, aún, de algunas dudas, hasta que se generalice la recuperación de la demanda interna— y la persistencia de unas condiciones monetarias holgadas, llevaron al Banco Central Europeo (BCE) a rebajar el tono estimulante de su política monetaria.

El 4 de noviembre, el Consejo de Gobierno anunció una subida de 50 puntos básicos del tipo de las operaciones principales de financiación, que pasó a situarse en el 3 %. A lo largo del cuarto trimestre, la trayectoria de los tipos de interés de los mercados monetarios estuvo marcada, primero, por esta decisión del Eurosistema, y, después, por la incertidumbre con la que se contemplaba la transición al año 2000. Los tipos a más largo plazo respondieron a los cambios en las condiciones económicas internas ya reseñados, así como a los efectos de contagio del mercado de bonos norteamericanos. Por su parte, el crecimiento de los agregados monetarios y crediticios siguió siendo elevado, a tenor con los niveles relativamente reducidos de tipos de interés y la mejora en las perspectivas de crecimiento del área.

En esta situación, las condiciones monetarias y financieras de la economía española continuaron ejerciendo un impulso expansivo durante el cuarto trimestre de 1999. Aunque los tipos de interés que las entidades de crédito aplican a su clientela comenzaron a aumentar a mediados de año, las subidas fueron modestas y, en su conjunto, los tipos de interés siguieron incentivando el endeudamiento frente al ahorro (véase gráfico 4). De hecho, se estima que la financiación a las familias y empresas no financieras aumentó un 17 % en el cuarto trimestre del año, lo que supone una ligera desaceleración con respecto a la trayectoria experimentada en los trimestres precedentes, mientras que los activos financieros líquidos continuaron aumentando a un ritmo más moderado.

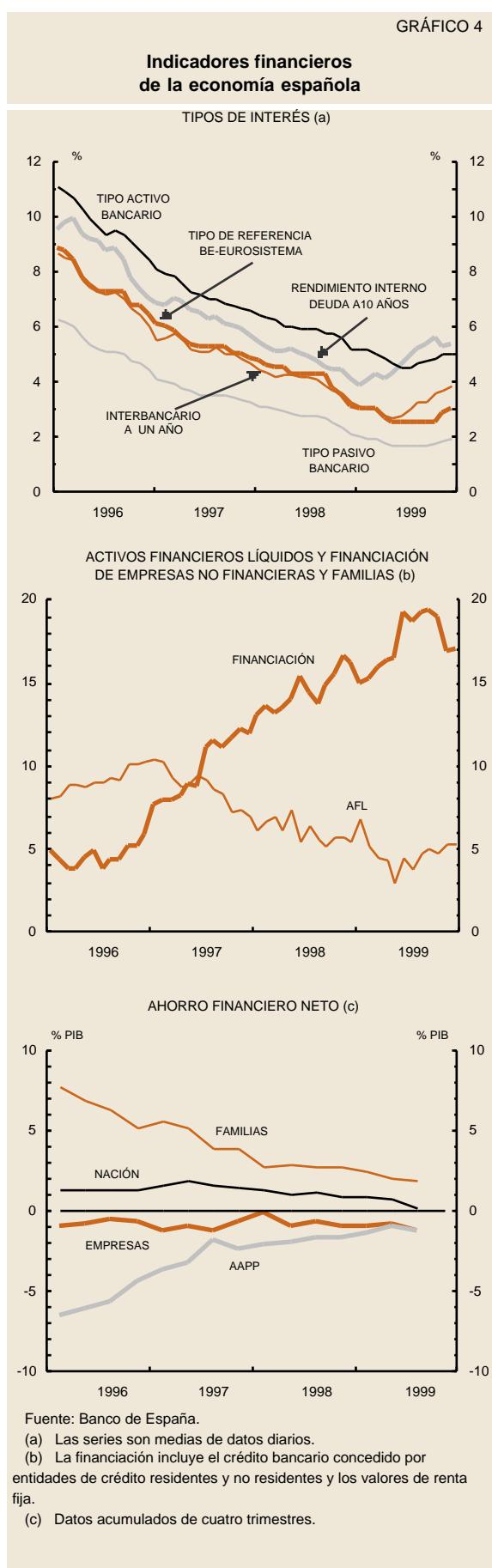
En cuanto a la actividad del sector público, la evolución de las cuentas del Estado en los últimos meses del año ha seguido ajustándose a la senda de moderación prevista. El ejercicio se ha cerrado con un déficit de caja de 1.057 mm de pesetas, un 5,1 % menos que en 1998, registrando, tanto los ingresos como los gastos, tasas de crecimiento superiores a las inicialmente programadas. La contribución de las Administraciones Públicas (AAPP) a las rentas familiares en 1999 ha sido notable, debido al efecto de la reforma del impuesto sobre la renta de las personas físicas y, en menor medida, al comportamiento favorable de las prestaciones sociales.

En este entorno de recuperación de los mercados exteriores, crecimiento del empleo y condiciones monetarias holgadas, con unos tipos de interés reales que incentivan el gasto, las decisiones de los agentes económicos contribuyeron a que la economía española mantuviera un ritmo de crecimiento sostenido en 1999, tal como ha quedado reflejado en los párrafos anteriores. La fortaleza del gasto de los consu-



midores, cuyo incremento medio anual en términos reales podría incluso superar al de 1998, se ha sustentado en el crecimiento de la renta disponible, en los bajos tipos de interés reales y en el aumento de la riqueza, registrándose un moderado descenso en la tasa de ahorro. Conforme fue avanzando el año, las compras de algunos bienes duraderos tendieron a flexionar, entre ellos los automóviles, tras cuatro años de notable dinamismo. Los factores mencionados contribuyen a explicar también el incremento registrado en la inversión residencial privada, por lo que la capacidad de financiación de las familias experimentó un descenso considerable y aumentó su endeudamiento. De hecho, la estimación realizada en el marco de las cuentas financieras trimestrales del ahorro financiero neto de las familias para el tercer trimestre del año lo sitúan por debajo del 2 % del PIB, y no se estima que vaya a aumentar en el último trimestre. Este nivel es inferior al mínimo que se alcanzó en la segunda mitad de los ochenta, lo que es indicativo de las desahogadas condiciones financieras y de las perspectivas favorables que mantienen las familias (véase gráfico 2), en un entorno de crecimiento del empleo y reducción de la tasa de paro.

La desaceleración de la inversión en construcción durante los tres primeros trimestres de 1999 —que se ha prolongado durante el cuarto trimestre— está vinculada, principalmente, al comportamiento de la obra pública; a pesar de ello, su crecimiento medio anual superará ampliamente el registro del año 1998. En cuanto a la inversión en equipo, los indicadores disponibles muestran que habrá terminado el año con una fortaleza considerable, aunque con tendencia a moderar su ritmo de crecimiento, un rasgo común, como ya se ha dicho, de la mayoría de los indicadores de la demanda na-



cional. La buena situación que atraviesan las empresas, con altas tasas de rentabilidad del activo y unos costes de financiación decrecientes todavía —como consecuencia de la influencia de los descensos de tipos registrados en el pasado—, así como la necesidad de mejorar la eficiencia del aparato productivo para desenvolverse en un entorno cada vez más competitivo, son algunas de las razones que explican la persistencia de este ciclo inversor, que no ha supuesto, al contrario de lo que ocurría con las familias, descensos importantes en el ahorro financiero neto de las empresas.

Ya se ha señalado la firmeza que ha mantenido el crecimiento del empleo a lo largo del año, y su tendencia a la desaceleración parece haberse atenuado en los últimos meses. El aumento estimado para la productividad aparente del trabajo vuelve a ser anormalmente bajo, por segundo año consecutivo, aunque se ha recuperado ligeramente y se espera que lo siga haciendo en los próximos trimestres. La ligera moderación que se ha producido en los costes unitarios laborales no se debe, por tanto, a ganancias en la productividad, sino a la contención experimentada por los salarios, estimándose que las remuneraciones por empleado habrán aumentado en torno al 2,5 % en el promedio del año.

El índice de precios de consumo (IPC) terminó el año con una tasa de crecimiento interanual del 2,9 % (2,8 % en términos del índice armonizado), debido, básicamente, al aumento experimentado por los precios de los productos petrolíferos, así como por el de algunos productos alimenticios, en un marco de persistente dinamismo de la demanda interna y abundante financiación del gasto. Otros componentes, como los servicios y los bienes industriales no energéticos redujeron su ritmo de variación durante el año, aunque menos de lo esperado. El diferencial entre el crecimiento del índice armonizado español (IAPC) y el de los países de la UEM, que había llegado a alcanzar 1,3 puntos en el mes de septiembre, ha quedado situado al final del año en un punto. El aumento del diferencial ha sido especialmente intenso en los productos alimenticios y, en menor medida, en los bienes industriales, mientras que se ha corregido ligeramente en los servicios. Las presiones de los precios energéticos se han hecho patentes en otros indicadores de precios, como los índices de valor unitario de las importaciones y los precios industriales al por mayor (IPRI), y han vuelto a agravarse al comienzo del año actual.

En el último informe trimestral se llamó la atención sobre el peligro de que estas tensiones de precios, que, en principio, deberían te-

ner un carácter transitorio, terminen incorporándose en las negociaciones salariales y adquieran un carácter permanente, que dañe la competitividad de la economía. En un momento en el que los mercados internacionales están registrando una considerable expansión, la economía española debe dirigir todos sus esfuerzos a consolidar un patrón de crecimiento en el que las exportaciones, y la inversión, constituyan su principal elemento dinamizador. La persistencia de diferenciales de inflación con los países de la UEM, el fuerte aumento experimentado por el déficit exterior en 1999 —que ha supuesto, después de varios años, la vuelta a un saldo negativo de la balanza corriente y de capital, expresión de la escasez de ahorro en la economía— y el bajo crecimiento de la productividad son factores que muestran con claridad hacia dónde deben dirigirse las medidas y las decisiones de política

económica: mantener el tono de expansión de la demanda interna en línea con la capacidad de respuesta de la oferta.

En este sentido, los resultados logrados en la reducción del déficit público en 1999 y los objetivos incorporados en la actualización del programa de estabilidad presentado por el Gobierno avanzan en esta dirección. La consolidación de un escenario de crecimiento estable ayudará, sin duda, al logro de estos objetivos, aunque deben ser los esfuerzos renovados en la contención del gasto los que continúen orientando la estrategia de política fiscal. Por su parte, se debe profundizar en las reformas estructurales orientadas a la liberalización de la economía, para ampliar las posibilidades de satisfacer la mayor demanda sin incurrir en desajustes de precios y costes ni sufrir una erosión de la competitividad.

2. El entorno exterior de la zona del euro

En el cuarto trimestre de 1999, el entorno exterior del área del euro prolongó la recuperación económica iniciada en los meses centrales del año. El fuerte ritmo de crecimiento que ha mantenido la actividad económica en Estados Unidos, la fortaleza de la demanda interna del Reino Unido, la vigorosa recuperación del conjunto de las economías del sudeste asiático y, finalmente, la estabilización de las condiciones financieras en América Latina han favorecido la propagación del clima de bonanza económica a otras áreas, cuyo ciclo económico se encuentra más rezagado. En este contexto de mayor crecimiento económico, la inflación se mantuvo en niveles, en general, reducidos, aunque con un perfil ascendente, propiciado por la transmisión del elevado crecimiento del precio del petróleo a los precios de producción y de consumo y por las tensiones que están mostrando algunos mercados de trabajo.

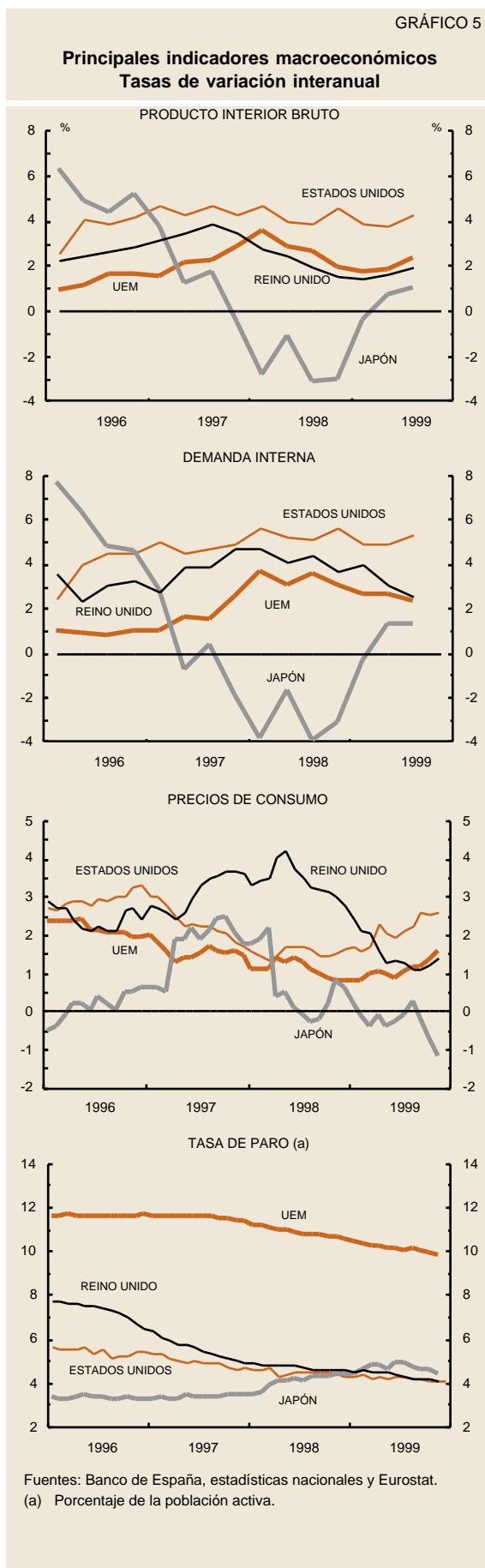
Según los datos de contabilidad nacional de Estados Unidos, el PIB experimentó en el tercer trimestre un crecimiento interanual del 4,3 %, ligeramente superior al de los dos trimestres anteriores, debido tanto a la mayor fortaleza de todos los componentes de la demanda interna (véase gráfico 5) como a una menor contribución negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del producto. El avance de la demanda mundial, en un contexto de estabilidad del tipo de cambio efectivo real del dólar, facilitó la evolución favorable de las ventas al exterior. La información disponible para el cuarto trimestre de 1999 señala que el dinamismo mostrado por la economía estadounidense en la primera parte del año se mantuvo e incluso acrecentó en los últimos meses. Estando ya cerrada la edición de este Boletín, se ha publicado el avance de los datos de crecimiento del PIB del cuarto trimestre (5,8 % en tasa intertrimestral anualizada), que confirman las tendencias señaladas. Deben destacarse, en este sentido, la evolución positiva de los indicadores de consumo, el repunte de la producción industrial en el cuarto trimestre del año y el fuerte aumento del empleo asalariado no agrícola en diciembre.

No obstante, en el tercer trimestre de 1999, el intenso deterioro de la relación real de intercambio contrarrestó la favorable evolución de las exportaciones reales, ocasionando un empeoramiento adicional de la balanza comercial en dicho período con respecto a los trimestres precedentes, hasta alcanzar un déficit de 72,1 mm de dólares. El déficit por cuenta corriente correspondiente al tercer trimestre de 1999 supuso una cifra récord de 89,9 mm de dólares, que representa un 3,9 % del PIB (véase gráfico 7). Para los tres primeros trimestres de 1999, el déficit corriente acumulado se elevó hasta el -3,5 % del PIB, un punto superior al

del mismo período de 1998 (-2,5 %). En el cuarto trimestre del año, la aproximación que se está produciendo entre las tasas de crecimiento de la demanda interna de Estados Unidos y del resto del mundo debe favorecer la corrección futura del desequilibrio comercial y por cuenta corriente de la economía norteamericana.

Tanto los precios de consumo como los precios de producción —con información hasta noviembre en este último caso— mostraron una gran estabilidad en el cuarto trimestre de 1999, que contrasta con el deterioro habido en los tres trimestres anteriores (ver gráfico 5). La tasa interanual del IPC de Estados Unidos se situó en diciembre en el 2,7 %, una décima por encima del registro alcanzado en septiembre, mientras que el índice que excluye los componentes energético y de alimentación creció en diciembre un 1,9 %, dos décimas menos que en septiembre. Por su parte, la información más reciente relativa a los costes salariales que recoge el indicador de ganancia media por hora (véase el recuadro 1) señala crecimientos interanuales en tasas próximas al 4 % en los meses de octubre y noviembre, sin mostrar una aceleración con respecto a los primeros meses del año, a pesar de percibirse signos de escasez de oferta de trabajo en diversas actividades laborales. En este sentido, la tasa de paro experimentó en el cuarto trimestre otro recorte adicional, situándose en el 4,1 %. No obstante, se espera que en los últimos meses del año se mantengan los fuertes aumentos de la productividad laboral que están aliviando la presión de los costes salariales sobre los precios, especialmente en los sectores relacionados con las nuevas tecnologías orientadas a la información y las comunicaciones.

En Japón, el PIB creció un 1 % en el tercer trimestre de 1999, en términos interanuales. Aunque esta tasa fue ligeramente superior a la del trimestre anterior (0,7 %), sigue evidenciando la lentitud del proceso de recuperación iniciado a principios de 1999. La aceleración de la actividad fue, sobre todo, el resultado de una contribución menos negativa de la demanda exterior neta derivada del elevado crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios, ya que las importaciones también ganaron fortaleza. El empuje de la demanda externa en el tercer trimestre de 1999 vino favorecido por la rápida recuperación de los mercados asiáticos en el pasado año y por el dinamismo importador de la economía estadounidense, ya que la apreciación sufrida por el yen en el segundo semestre de 1999 está acarreando una importante pérdida de competitividad a la economía japonesa (véase gráfico 7). El débil pulso de la demanda interna refleja la persistencia de una cierta cautela de los consumidores y la situación de reestructuración y saneamiento financiero e industrial que atraviesa el país.



Los indicadores disponibles para el último trimestre de 1999 confirman la lenta recuperación de la demanda interna y el empuje del sector exportador. La tasa de paro ha registrado una evolución moderadamente descendente, y en el terreno de los precios persisten tensiones de signo deflacionista, con caídas interanuales de los precios de consumo en el último trimestre de 1999, hasta situarse la inflación en -1,2 % en el mes de noviembre. Por su parte, los precios industriales también han continuado registrando descensos interanuales, aunque estos se han moderado en los últimos meses.

En cuanto a las economías de la UE que actualmente no forman parte de la UEM, cabe destacar la progresiva mejora del ritmo de actividad en el Reino Unido durante el segundo semestre de 1999. En el tercer trimestre del pasado año el crecimiento económico se ha acelerado hasta registrar una tasa interanual del 1,9 %, cuatro décimas superior a la tasa correspondiente a la primera mitad de 1999, debido a la contribución menos negativa del sector exterior. La información más reciente parece indicar que la favorable evolución de la actividad se ha prolongado a lo largo del cuarto trimestre de 1999. Por su parte, el mercado de trabajo muestra síntomas cada vez más evidentes de tensionamiento. Así, la tasa de paro se situó en un nuevo mínimo, 4 %, en el mes de diciembre, mientras que la tasa de crecimiento interanual de la remuneración de los asalariados creció un 5,1 % en octubre, superando en casi medio punto a la tasa media de los nueve primeros meses del año. No obstante, los principales indicadores de la evolución de los precios de consumo no señalan repuntes significativos de la tasa de inflación, si bien los precios de producción continúan aumentando a tasas crecientes.

En cuanto a la mejora de las economías del sudeste de Asia, los datos disponibles del tercer trimestre de 1999 confirmaron la recuperación general del ritmo de actividad económica. Esta parece particularmente sólida en economías como Corea del Sur, Malasia y Singapur, que tuvieron crecimientos interanuales superiores al 12 %, 8 % y 6 %, respectivamente, en dicho período. La previsión media de crecimiento para el año 1999 se sitúa, en el conjunto del área, en torno al 5 %, ligeramente por encima de las estimaciones disponibles a mediados del pasado año.

Finalmente, por lo que se refiere al área de América Latina, a lo largo del segundo semestre del pasado año un buen número de países se encontraban todavía en situación de recesión económica, con lo que 1999 se cerrará, previsiblemente, con un descenso del PIB agregado

del área. Brasil ha venido experimentando una moderada tendencia a la recuperación, que permitirá, según las previsiones disponibles, alcanzar un crecimiento situado entre el 0 % y el 1 % en el conjunto de 1999. Argentina, sin embargo, sigue sumida en una fuerte recesión, como lo ilustra la caída interanual del PIB del 4,1 % en el tercer trimestre del pasado año. Solo México, entre las principales economías del área, registró una expansión significativa, con una tasa de crecimiento, en términos interanuales, del 4,6 % en el tercer trimestre de 1999, gracias al fuerte efecto de arrastre de la economía de Estados Unidos. No obstante, la relativa estabilidad de los mercados financieros en el segundo semestre de 1999 favorece la superación de la recesión que ha sufrido esta área en 1999. En concreto, ha tenido lugar un paulatino proceso de reducción de los tipos de interés a largo plazo del área, avances perceptibles en los índices bursátiles en buena parte de las economías y una menor volatilidad en la evolución de los tipos de cambio. Por último, cabe reseñar que el Gobierno de Ecuador —enfrentado a una profunda recesión, acompañada por un hundimiento de su divisa con relación al dólar— ha propuesto la sustitución de su moneda nacional por el dólar, en un clima de gran inestabilidad política.

Lo más destacable con respecto a la evolución de las políticas fiscales en los últimos meses de 1999 es el efecto que está teniendo la fortaleza de la actividad económica de Estados Unidos sobre el saldo presupuestario federal, situándose las previsiones del superávit financiero de las Administraciones Públicas para el conjunto de dicho año próximas al 1,5 % del PIB. En Japón, por el contrario, las previsiones recientes para 1999 apuntan a un elevado déficit público, del orden del 7 % al 8 % del PIB, acompañado por un fuerte aumento del nivel de deuda pública bruta, que podría situarse en torno al 110-120 % del PIB. A finales de noviembre último, el Gobierno de Japón aprobó un nuevo paquete fiscal suplementario —que tendrá efectos a partir del primer trimestre del año actual— por un valor total de 18 billones de yenes, de los que 6,8 billones representan programas de gasto público.

A lo largo del cuarto trimestre de 1999, las políticas monetarias de Estados Unidos y del Reino Unido registraron una nueva fase de tensión. La Reserva Federal decidió, el 16 de noviembre último, elevar en un cuarto de punto sus dos principales tipos de referencia, situando el objetivo de fondos federales y el tipo de descuento en el 5,5 % y el 5 %, respectivamente. El Banco de Inglaterra elevó también en un cuarto de punto el tipo básico el pasado 4 de noviembre, volviendo a efectuar una subida si-

RECUADRO 1

Costes salariales y productividad en Estados Unidos

La ausencia de tensiones inflacionistas que viene caracterizando la actual fase expansiva en Estados Unidos está propiciando el escrutinio cuidadoso de la evolución de los salarios y de la productividad en la economía. No obstante, existe una gran confusión a la hora de valorar la trayectoria de los costes salariales, ya que existen diversos indicadores elaborados con metodologías y alcances heterogéneos que ofrecen información no siempre coincidente. Es por ello que tiene sentido enumerar los principales indicadores de costes salariales de la economía norteamericana, señalando sus características más importantes.

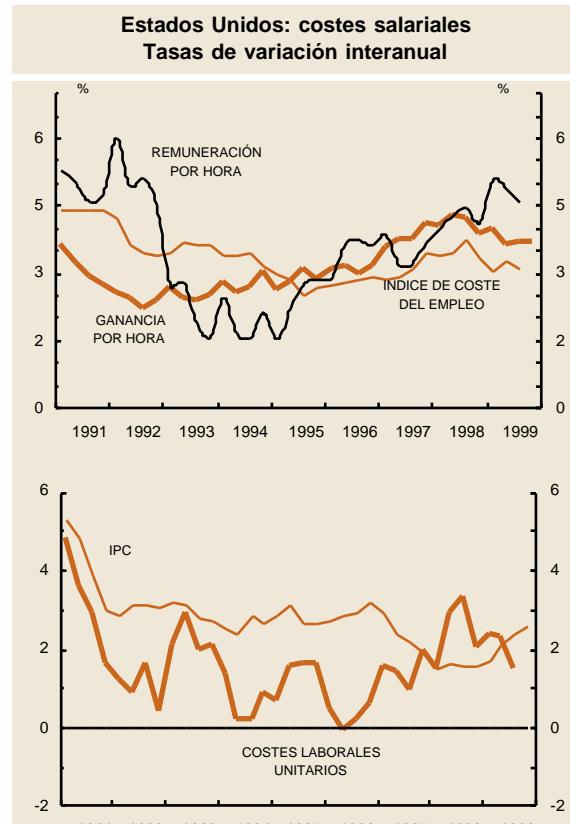
En Estados Unidos existen tres fuentes estadísticas básicas sobre costes laborales: la *ganancia media por hora* (mensual), que procede del «informe de empleo», el *índice de coste del empleo* (trimestral), que se publica dentro del «programa de tendencias del coste del empleo»; y, por último, la *remuneración por hora* (trimestral), que se incluye dentro del «informe de productividad». Hay, en sus contenidos y elaboraciones, notables diferencias metodológicas, que se resumen a continuación y se ilustran en el cuadro adjunto.

La serie mensual de *ganancia media por hora* se obtiene a partir de la encuesta mensual que realiza el Bureau of Labour Statistics. La serie se refiere a los trabajadores en nómina, sin funciones de dirección o supervisión, de empresas privadas no agrícolas. Se mide en términos brutos —antes de cualquier deducción o retención— y no incluye pagos por comisiones, bonificaciones, ni cualquier pago no salarial, a menos que se realice de manera regular. Además, se publica en niveles, esto es, en número de dólares por hora. Esta serie abarca, aproximadamente, el 82 % del empleo privado y el 68 % del empleo total; tiene una cobertura laboral más reducida que las otras dos, pero ofrece la ventaja de que, al publicarse mensualmente, puede tomarse como un indicador adelantado de la tendencia de las presiones salariales.

La serie trimestral del *índice de coste del empleo* también se obtiene a partir de una encuesta. Incluye una serie de pagos regulares (sueldos y salarios, comisiones ligadas a productividad), que comprenden el 70 % del índice, e irregulares (bonificaciones, horas extras, contribución a planes de pensiones, seguros privados y obligatorios), que abarcan el 30 % del índice restante. La cobertura poblacional de este indicador es la más amplia de los tres considerados, ya que hace referencia tanto al *sector privado* como al *sector público*: representa aproximadamente al 95 % del empleo total.

La *remuneración por hora* es el coste global que le supone al empresario el trabajo de sus empleados. Incluye, por tanto, los sueldos y salarios, suplementos (todo tipo de permisos pagados, bonificaciones, pagos por incentivos, descuentos a los empleados...) y las contribuciones de los empresarios a los planes sociales de los empleados (seguros médicos, de vida, de desempleo...). La cobertura poblacional es el *sector privado no agrícola*, y se estima a partir de la información proporcionada por el PIB desde la óptica de las rentas. La serie de remuneración por hora tiene ciertas ventajas sobre las otras dos: está basada en la Contabilidad Nacional, por lo que es coherente con el resto de agregados que se publican en el marco de las cuentas nacionales, e incluye más conceptos salariales. Por otro lado, tiene también algunas desventajas: contiene menos cobertura de población que el índice de coste del empleo, y se publica con un cierto retraso sobre las otras dos. Al dividir la serie anterior de remuneración por hora por la de productividad por hora (obtenida sobre las series de producción de la Contabilidad Nacional), se obtiene la serie de *costes laborales unitarios* (CLU).

En el gráfico superior se presenta la evolución en los últimos años de los tres indicadores de costes salariales considerados. La interpretación de la evolución de los costes laborales que se desprende del seguimiento de uno u otro indicador puede diferir notablemente. En efecto, tanto la serie de remuneración por horas como el índice de coste del empleo muestran una desaceleración de los costes salariales en la primera mitad de la década de los noventa que reverte a partir de 1995. La serie de ganancia media por hora, sin embargo, señala un incremento gradual de los costes salariales a lo largo del mismo período. Por otra parte, la serie de ganancia por hora y el índice del coste del empleo ofrecen una perspectiva más favorable de los costes salariales desde finales de 1998 que la serie de remuneración por hora. En el gráfico inferior se representa la variación de los costes laborales unitarios y del IPC. Los aumentos de productividad, con tasas cercanas al 3 % interanual, desde 1996, han sido insuficientes para compensar los aumentos salariales, de forma que los CLU han registrado tasas de variación positivas a partir de esa fecha, aunque inferiores, hasta principios de 1998, a la tasa de inflación medida por el índice de precios de consumo. Tras un período de crecimiento de los costes unitarios del trabajo superior a la tasa de inflación en 1998, la aceleración de la productividad en el pasado año ha permitido que los salarios reales crezcan a tasas inferiores a la producción unitaria, mitigando de este modo la presión de los salarios sobre los precios.



Fuente: Bureau of Labor Statistics.

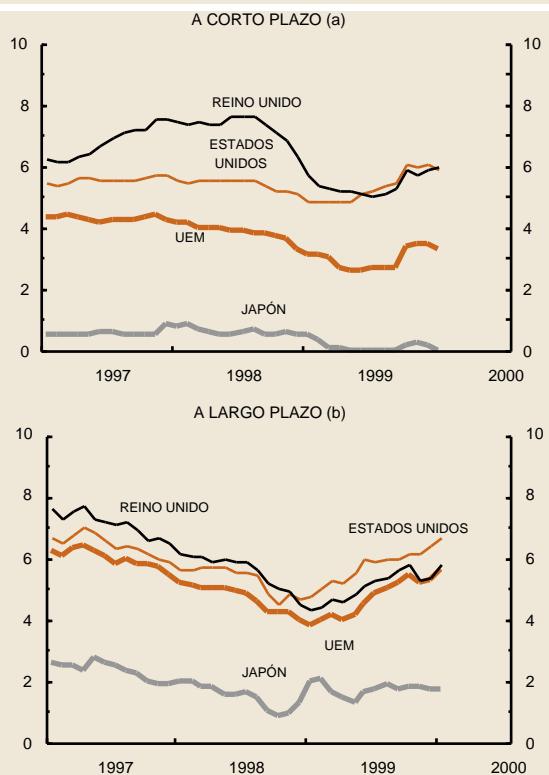
Cobertura salarial Componentes incluidos en cada epígrafe

	Ganancia media por hora (a)	Índice de coste del empleo	Remuneración por hora
COMPONENTES:			
Sueldo base y salarios	x	x	x
Complementos	x	x	x
Horas extras	x	x	x
Permisos pagados	x	x	x
Propinas			x
Pagos por productividad y pagos extraordinarios		x	x
Indemnizaciones por despido		x	x
Pagos por vivienda, retenciones y pagos diferidos			x
<i>Stock options</i>			x
Pagos en especie			x
Contribuciones a planes de pensiones y seguros	x	x	x
Seguros de incapacidad laboral			x

Fuente: Bureau of Labor Statistics.

(a) La serie mensual de ganancia media por hora puede incluir algún concepto no salarial adicional, si se realiza su pago de forma regular.

GRÁFICO 6

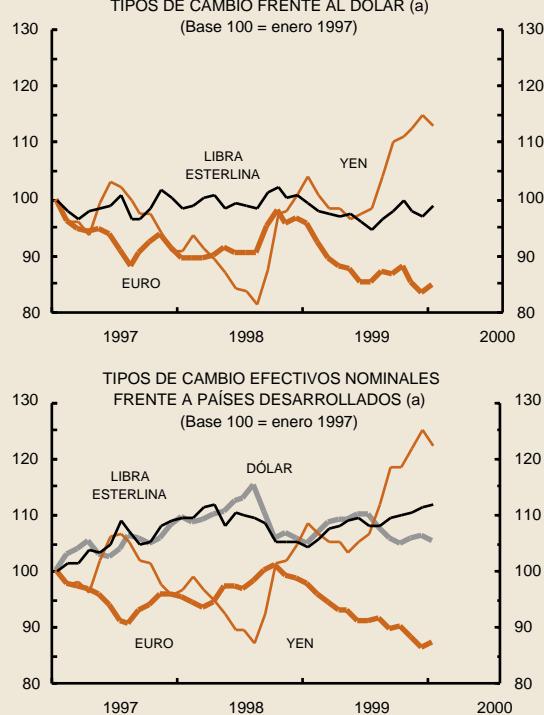
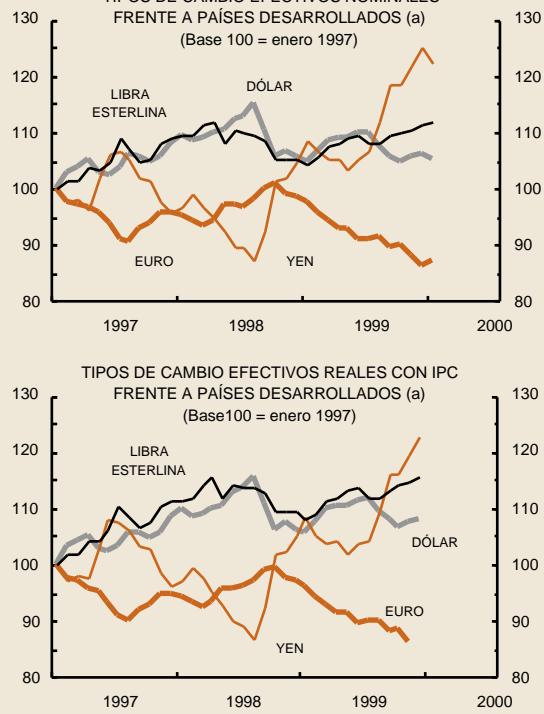
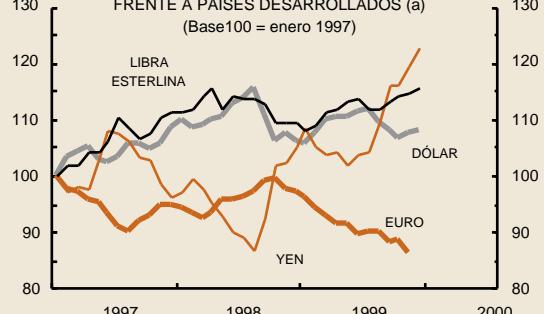
Tipos de interés

Fuente: Banco de España.

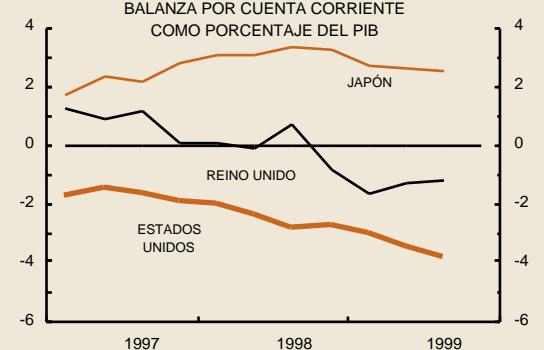
(a) Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario. Unión Monetaria: hasta diciembre de 1998, media ponderada de los once países. En 1999 y 2000: EURIBOR a tres meses.

(b) Rendimientos de la deuda pública a diez años. Unión Monetaria: hasta diciembre de 1998, media ponderada de los once países.

GRÁFICO 7

Tipos de cambio y balanzas por cuenta corrienteTIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR (a)
(Base 100 = enero 1997)TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS NOMINALES FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS (a)
(Base 100 = enero 1997)TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS (a)
(Base 100 = enero 1997)

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE COMO PORCENTAJE DEL PIB



Fuentes: Banco de España, BPI y estadísticas nacionales.

(a) La caída del índice significa una depreciación de la moneda frente al dólar o al resto de monedas que componen la agrupación, y viceversa.

(b) La línea «euro» se corresponde, hasta 1999, con un indicador aproximado elaborado por el BPI a partir de los tipos de cambio efectivos de los países del área del euro.

milar el día 13 de enero de 2000, con lo que su tipo principal quedó finalmente situado en el 5,75 %. Por su parte, el Banco de Japón ha prosseguido con su política de tipos de interés próximos a cero, manteniendo el tipo de descuento en el 0,5 %, en tanto que el tipo de intervención diario se sitúa en el 0,15 % desde el cuarto trimestre del pasado año. En los mercados internacionales de bonos, las condiciones favorables de la economía norteamericana y los signos de presiones inflacionistas latentes han ocasionado un repunte significativo de los tipos de interés a largo plazo (ver gráfico 6). Desde el comienzo del último trimestre de 1999, los rendimientos de los bonos a 10 años en Estados Unidos se han elevado en casi medio punto porcentual, hasta el nivel del 6,65 % a comienzos de enero del 2000. Esta tendencia, que se ha extendido también a los mercados europeos, no se ha visto reflejada en Japón, donde los tipos de la deuda a diez años se han mantenido estables. Los mercados bursátiles, por su parte, han evolucionado favorablemente:

los índices de las bolsas de Nueva York y Tokio han registrado aumentos acumulados en el cuarto trimestre de 1999 próximos al 11 % y 7 %, respectivamente, y han mantenido una gran estabilidad en las primeras semanas de enero.

En los mercados de divisas, la pérdida de valor del dólar frente al yen y su apreciación frente al euro han sido las notas dominantes en el cuarto trimestre del año. Entre septiembre y diciembre del pasado año el dólar se depreció un 4,1 % (ver gráfico 7) con relación al yen y se apreció un 3,9 % frente al euro. No obstante, en la primera quincena de enero, el dólar revirtió su tendencia reciente, recuperándose con respecto al yen y depreciándose con respecto al euro, aunque este último movimiento ha sido

transitorio, ya que el 20 de enero el tipo de cambio del dólar/euro volvía a situarse muy próximo a la paridad. En términos efectivos nominales, durante el cuarto trimestre de 1999 el dólar mostró un alto grado de estabilidad frente al conjunto de las divisas de los países desarrollados, que contrasta notablemente con la importante pérdida de competitividad nominal y real de la moneda nipona. Así, mientras que el dólar experimentó una ligera apreciación del 0,2 % en el cuarto trimestre, el yen —continuando la senda de evolución alcista iniciada a finales del segundo trimestre de 1999— se apreció en términos efectivos un 5,7 % frente a los países desarrollados en ese mismo período. Por último, a petición de las autoridades griegas, la paridad central de la dracma con respecto al euro fue revaluada un 3,5 %.

3. El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo

3.1. Evolución económica

A lo largo de los últimos meses de 1999 la actividad económica del área del euro ha experimentado un impulso adicional. La mejora del entorno exterior y la evolución del tipo de cambio del euro han propiciado la revitalización de las exportaciones de la zona. Sin embargo, la trayectoria reciente de la inflación en el área refleja de forma más intensa los efectos de la elevación de los precios del petróleo al agotarse el efecto compensador que venía ejerciendo la evolución de otros componentes.

De acuerdo con las estimaciones más recientes elaboradas por Eurostat (véase gráfico 8), en el tercer trimestre de 1999 el crecimiento del PIB en el área del euro fue del 2,3 % en tasa interanual, notablemente superior a la tasa media registrada en el primer semestre del año (1,7 %). En términos de tasas intertrimestrales, el crecimiento del PIB en el tercer trimestre de 1999 ha supuesto la prolongación del proceso de recuperación que la zona del euro había iniciado a principios de 1999.

La fortaleza de la actividad económica en el tercer trimestre de 1999 (ver gráfico 8) fue fundamentalmente el resultado del sensible aumento de la aportación de las exportaciones netas al crecimiento del producto, que en términos interanuales ha pasado a ser positiva (0,1 puntos porcentuales), después de cinco trimestres de contribución negativa. Las contribuciones del consumo privado y del consumo público también aumentaron ligeramente, mientras que cayó moderadamente la de la formación bruta de capital fijo. Por su parte, la aportación negativa de la variación de existencias, tanto en términos intertrimestrales como interanuales, debe atribuirse al retraso temporal con el que las decisiones de producción han podido reaccionar ante aumentos de la demanda.

En los países para los que se conoce el detalle por componentes de los resultados de contabilidad nacional del tercer trimestre (Alemania, Francia, Italia, España y Finlandia) se constata la recuperación generalizada de las exportaciones, sobre todo en términos intertrimestrales. Alemania e Italia, aunque han experimentado una notable aceleración de la actividad, continúan siendo los países que han presentado aumentos más modestos del PIB (1,3 % y 1,2 % en tasa interanual, respectivamente), lo que se debe al escaso dinamismo de la demanda interna en ambos países.

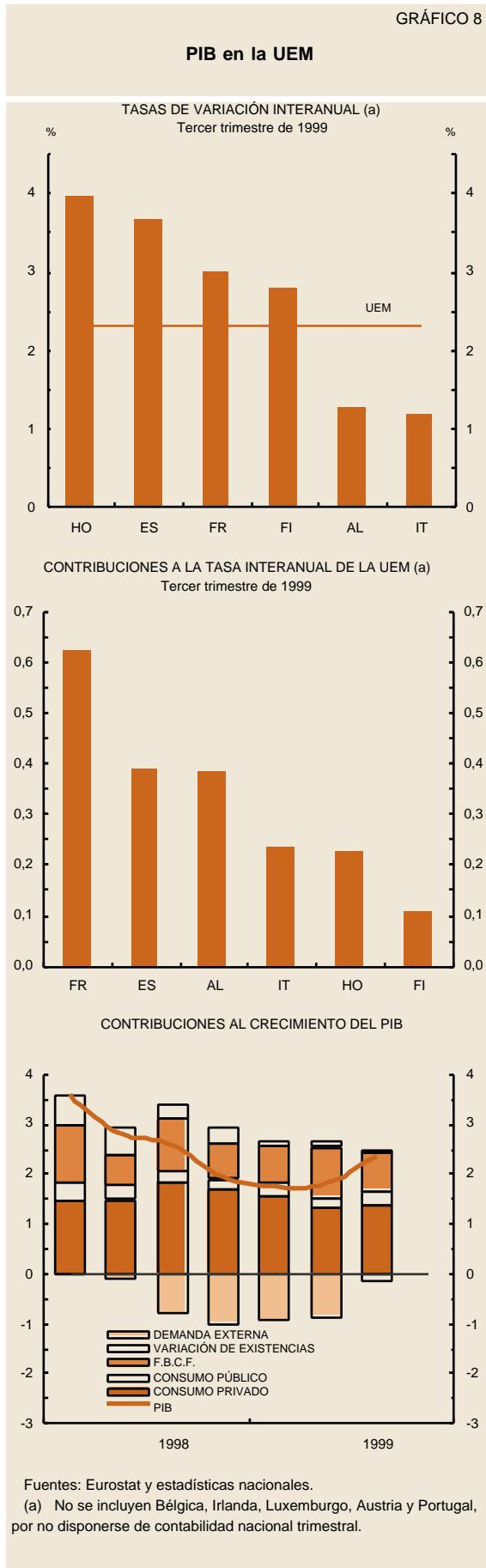
Los indicadores disponibles sobre la evolución del área del euro en el cuarto trimestre de 1999 (véase gráfico 9) coinciden, en su mayor parte, en subrayar la tendencia de reactivación

observada en meses anteriores. Así, el indicador de confianza industrial ha alcanzado a finales de año una cota superior a la media de los diez años precedentes, destacando de forma especial el aumento sostenido de las carteras de pedidos, tanto total como exteriores. La producción industrial del área, cuya evolución se conoce hasta octubre, refleja una suave aceleración, en respuesta —acaso algo rezagada— al aumento de los pedidos. Con respecto a los indicadores de consumo, destaca la favorable evolución tanto del indicador de confianza de los consumidores, que se situó en los últimos meses de 1999 en niveles prácticamente iguales al máximo histórico alcanzado en el primer trimestre, como la del indicador de ventas al por menor en el mes de octubre.

En el mercado de trabajo, el ritmo de creación de empleo no recoge todavía el mayor pulso de la actividad económica a lo largo de 1999. Así, el crecimiento interanual del empleo fue del 1,4 % en el tercer trimestre, una décima inferior a la del trimestre anterior y dos décimas menos que en el conjunto de los tres primeros meses del año. Ello ha supuesto una importante recuperación de la productividad aparente del trabajo en el tercer trimestre de 1999, tras haber alcanzado tasas de crecimiento próximas a cero en los trimestres precedentes. No obstante, la tasa de paro ha continuado disminuyendo moderadamente, hasta situarse en el 9,8 % de la población activa en noviembre. Por su parte, los costes salariales, medidos por el índice de costes laborales, muestran una aceleración gradual desde mediados de 1998, lo que se ha reflejado en que dicho índice creciese, en el tercer trimestre de 1999, un 2,2 % interanual, dos décimas por encima del incremento experimentado en el primer semestre del año pasado.

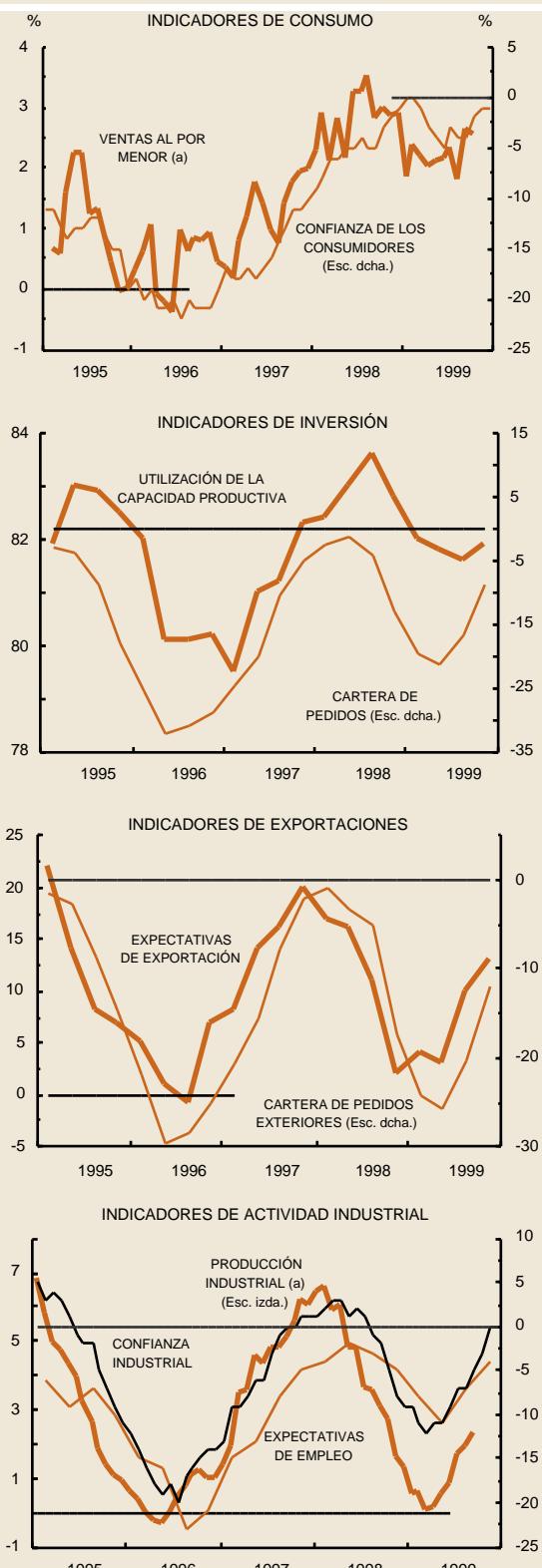
En octubre de 1999, el área del euro alcanzó un superávit comercial de 6,9 mm de euros (2 mm de euros en septiembre), como resultado de una aceleración de las exportaciones (9 % en tasa interanual, frente al 6 % en septiembre) y del mantenimiento del ritmo de crecimiento de las importaciones (10 % en septiembre y octubre). En el tercer trimestre del año, la balanza por cuenta corriente del área registró un superávit de 7,8 mm de euros (15,5 mm de ecus en el mismo período de 1998). La balanza de servicios, por su parte, presentó en el tercer trimestre un déficit de 1,6 mm euros, frente al déficit de 0,4 mm en el mismo período del año anterior.

Los indicadores más representativos de la evolución de los precios en la economía del área del euro han mostrado un deterioro a lo largo del cuarto trimestre, motivado, en gran medida, por la trayectoria alcista del precio del



UEM. Indicadores reales

GRÁFICO 9



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.

crudo en los mercados internacionales (145 % de aumento entre febrero y diciembre de 1999), por la depreciación del euro frente al dólar (16 % en el transcurso del año) y por la reversión de la tendencia de caída de los precios de los alimentos. La tasa de variación interanual del IAPC del área alcanzó el 1,7 % en el mes de diciembre, cinco décimas por encima de la de septiembre (véase gráfico 10). El deterioro del índice de bienes a lo largo del año y la suave mejora del de servicios han favorecido la convergencia entre las tasas de crecimiento de ambos componentes del IAPC, que, en términos interanuales, han sido en diciembre del 1,8 % y del 1,5 %, respectivamente. Dentro del agregado de bienes, tanto el índice de bienes alimenticios como el de bienes industriales experimentaron un deterioro adicional a lo largo del cuarto trimestre, provocado, en mayor medida, por la desfavorable evolución de los bienes alimenticios no elaborados en el primer caso, que pasó de crecer el -1,2 % en septiembre al -0,3 % en diciembre, y por el repunte de los precios energéticos en el segundo, que creció a una tasa interanual en diciembre del 10,2 %, casi cuatro puntos superior a la de septiembre. Por último, el crecimiento del resto de componentes del agregado de bienes permaneció prácticamente estable entre septiembre y diciembre. Excluyendo el registro de Irlanda, los últimos datos del IAPC mantienen una reducción gradual de la dispersión de las tasas de inflación de los distintos países del área euro, en un contexto de elevaciones de los valores máximo y mínimo desde agosto. Por su parte, el índice de precios industriales prolongó en el cuarto trimestre el proceso de aceleración que viene mostrando desde el inicio de 1999, alcanzando una tasa de variación interanual del 3 % en noviembre, que contrasta con las tasas negativas que había venido experimentando desde el segundo trimestre de 1998 hasta julio de 1999.

Las perspectivas inflacionistas apuntan a nuevos aumentos en los primeros meses del presente año, que deberán revertirse posteriormente. No obstante, existen algunos riesgos que pueden propiciar una cierta persistencia de las alzas de precios. En concreto, al riesgo de que el precio del petróleo no modere su trayectoria a partir de la próxima primavera se añade la posibilidad de que la transmisión a precios finales del encarecimiento del crudo en origen se intensifique en los próximos meses, en un contexto de fortaleza de la demanda final. Por otro lado, no se vislumbran circunstancias que tiendan a moderar la evolución alcista de los precios agrícolas de los últimos meses, por lo que no parece que el componente alimenticio del IAPC pueda seguir aminorando, como ha hecho hasta el tercer trimestre de 1999, los efec-

CUADRO 1

Saldo de las Administraciones Públicas de los países del área de la UEM (en % del PIB)					
	1995	1996	1997	1998	1999 (a)
Bélgica	-3,8	-3,1	-1,6	-0,9	-1,0
Alemania	-3,3	-3,4	-2,7	-2,1	-1,9
España	-7,1	-4,5	-2,5	-1,7	-1,6
Francia	-4,9	-4,1	-3,0	-2,9	-2,2
Irlanda	-2,1	-0,2	1,0	2,4	3,2
Italia	-7,7	-6,6	-2,7	-2,7	-2,4
Luxemburgo	1,8	2,8	3,8	2,5	1,7
Países Bajos	-4,1	-1,8	-1,0	-0,7	-0,5
Austria	-5,1	-3,7	-1,8	-2,2	-2,0
Portugal	-5,7	-3,3	-2,5	-2,2	-1,8
Finlandia	-4,6	-3,1	-1,2	1,0	2,5
PRO MEMORIA:					
UEM					
Saldo primario (b)	0,7	1,3	2,5	2,4	
Saldo total (b)	-5,0	-4,1	-2,5	-2,1	
Deuda pública	74,8	76,1	75,4	73,6	

Fuentes: Comisión Europea y BCE (hasta 1998).

(a) Saldos notificados a la Comisión en el marco del procedimiento de déficit excesivos.

(b) Déficit (-) / superávit (+).

tos de la evolución del componente energético sobre el índice general. Además, existe el riesgo de que la coincidencia de las negociaciones de los convenios colectivos con el repunte transitorio de los precios dé lugar a aumentos salariales que no favorezcan el mantenimiento de tasas reducidas de inflación. Como contrapartida, cabe esperar que continúe el efecto moderador sobre el curso de los precios de las políticas de desregulación y liberalización en los mercados de bienes, servicios y factores llevados a cabo en los últimos años.

De acuerdo con las notificaciones a la Comisión Europea que los Estados miembros realizaron en el mes de septiembre de 1999, en el marco del procedimiento de déficit excesivo, la mayor parte de los países cumplirán con los objetivos para 1999 contenidos en sus programas de estabilidad originales, ayudados por la expansión de los ingresos impositivos a un ritmo mayor del previsto (véase cuadro 1). Sin embargo, pueden existir pequeños deslizamientos en Austria e Italia; en este segundo país, se espera que el déficit se sitúe finalmente entre la cifra prevista en su programa de estabilidad —el 2 % del PIB— y el objetivo revisado del 2,4 % del PIB anunciado por las autoridades italianas en la primavera del pasado año.

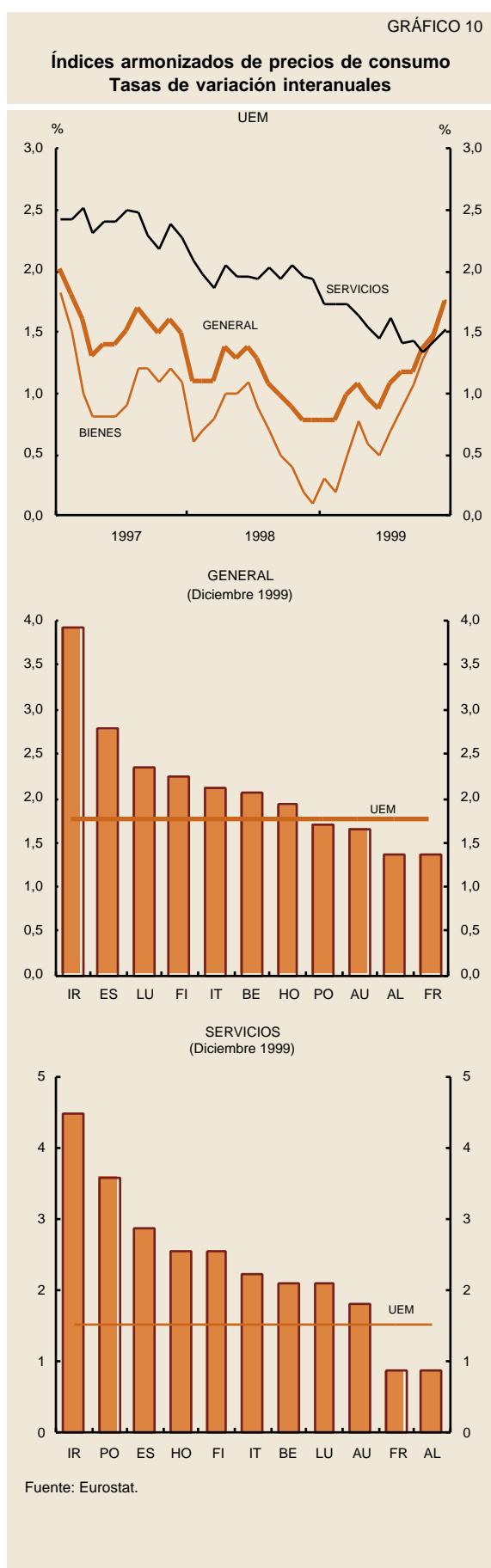
Los planes presupuestarios para el año 2000 indican que el proceso de consolidación fiscal continuará durante este año en gran parte de los países del área. En muchos casos, los objetivos perseguidos son más ambiciosos que los

recogidos en sus programas de estabilidad originales. Así, en Alemania y Francia, los déficit programados para el ejercicio actual ascienden al 1,25 % y 1,8 % del PIB, respectivamente, frente al 2 % contenido en los programas presentados el pasado año. En Italia, el presupuesto persigue alcanzar exactamente la meta fijada en el programa de estabilidad de 1998 (déficit del 1,5 % del PIB). Los mayores problemas para alcanzar los objetivos originales se encuentran en Austria, donde la elaboración del presupuesto sigue demorándose como consecuencia de las dificultades para la formación de un gobierno tras las elecciones del pasado otoño.

En cuanto a los planes presupuestarios a medio plazo, cabe destacar el anuncio de una reforma fiscal en Alemania, según la cual la presión impositiva directa se verá reducida en varias etapas hasta el año 2005. Así, los tipos del impuesto sobre la renta experimentarán una disminución sustancial, al tiempo que aumentan los mínimos exentos y las deducciones familiares. Ello supone un adelantamiento en el tiempo y una intensificación de la rebaja del gravamen ya anunciado en la primavera de 1999. Finalmente, el tipo del impuesto de sociedades será rebajado desde el 40 % al 25 % a comienzos del año 2001.

3.2. Evolución monetaria y financiera

Durante el cuarto trimestre de 1999 se mantuvo el carácter relativamente holgado de



las condiciones monetarias y financieras en la zona del euro a pesar de las expectativas de subidas de tipos de interés existentes al comienzo del mismo y de la posterior elevación de los tipos de intervención del BCE decidida por el Consejo de Gobierno el día 4 de noviembre (véase gráfico 11). En este sentido, los tipos de interés reales a corto y largo plazo continuaron situándose en niveles muy bajos, por debajo del 2 % en el primer caso y entre el 3,5 % y el 4 % en el segundo caso. Por su parte, continuó la tendencia a la depreciación que el euro mostró desde principios de año frente al dólar y al yen. Asimismo, el agregado monetario de referencia del área, M3, y la financiación al sector privado residente siguieron mostrando altos ritmos de crecimiento. Respecto al valor de referencia para M3, el día 2 de diciembre de 1999, el Consejo de Gobierno del BCE anunció el mantenimiento del 4,5 %, como referencia para el año 2000, basándose en que no se habían producido cambios significativos en los supuestos económicos que estuvieron detrás de la fijación de ese valor en diciembre de 1998. Asimismo, se anunció que esa referencia sería revisada anualmente.

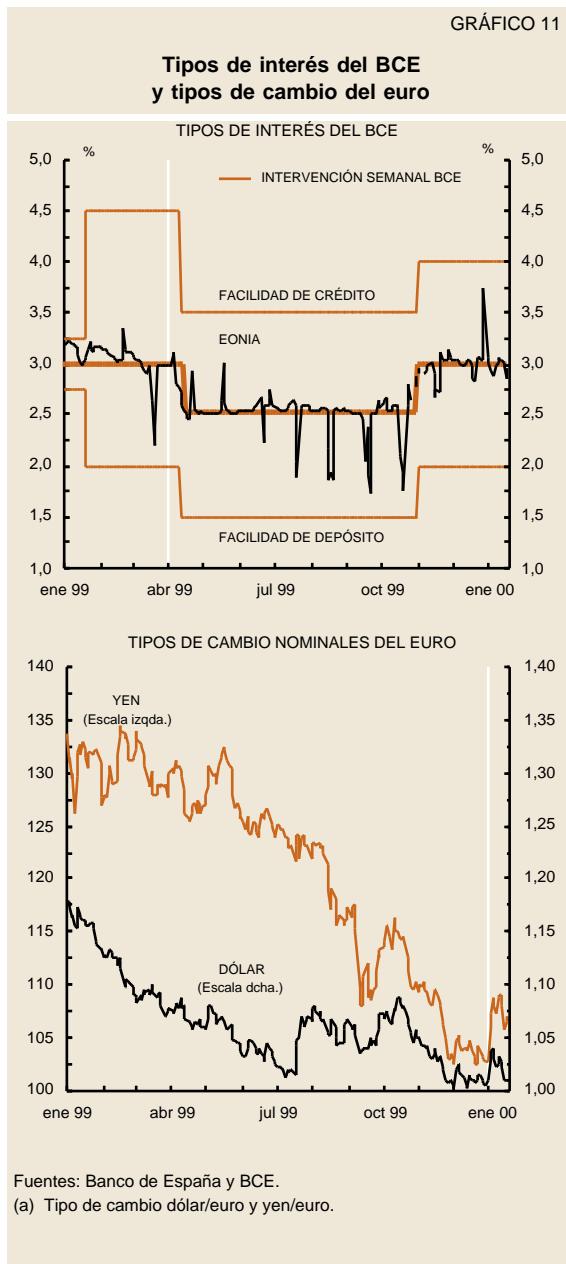
El día 4 de noviembre, el Consejo de Gobierno del BCE anunció una subida de 50 puntos básicos del tipo de las operaciones principales de financiación, que pasó a situarse en el 3 %, y un ascenso simultáneo de los tipos de interés de las facilidades permanentes de crédito y de depósito, que se establecieron en el 4 % y el 2 %, respectivamente. Tras esta medida, el tipo interbancario a un día (EONIA) se mantuvo en niveles muy cercanos al 3 %, excepto el día 30 de diciembre, último día de negociación del pasado año, en el que, debido a la incertidumbre asociada a los posibles efectos de la transición al año 2000, y a pesar de la holgada situación de liquidez existente en el mercado, se situó en el 3,75 %. Por su parte, los tipos interbancarios a plazos más largos se mantuvieron bastante estables hasta finales de noviembre, cuando comenzaron a resultar afectados, en diferente medida, según el plazo, por la incertidumbre del mercado en relación con los posibles efectos del paso al año 2000. Estos efectos fueron transitorios y se corrigieron en los primeros días del presente año. Como resultado de estos movimientos, el día 21 de enero los tipos EURIBOR a uno y tres meses se situaron en el 3,1 % y el 3,3 %, respectivamente, 53 puntos básicos y 58 puntos básicos por encima de los niveles medios mantenidos en septiembre de 1999.

Los tipos de interés a largo plazo de la zona, tras los ascensos observados en el mes de octubre, que llegaron a situar el tipo de interés a diez años en torno al 5,6 %, y días antes de la

subida de los tipos de intervención, iniciaron una trayectoria descendente que los condujo hasta niveles cercanos al 5 % a mediados de noviembre. Posteriormente, dichos tipos volvieron a aumentar, como consecuencia tanto de los aumentos de tipos de los bonos estadounidenses como de la consolidación de las mejores perspectivas de crecimiento para el área, así como, probablemente, de la percepción por parte de los agentes de ciertos riesgos para la estabilidad de precios en la zona, sobre los que, por otra parte, el Eurosistema venía alertando. Como resultado de estos movimientos, el día 19 de enero los tipos a 10 años en la zona del euro se situaron en el 5,75 %, 52 puntos básicos por encima del nivel medio mantenido en septiembre. Los movimientos descritos dieron lugar a desplazamientos al alza de la curva de rendimientos de la zona del euro (véase gráfico 12), que muestra actualmente un significativo aumento de su pendiente respecto a la que presentaba en diciembre de 1998.

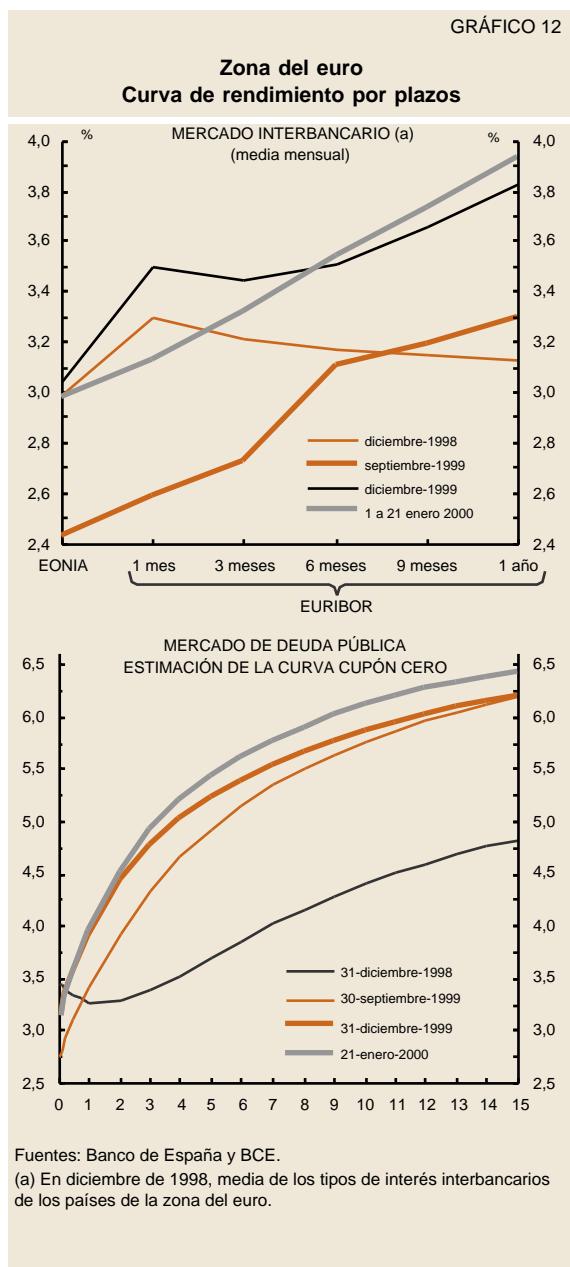
A pesar de que los movimientos de los tipos de interés de la zona fueron, en general, del mismo signo que en los mercados estadounidenses, el diferencial de tipos de interés a diez años respecto a Estados Unidos tendió a aumentar en el conjunto del trimestre, alcanzando los 110 puntos básicos el día 19 de enero. La trayectoria de este diferencial guardó cierta consonancia con la posición que el euro mantuvo frente al dólar en el mercado de cambios. Así, el euro se apreció frente al dólar en el mes de octubre, alcanzando un cambio medio de 1,071 dólares y, posteriormente, aunque mostrando una cierta volatilidad, tendió a depreciarse, situándose, en la primera quincena de enero, en niveles muy cercanos a la paridad con la divisa estadounidense.

Respecto a la evolución de otros tipos de interés relevantes en las decisiones de gasto de los agentes económicos, hay que señalar que los tipos de interés medios del crédito bancario en la zona del euro, que reflejan con cierto retraso los movimientos en los tipos de interés en los mercados monetarios y de largo plazo, aumentaron en el cuarto trimestre respecto a los niveles mantenidos en septiembre. No obstante, en noviembre, mes al que se refiere la última información disponible, los tipos de la financiación a empresas a más largo plazo, así como los tipos del crédito al consumo y de los préstamos hipotecarios, tendieron a estabilizarse e, incluso, a mostrar un ligero descenso, al contrario que en el caso de los tipos de la financiación a más corto plazo, que experimentaron incrementos. En cualquier caso, los tipos de interés de las operaciones bancarias de financiación al sector privado se mantuvieron toda-



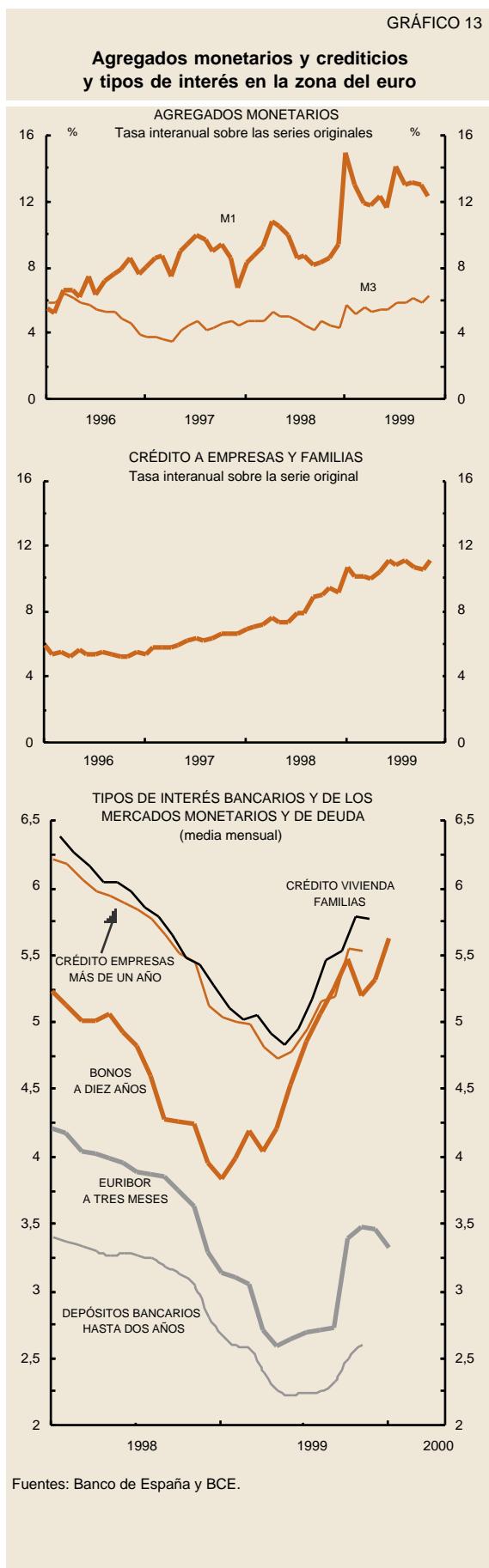
vía por debajo de sus niveles medios en 1998 (véase gráfico 13).

Los mercados de renta variable de la zona del euro tuvieron una evolución favorable durante el cuarto trimestre de 1999, aunque mostraron una cierta volatilidad especialmente significativa durante el mes de octubre. La trayectoria de los precios en estos mercados fue, en general, bastante independiente de la evolución de los tipos de interés y, aunque estuvo ligada, en alguna medida, a la situación del mercado bursátil estadounidense, derivó en ascensos más elevados. Así, en diciembre de 1999 el nivel medio del índice Dow Jones EURO STOXX amplio se situó un 19,5 % por encima del correspondiente al mes de septiembre, y a mediados de enero del 2000 dicho índice presentaba una



revalorización del 34 % respecto al nivel medio que mantuvo en enero de 1999.

Por lo que respecta a los agregados monetarios y crediticios en la zona del euro, estos siguieron mostrando ritmos de expansión elevados, relacionados, en gran medida, con la progresiva mejora de las perspectivas de crecimiento y con los todavía relativamente bajos niveles de los tipos de interés. Hasta diciembre, último mes para el que se dispone de información, la media móvil de tres meses del crecimiento interanual del agregado monetario de referencia, M3, se situó en el 6,1 %, siendo dicho crecimiento del 6,4 % en ese último mes. Los activos más líquidos que componen este agregado continuaron mostrando fuertes ritmos de expansión, como pone de manifiesto el compor-



tamiento de los depósitos a la vista, que mantuvieron crecimientos interanuales de alrededor del 13 % en el último trimestre del año. Asimismo, se apreció una recuperación de la demanda de los activos negociables incluidos en M3, tales como las participaciones en fondos de inversión del mercado monetario, así como de otros activos financieros a más largo que no forman parte del mismo, como es el caso de los depósitos a más de dos años.

Conviene mencionar que, a lo largo de 1999, el crecimiento interanual observado del agregado monetario M3 se situó de forma persistente por encima del valor de referencia, lo que, en parte, reflejó el fuerte crecimiento de los depósitos a la vista en la zona del euro durante los primeros meses de 1999, asociado a algunos efectos especiales derivados de la introducción del euro y de la puesta en funcionamiento de la Unión Monetaria. Sin embargo, la pauta de comportamiento expansiva del agregado monetario se mantuvo en meses posteriores, lo que confirma que las condiciones de liquidez en la área han sido relativamente holgadas durante 1999.

La evolución monetaria descrita fue compatible con el mantenimiento del fuerte ritmo de expansión de la financiación concedida a los residentes en la zona del euro, lo que supuso un incremento interanual de esta variable del 8,4 % en diciembre. Esta evolución se debió, en su mayor parte, al comportamiento de la financiación concedida por las IFM al sector privado, que mostró una variación interanual del 10,5 % en diciembre, frente a un crecimiento del 2,5 % de la financiación dirigida a las AAPP. Por su parte, la posición externa neta de las IFM continuó disminuyendo, como consecuencia de la brecha existente entre el crecimiento de los activos frente a los residentes y de los pasivos que obtienen de ese sector, de tal forma que, en diciembre de 1999, esta posición se había reducido en 200 mm de euros respecto a diciembre del año anterior.

En relación con la instrumentación de la política monetaria, durante el cuarto trimestre de

1999 siguieron manteniéndose las pautas mencionadas en anteriores informes. Ahora bien, con el fin de eliminar cualquier posible incidencia derivada de la transición al nuevo año, el BCE implementó algunas medidas preventivas destinadas a asegurar unas condiciones de liquidez suficientemente holgadas en los primeros días del año 2000. En este sentido, ya en mayo de 1999 el BCE decidió que la fecha de vencimiento de la operación de financiación a largo plazo a realizar el 30 de septiembre fuera el 23 de diciembre, en vez del 30 de dicho mes, como hubiera correspondido. Por otra parte, en septiembre, se anunció que se suprimiría la operación principal de financiación que había de llevarse a cabo en la primera semana del año 2000, ampliando, a su vez, de dos a tres semanas el vencimiento de las dos últimas operaciones de financiación que debían llevarse a cabo en 1999. Además, en octubre, se decidió aumentar en 10 mm de euros, hasta 25 mm de euros, la liquidez que se adjudicaría en las tres últimas operaciones mensuales de financiación a largo plazo. Igualmente, en la operación principal de financiación del día 30 de diciembre la cantidad asignada a las IFM tuvo un carácter relativamente expansivo, intentando evitar potenciales problemas en el mercado monetario. Todas estas medidas contribuyeron a lograr una transición sin problemas al nuevo año. A este respecto, hay que señalar que, el día 4 de enero, el BCE anunció una operación de ajuste, la primera de este tipo desde el comienzo de la tercera fase de la UEM, destinada a regularizar las condiciones de liquidez creadas. Dicha operación consistió en la celebración, el día 5 de enero, de una subasta a tipo variable, con el fin de captar depósitos a un plazo de una semana en el Eurosistema y, de esta forma, drenar liquidez.

La liquidez proporcionada por el Eurosistema durante los últimos tres períodos de mantenimiento de reservas, el último de los cuales finalizó el 23 de diciembre, ascendió a 187,7, 194,3 y 214,7 mm de euros, respectivamente. Como viene siendo normal, el recurso a las facilidades permanentes de crédito y de depósito fue poco significativo en estos períodos.

4. La economía española

4.1. Demanda

De acuerdo con la información facilitada por el INE, la demanda nacional registró un crecimiento interanual del 4,8 % (2) durante el tercer trimestre de 1999, confirmando la ligera desaceleración que comenzó a observarse en el trimestre precedente (véase gráfico 14). Este comportamiento fue común a todos los componentes de la demanda, a diferencia de lo ocurrido en la primera mitad del año, cuando la mayor fortaleza del consumo final de los hogares compensó la moderada pérdida de dinamismo de la formación bruta de capital fijo. La menor pujanza de la demanda nacional en los meses de verano no impidió que el PIB se acelerara ligeramente, hasta experimentar un crecimiento del 3,7 % con respecto al mismo período del año anterior, ya que la demanda exterior neta redujo apreciablemente su contribución negativa al crecimiento del producto, quedando cifrada en 1,1 puntos porcentuales. Esta menor retracción del saldo exterior fue el resultado tanto de una ligera flexión a la baja en el crecimiento de las importaciones como del mayor dinamismo de las exportaciones, que comenzaron a beneficiarse de la recuperación económica, cada vez más firme, de determinadas áreas geográficas.

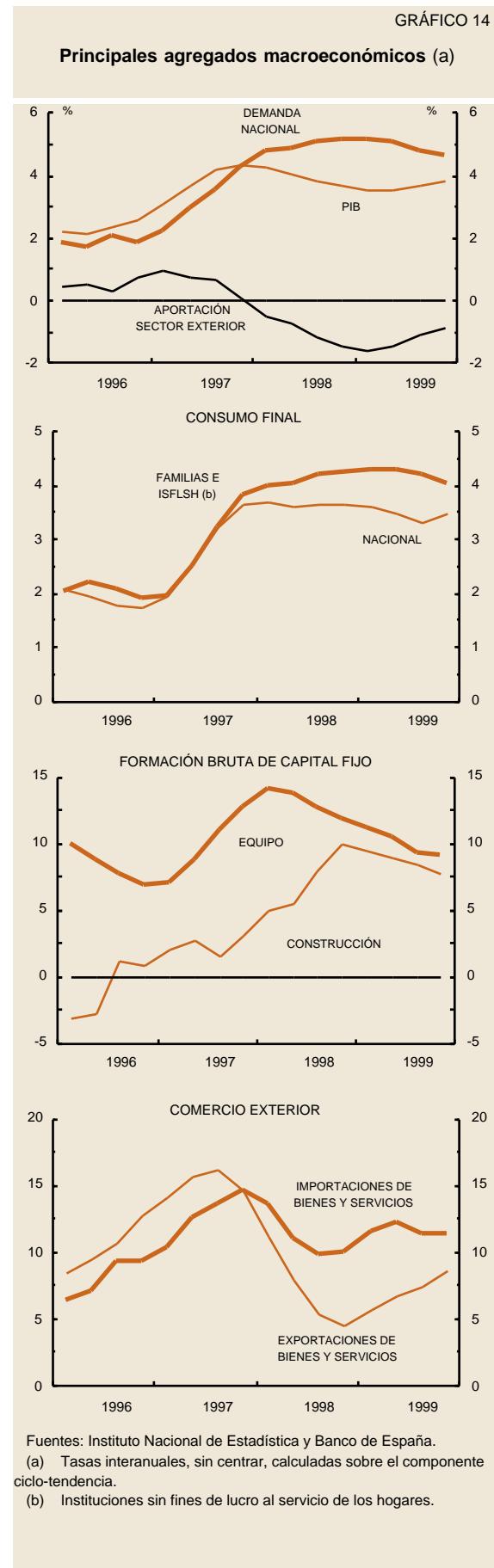
La información coyuntural disponible hasta el momento de la redacción de este informe parece apuntar hacia una prolongación de estas tendencias en el cuarto trimestre de 1999. Según se estima a partir de esta información, la demanda nacional continuó avanzando a tasas elevadas, aunque ligeramente decrecientes (en torno al 4,6 %), arrastrada por el menor dinamismo de la formación bruta de capital fijo, y, en menor medida, por el consumo de los hogares. A su vez, la aportación negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del producto volvió a reducirse, en valor absoluto, debido a la recuperación de las exportaciones, ya que las importaciones continuaron mostrando un tono elevado. En consecuencia, en el cuarto trimestre de 1999 el crecimiento interanual del PIB se habría situado en torno al 3,8 %, una décima por encima de la tasa del tercer trimestre, cerrándose el año con un aumento del producto del 3,7 %. Esta tasa supone una desaceleración de tres décimas respecto a 1998, y refleja, principalmente, el impacto de la crisis internacional, que alcanzó su mayor intensidad a finales de ese año y comienzos de 1999. Se estima que, en el conjunto de 1999, el sector exterior detrajo en torno a 1,3 puntos porcen-

(2) Los datos de Contabilidad Nacional Trimestral, a los que se hace referencia en este capítulo, se definen en términos de ciclo-tendencia, de acuerdo con la terminología utilizada por el INE.

tuales de crecimiento del PIB (tres décimas más que en 1998), mientras que la demanda nacional creció a una tasa próxima a la de ese año (5 %).

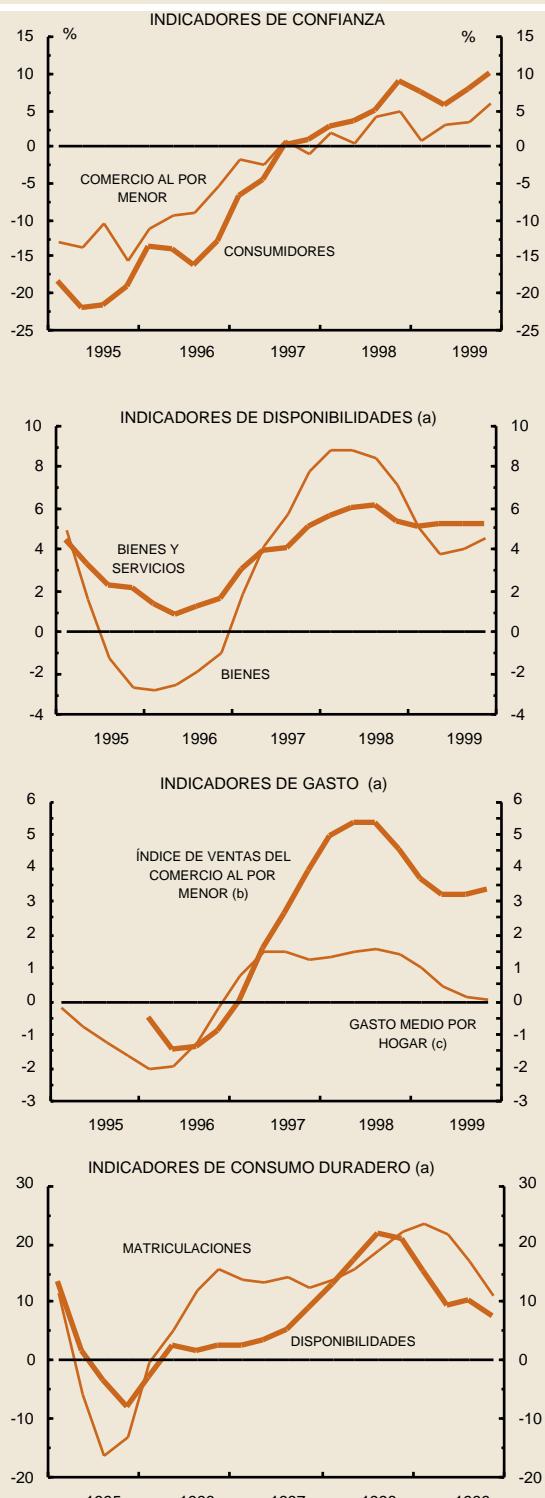
Durante el tercer trimestre de 1999 el gasto en consumo final de los hogares e instituciones privadas sin fines de lucro experimentó un crecimiento interanual, en términos reales, del 4,2 %, una décima inferior al estimado en el segundo trimestre, como se aprecia en el gráfico 14. Este dato confirma el cambio de tendencia que ya se había dejado entrever en el trimestre precedente y que, de acuerdo con los últimos indicadores coyunturales para este agregado, se mantuvo en los meses finales de 1999, período en el que el consumo registró una ligera desaceleración adicional. En efecto, como se puede comprobar en el gráfico 15, el indicador de disponibilidades de bienes y servicios de consumo —calculado con información parcial para ese período— se desaceleró ligeramente en el cuarto trimestre, mientras que el índice de ventas del comercio minorista estabilizó su ritmo de avance. Más marcado fue el debilitamiento de los indicadores de consumo durante, si bien la matriculación de automóviles registró un crecimiento superior al 15 % en el conjunto del año.

A la espera de recibir las primeras estimaciones del INE de las cuentas sectoriales, en el marco de la CNE-95, la información disponible relativa a la evolución de determinadas partidas de la renta disponible de las familias indica que, en términos reales, el aumento del poder adquisitivo de los hogares en 1999 pudo ser algo inferior al registrado el año precedente, frente a un avance del consumo que, en media anual, fue ligeramente más elevado que el de 1998. En la evolución de la renta disponible real incidieron de manera contrapuesta las rentas del trabajo y las transferencias netas del sector público. Las rentas del trabajo se moderaron, en alguna medida, debido tanto al menor dinamismo del empleo como al avance no esperado de la tasa de inflación, que afectó negativamente al crecimiento del salario real de los trabajadores por cuenta ajena. A este respecto cabe recordar que, aunque un porcentaje elevado de los asalariados disfrutan de cláusulas de salvaguardia en sus convenios colectivos, que les protegen de las desviaciones de la inflación en relación con lo previsto, los pagos derivados de esas cláusulas serán percibidos a comienzos del año 2000, lo que no excluye que algunos hogares hayan anticipado sus decisiones de gasto con cargo a esas rentas. En cambio, la reforma del impuesto sobre la renta de las personas físicas y la favorable evolución de las prestaciones sociales que reciben las familias ampliaron el impacto expansivo del sector pú-



Indicadores de consumo privado

GRÁFICO 15



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Dirección General de Tráfico y Banco de España.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

(b) Deflactado por el IPC.

(c) ECPF, deflactado por el IPC.

blico sobre la renta de los hogares. En el caso de las pensiones, también se producirá una compensación por la desviación de la inflación en 1999, que será percibida en el presente año.

Como ya se ha apuntado, la evolución de la renta disponible en 1999 implica una reducción de la tasa de ahorro de los hogares en ese período, que sería coherente con el contexto de creciente optimismo que reflejan los consumidores y con el bajo nivel mantenido por los tipos de interés. Cabe señalar además que, si bien la riqueza financiera de los hogares se expandió en 1999 en menor medida que en los años anteriores, debido a la evolución de los mercados de valores, la riqueza no financiera, influída por la sustancial elevación del precio de la vivienda, mostró un comportamiento favorable.

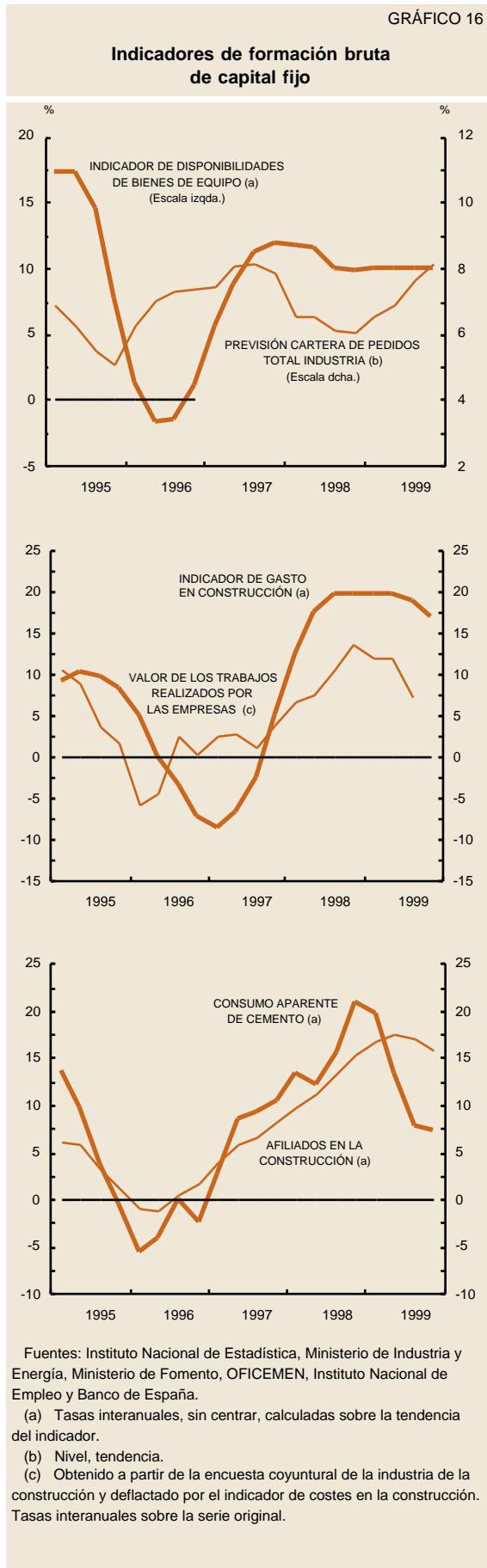
De acuerdo con las estimaciones provisoriales de la CNTR, en el tercer trimestre de 1999 el gasto en consumo final de las Administraciones Públicas registró un crecimiento interanual del 0,3 % en términos reales, cinco décimas por debajo del experimentado en el trimestre precedente. Esto supone una acentuación del comportamiento moderado, que ya se venía observando en trimestres anteriores, aunque cabe esperar que con el cierre del ejercicio se produzcan revisiones al alza de esta variable, una vez que se incorpore la información más completa del conjunto de las Administraciones Públicas. Cabe destacar, en particular, el comportamiento contenido de la remuneración de los asalariados, aunque las compras netas también han evolucionado moderadamente.

La formación bruta de capital fijo registró un incremento interanual del 8,7 % en el tercer trimestre de 1999, casi un punto porcentual por debajo del observado el trimestre precedente. Esta desaceleración, que de forma más atenuada se observa desde comienzos del año, afectó en mayor medida a la inversión en bienes de equipo, pero se dejó notar también en la inversión en construcción. La información coyuntural relativa al comportamiento de la inversión en el cuarto trimestre del año pasado apunta hacia una desaceleración adicional en ese período (véase gráfico 16).

Durante el tercer trimestre de 1999 la inversión en bienes de equipo experimentó un crecimiento real del 9,3 % con respecto al mismo período del año anterior, más de un punto por debajo del aumento observado en el primer semestre. El perfil de desaceleración parece haberse prolongado en el cuarto trimestre, de acuerdo con la evolución del indicador de disponibilidades de este tipo de bienes. Tanto las disponibilidades de material de transporte como

las del resto de bienes de equipo mostraron un perfil similar, aunque el deterioro fue más acusado en las primeras. Sin embargo, el indicador de clima industrial en las ramas productoras de bienes de inversión ha tendido a reflejar una situación progresivamente más optimista, destacando especialmente la recuperación de la cartera de pedidos. El elevado dinamismo que, en cualquier caso, registra la inversión en equipo está asociado a la evolución de la demanda final, que conserva una fortaleza notable. Por otra parte, el perfil de desaceleración de la inversión a lo largo del pasado año ha podido estar inducido por la finalización de procesos de renovación del equipo, puestos en marcha con anterioridad, o por el deterioro de las expectativas de demanda al inicio del año, en el momento más agudo de la crisis internacional. No obstante, la sustitución de demanda interior por exterior, que se está produciendo en la actualidad y que se ha concretado en un fuerte tirón al alza de la cartera de pedidos exterior, es favorable al sostenimiento del proceso inversor. Además, los datos de la Central de Balances Trimestral muestran que la situación financiera de las empresas continúa siendo muy holgada, dentro de niveles de rentabilidad elevados, aun cuando el efecto positivo de la reducción de los tipos de interés sobre los recursos generados se esté agotando y los márgenes empresariales tienden a estabilizarse.

Los datos de la CNTR reflejaron una pérdida de impulso de la inversión en construcción en el tercer trimestre de 1999, al registrar un crecimiento real del 8,3 % con respecto al mismo período del año precedente, frente al 9,2 % de la primera mitad del año. Por componentes, la encuesta coyuntural de la industria de la construcción mostró que esa desaceleración afectó tanto a la obra civil como a la edificación, y, según la evolución de los indicadores más actualizados de la actividad constructora, ese proceso de debilitamiento ha proseguido en el cuarto trimestre de 1999. En particular, el consumo aparente de cemento redujo de nuevo su crecimiento interanual en los meses de octubre y noviembre, hasta el 3,9 %; el IPI de materiales de construcción mantuvo en octubre un ritmo de crecimiento similar al del tercer trimestre, y las opiniones empresariales mostraron una reducción del nivel de confianza de los constructores de cuatro puntos, en el conjunto del cuarto trimestre. En una perspectiva de medio plazo, la evolución reciente de los indicadores adelantados de construcción también apunta hacia un debilitamiento adicional de este componente de la demanda. Así, la licitación oficial en obra civil se redujo en un 12,1 %, en los ocho primeros meses de 1999, con respecto al mismo período del año precedente, y el número de metros cuadrados de edificación a construir,

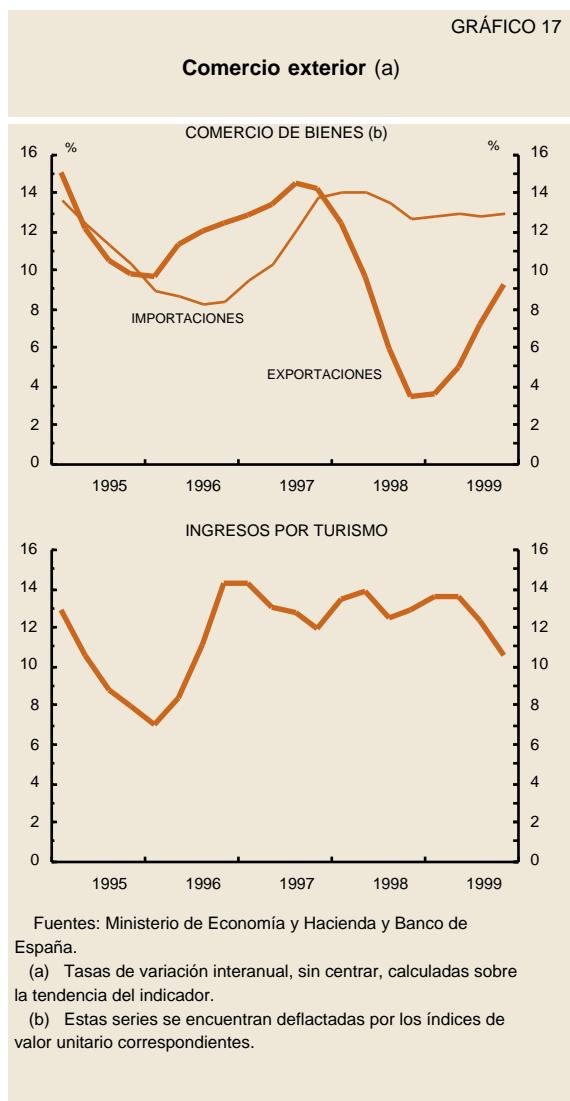


Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Industria y Energía, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Instituto Nacional de Empleo y Banco de España.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

(b) Nivel, tendencia.

(c) Obtenido a partir de la encuesta coyuntural de la industria de la construcción y deflactado por el indicador de costes en la construcción. Tasas interanuales sobre la serie original.



según la estadística de visados, presentó un perfil de desaceleración en el período transcurrido de 1999, algo más acusado en su componente no residencial. La inversión residencial muestra perspectivas de un mayor sostenimiento, alentada por el notable empuje de la demanda, aunque, tras la fuerte expansión de la oferta en 1999, los indicadores apuntan también hacia una suave desaceleración en el año 2000.

Para finalizar con los componentes de la formación bruta de capital, la inversión en existencias añadió dos décimas al crecimiento interanual del PIB en el tercer trimestre de 1999, en línea con lo ocurrido en la primera mitad del año. Los indicadores de opiniones empresariales parecen mostrar que en el último trimestre la acumulación de inventarios podría haber sido más moderada.

Como se ha comentado previamente, en el tercer trimestre de 1999 la demanda exterior

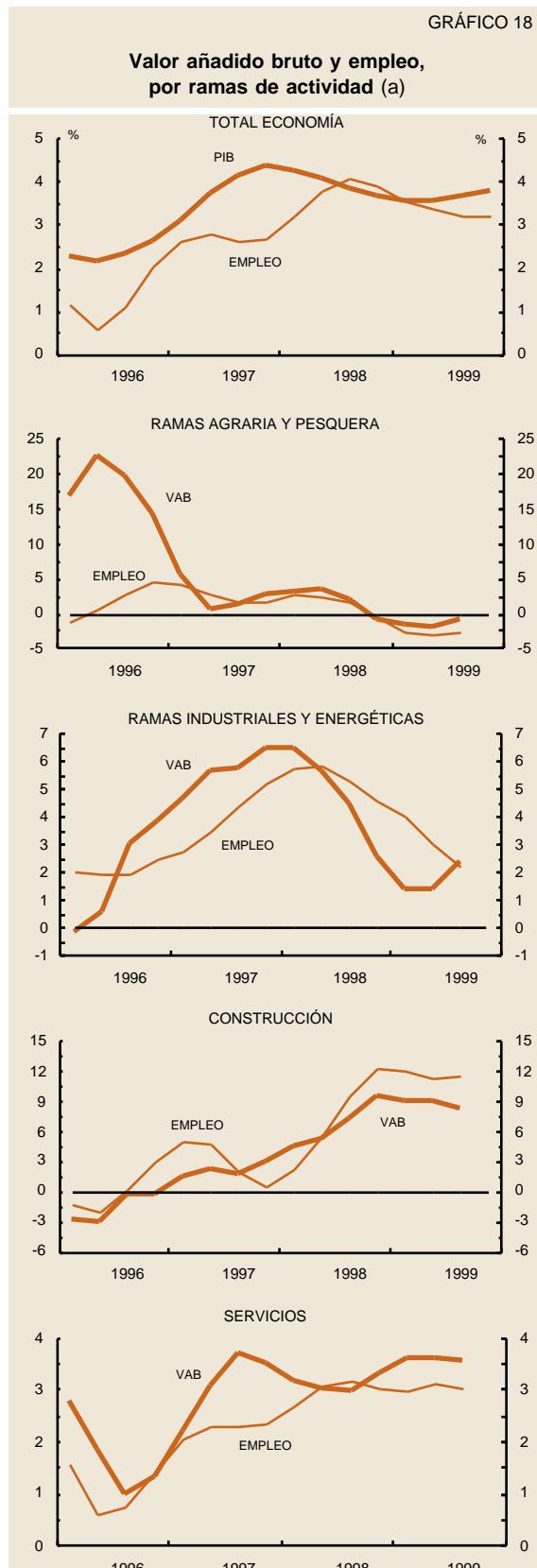
neta redujo, en valor absoluto, su aportación negativa al crecimiento interanual del PIB, hasta situarla en 1,1 puntos porcentuales, según las estimaciones de la CNTR. Esta menor aportación negativa del saldo exterior fue consecuencia, sobre todo, de la recuperación de las exportaciones de bienes y servicios, en términos reales, cuyo aumento interanual se situó en el 7,5%; las importaciones, por su parte, aunque se moderaron ligeramente, todavía registraron un avance sustancial, del 11,4% en tasa interanual (véase gráfico 14). La información coyuntural disponible para el cuarto trimestre (véase gráfico 17), aún incompleta, indica que en ese período se produjo una nueva corrección en la contribución negativa del saldo exterior al crecimiento, fruto de la intensificación de las ventas al exterior que han traído consigo la significativa mejora del contexto internacional y, en menor medida, la depreciación del euro frente al dólar. El creciente optimismo mostrado por los empresarios industriales sobre la evolución de su cartera exterior corrobora estos resultados.

Las exportaciones de bienes, que venían registrando una acusada debilidad desde la segunda mitad del año precedente, iniciaron un suave repunte a partir del segundo trimestre de 1999 que situó su tasa de crecimiento interanual en el 5,7% en el tercer trimestre, según las cifras de la CNTR. Los datos de exportaciones del Departamento de Aduanas correspondientes a los meses de octubre y noviembre reflejaron un comportamiento aún más expansivo, asociado al renovado dinamismo de las ventas a la UE, incluidas las dirigidas a Francia y Alemania, que eran las que se mostraban más débiles, y a la recuperación de los mercados extracomunitarios, que se inició con un mejor tono de las economías asiáticas y se ha acrecentado, más recientemente, con la reactivación de las exportaciones a la Europa del Este y Latinoamérica. Por tipo de producto, los crecimientos más abultados correspondieron a las exportaciones de bienes de equipo, en un contexto de fuerte caída de sus precios, aunque el resto de los componentes mostraron un perfil de aceleración. Por su parte, los ingresos por turismo, que se mostraron muy expansivos a lo largo de todo el año, se han visto favorecidos por el creciente optimismo de los consumidores de la zona del euro, principal fuente de afluencia de turismo hacia España, y por la debilidad de la divisa europea, que ha atraído visitantes de otras áreas, principalmente del Reino Unido. No obstante, los ingresos por turismo de la balanza de pagos han tendido a desacelerarse suavemente desde mediados de 1999. Entre los servicios no turísticos, cabe destacar los buenos resultados de los ingresos derivados de los servicios financieros, de los informáticos y de los seguros.

Las importaciones de bienes experimentaron una ligera desaceleración en el tercer trimestre de 1999, registrando un crecimiento del 11 % con respecto al mismo período de 1999, en línea con la evolución de la demanda interna. No obstante, los datos de Aduanas de octubre y noviembre muestran el mantenimiento de un elevado dinamismo. Por grupos de productos, las compras de bienes de equipo y de bienes de consumo no alimenticio fueron las más expansivas —en consonancia con el empuje que experimentan estos componentes de la demanda interna—, si bien las segundas se moderaron en el tercer trimestre, a medida que la demanda de bienes de consumo duradero comenzó a mostrar síntomas de agotamiento. En cuanto a las importaciones de bienes intermedios se aprecia un perfil notablemente diferenciado entre la energía y el resto, ya que mientras las compras de productos energéticos se han reducido desde el segundo trimestre, como consecuencia de la fuerte escalada de sus precios, las compras de otros bienes intermedios han consolidado un perfil de recuperación. Por último, las importaciones de servicios han estabilizado su ritmo de crecimiento en niveles muy elevados (13,4 % en términos interanuales). Este dinamismo se extiende tanto a los pagos por turismo como al resto de servicios, relacionados, a su vez, con la intensa actividad inversora en el exterior que se ha observado en 1999.

4.2. Producción y empleo

Desde la óptica de las ramas productivas, la ligera aceleración del PIB registrada en el tercer trimestre de 1999 se correspondió con un comportamiento diferenciado de las ramas más abiertas al exterior y de aquellas con proyección mayoritaria hacia el mercado interior. Así, tanto la agricultura (que redujo su aportación negativa al crecimiento del producto) como las ramas industriales y energéticas mostraron una reactivación, mientras que los servicios y, sobre todo, la construcción moderaron su ritmo de crecimiento, aunque continuaron siendo las ramas con mayor dinamismo (véase gráfico 18). Los indicadores coyunturales disponibles apuntan hacia una profundización de estas tendencias en el cuarto trimestre. Por su parte, la generación de empleo continuó mostrando un empuje notable, al aumentar el número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo en un 3,2 % en el tercer trimestre de 1999, con respecto al mismo período de 1998. No obstante, el empleo experimentó una cierta desaceleración respecto a la primera mitad del año, de forma que la productividad aparente del trabajo continuó recuperándose y registró un crecimiento del 0,4 %. Por ramas de actividad, este



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre las series ciclotendencia del INE. En el caso de empleo, se refiere a puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

perfil ascendente de la productividad vino determinado por la rama que tradicionalmente se ha mostrado más dinámica en este sentido: la industria. En cualquier caso, las ganancias de productividad son aún reducidas en comparación con las alcanzadas a lo largo de la última década. En el cuarto trimestre de 1999, los indicadores de empleo mostraron una estabilidad en su ritmo de variación, permitiendo que el crecimiento de la productividad aparente del trabajo siguiera aumentando en ese período.

Durante el tercer trimestre de 1999, la actividad agraria se redujo en un 1,1 % en tasa interanual, casi un punto menos que en el trimestre precedente. Las continuas disminuciones que se están observando en el valor añadido bruto de esta rama están relacionadas con la escasa pluviosidad que ha registrado el territorio nacional durante el pasado año, si bien el hecho de que las desfavorables condiciones climatológicas no afectasen por igual a todas las regiones explica que algunos cultivos, como los cereales en grano, los tubérculos y la producción de aceitunas, se vieran afectados negativamente, mientras que los cítricos y las frutas experimentaron sensibles avances en su ritmo de crecimiento. Otro efecto adicional de la escasa pluviosidad fue la reducción de los pastos para la ganadería, que, al ser sustituidos por compuestos industriales, reducen el valor añadido estimado de la agricultura para un determinado valor de la producción. En cualquier caso, la mejora de las condiciones climáticas en los últimos meses del año pasado podría condicionar un comportamiento más favorable de esta actividad en los próximos trimestres.

La progresiva recuperación que ha mostrado la demanda externa se ha configurado como el factor clave para explicar la reactivación de la actividad industrial, cuyo crecimiento en el tercer trimestre de 1999 se situó en el 2,3 %, en términos interanuales, casi un punto por encima del registrado en el trimestre precedente. Además, los indicadores coyunturales señalan que esta fase de expansión se ha prolongado durante el cuarto trimestre. Así, aunque el índice de producción industrial (IPI) perdió algo de su dinamismo en los meses de octubre y noviembre, siguió creciendo a buen ritmo, y las encuestas de opinión mostraron una mejora del clima empresarial en el cuarto trimestre del año. A nivel más desagregado, se aprecia una cierta heterogeneidad en la evolución de la actividad industrial, ya que la recuperación se ha circunscrito a un determinado número de ramas: mientras que en las ramas transformadoras de metales y de vestido y calzado la recuperación prácticamente no se dejó notar, en las ramas químicas y de minerales no metálicos el

crecimiento del producto está siendo muy elevado.

Como ya se analizó en el apartado precedente, la actividad constructora continuó mostrando un elevado dinamismo en el tercer trimestre de 1999, pero se desaceleró en casi un punto respecto al período precedente, al registrar un crecimiento del 8,2 % en tasa interanual. Esta pérdida de pujanza fue más acusada en el componente de obra civil, aunque se extendió también a la edificación. Para el cuarto trimestre de 1999 los indicadores contemporáneos de actividad han mostrado una nueva pérdida de pulso, que podría prolongarse durante el año 2000, atendiendo a la evolución reciente de los indicadores adelantados.

El valor añadido en los servicios experimentó un crecimiento interanual del 3,5 % en el tercer trimestre de 1999, una décima menos que en el trimestre previo. Esta ligera desaceleración fue consecuencia de la evolución de los servicios no de mercado, ya que los destinados a la venta mantuvieron su ritmo de avance en el 4,4 %. La escasa información coyuntural sobre el cuarto trimestre apunta hacia una nueva desaceleración de la actividad en los servicios, que en el caso de los destinados a la venta se extendería a todas las subramas, excepto la restauración y el alojamiento, cuyos indicadores han registrado un vigor renovado.

Como ya se comentó anteriormente, los datos de la CNTR confirmaron que en el tercer trimestre de 1999 la economía española continuó generando empleo con fuerte intensidad. En términos de número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, variable que permite una medición homogénea del empleo en cuanto a la duración de la jornada, el empleo experimentó un aumento interanual del 3,2 %, dos décimas inferior al del trimestre precedente. Estas cifras son muy similares a las que se obtienen en términos de número de personas ocupadas o de puestos de trabajo, las otras dos magnitudes que se estiman en el marco de las Cuentas Nacionales. La información coyuntural para el cuarto trimestre referida a las afiliaciones a la Seguridad Social apunta hacia el mantenimiento de este elevado dinamismo, algo que ha confirmado también el ritmo de reducción del paro registrado. Por ramas de actividad, el crecimiento del empleo en el tercer trimestre fue coherente con el diferente tono expansivo de la producción. Así, tanto en la construcción como en los servicios se registraron tasas de variación interanual más elevadas (11,4 % y 3 %, respectivamente) que en la industria (2,3 %), mientras que el empleo en la agricultura continuó disminuyendo. Esto permitió que, con la única excepción de la construc-

ción, en todas las ramas se observaran aumentos en la productividad aparente del trabajo. La totalidad del empleo creado lo fue por cuenta ajena, en tanto que los trabajadores por cuenta propia continuaron disminuyendo, como ya ocurriera en la primera mitad del año.

Para analizar con mayor detalle la naturaleza del proceso de creación de empleo en el tercer trimestre es necesario acudir a la información proporcionada por la Encuesta de Población Activa (EPA). No obstante, al analizar los resultados de esta encuesta es necesario tener en cuenta que a principios de 1999 se introdujo en ella una serie de modificaciones, con el fin de homologarla con la normativa europea en esta materia; estas modificaciones, si bien han redundado en una medición más precisa del nivel de empleo en España, han afectado a la homogeneidad temporal de la serie histórica. En este sentido, el crecimiento interanual del número de ocupados recogido por la EPA para el tercer trimestre, un 4,7 %, se sitúa muy por encima del que finalmente ha estimado la CNTR, como ha sucedido en los dos trimestres anteriores. En términos desagregados y atendiendo a la duración del contrato, la EPA del tercer trimestre mostró un crecimiento muy próximo de los asalariados fijos y temporales, por lo que la *ratio* de temporalidad se mantuvo estabilizada alrededor del 33 %, una vez descontados los factores estacionales. Según la longitud de la jornada, los empleados a tiempo parcial experimentaron un aumento superior a los de tiempo completo, lo cual se reflejó en un mayor nivel de la *ratio* de parcialidad, de forma que comienzan a apreciarse los efectos de la nueva regulación para fomentar el empleo indefinido a tiempo parcial, aprobada a finales de 1998.

La EPA registró un aumento de la población activa del 0,9 % con respecto al tercer trimestre de 1998, que supone una ligera aceleración en relación con la primera mitad del año. En consecuencia, la tasa de actividad de la población entre 16 y 64 años aumentó hasta el 63,8 %, acercándose cada vez más a la media europea. Aunque este progresivo aumento tiene, sin duda, un componente demográfico (en particular, en el caso de las mujeres más maduras, que presentan tasas de actividad significativamente más reducidas que las más jóvenes), el buen comportamiento del mercado de trabajo debe de estar estimulando también la reincorporación a la actividad de capas de población antes excluidas del mercado. A pesar de ello, la tasa de paro continuó reduciéndose, hasta situarse en un 15,4 %, más de tres puntos por debajo de la registrada un año antes. En términos interanuales, el desempleo se redujo en un 16 %, por encima del paro registrado. Este último indicador apunta que en el cuarto trimestre

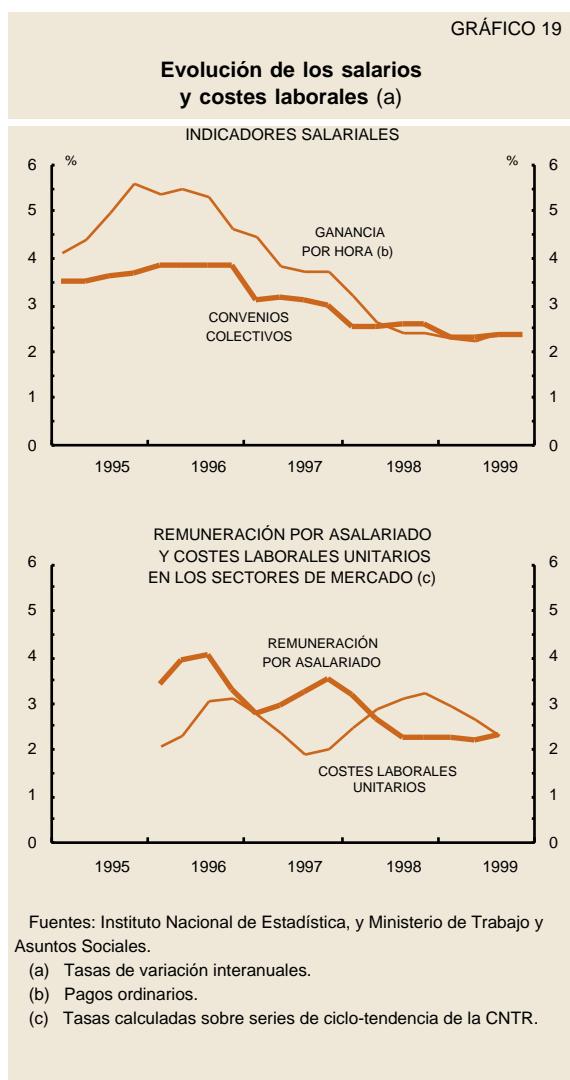
la tasa de paro habría continuado reduciéndose. Por último, cabe destacar que la disminución del desempleo está trasladándose a todos los colectivos (por sexo, edad, cualificación o duración en el desempleo), aunque con distintos grados de intensidad.

4.3. Precios y costes

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, en el tercer trimestre de 1999 el deflactor del PIB experimentó un crecimiento interanual del 2,9 %, tres décimas superior al observado en el trimestre precedente. Esta aceleración fue consecuencia de la expansión del excedente bruto por unidad de producto, ya que tanto los costes laborales unitarios como los impuestos indirectos netos por unidad de producto se desaceleraron ligeramente.

Los costes laborales unitarios registraron un crecimiento interanual del 1,9 % en el tercer trimestre de 1999, dos décimas menos que en el segundo, ya que el mayor crecimiento de la productividad aparente del trabajo compensó sobradamente la aceleración de la remuneración por asalariado, cuyo aumento se cifró en el 2,3 %, frente al 2,2 % del trimestre previo. Según la Encuesta de Salarios, en ese mismo trimestre el crecimiento interanual de las ganancias medias por persona y hora en el concepto de pagos totales se situó en el 2,5 %, tasa idéntica a la del segundo trimestre de 1999. En términos de ganancia por persona y mes, el aumento fue algo menor (2,3 %), pero supuso una ligera aceleración. Por ramas de actividad, en la industria se apreció una desaceleración en las ganancias por persona y hora, que aumentaron un 2,3 %, mientras que en los servicios (2,3 %) y en la construcción (4,1 %) el mayor dinamismo fue la tónica. Si se comparan estos resultados con los de la negociación colectiva, se obtiene una aproximación a la deriva salarial, que, como viene ocurriendo en los últimos años, no fue significativa, con la excepción de la rama de la construcción. En efecto, con datos hasta el 31 de noviembre, el incremento salarial pactado continuó situado en el 2,3 %, siendo el de los convenios revisados un 2,3 % y el de los de nueva firma un 2,4 %. La homogeneidad de los incrementos por ramas se mantuvo en la última parte del año.

En relación con la evolución salarial en 1999 y 2000, cabe recordar que, como consecuencia de que el aumento del IPC en el mes de diciembre se situó en el 2,9 % —muy por encima del objetivo fijado inicialmente en los Presupuestos Generales del Estado (1,8 %) y de la revisión de ese objetivo aceptada posteriormente (hasta el 2,4 %)—, las cláusulas de sal-



vanguardia incluidas en buena parte de los convenios firmados en 1999 se verán activadas. Esto supone que el incremento salarial pactado que finalmente muestre esta estadística para 1999 será algo mayor que el estimado actualmente, desapareciendo la desaceleración en relación con 1998. En términos de la Encuesta de Salarios y de la CNTR, los pagos derivados de la aplicación de las cláusulas de salvaguarda se recogerán cuando se perciban por parte de los trabajadores (presumiblemente, en el primer trimestre del año 2000), por lo que cabe esperar que la aceleración salarial continúe en los próximos trimestres, truncando, probablemente, la tendencia desaceleradora del coste laboral unitario.

Al perfil creciente del deflactor del PIB cabe añadir la aceleración detectada en el deflactor de las importaciones, de forma que el deflactor de la demanda final registró un crecimiento interanual del 2,2 % en el tercer trimestre, seis décimas superior al del trimestre precedente. Los precios de importación mantuvieron una

trayectoria ascendente a lo largo de 1999, de forma que, en términos de los IVU de importación, alcanzaron un crecimiento interanual del 4,9 % en el mes de octubre. El precio de la energía importada, arrastrado por la elevación del precio del barril de petróleo en los mercados internacionales, fue el principal responsable de esta aceleración, aunque también los restantes bienes se han ido adquiriendo a precios progresivamente más elevados. Por lo que se refiere al deflactor de la demanda final, el comportamiento alcista se generalizó a todos sus componentes, y los distintos indicadores disponibles para el cuarto trimestre apuntan hacia una acentuación de estas tendencias.

El principal indicador de los precios finales, el IPC, presentó un crecimiento interanual en el mes de diciembre del 2,9 %, cuatro décimas superior al registrado en el mes de septiembre (véase gráfico 20). Este comportamiento provino de la evolución de los precios de los bienes, ya que los de los servicios aumentaron un 3,2 % en diciembre, una décima menos que en el mes de septiembre. El aumento de la inflación en los bienes, que pasó del 2,2 % en septiembre al 2,6 % en diciembre, vino provocado por el rebrote de los componentes más erráticos, sobre todo de los precios de la energía, cuyo crecimiento se situó en el 11,5 %, más de dos puntos superior al del mes de septiembre. Por su parte, los precios de los alimentos también se aceleraron, al registrar un crecimiento en diciembre del 2,4 %: las malas cosechas, asociadas a las adversas condiciones climatológicas, los problemas de abastecimiento de pescado y los comportamientos especulativos en algunos productos, serían las responsables de tal evolución. Dado que los precios de los bienes industriales no energéticos se desaceleraron solo ligeramente, el IPSEBENE aumentó su ritmo de crecimiento, hasta situarse en el 2,4 % en diciembre.

Para realizar comparaciones con la evolución de los precios en el resto de países de la UE y en la UEM, conviene utilizar el índice armonizado de precios al consumo (IAPC). En el caso de España, el IAPC cerró el año 1999 con un crecimiento interanual del 2,8 %, una décima inferior al del IPC, lo cual supone un diferencial del 1,1 % con respecto al de la zona euro. Este diferencial fue ligeramente inferior al de trimestres precedentes. Como se observa en el gráfico 21, a lo largo de 1999 se ha producido una importante ampliación del diferencial en los componentes alimenticios del IAPC, que, en el caso de los alimentos elaborados, ha venido asociado, en gran medida, a la evolución de los precios del aceite y del vino. Estos productos explican también la ampliación que se observa en el diferencial calculado en térmi-

RECUADRO 2

Servicios de telefonía en España: competencia y precios

En los últimos años, la telefonía en España ha registrado una transformación sustancial, que se enmarca en el proceso de liberalización que ha acompañado la eliminación del régimen de monopolio en la provisión de estos servicios. Este proceso culminó el 1 de diciembre de 1998, tras la liberalización completa del servicio telefónico. En este recuadro se hace una primera aproximación a los efectos de la apertura del sector en comparación con los países de la UE, dado que este proceso ha estado guiado por las directrices europeas para el desarrollo del Mercado Único. A este respecto, hay que destacar que, en la mayoría de los países de la UE, el sector se liberalizó al menos once meses antes que en España (1). En todo caso, debe tenerse en cuenta el escaso tiempo transcurrido desde la introducción de la competencia y la dificultad de aislar los efectos que se derivan de la liberalización, en un contexto de importantes avances tecnológicos en este ámbito y del impacto de determinadas actuaciones administrativas.

Cuando se analiza el desarrollo en el número de operadores, conviene tener en cuenta tanto las autorizaciones concedidas (licencias) como el número de compañías que ya están operando en los distintos segmentos. Como se puede apreciar en la parte superior del cuadro adjunto, en España, al igual que en el resto de países considerados, se ha producido un aumento muy significativo de las licencias concedidas para la telefonía fija, sobre todo de las concedidas a operadores que pueden ofrecer servicios a nivel local, segmento en el que el nivel alcanzado destaca dentro de la UE. La mayoría de estas licencias corresponden a operadores por cable, aunque la cuota de mercado de este tipo de operadores es muy reducida, entre otras circunstancias, porque las exigencias urbanísticas y medioambientales han dificultado el despliegue de la infraestructura necesaria. También el número de operadores que ya están ofreciendo este tipo de servicios es superior en España al de otros países de la UE (véase la parte inferior del cuadro). El número de licencias para los operadores nacionales ha aumentado, asimismo, en una cuantía importante, aunque existe un cierto desfasaje respecto a la situación en otros países europeos. Este desfasaje se agudiza si la comparación se realiza en términos del número de operadores que ya están operando en los segmentos de llamadas a larga distancia nacionales o internacionales. Este resultado refleja, al menos en parte, el menor tiempo transcurrido en España desde la apertura del sector (2). Al contrario de lo sucedido con la telefonía fija, en la telefonía móvil no se han producido avances significativos tras la liberalización del sector, ya que, en la actualidad, prestan sus servicios los mismos operadores que tenían licencia antes del 1 de diciembre de 1998 (tres digitales y uno analógico). Pese a ello, la situación en España es similar a la de los países de nuestro entorno económico (en los que es posible encontrar en torno a una licencia analógica y entre tres y cuatro digitales).

Antes de analizar la evolución de las tarifas telefónicas, conviene recordar que el régimen de precios administrados se mantendrá para el antiguo monopolio hasta el 1 de agosto del año 2000. A partir de ese momento, la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (CMT) establecerá para esta compañía un régimen de precios máximos medios para una cesta de servicios, lo que le dará un cierto margen de maniobra para ajustar los precios de los servicios que integran esta cesta de referencia. Por su parte, las nuevas compañías pueden fijar libremente sus tarifas.

Los elementos que tradicionalmente han integrado la factura del teléfono, a parte del IVA, son los siguientes: la cuota de abono, el coste por el establecimiento de la llamada y el coste por pasos consumidos. Además, este último variaba según la franja horaria y el tipo de llamada. Con el fin de ganar cuota de mercado, los nuevos operadores han incidido en distintos aspectos de los elementos anteriores, con el consiguiente abaratamiento de las llamadas. Así, por ejemplo, se empezó por introducir la factura por segundo, en lugar de por pasos. Adicionalmente, algunas compañías han eliminado la cuota de abono y/o la tarifa por establecimiento de la comunicación en cada llamada, mientras que se han ampliado los períodos con tarifas reducidas o incluso han desaparecido las diferencias tarifarias entre determinados tipos de llamadas. La compañía preexistente se ha acogido también a alguna de estas modificaciones. Como resultado de todo ello, la CMT estima que la liberalización del sector ha provocado una reducción de la factura telefónica superior al 10 %.

A pesar de este importante recorte, la comparación de las tarifas de los operadores dominantes en telefonía fija con las que se establecen en otros países de la UE refleja la persistencia de algunas diferencias que podrían ser indicativas de márgenes adicionales para la reducción de precios como consecuencia del aumento de la competencia. La Comisión de las Comunidades Europeas(3) ha utilizado datos de agosto de 1999 para cotejar el coste en términos reales [utilizando la Paridad del Poder de Compra (PPC)] de una cesta de llamadas nacionales (locales, provinciales e interprovinciales) en la que se han tenido en cuenta distintas horas y días de la semana. Con las cautelas que requiere el margen de incertidumbre que acompaña a estas estimaciones, esta información apunta a que, en España, el coste en términos reales del servicio telefónico es todavía superior al de la media de la UE, sobre todo en el caso de las llamadas domésticas de las empresas. Esta situación parece deberse a las llamadas provinciales e interprovinciales. Un ejercicio similar, en el que se comparan los precios de una cesta de llamadas internacionales, dirigidas a todos los países de la OCDE, arroja resultados parecidos.

(1) Con la excepción de Luxemburgo, que lo hizo cinco meses antes; Irlanda, cuyo calendario de liberalización coincide con el de España; Portugal, en enero del 2000; y Grecia, que lo debe hacer a finales de año.

(2) Cabe llamar la atención sobre el hecho de que países como el Reino Unido iniciaron la liberalización en los años ochenta, lo que puede distorsionar la comparación de las cifras del cuadro adjunto.

(3) «Quinto informe sobre la aplicación del conjunto de medidas reguladoras de las telecomunicaciones».

Número de operadores autorizados en telefonía fija

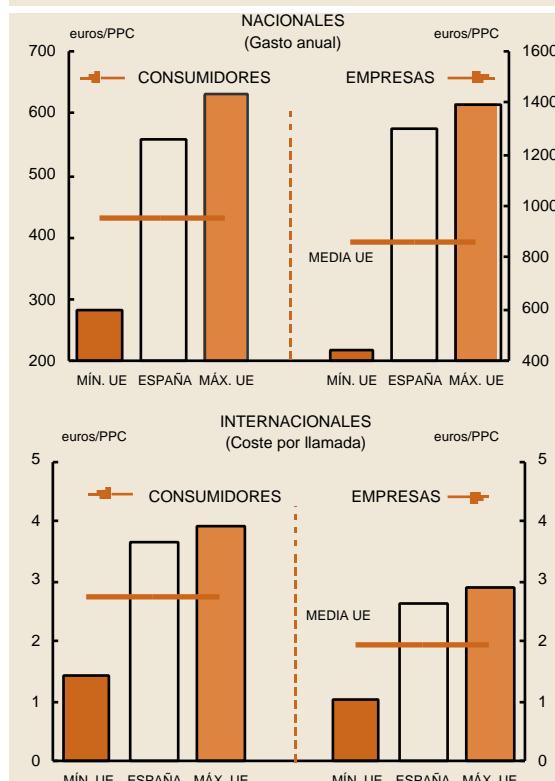
País	Operadores locales (a)		Operadores nacionales	
	Agosto 1998	Septiembre 1999	Agosto 1998	Septiembre 1999
A. AUTORIZADOS:				
Alemania	95	147	21	47
España	22	63	3	27
Francia	36	59	24	40
Italia	9	39	5	36
Reino Unido	172	293	31	135
B. QUE OFRECEN SERVICIOS (septiembre 1999):				
Alemania	22	47	47	
España	26	10	10	
Francia	8	31	31	
Italia	1	12	12	
Reino Unido	36	26	66	

Fuente: Comisión de las Comunidades Europeas.

(a) Incluye tanto operadores nacionales como locales autorizados para ofrecer llamadas locales.

Coste de llamadas telefónicas

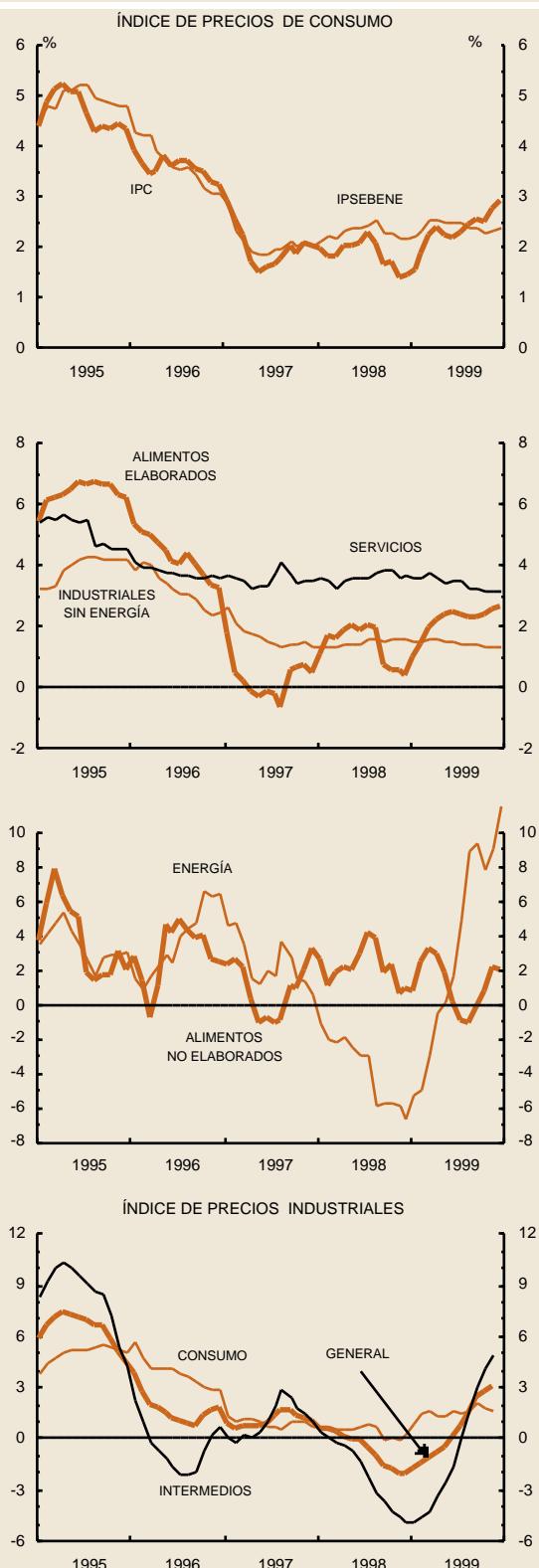
Agosto 1999



Fuente: Comisión de las Comunidades Europeas.

GRÁFICO 20

**Indicadores de precios (a)
España**

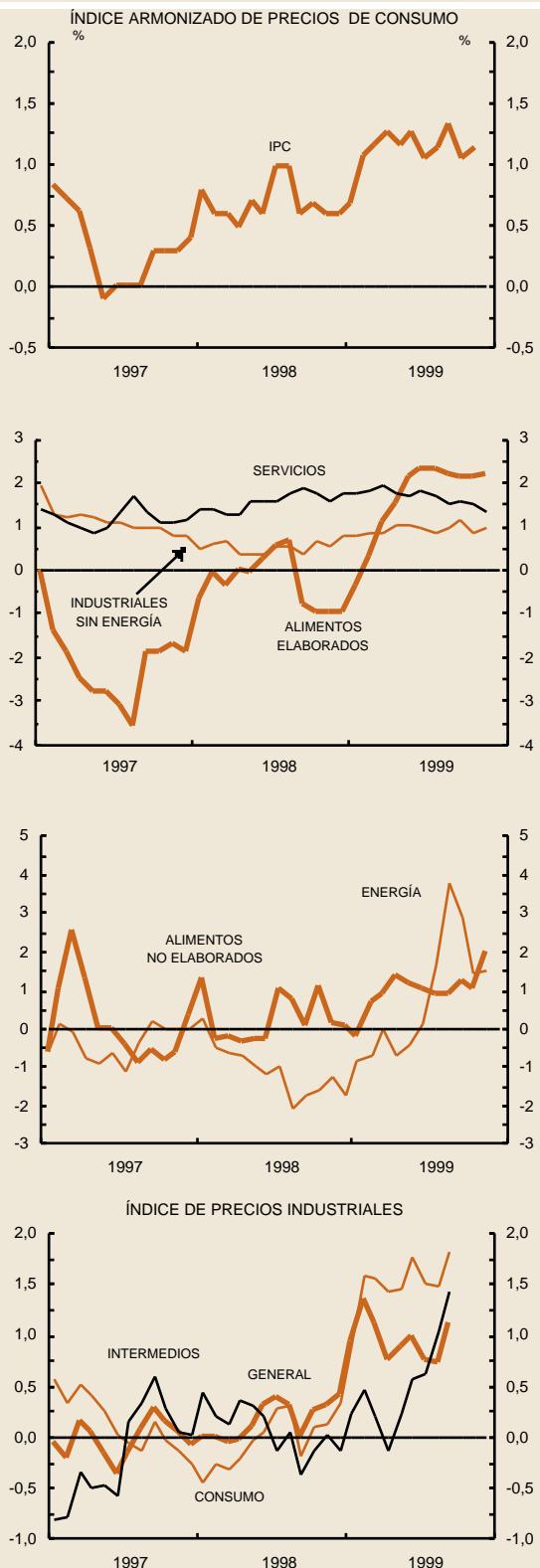


Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

GRÁFICO 21

**Indicadores de precios
Diferenciales con la UEM (a)**



Fuentes: Eurostat y Banco de España.

(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

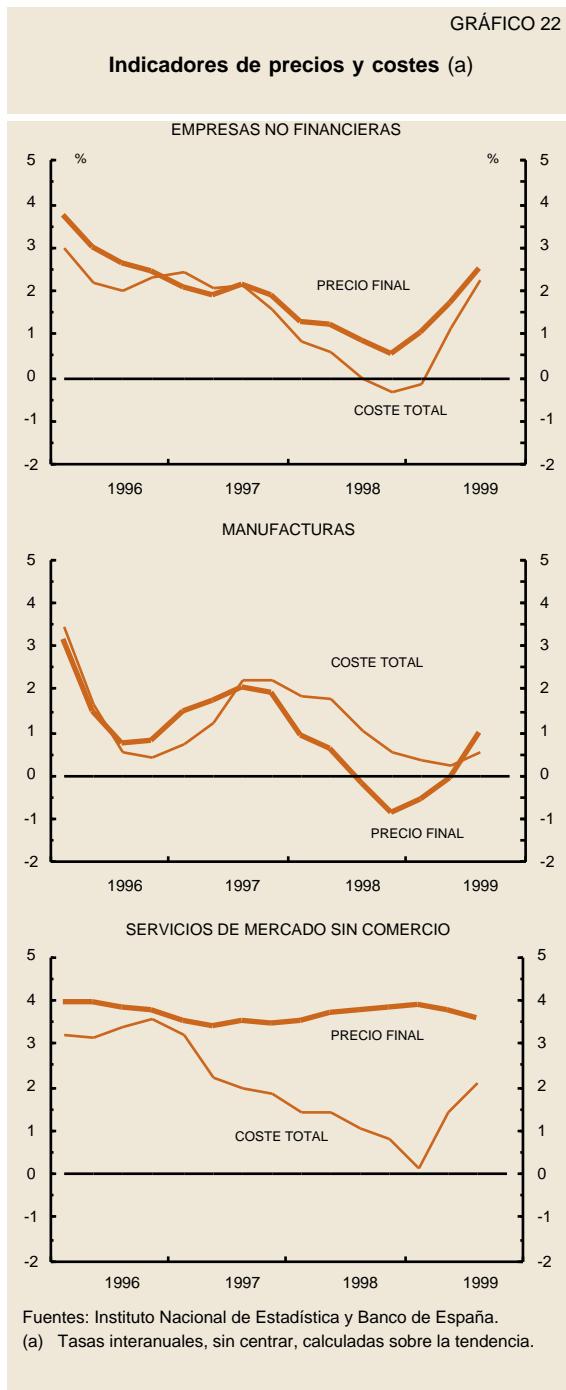
nos de precios de los bienes industriales de consumo. Por otra parte, el alza de los precios energéticos, que ha afectado a toda Europa, se ha traducido, no obstante, en una notable ampliación del diferencial de inflación, tanto en términos del componente energético del IPC como del correspondiente componente del índice de precios industriales.

En cuanto a la evolución de otros indicadores de precios, el IPRI también mostró una aceleración en los meses finales de 1999, situándose en noviembre en el 3,1 %, siete décimas por encima de la tasa interanual de septiembre. La aceleración se generalizó a todos sus componentes. Por su parte, los precios percibidos por los agricultores continuaron reduciéndose en el tercer trimestre de 1999.

A partir de la información sobre precios y costes que se acaba de analizar, se puede inferir cómo se está desarrollando el proceso de formación de precios, a nivel agregado y en las grandes ramas de actividad. Como se puede comprobar en el gráfico 22, hasta el tercer trimestre de 1999 tanto los precios finales como los costes variables medios tendieron a acelerarse en el conjunto del sector privado no financiero, aunque los costes lo hicieron en mayor medida, por lo que el proceso de ampliación de márgenes se detuvo. La aceleración de los costes tuvo su origen en los consumos intermedios, mientras que el coste laboral unitario tuvo un comportamiento comparativamente más estable. A nivel más desagregado se aprecia que fueron las ramas de servicios las que marcaron este perfil de los márgenes. En las manufacturas se observó una recuperación más intensa del precio final que de los costes variables, dado que la aceleración de los consumos intermedios se vio parcialmente contrarrestada por la desaceleración en el coste laboral unitario. En cambio, en los servicios el fuerte aumento de los costes intermedios (téngase en cuenta que esta rama es muy dependiente de la energía) determinó un perfil acelerado de los costes variables. En cualquier caso, este menor ritmo de ampliación de márgenes en los servicios debe valorarse en el contexto de la importante expansión registrada en los años anteriores.

4.4. La actuación del Estado

La ejecución del Presupuesto del Estado en 1999 se saldó con un déficit de 1.057 mm de pesetas, lo que representa una disminución del 5,1 % respecto a la liquidación de 1998 (véase cuadro 2). En términos de necesidades de financiación del Estado (Contabilidad Nacional) solo se dispone de las cifras hasta el mes de



noviembre, con un déficit acumulado del 0,3 % del PIB. A la vista de la reducción del déficit de caja para el conjunto del año y de los datos disponibles en Contabilidad Nacional, cabe esperar que la ejecución presupuestaria permita el cumplimiento del objetivo anual de déficit de las Administraciones Públicas, 1,3 % del PIB para 1999, contenido en la Actualización del Programa de Estabilidad, recientemente publicada. A continuación se commenta la evolución más reciente de ingresos y gastos, utilizando la información de caja, por ser esta la que se encuentra más avanzada al redactar este Informe.

CUADRO 2

Estado. Ejecución presupuestaria

mm de pesetas y %

	Liquidación		Avance de liquidación	Liquidación ENE-SEP	Liquidación		
	1998	1999			Variación porcentual 3=2/1	Variación porcentual 1999/1998 4	1998 ENE-DIC 5
							1999 ENE-DIC 6
1. Ingresos no financieros	17.534	18.450	5,2	3,9	17.534	18.364	4,7
Impuestos directos	7.457	7.696	3,2	4,4	7.457	7.817	4,8
IRPF	4.992	5.103	2,2	-3,8	4.992	5.098	2,1
Sociedades (a)	2.324	2.430	4,5	27,0	2.324	2.558	10,0
Otros	140	164	16,6	14,0	140	161	14,9
Impuestos indirectos	7.015	7.916	12,8	12,0	7.015	7.951	13,3
IVA	4.373	5.090	16,4	14,5	4.373	5.114	17,0
Especiales	2.391	2.557	7,0	7,6	2.391	2.567	7,4
Tráfico exterior	132	142	7,3	11,9	132	144	9,2
Otros	120	127	5,9	4,1	120	126	5,3
Otros ingresos netos	3.063	2.837	-7,4	-16,7	3.063	2.597	-15,2
2. Pagos no financieros	18.649	19.445	4,3	6,2	18.649	19.421	4,1
Personal	3.053	3.108	1,8	-0,8	3.053	2.979	-2,4
Compras	388	468	20,4	10,7	388	436	12,3
Intereses	3.334	3.277	-1,7	9,7	3.334	3.178	-4,7
Transferencias corrientes	9.906	10.330	4,3	7,9	9.906	10.809	9,1
Inversiones reales	898	1.184	31,9	11,4	898	957	6,6
Transferencias de capital	1.071	1.079	0,7	-8,1	1.071	1.063	-0,8
3. Déficit de caja (3 = 1 - 2) (b)	-1.114	-995	-10,7	39,7	-1.114	-1.057	-5,1
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL (c):							
Ingresos no financieros	17.313	—	—	6,2	15.880	17.037	7,3
Pagos no financieros	18.529	—	—	8,8	16.129	17.307	7,3
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (d)	-1.216	-1.194	-1,8	49,9	-249	-270	8,2

Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

(a) La ejecución enero-noviembre de 1999 incluye la totalidad de los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.

(b) Este es el «Déficit de caja (no financiero)» de la Intervención General de la Administración del Estado.

(c) Los datos de ejecución (columnas 5 y 6) corresponden al período enero-noviembre, por ser los últimos disponibles del año 1999.

(d) Las cifras anuales (columnas 1 y 2) proceden de la contestación del MEH al cuestionario de Protocolo sobre déficit excesivo (metodología SEC/1979).

La reducción observada en el déficit de caja del Estado para el conjunto de 1999, respecto a la liquidación del año anterior, se debió a un crecimiento de los ingresos no financieros (4,7 %) superior al de los pagos. Como ya se ha señalado en informes anteriores, destacó, por el lado de los ingresos, el intenso dinamismo del IVA y del Impuesto sobre Sociedades y, por el lado de los gastos, la contención del consumo público y el fuerte aumento de las transferencias corrientes. Debe tenerse en cuenta que la evolución de estos dos capítulos de gasto está afectada por el traspaso de las competencias en educación a diversas Comunidades Autónomas.

La ejecución presupuestaria del Estado finalizó el año 1999 con una disminución del déficit, que fue, no obstante, algo inferior a la que proporcionaba la estimación oficial, contenida en el

Avance de liquidación. Ello fue consecuencia de un aumento de los ingresos ligeramente por debajo de lo previsto, debido principalmente a los menores ingresos por transferencias corrientes y de capital. Por el contrario, la recaudación impositiva superó a la previsión oficial del Avance, en gran medida por el fuerte dinamismo del Impuesto sobre Sociedades, y los gastos totales del Estado fueron ligeramente inferiores. Este resultado agregado para los gastos esconde, no obstante, un comportamiento divergente entre las distintas partidas. Las transferencias corrientes pagadas superaron notablemente la previsión, lo que se vio más que compensado por la mejor evolución del resto de los capítulos.

Durante el cuarto trimestre de 1999, los ingresos no financieros registraron una aceleración respecto a los primeros nueve meses del

RECUADRO 3

Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 879 mm de pesetas, según los datos de ejecución presupuestaria hasta octubre de 1999, superior en 374 mm de pesetas al registrado durante el mismo período del año precedente. Este resultado mejora notablemente la previsión presupuestaria para el conjunto del año, que recogía un incremento del déficit de 57 mm de pesetas respecto a la liquidación de 1998, y supone también una mejora adicional respecto a los datos registrados hasta julio, comentados en el anterior «Informe trimestral de la economía española».

Esta evolución se debió a un crecimiento de los ingresos no financieros del 8,2 % hasta octubre, muy superior a la previsión presupuestaria (4,9 %) y al incremento de los pagos no financieros (4,8 %). Los ingresos por cotizaciones sociales aumentaron un 8 % (6,3 % en el conjunto de 1998), rebasando en más de cuatro puntos porcentuales lo previsto en el Presupuesto, debido, sobre todo, al elevado dinamismo de las afiliaciones. De hecho, el número de afiliados creció un 5,5 % en el conjunto de 1999, frente al 5,1 % en 1998. La otra fuente importante de ingresos, las transferencias corrientes procedentes del Estado, también registró un incremento superior al presupuestado.

En cuanto a los pagos, su crecimiento durante los diez primeros meses de 1999 se situó algo por debajo de la previsión presupuestaria para el conjunto del año. Destaca la evolución del gasto en pensiones contributivas, que aumentó un 4,6 % hasta octubre (5,3 % en el conjunto de 1998), más de un punto porcentual por debajo de lo presupuestado. Por el contrario, las prestaciones por Incapacidad Temporal registraron una tasa de variación que todavía resulta superior a la prevista en el Presupuesto.

En lo relativo al INEM, se dispone de información sobre las cotizaciones sociales por desempleo percibidas hasta julio, que crecieron en dicho período un 11,3 % respecto al mismo período del año precedente, y de las prestaciones por desempleo hasta noviembre, observándose una caída del 2,9 %. Ambas circunstancias se explican por la buena evolución del empleo. Sin embargo, y a pesar de que la caída del paro registrado en 1999 superó a la del año anterior, la reducción de dichas prestaciones resultó bastante menor que la que tuvo lugar en el conjunto de 1998 (un 7,9 %). Ello pudo ser debido a que la disminución del desempleo se habría concentrado en colectivos, como el de parados de larga duración, sin derecho a prestación, lo que produjo un aumento en la tasa de cobertura. Por último, las bonificaciones para fomento del empleo se incrementaron un 56 % hasta agosto.

Sistema de Seguridad Social (a)
(Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas) (b)
(Operaciones corrientes y de capital, en términos de derechos y obligaciones reconocidos)

mm de pesetas y %

	Liquidación		Presupuesto % 3=2/1	Liquidación ENE-JUL %	Liquidación ENE-OCT		%
	1998 1	1999 2			1998 5	1999 6	
Ingresos no financieros	12.891	13.519	4,9	8,5	10.893	11.785	8,2
Cotizaciones sociales (c)	8.715	9.032	3,6	8,2	7.155	7.722	7,9
Transferencias corrientes	4.023	4.326	7,5	8,9	3.617	3.931	8,7
Otros (d)	153	160	4,3	9,4	122	132	8,1
Pagos no financieros	12.909	13.593	5,3	4,9	10.388	10.905	5,0
Personal	2.049	2.144	4,7	5,8	1.744	1.837	5,3
Gastos en bienes y servicios	1.249	1.285	2,9	6,3	1.010	1.077	6,6
Transferencias corrientes	9.438	9.959	5,5	4,5	7.531	7.881	4,6
Prestaciones	9.377	9.896	5,5	4,5	7.476	7.823	4,6
<i>Pensiones contributivas</i>	<i>7.453</i>	<i>7.892</i>	<i>5,9</i>	<i>4,5</i>	<i>5.851</i>	<i>6.122</i>	<i>4,6</i>
<i>Incapacidad temporal</i>	<i>526</i>	<i>505</i>	<i>-4,1</i>	<i>2,1</i>	<i>406</i>	<i>414</i>	<i>1,9</i>
Resto (e)	1.397	1.499	7,3	5,1	1.219	1.287	5,6
Resto transferencias corrientes	61	64	4,3	6,0	55	58	5,8
Otros (f)	174	205	18,2	10,9	103	110	6,8
Saldo no financiero	-18	-75	—	134,8	505	879	74,1

Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

(a) Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues se carece de los correspondientes a las Otras Administraciones de Seguridad Social para el año 1999.

(b) Las transferencias a las Comunidades Autónomas para financiar la sanidad y los servicios sociales transferidos se han distribuido entre los diferentes capítulos de gasto, según los porcentajes resultantes de las Cuentas de las Administraciones Públicas para 1995 (último año disponible).

(c) Incluye recargos y multas.

(d) Excluye recargos y multas, y la colaboración de la industria farmacéutica.

(e) Minorado por la colaboración de la industria farmacéutica.

(f) Minorados por la enajenación de inversiones.

año. Tanto los impuestos directos como los indirectos elevaron el ritmo de crecimiento acumulado hasta el tercer trimestre, mientras que el conjunto de los otros ingresos netos atenuó su caída. Por otra parte, se mantuvo el contraste entre la fortaleza de la imposición indirecta y el débil crecimiento de los impuestos directos, y dentro de estos, entre la evolución del IRPF y la del Impuesto sobre Sociedades.

La recaudación del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas pasó de caer el 3,8 % hasta septiembre a incrementarse un 2,1 % al final del año, debido básicamente a la corrección del efecto derivado del adelanto de las devoluciones correspondientes a la campaña del ejercicio 1998. Las retenciones del trabajo, pese a la aplicación de la reforma del impuesto, mantuvieron su crecimiento en torno al 3,5 %, como resultado de la evolución favorable del empleo. Por el contrario, las retenciones del capital intensificaron su ritmo de caída, situándola en el 19,1 %, como consecuencia, sobre todo, de los menores porcentajes de retención establecidos para 1999. Al contrario que el IRPF, la recaudación del Impuesto sobre Sociedades redujo su ritmo de crecimiento en relación con el tercer trimestre, debido, fundamentalmente, a los menores ingresos por plusvalías afloradas en privatizaciones, pese a lo cual mostró todavía una elevada tasa de variación. Este incremento se debió, además de a los buenos resultados empresariales, a las menores devoluciones que tuvieron lugar en los primeros meses de 1999, y, en menor medida, a las retenciones sobre ganancias de fondos de inversión (aplicadas solo desde febrero de 1999).

La recaudación de los impuestos indirectos se aceleró en relación con los primeros nueve meses del año, impulsada por la evolución del IVA, que, como se ha dicho en informes anteriores, mostró en el conjunto de 1999 un crecimiento superior al que, según las relaciones históricas estimadas, vendría explicado por el comportamiento del consumo y de las importaciones. Este dinamismo se extendió, si bien con menor intensidad, a otras rúbricas de la imposición indirecta, destacando los impuestos que gravan la energía (debido al incremento de los precios del petróleo) y el impuesto sobre determinados medios de transporte, reflejo del fuerte crecimiento en la matriculación de vehículos.

El resto de ingresos redujo algo su caída respecto a la producida hasta septiembre, como consecuencia, sobre todo, de la evolución de las transferencias corrientes y de capital. La disminución del conjunto de otros ingresos netos en 1999 (15,2 %) se debió principalmente al descenso de los dividendos por privatizacio-

nes y al de las diferencias entre los valores de reembolso y de emisión de deuda pública. Por el contrario, los beneficios del Banco de España experimentaron un fuerte crecimiento, debido a las plusvalías generadas por el traspaso de reservas al Banco Central Europeo.

En cuanto a los gastos no financieros, en el cuarto trimestre desaceleraron su ritmo de crecimiento en relación con el acumulado hasta septiembre, debido, principalmente, a la evolución de los pagos por intereses. Estos pasaron de un crecimiento del 9,7 % en el tercer trimestre, afectado por los diferentes calendarios de vencimientos de la deuda en 1998 y 1999, a una reducción del 4,7 % al final del año. No obstante, este capítulo de gasto ha superado lo previsto inicialmente como resultado de las operaciones de amortización anticipada de deuda para su canje. Por el contrario, las transferencias corrientes registraron un crecimiento del 9,1 %, debido, en su mayor parte, a las transferencias a la Seguridad Social y a las Administraciones Territoriales. Destaca el incremento, del 14,9 %, de las dirigidas a las Comunidades Autónomas en concepto de su participación en los ingresos del Estado. Parte de este aumento se debió, como quedó dicho en anteriores informes, a los traspasos en materia de enseñanza no universitaria a determinadas CCAA, lo que a su vez explica el descenso en los gastos de personal del Estado. La aportación a la Seguridad Social para financiar las operaciones corrientes del INSALUD aumentó un 10,2 %, debido a la asunción por parte del Estado del coste total de la sanidad. Por el contrario, las transferencias destinadas al INEM disminuyeron un 28,5 %, como consecuencia de la favorable evolución del mercado de trabajo.

Respecto a las operaciones de capital, las inversiones reales experimentaron un moderado crecimiento, mientras que las transferencias de capital disminuyeron ligeramente. Ello fue debido principalmente a la fuerte caída de los subsidios de intereses de préstamos para la adquisición de vivienda. Por el contrario, los pagos efectuados a las CCAA por el Fondo de Compensación Interterritorial registraron un crecimiento notable.

4.5. La balanza de pagos y la cuenta de capital en la economía

En el conjunto de los diez primeros meses de 1999, el saldo total de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 1.459 millones de euros, que contrasta fuertemente con el superávit de 5.974 millones de

euros observado en el mismo período del ejercicio anterior. Este resultado refleja, fundamentalmente, el intenso aumento que ha experimentado el déficit comercial durante este período, que no ha podido ser compensado por la notable mejora del superávit turístico. A pesar de la recuperación de los últimos meses, las exportaciones de bienes han mostrado un ritmo de avance moderado en el conjunto del período, mientras que las importaciones han mantenido un elevado vigor, lo que, unido al fuerte empeoramiento que ha acusado la relación real de intercambio en los meses recientes, ha propiciado un significativo deterioro del desequilibrio comercial (véase cuadro 3).

En cuanto a los restantes renglones de la cuenta corriente, el déficit de rentas registró una ampliación de 719 millones de euros, debido al descenso que han registrado los ingresos del sistema crediticio, que no ha logrado ser compensado por el elevado dinamismo mantenido por los ingresos correspondientes al sector privado no crediticio, como consecuencia de la fuerte expansión de sus activos en el exterior. En el apartado de los pagos, los correspondientes al sector crediticio y al sector público mantienen un ritmo de avance sostenido, derivado del incremento que han experimentado las inversiones de no residentes en bonos y obligaciones. El superávit por transferencias corrientes, por su parte, se stabilizó prácticamente en los mismos niveles del ejercicio anterior, mientras que el superávit de la cuenta de capital registró una ampliación como consecuencia del mayor avance de las transferencias procedentes de la UE en concepto de FEDER y de FEOGA-Orientación.

Estos datos reflejan, en su conjunto, un incremento sustancial de la necesidad de financiación de la nación, que apuntaría hacia un debilitamiento simultáneo de los saldos no financieros de los sectores de hogares y empresas, ya que las Administraciones siguen reduciendo su necesidad de financiación. A su vez, la evolución de los saldos de hogares y empre-

CUADRO 3		
Balanza de pagos: resumen (a)		
	Millones de euros	
	ENE-OCT 1998	ENE-OCT 1999
	Ingresos	Ingresos
Cuenta corriente	140.353	148.014
Mercancías	82.265	84.921
Servicios	37.238	42.122
Turismo	23.004	25.993
Otros servicios	14.234	16.130
Rentas	10.655	10.014
Transferencias corrientes	10.195	10.957
Cuenta de capital	5.012	5.534
	Pagos	Pagos
Cuenta corriente	138.783	154.250
Mercancías	94.958	106.597
Servicios	20.775	23.739
Turismo	3.791	4.321
Otros servicios	16.984	19.418
Rentas	16.308	16.386
Transferencias corrientes	6.743	7.528
Cuenta de capital	607	757
	Saldos	Saldos
Cuenta corriente	1.569	-6.236
Mercancías	-12.693	-21.676
Servicios	16.464	18.383
Turismo	19.213	21.672
Otros servicios	-2.750	-3.289
Rentas	-5.653	-6.372
Transferencias corrientes	3.452	3.429
Cuenta de capital	4.404	4.777

Fuente: Banco de España.

(a) Avance provisional.

sas se deriva del dinamismo de la inversión residencial y de la inversión productiva privada, en un contexto de favorables perspectivas de crecimiento y avances en la reducción del déficit público.

5. Los mercados y los flujos financieros de la economía española

5.1. Los tipos de interés y los mercados financieros

Los mercados financieros nacionales durante el cuarto trimestre se han visto influidos, al igual que el resto de los mercados europeos, por la subida de medio punto porcentual del tipo de interés de intervención del Eurosistema, que provocó incrementos en los tipos de los mercados monetarios, y por la consolidación de un nivel de los tipos de interés a largo plazo significativamente más elevado que el que se observaba al inicio de 1999. En comparación con los tipos de interés de diciembre de 1998, en enero de 2000 los tipos a tres meses de los mercados monetarios se sitúan a un nivel similar (en torno al 3,3 %), mientras que los tipos de interés a largo plazo son actualmente 170 puntos básicos superiores (véase cuadro 4).

Los tipos de interés en los mercados primarios han experimentado, en general, incrementos en las distintas emisiones realizadas a lo largo del trimestre, en consonancia con la evolución de los mercados secundarios. Así, por ejemplo, el Tesoro ha incrementado el tipo marginal de las letras a un año hasta el 3,8 % en la última subasta celebrada en enero, lo que supone casi un punto porcentual más que la rentabilidad ofrecida a finales de 1998. En el caso de las obligaciones a diez años, en la subasta correspondiente al mes de enero el tipo marginal de la emisión se situó en el 5,8 %.

En cuanto a la evolución de los mercados de renta variable, hay que señalar que durante el último trimestre del año las bolsas nacionales han experimentado un fuerte impulso, especialmente en los meses de noviembre y diciembre. Este comportamiento alcista se ha debido, principalmente, al menor clima de incertidumbre en cuanto a la evolución de los tipos de interés, tras la subida del tipo oficial del Eurosistema, y a las favorables perspectivas de crecimiento económico para el año 2000 que se perfilan para el conjunto de la zona del área del euro, en general, y para el caso de España, en particular. En concreto, el Índice General de la Bolsa de Madrid ha mostrado en esos dos meses los mayores crecimientos de las bolsas europeas, situándose la revalorización acumulada a lo largo de 1999 por encima del 16 %, que contrasta con la atonía observada hasta el mes de octubre. No obstante, a pesar de esta favorable evolución al final del año, en el conjunto de 1999 la revalorización de la bolsa española fue inferior a la observada el año anterior, que ascendió al 37 %. Asimismo, estas ganancias han sido menores que las obtenidas en el resto de los mercados europeos. En cualquier caso, hay que señalar que el fuerte dinamismo de la Bolsa en este final del año se ha caracterizado por

	CUADRO 4 Tipos de interés y mercados financieros nacionales (a)						
	1998		1999			Pro memoria: ENE 2000	
	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	
MONETARIOS:							
Euribor a tres meses	3,73	3,17	3,05	2,63	2,73	3,44	3,32
BANCARIOS:							
Tipo sintético pasivo	2,67	2,06	1,91	1,66	1,69	1,93	...
Tipo sintético activo	5,80	5,15	5,02	4,54	4,71	5,03	...
TESORO:							
Subasta de letras a doce meses (b)	3,67	2,95	2,94	2,75	3,17	3,75	3,90
Subasta de bonos a tres años	3,96	3,54	3,51	3,29	4,28	4,56	4,83
Subasta de obligaciones a diez años	4,75	4,32	4,40	4,59	5,27	5,38	5,79
MERCADOS SECUNDARIOS:							
Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,64	2,88	2,91	2,68	2,99	3,60	3,54
Deuda pública a diez años	4,47	4,08	4,25	4,60	5,31	5,37	5,74
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,43	0,20	0,22	0,25	0,26	0,19	0,20
Diferencial pagarés de empresa con letras del Tesoro	0,19	0,33	0,18	0,21	0,20	0,17	...
Diferencial obligaciones privadas con deuda pública a más de dos años	0,11	0,58	0,07	0,08	0,22	0,21	...
Índice General de la Bolsa de Madrid (c)	8,72	37,19	-0,12	4,22	-1,21	16,22	-1,20

Fuente: Banco de España.

(a) Datos medios diarios del último mes del trimestre.
(b) Tipo de interés marginal.
(c) Variación porcentual acumulada del Índice desde comienzos de año.
Última información disponible: 20 de enero de 2000.

una significativa asimetría, en la medida en que los aumentos de precios se han concentrado en el sector de las telecomunicaciones, mientras que el resto de sectores ha experimentado incrementos modestos. En los días transcurridos del mes de enero, los mercados bursátiles se han caracterizado, de nuevo, por un comportamiento muy errático, dominado por la realización de beneficios, y donde prácticamente solo el sector de telecomunicaciones sigue siendo el principal dinamizador de este mercado.

Por lo que se refiere a los tipos de interés bancarios, durante el último trimestre del año las entidades bancarias han continuado trasladando a sus operaciones pasivas y activas el incremento de rentabilidades que se ha producido en los mercados financieros. No obstante, como ya se ha mencionado en los últimos informes mensuales de coyuntura, desde los meses de verano, en que tanto los tipos de las operaciones activas como pasivas alcanzaron un nivel mínimo, esta transmisión ha sido lenta. Desde el mes de julio, el tipo de sintético de las operaciones pasivas se ha revisado al alza en casi 30 puntos básicos, hasta el 1,9 %. Por su parte, las entidades bancarias han ajustado

más rápidamente al alza los tipos de sus operaciones activas, que desde el mes de julio se han incrementado en 43 puntos básicos, situándose en el 5 % al final del año. La evolución al alza de los tipos de los mercados monetarios ha hecho que en el cuarto trimestre de 1999 se observe un mayor acercamiento de los tipos bancarios españoles a los ofrecidos en el conjunto de la zona del euro, que dependen, en mayor medida, de la trayectoria de los tipos de interés a largo plazo.

5.2. Los flujos financieros del conjunto de la economía

Con la información de las cuentas financieras de la economía española correspondientes al tercer trimestre de 1999, se observa que ha continuado el proceso de lenta disminución del ahorro financiero neto de la nación, iniciado en los últimos años y provocado, principalmente, por la caída en el ahorro del sector privado, que el incremento en el ahorro de las Administraciones Públicas solo ha podido atenuar (véase cuadro 5). Esta evolución tiene un componente cíclico, puesto que en las fases de alto creci-

CUADRO 5

Ahorro y posición financiera

AHORRO FINANCIERO EN % DEL PIB
(Datos acumulados de cuatro trimestres)

	Media 1988- 1992	Media 1993- 1997	1997	1998				1999			
				I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	
Ahorro financiero de la nación			-2,6	0,5	1,5	1,3	1,0	1,1	0,9	0,9	0,7
Empresas no financieras y familias			-0,2	4,9	3,1	2,6	2,0	2,1	1,7	1,5	1,1
<i>Empresas no financieras</i>			-4,0	-0,7	-0,7	-0,1	-0,9	-0,7	-1,0	-0,9	-1,2
<i>Familias</i>			3,8	5,6	3,8	2,7	2,9	2,8	2,8	2,5	2,0
Instituciones de crédito (a)			1,4	0,7	0,6	0,7	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6
Inversores institucionales (b)			-0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Administraciones Públicas			-3,8	-5,3	-2,4	-2,2	-2,0	-1,7	-1,7	-1,4	-1,1
POSICIÓN FINANCIERA EN % DEL PIB (c) (Datos del cuarto trimestre)											
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999 (e)		
Posición financiera de la nación	-16,5	-18,9	-19,3	-18,0	-17,7	-18,1	-19,2	-17,6			
Empresas no financieras y familias	39,4	47,5	52,9	59,2	68,5	77,2	86,2	86,2			
<i>Empresas no financieras (d)</i>	-17,1	-16,2	-13,6	-10,9	-6,8	-4,8	-0,4	0,8			
<i>Familias</i>	56,5	63,6	66,4	70,1	75,3	82,0	86,6	85,4			
Instituciones de crédito (a) (d)	12,4	13,9	12,9	12,1	12,8	14,2	14,2	14,7			
Inversores institucionales (b)	-1,1	-1,2	-1,0	-0,9	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6			
Administraciones Públicas	-34,9	-41,7	-46,2	-50,3	-52,6	-52,0	-49,7	-48,0			

Fuente: Banco de España.

- (a) Definido según la 1ª Directiva bancaria.
- (b) Empresas de seguro, instituciones de inversión colectiva, y sociedades y agencias de valores.
- (c) Calculada como diferencia entre el saldo de activos financieros y de pasivos.
- (d) Excluidas las acciones del pasivo.
- (e) Datos del tercer trimestre.

miento económico los agentes del sector privado tienden a endeudarse en mayor medida, mientras que las cuentas públicas mejoran, aunque, en su conjunto, el ahorro de la nación se reduce, puesto que la demanda interna se expande a un ritmo mayor que el producto. De esta forma, en el tercer trimestre la capacidad de financiación de la nación estaba próxima al equilibrio (en torno al 0,2 % del PIB), frente a un nivel de casi el 1 % del PIB en 1998.

Al analizar la situación financiera en términos de los saldos de activos y pasivos financieros, el panorama es diferente, puesto que esos saldos son el resultado tanto de las propias operaciones financieras realizadas como de los cambios en los precios de los instrumentos financieros. Así, por ejemplo, la posición financiera de la nación, obtenida como la diferencia entre activos y pasivos financieros frente al exterior, ha reducido su saldo deudor en 1999 y se situaba en el tercer trimestre de 1999 en torno a un -17,5 % del PIB (es decir, el saldo de pasivos frente al exterior es superior al de los activos frente a no residentes). En el caso de las familias y de las empresas no financieras, el

significativo aumento de su posición financiera neta —también denominada, en ocasiones, riqueza financiera neta— que ha tenido lugar desde 1992 se estancó en la parte transcurrida de 1999. Debe tenerse en cuenta que, junto a las operaciones de ahorro y endeudamiento, la evolución de esa posición ha sido muy dependiente de la trayectoria de los precios de los activos financieros y, en especial, de las acciones. En este sentido, la atonía de los mercados bursátiles nacionales durante los tres primeros trimestres de 1999 ha influido en la evolución de la posición financiera de las familias y de las empresas. Sin embargo, la recuperación de las cotizaciones en los últimos meses del año habrá conducido previsiblemente a un aumento de esta riqueza financiera neta a finales de 1999.

La evolución antes descrita del ahorro financiero neto de la nación es coherente con la información disponible sobre la cuenta financiera de la balanza de pagos, que, en la actualidad, recoge datos hasta el mes de octubre (véase cuadro 6). De acuerdo con esta cuenta financiera, el flujo neto de financiación frente al exte-

CUADRO 6

Detalle de la cuenta financiera de la balanza de pagos

Millones de euros

	1997	1998	ENE-OCT	
			1998	1999
SALDO DE LA CUENTA FINANCIERA	–2.775	–1.188	–2.891	4.172
VARIACIÓN DE PASIVOS FRENTE AL EXTERIOR	34.479	65.681	68.014	78.393
Inversiones directas (a)	5.621	10.152	7.913	7.898
Inversiones de cartera (b)	11.068	15.354	19.629	30.842
Administraciones Públicas	9.952	4.125	9.409	18.226
Otros sectores residentes	1.183	8.469	7.732	6.621
Sistema crediticio	–67	2.760	2.488	5.995
Otras inversiones	17.790	40.176	40.472	39.653
Administraciones Públicas	21	866	–60	–545
Otros sectores residentes	544	4.319	3.900	10.997
Sistema crediticio	17.226	34.991	36.632	29.201
VARIACIÓN DE ACTIVOS FRENTE AL EXTERIOR	37.255	66.870	70.905	74.221
Inversiones directas	10.970	16.507	14.440	29.708
Otros sectores residentes	9.844	14.756	12.199	30.656
Sistema crediticio	1.126	1.751	2.241	–948
Inversiones de cartera	14.377	40.985	26.554	39.399
Otros sectores residentes	10.049	29.873	19.055	23.768
Sistema crediticio	4.328	11.112	7.499	15.631
Otras inversiones	1.555	21.625	29.042	25.303
Administraciones Públicas	331	388	308	154
Otros sectores residentes	12.392	17.668	20.236	–6.168
Sistema crediticio	–11.168	3.569	8.498	31.317
Activos de reserva	10.352	–12.248	869	–20.189

Fuente: Balanza de pagos. Banco de España.

- (a) Incluye las inversiones de cartera en acciones no cotizadas.
 (b) Incluye las inversiones directas en acciones cotizadas.

rior ha cambiado de signo durante 1999, de forma que, a diferencia de lo que ocurrió en años anteriores, la economía española ha obtenido más recursos financieros de los no residentes de lo que ha invertido en el exterior. Así, en el período enero-octubre, las entradas netas de capital se elevaron a 4.172 mm de euros.

En cuanto a los activos adquiridos en el exterior, el hecho más relevante durante la parte transcurrida de 1999 es el fuerte aumento de la inversión directa, que ha supuesto duplicar las cifras observadas en el mismo período del año anterior. Este proceso refleja la expansión de las empresas españolas, especialmente, en América Latina, y, en el caso de 1999, viene muy influido por la significativa adquisición de activos exteriores que ha supuesto la absorción de la empresa argentina YPF por parte de Repsol. Hay que destacar, asimismo, que la creación de la moneda única y la progresiva internacionalización de los flujos financieros han incentivado la diversificación de las inversiones de cartera, puesto que la inversión en valores

nacionales ha ido perdiendo el atractivo que antes poseía en un contexto de moneda propia y los mercados de valores nacionales —especialmente, los de valores privados de renta fija y los mercados bursátiles— resultan demasiado estrechos. La reciente exención de retención a cuenta en el Impuesto de Sociedades respecto a las rentas procedentes de los valores de renta fija de países de la OCDE podría impulsar adicionalmente la demanda de los valores extranjeros.

Por el contrario, la incorporación al área monetaria común no ha conducido a un aumento de los depósitos del sector privado no financiero en el extranjero, sino que se ha liquidado una parte de los depósitos constituidos anteriormente. Esto puede ser una señal de la eficacia de los sistemas de pagos en la UEM, que permite hacer frente a pagos en el extranjero con seguridad y a bajo coste sin necesidad de poseer fondos en la plaza en que se necesitan. Finalmente, como se ha comentado en informes anteriores, la evolución de los depósitos y

CUADRO 7

Activos y pasivos financieros de las familias y las empresas no financieras

Saldo último trimestre (a) (b)	Tasas T1,4					
	1998		1999 (b)			
	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
FAMILIAS Y EMPRESAS NO FINANCIERAS:						
Activos financieros totales	1.399,1	11,8	14,3	11,0	12,1	14,5
Activos financieros líquidos	568,8	5,1	5,4	4,5	4,4	5,1
<i>Medios de pago</i>	271,7	10,2	14,6	14,8	17,5	17,5
<i>Otros activos financieros líquidos</i>	297,1	1,8	-1,1	-2,7	-4,9	-4,0
Resto de activos financieros	830,4	18,1	22,6	16,5	18,3	22,3
Pasivos financieros totales	910,4	11,6	13,2	14,4	16,3	16,8
Financiación bancaria más valores de renta fija	589,0	14,8	16,2	15,9	19,2	19,3
<i>Crédito de entidades de crédito residentes</i>	467,5	15,9	15,7	14,8	16,6	15,9
Resto de pasivos financieros	321,4	6,4	8,3	11,9	11,2	12,5
FAMILIAS:						
Activos financieros totales	888,3	9,0	12,9	8,7	9,1	11,7
Activos financieros líquidos	462,8	4,5	3,6	2,2	1,5	1,1
<i>Medios de pago</i>	205,6	6,5	8,9	10,5	14,1	15,3
<i>Otros activos financieros líquidos</i>	257,2	3,3	0,4	-2,8	-6,3	-7,8
Resto de activos financieros	425,5	16,1	27,7	17,7	19,3	26,9
Pasivos financieros totales	369,7	11,1	13,3	15,4	15,1	15,7
Financiación bancaria más valores de renta fija	260,4	16,5	18,3	18,5	18,3	18,3
<i>Crédito de entidades de crédito residentes</i>	235,7	17,2	19,1	19,3	19,0	18,9
Resto de pasivos financieros	109,2	0,8	3,4	9,0	6,0	9,8
EMPRESAS NO FINANCIERAS:						
Activos financieros totales	510,8	17,5	17,1	15,6	17,7	19,7
Activos financieros líquidos	106,0	8,6	14,8	17,2	19,6	26,4
<i>Medios de pago</i>	66,1	24,7	35,4	30,2	28,8	24,9
<i>Otros activos financieros líquidos</i>	39,9	-9,9	-13,6	-1,4	6,1	28,6
Resto de activos financieros	404,8	20,0	17,8	15,1	17,2	18,0
Del cual: <i>Activos frente a empresas no financieras y familias</i>	190,6	10,5	8,3	8,5	9,0	8,9
<i>Activos frente al resto del mundo</i>	124,2	61,2	48,4	37,3	41,7	39,9
Pasivos financieros totales	540,8	11,9	13,1	13,7	17,1	17,7
Financiación bancaria más valores de renta fija	328,6	13,5	14,5	13,7	19,9	20,2
<i>Crédito de entidades de crédito residentes</i>	231,8	14,7	12,5	10,4	14,2	13,0
Resto de pasivos financieros	212,2	9,7	11,1	13,6	12,9	13,9

Fuente: Banco de España.

(a) Miles de millones de euros.

(b) Los datos correspondientes al cuarto trimestre de 1999 son estimaciones provisionales.

préstamos del sistema crediticio frente al exterior es similar a la del año anterior; la cifra más elevada que se observa en el cuadro 6 viene influida, en buena medida, por los activos frente al Eurosistema, que surgen en el balance del Banco de España como consecuencia de los flujos financieros que se producen entre las entidades de crédito españolas y del resto de la UEM.

Por el lado de los pasivos frente al exterior, lo más significativo es, en primer lugar, la recuperación de las colocaciones de deuda pública

en el extranjero, lo que, unido a la evidencia sobre las carteras de los inversores nacionales, sugiere que en el conjunto de la UEM se está produciendo un amplio proceso de diversificación de carteras. En segundo lugar, hay que destacar que el sector privado ha recurrido por una magnitud relativamente elevada, si se compara con 1998, a la financiación exterior, lo cual puede apuntar a que algunas empresas españolas están cubriendo con recursos exteriores la adquisición de activos extranjeros. En tercer lugar, las entidades de crédito españolas siguen apelando de forma significativa a la finan-

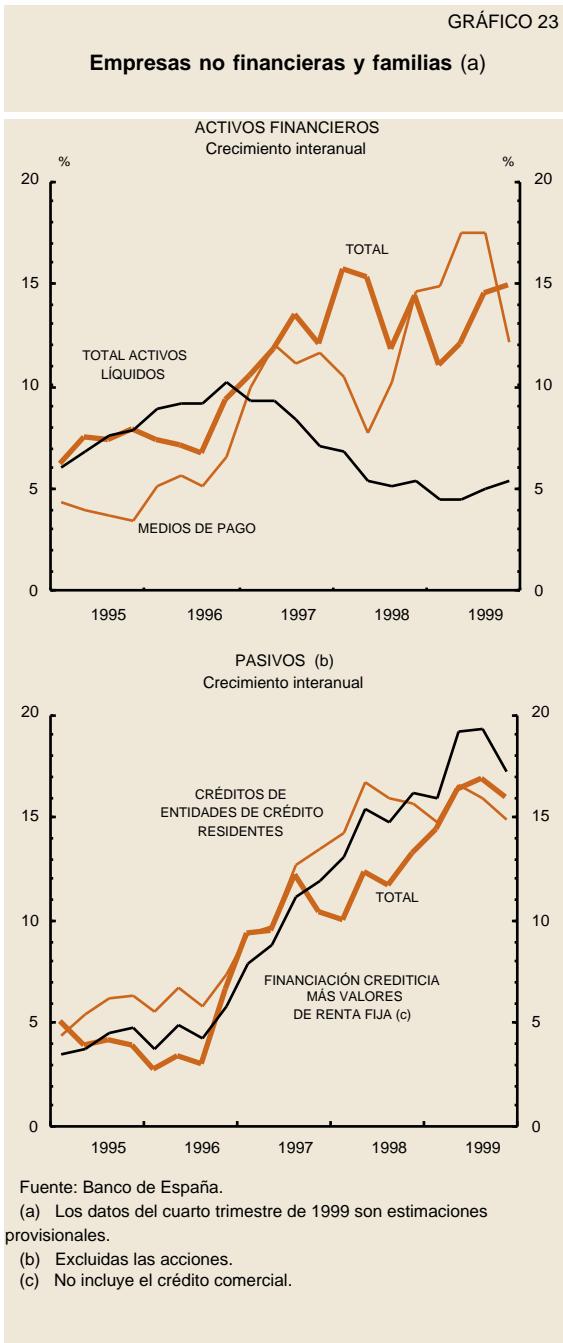
ciación exterior, con el fin de cubrir la brecha existente entre el ritmo de crecimiento del crédito y de los depósitos. Finalmente, la inversión directa en España ha mostrado, en el período de 1999 para el que se dispone de información, un perfil muy similar al del año anterior, lo que sugiere que, definitivamente, la economía española ha alcanzado un grado de madurez que propicia más que su sector empresarial invierta en el exterior que el que sea destinataria de capital externo.

En resumen, atendiendo a los flujos de capital por sectores, se observa que el sector privado no financiero ha continuado adquiriendo activos en el exterior en términos netos; esta salida de capitales, junto con el saldo de la balanza por cuenta corriente y de capital, se ha financiado mediante la obtención de recursos netos en el exterior por parte de las Administraciones Públicas y, sobre todo, de las entidades de crédito.

5.3. Flujos financieros de las empresas no financieras y de las familias

En el tercer trimestre de 1999, el ahorro financiero neto del sector privado no financiero se redujo cuatro décimas frente al trimestre anterior, hasta el 0,7 % del PIB, que es una disminución similar a la observada en el segundo trimestre del año. De acuerdo con las estimaciones realizadas, que se basan en la información provisional disponible sobre algunas partidas de activos y pasivos financieros, en el último trimestre de 1999 esa caída del ahorro financiero del sector privado tendería a detenerse, pues se espera que se recupere el ritmo de inversión en activos financieros y, en cambio, se modere el de asunción de nuevos pasivos.

Por el lado de los activos financieros, se aprecia que en los últimos trimestres se ha producido una cierta recuperación en el ritmo de crecimiento de las inversiones financieras del sector privado, de manera que al acabar 1999 podrían estar experimentando una tasa interanual de crecimiento de casi el 15 %. Como se observa en el cuadro 7 y en el gráfico 23, las pautas de avance son muy diferentes por instrumentos: mientras que los denominados activos financieros líquidos han crecido a un ritmo del 5 % interanual, tanto los medios de pago —que son los activos que presentan el más alto grado de liquidez, y que incluyen el efectivo, los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro— como el conjunto de activos financieros que no se consideran líquidos —formado, entre otros, por las acciones— han mostrado unas tasas de expansión más elevadas. En este sentido, la fuerte expansión de los medios



de pago, que están especialmente vinculados a las decisiones de gasto inmediatas, y de otros activos no líquidos, pero susceptibles de dar lugar a intensos incrementos de la riqueza financiera de los agentes, por aumento de los precios en los mercados financieros, ofrecen la impresión de que el actual crecimiento de las inversiones financieras de las familias y de las empresas puede financiar, con cierta facilidad, una expansión continuada de la demanda.

El panorama que arroja la información sobre los pasivos financieros del sector privado confirma esta valoración, puesto que se mantienen

unos elevados ritmos de crecimiento de distintos agregados de financiación. La única nota de alivio es que la continuada expansión del endeudamiento de las familias y empresas no financieras ha alcanzado un máximo en el tercer trimestre de 1999, de forma que, aunque se mantiene a tasas muy elevadas, se ha producido una ligera desaceleración a finales de 1999. En términos del agregado crediticio del que se dispone de mayor información, que es el de la financiación concedida al sector privado mediante crédito bancario y emisión de valores de renta fija, se estima que su crecimiento a finales de 1999 se haya situado en torno al 17 %, dos puntos por debajo de las tasas de crecimiento observadas en el segundo y el tercer trimestre de ese año.

5.3.1. Flujos financieros de las familias

En el tercer trimestre de 1999 ha proseguido el proceso de gradual disminución del ahorro financiero neto de las familias, que se inició en 1995, y que ha venido transcurriendo de modo paralelo a la recuperación de la actividad económica y a la relajación de las condiciones financieras. En el actual período de recuperación económica, que abarca desde 1995, el ahorro financiero neto de las familias ha sido, en media, el 4 % del PIB, muy similar al observado en el período 1987-1991, que fue la anterior fase de expansión del producto. Sin embargo, en el momento álgido del anterior ciclo el mínimo que mostró el ahorro, que fue del 2 % del PIB en 1988, es superior al nivel que se observa en el tercer trimestre de 1999 y al que, previsiblemente, se alcanzará al final del año. Este hecho puede ser debido a una percepción más optimista por parte de las familias de las perspectivas económicas, a las condiciones financieras más expansivas e, incluso, a la acumulación de un nivel significativo de riqueza financiera, y también real, que incentiva el endeudamiento y el gasto. En este sentido, hay que recordar que, mientras que en el anterior ciclo económico la riqueza financiera neta de las familias se encontraba en torno al 60 % del PIB, ese porcentaje se ha elevado al 85 % del PIB en el tercer trimestre de 1999.

Este aumento de la riqueza es especialmente significativo si se tiene en cuenta que ha ocurrido en un período de intenso crecimiento del endeudamiento, lo que supone que se han producido elevadas ganancias de capital, propiciadas, sobre todo, por el proceso de disminución de los tipos de interés, que se han reflejado en aumentos de los precios de diversos instrumentos financieros —en particular, de los valores de renta variable—.

En la última parte de 1999, la riqueza financiera de las familias se ha recuperado como consecuencia de la subida de las cotizaciones bursátiles, con lo que en 1999 puede repetirse lo observado en los dos años anteriores, cuando la mayor parte del aumento en la riqueza financiera de las familias no se debió a la aportación de nuevos flujos de ahorro, sino al aumento del precio de los activos financieros adquiridos (véase gráfico 24).

Cuando se analiza la evolución por separado de los activos y los pasivos financieros de las familias, se observa que en 1999 se ha producido una ligera desaceleración de la tasa de crecimiento de los activos, mientras que el ritmo de asunción de nuevos pasivos se ha incrementado respecto a 1998. Por el lado de los activos, el componente más expansivo en 1999 ha sido el formado por los activos financieros con menor grado de liquidez —como las acciones, las participaciones en fondos de inversión de renta variable e internacional y los productos de seguro—, que ha mostrado tasas de expansión superiores al 20 %. Aunque las expectativas bursátiles no han sido optimistas en buena parte de 1999, se sigue manifestando una predilección de los ahorradores por activos que, aunque presentan un mayor riesgo, son capaces de ofrecer, en contrapartida, una rentabilidad más alta. Respecto a los activos líquidos, se ha constatado una cierta recuperación de su tasa de expansión en el último trimestre de 1999, lo cual puede deberse a que el diferencial entre el nivel de los tipos de interés a largo y a corto plazo se ha reducido en este período. Dentro de los activos líquidos, los medios de pago han seguido presentando los ritmos de crecimiento más intensos, previsiblemente por encima del 14 % a finales de 1999, que contrasta con la expansión interanual experimentada en 1998, que se situaba por debajo del 9 %.

En cuanto a los pasivos de las familias, el componente más dinámico ha sido el crédito bancario, que se estima que creció a una tasa interanual del 16 % en el cuarto trimestre de 1999. En este caso, se ha observado una ligera desaceleración en el ritmo de expansión de este endeudamiento, pues a finales de 1998 mostraba una tasa de avance superior al 18 %. En cualquier caso, se sigue configurando una trayectoria de rápido endeudamiento de las familias, que representa un porcentaje creciente tanto del PIB como de la renta disponible de este sector. El proceso de disminución de los tipos de interés que tuvo lugar entre 1995 y 1999 ha permitido que ese aumento del endeudamiento no haya dado lugar a un incremento de sus costes financieros. Por finalidades, y de acuerdo con la última información recibida, que abarca hasta el tercer trimestre de 1999, el cré-

dito destinado a la adquisición de vivienda ha continuado mostrando un gran dinamismo, mientras que el crédito concedido para la adquisición de bienes duraderos se ha moderado de forma notable, hasta alcanzar una tasa del 11 % en términos interanuales, tras más de dos años de ritmos de expansión muy elevados. El resto de pasivos financieros de las familias, que está constituido, principalmente, por el crédito interempresarial, ha presentado tasas de crecimiento más moderadas, aunque hay que indicar que la relevancia de este componente es menor y la información de la que se dispone para estimarlo es menos fiable.

5.3.2. Flujos financieros de las empresas no financieras

El ahorro financiero neto de las empresas no financieras se redujo en el tercer trimestre de 1999 hasta el -1,2 % del PIB. Al contrario de lo que sucedía para el sector de familias, el nivel actual del ahorro financiero neto de las empresas no resulta bajo en comparación con otras fases similares del ciclo económico: a modo de ejemplo, en el período 1988-1991 el ahorro financiero neto medio de las empresas no financieras en España fue del -3,6 % del PIB, mientras que en los últimos años ha estado en torno al -1 % del PIB. Detrás de esta evidencia pueden encontrarse las menores necesidades de inversión de las empresas españolas en comparación con el período de rápida modernización que tuvo lugar en la segunda mitad de los ochenta y la orientación más decidida de las empresas españolas por la inversión en el extranjero. Estas inversiones exigen contar con los recursos financieros suficientes, ya sea procedentes de la autofinanciación o del endeudamiento, pero, en principio, no afectan al ahorro financiero neto, pues, al mismo tiempo, representan un incremento del saldo de activos financieros en poder de las empresas.

En términos de los activos y pasivos financieros, las empresas continuaron mostrando en la segunda mitad de 1999 un comportamiento muy expansivo, con tasas de crecimiento cercanas al 20 % por el lado de los activos financieros y en torno al 17 % en los pasivos. En cuanto a los activos financieros, el componente más dinámico ha sido la adquisición de activos en el exterior, formado, sobre todo, por los valores de renta variable de empresas extranjeras de las que las empresas españolas han tomado la titularidad. La compra de activos exteriores representa casi la mitad del incremento de activos financieros en poder de las empresas (véase gráfico 25). Los instrumentos líquidos también han mostrado tasas de expansión muy altas, lo cual puede ser indicativo de la buena

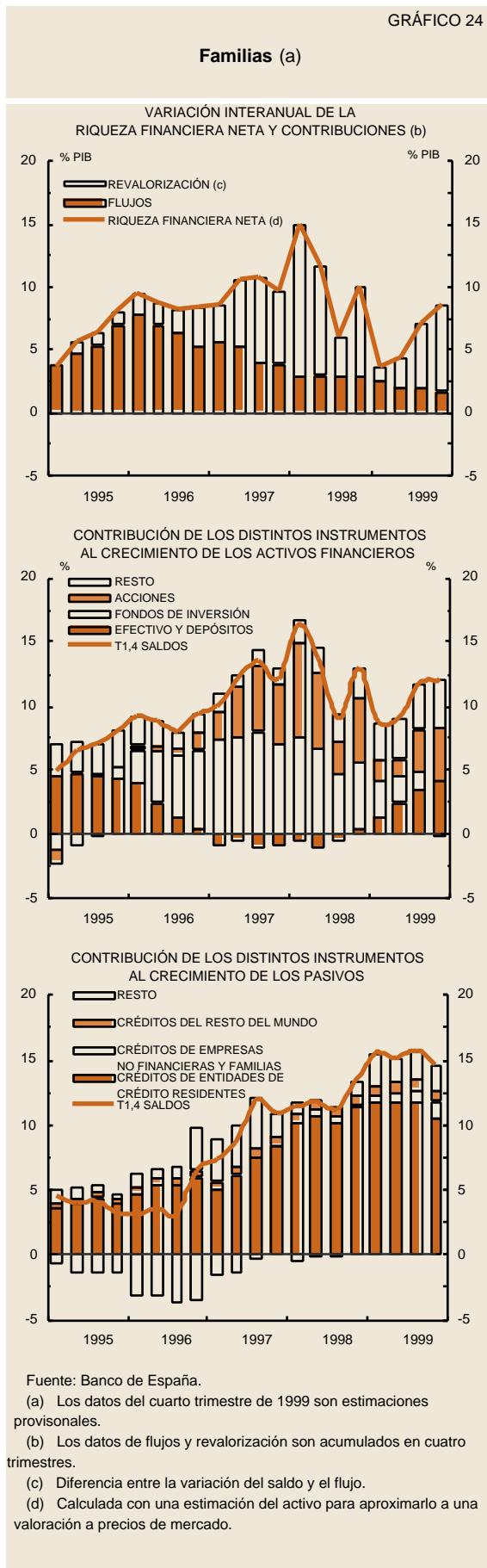
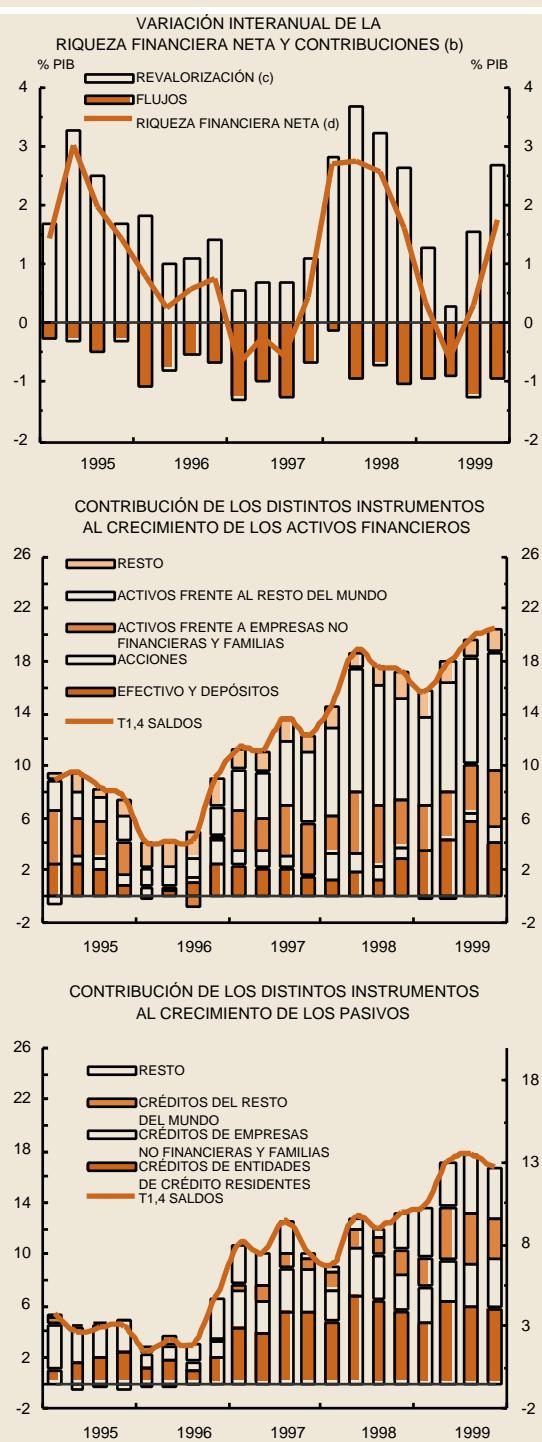


GRÁFICO 25

Empresas no financieras (a)

Fuente: Banco de España.

- (a) Los datos del cuarto trimestre de 1999 son estimaciones provisionales.
- (b) Los datos de flujos y revalorización son acumulados en cuatro trimestres.
- (c) Diferencia entre la variación del saldo y el flujo.
- (d) No se incluyen las acciones en el pasivo. Calculada con una estimación del activo para aproximarla a una valoración a precios de mercado.

situación en la que se halla la tesorería de las empresas.

El ritmo de asunción de nuevos pasivos por parte de las empresas se aceleró hasta el tercer trimestre de 1999, en que alcanzó una tasa de crecimiento interanual de casi el 18 %, pero, como ocurría en el caso de las familias, se estima que podría moderarse ligeramente en el cuarto trimestre del año. La partida más relevante de los pasivos y la que ha venido mostrando una mayor expansión es la obtención de recursos ajenos mediante la apelación al crédito bancario y a la emisión de valores de renta fija, que, en el tercer trimestre de 1999, experimentaba un ritmo de avance interanual superior al 20 %. Dentro de este componente, el instrumento más dinámico ha sido el crédito procedente del exterior, pues este ha sido uno de los principales canales que las empresas españolas han utilizado para financiar su intensa inversión directa en el extranjero. Atendiendo a la información sobre el destino del crédito, se observa que el ritmo de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector industrial y a los servicios disminuyó en el tercer trimestre de 1999, mientras que el crédito concedido a las actividades de construcción ha mantenido una trayectoria ascendente a lo largo del año.

5.4. Los flujos financieros de las Administraciones Públicas

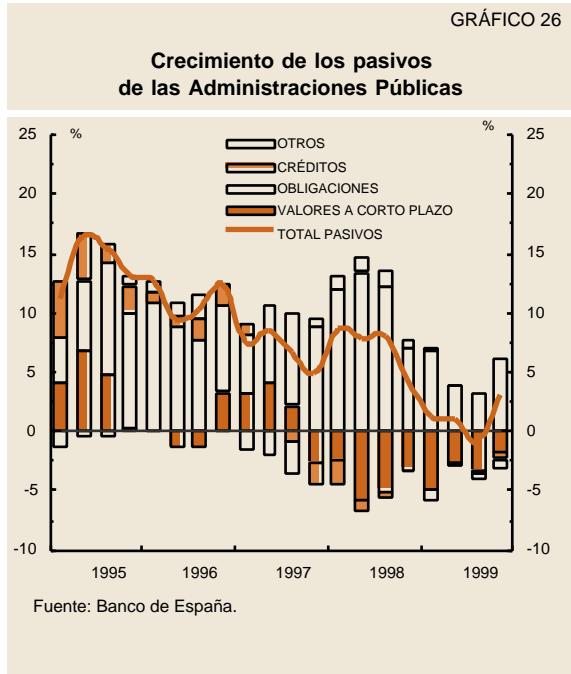
Como se ha comentado en epígrafes anteriores, durante el tercer trimestre de 1999 el déficit de las Administraciones Públicas acumulado en los últimos cuatro trimestres se ha situado en el 1,3 % del PIB, muy por debajo del nivel medio observado en el período 1996-1998, que fue del 3,5 % del PIB, y una décima por debajo de la previsión que proporciona la Ley de Presupuestos Generales del Estado para el año 2000, que estima que dicha magnitud pueda situarse en el 1,4 % del PIB a finales de 1999.

Las menores necesidades de financiación de las Administraciones Públicas tienen su reflejo en la evolución de los saldos de los pasivos financieros, que han ido disminuyendo su tasa de crecimiento hasta mostrar en el tercer trimestre una tasa de variación interanual negativa del 0,9 % (véase gráfico 26), aunque en el cuarto trimestre de 1999 se prevé un cierto aumento del ritmo de crecimiento de los pasivos. En cuanto a la composición de la financiación por instrumentos durante 1999, la captación de recursos se ha concentrado en las emisiones de valores a medio y largo plazo —que representaron 23.000 millones de euros en términos netos—, en detrimento de los pa-

sivos a corto plazo, que han visto reducir sus saldos en circulación en torno a los 7.000 millones de euros. Esto ha determinado que el porcentaje que representan los bonos y obligaciones sobre el total de pasivos en circulación se situara a finales de 1999 en el 64 %, frente al 59 % de 1998. Simultáneamente a esta recomposición de los plazos de financiación, el Estado ha aprovechado durante el año 1999 la situación de tipos de interés para proceder a reducir el coste financiero futuro de la deuda, mediante la sustitución de pasivos emitidos en el pasado a tipos de interés más elevados por valores con rentabilidades más reducidas. Dicha estrategia se ha saldado con el canje de deuda a medio y largo plazo por un importe de 5.500 millones de euros.

En las subastas celebradas en enero por parte del Estado se ha mantenido una pauta de emisiones similar, con una emisión neta de casi 2.800 millones de euros en bonos y obligaciones y de -729 millones de euros en letras del Tesoro.

En cuanto a la evolución de los activos financieros, se estima que la rúbrica de efectivo y depósitos transferibles, que incluye el depósito de las Administraciones Públicas en el Banco de España, se incrementará en el conjunto del año en torno a 3.500 millones de euros, si bien esta magnitud no ha tenido un comportamiento uniforme a lo largo del ejercicio. Así, durante el primer y tercer trimestre se produjo una reducción del saldo, mientras que en el cuarto



trimestre se prevé un elevado incremento. La evolución de estos depósitos depende, en gran medida, de la utilización que hace el Tesoro del depósito mantenido en el Banco de España, pues este sirve para cubrir los desfases entre las necesidades de liquidez del Tesoro y la captación de recursos financieros netos en los mercados primarios.

28.1.2000.