
Evolución reciente de la economía española

1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) correspondientes al cuarto trimestre de 1999, en ese período el PIB registró una tasa de variación interanual del 3,9 % (1), en términos reales, una décima más que en el trimestre anterior, prolongando el perfil de suave aceleración que venía mostrando desde el segundo trimestre del año. La aceleración del producto en el cuarto trimestre estuvo sustentada en la menor aportación negativa de la demanda exterior neta al crecimiento (-0,4 puntos porcentuales, frente a -1,1 puntos en el trimestre anterior), reflejo, básicamente, de la intensa recuperación de las exportaciones. La demanda interna, por su parte, registró un incremento notable, del 4,3 % en tasa interanual, aunque dentro de una tendencia hacia la desaceleración, marcada por una pérdida de dinamismo, más o menos intensa, de todos sus componentes. Por ramas de actividad, el valor añadido bruto de la industria siguió cobrando vigor, y los servicios de mercado aumentaron ligeramente su tasa de crecimiento interanual, mientras que la construcción mantuvo un perfil de desaceleración. El empleo registró un crecimiento similar al del tercer trimestre (3,2 % en tasa interanual), que dio lugar a un nuevo avance de la productividad aparente del trabajo y permitió que los costes laborales unitarios continuaran desacelerándose.

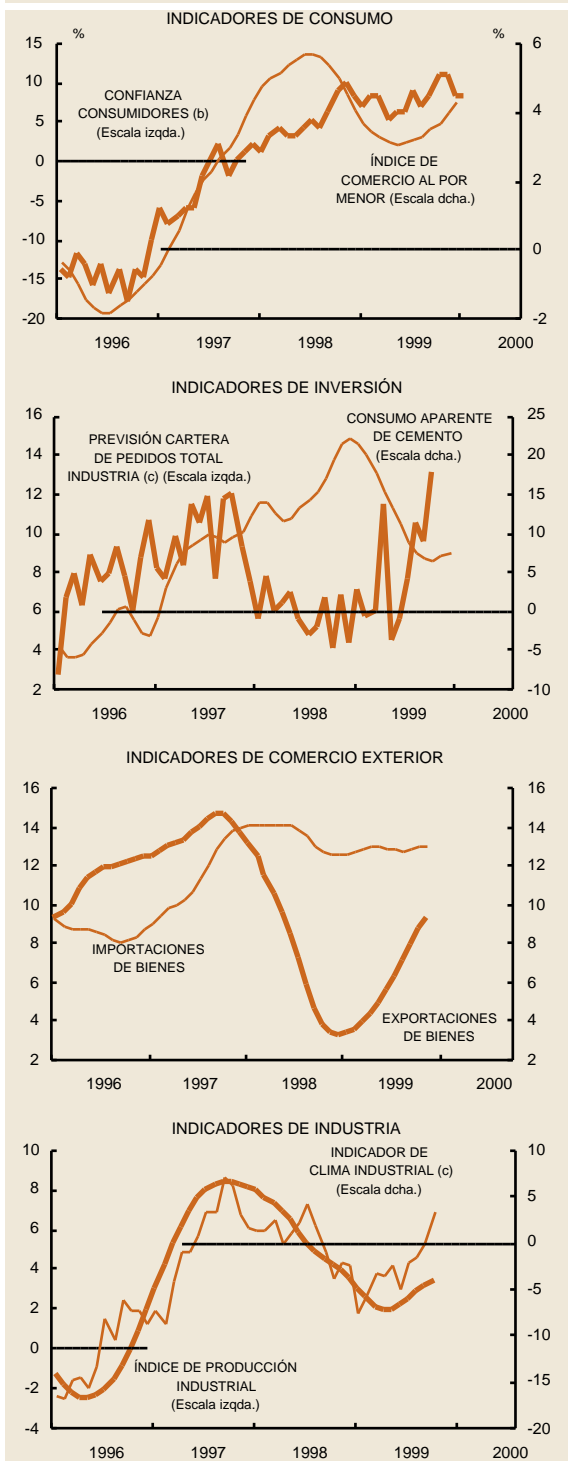
El cierre provisional del año que se obtiene con los datos de la CNTR ha situado el crecimiento del PIB real, en el conjunto de 1999, en el 3,7 %, tres décimas menos que en 1998, como consecuencia de una aportación más negativa de la demanda exterior neta (-1,2 %) y de un avance de la demanda nacional (4,9 %) ligeramente inferior al estimado para 1998. Cabe destacar el mayor crecimiento del consumo privado (4,5 %) y del gasto en construcción (8,3 %), en relación con 1998, y la relentización de la inversión en bienes de equipo (8,4 %). El empleo se incrementó un 3,4 % en el conjunto del año.

La evolución de los indicadores más recientes del sector real de la economía ha reflejado la progresiva pérdida de pulso de la demanda interna, compensada con una evolución menos contractiva de la demanda exterior neta, que incorporan los datos de la CNTR. La información relativa al consumo de los hogares en los últimos meses de 1999 y en el inicio del año actual muestra cómo este componente de la de-

(1) Las tasas trimestrales de la CNTR que se comentan en este artículo están calculadas sobre las series de ciclo-tendencia. Los datos de empleo se refieren a puestos de trabajo equivalente a tiempo completo.

GRÁFICO 1

Indicadores de demanda y actividad (a)

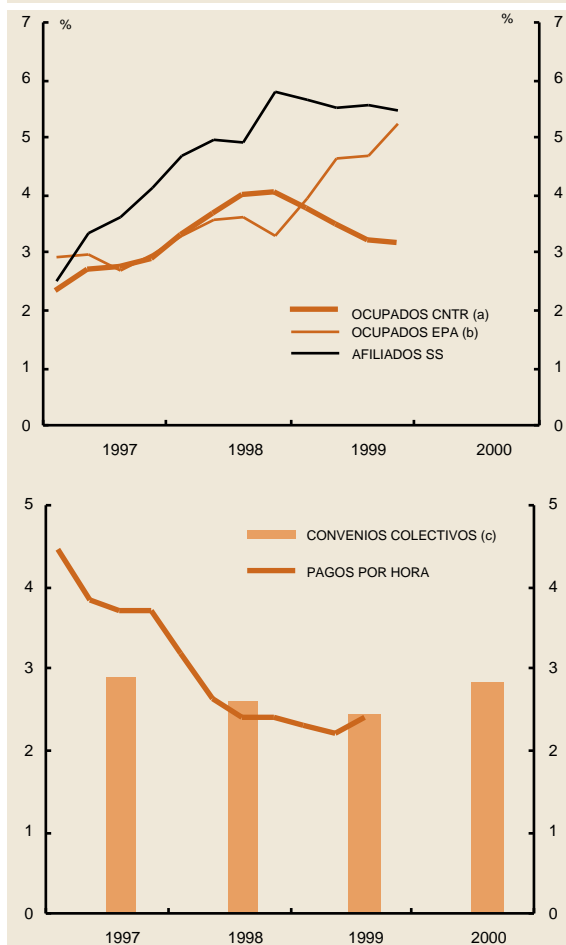


Fuentes: Comisión de la Unión Europea, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Industria, OFICEMEN, Departamento de Aduanas y Banco de España.

- (a) Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.
- (b) Nivel serie original.
- (c) Serie del Ministerio de Industria. Nivel de la serie ajustada de estacionalidad.

GRÁFICO 2

Empleo y salarios
Tasas de variación interanuales



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Banco de España.

- (a) Series ciclo-tendencia de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.
- (b) Series EPA corregidas del efecto del cambio censal 1995 - 1996.
- (c) Sin incluir cláusula de salvaguarda. Para el año 2000 el dato corresponde a los convenios registrados hasta el 31 de enero.

manda ha seguido avanzando a un ritmo elevado, dentro de una tónica de suave desaceleración. El indicador de confianza de los consumidores consolidó en enero la pérdida de tres puntos que había registrado el mes anterior, aunque se mantiene en cotas muy positivas, mientras que el índice correspondiente al sector del comercio al por menor ha presentado un perfil similar, tras experimentar sendas reducciones en diciembre y enero. El índice de disponibilidades de bienes de consumo moderó su tasa de variación interanual en el último trimestre de 1999, debido, especialmente, al componente de consumo duradero, que ha recogido la continuada desaceleración de las importaciones de este tipo de bienes. Esta evolución está en sintonía con la ralentización que experimentaron las matriculaciones de automóviles en los

meses finales de 1999, si bien en enero este indicador ha vuelto a registrar un crecimiento elevado (16,6 %). Por último, tanto los índices de disponibilidades como el índice general de ventas del comercio al por menor muestran que el consumo alimenticio siguió debilitándose en los meses finales de 1999, mientras que el resto de bienes de consumo no duradero creció a tasas más sostenidas.

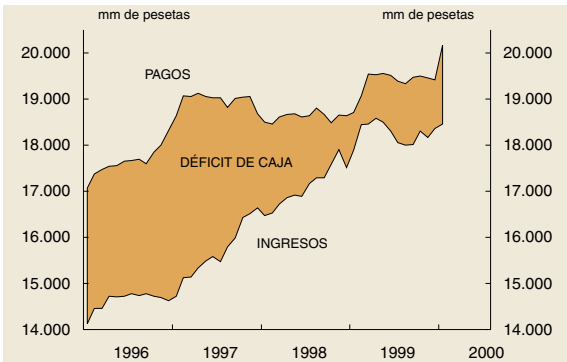
Como ha quedado recogido por la CNTR, la inversión siguió aminorando su ritmo de avance en los últimos meses de 1999. El índice de disponibilidades de bienes de equipo, con datos prácticamente completos para el ejercicio, mostró un perfil de desaceleración que, no obstante, se atenuó en los últimos meses del año, ya que la pérdida de dinamismo experimentada por la producción de este tipo de bienes en el último trimestre se vio parcialmente compensada por el fuerte tirón de las importaciones. En cualquier caso, los productores de bienes de equipo mantienen unas expectativas optimistas, sustentadas en una evolución positiva de la cartera de pedidos.

En el caso de la construcción, los indicadores también han recogido una pérdida de impulso. En el último trimestre de 1999, el consumo aparente de cemento siguió creciendo a un ritmo muy inferior al observado en la primera mitad del año, mientras que la producción de materiales para la construcción se incrementó de forma sostenida a lo largo del año, aunque a un ritmo moderado. Por otra parte, en el mes de enero el paro registrado en el sector de la construcción continuó reduciendo su tasa de caída interanual y los afiliados a la Seguridad Social mantuvieron el perfil de suave desaceleración de los meses precedentes. El indicador de confianza de los empresarios del sector también fue atenuando su optimismo en los últimos meses de 1999, aunque en enero se recuperó. Los indicadores adelantados apuntan hacia una nueva desaceleración de la actividad constructora a medio plazo: la licitación oficial en obra civil registró una caída del 12,2 % en el conjunto de los nueve primeros meses de 1999, y el crecimiento de los metros cuadrados a construir en edificación se redujo significativamente a partir del segundo semestre.

La demanda exterior neta moderó su carácter contractivo en los meses finales de 1999, debido a la recuperación de las exportaciones, en tanto que las importaciones continuaron creciendo a tasas elevadas. En noviembre, las ventas exteriores continuaron la fuerte reactivación que ya se observó en octubre y que se generalizó a la totalidad de las áreas geográficas, impulsadas por la significativa mejora del contexto internacional y por la depreciación del euro

GRÁFICO 3

Ingresos y pagos líquidos del Estado. Déficit de caja Totales móviles de doce meses



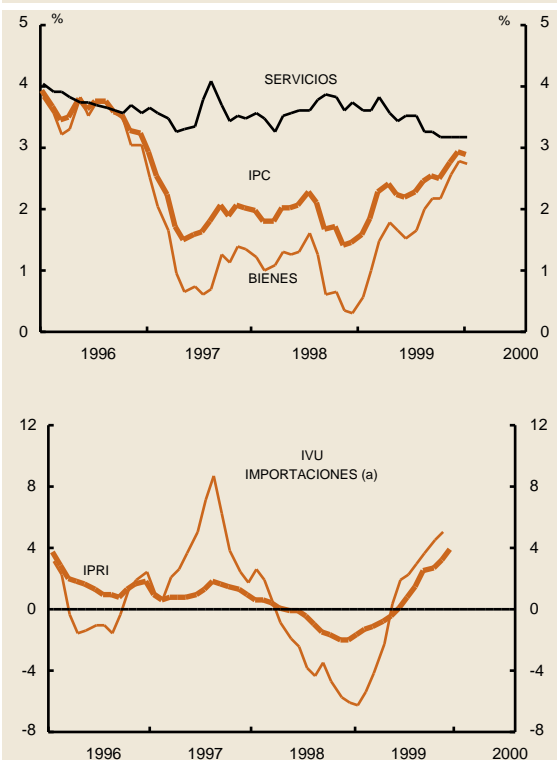
Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

frente al dólar. Por grupos de productos, las exportaciones de bienes de equipo continuaron siendo las más dinámicas, mientras que el resto de componentes tendió a recuperarse, especialmente los bienes intermedios no energéticos. No obstante, en el conjunto de los once primeros meses de 1999 las exportaciones totales crecieron un 5,7 %, en volumen (un 4,7 % en términos nominales), muy por debajo del avance de las importaciones, que registraron una tasa real del 13,2 %, en el mismo período (12,7 % en términos nominales). Esta evolución de los flujos de comercio de bienes con el exterior se ha traducido en un fuerte aumento del déficit comercial, que en el conjunto de los once primeros meses de 1999 se acercó a los 24 mm de euros; adicionalmente, el déficit de rentas registró una ampliación y el superávit por transferencias corrientes se redujo, por lo que, a pesar de la intensa mejora que experimentó el saldo de turismo, la balanza por cuenta corriente reflejó un saldo negativo de 7.418 millones de euros. El superávit de la cuenta de capital, por el contrario, registró una mejora, situándose en 5.088 millones de euros.

Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial, que había perdido empuje en octubre, retornó en noviembre y diciembre al perfil de recuperación de meses anteriores y cerró el año con un aumento interanual del 5,9 %. Por componentes, los bienes de consumo no alimenticio y los bienes intermedios intensificaron su dinamismo en el cuarto trimestre del año, mientras que la producción de bienes de equipo se desaceleró, a pesar del intenso vigor que siguió mostrando el material de transporte, y la producción de bienes de consumo alimenticio registró un comportamiento deprimido. Los indicadores de empleo industrial también han evolucionado favorablemente: la ocupación se aceleró suavemente en el cuarto tri-

GRÁFICO 4

Índices de precios Tasas de variación interanuales



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
(a) Tasa de variación interanual de la tendencia.

mestre de 1999 y las afiliaciones a la Seguridad Social han mantenido su trayectoria ascendente en enero. La utilización de la capacidad productiva instalada en la industria alcanzó a finales del año pasado un nivel del 80,8 %, en un contexto de progresiva mejora de la confianza empresarial, fundamentada en las buenas expectativas de la cartera de pedidos.

En relación con el mercado de trabajo, en los últimos meses de 1999 continuó creándose empleo a un ritmo elevado. Según la Encuesta de Población Activa (EPA) (2), en el cuarto trimestre de 1999 los ocupados aumentaron su ritmo de avance hasta el 5,2 %, gracias al dinamismo de los asalariados, que crecieron un 7,6 % en este período, mientras que los no asalariados se redujeron un 2,8 %. Como se ha señalado al inicio de este artículo, la CNTR también ha recogido un crecimiento del empleo significativo en el cuarto trimestre de 1999, aunque menos intenso que el de la EPA. Por otra parte, según esta Encuesta la tasa de paro se estabilizó en el 15,4 % en el cuarto trimestre.

(2) En otro artículo de este Boletín se comentan con detalle los resultados de la EPA en el cuarto trimestre.

tre y el ritmo de caída del desempleo se amonó, debido al fuerte avance de la población activa en ese período. Los indicadores del mercado de trabajo referidos al comienzo del año en curso proyectan, en conjunto, una suave tendencia a la desaceleración del empleo. En el mes de enero, las afiliaciones a la Seguridad Social registraron un crecimiento interanual del 5,3 %, lo que supone una ligera desaceleración, en relación con el ritmo sostenido que mantuvieron a lo largo del ejercicio anterior. La moderación se extendió a todas las ramas de actividad, con excepción de la industria, que prosiguió la reactivación iniciada a mediados de 1999. En esta misma línea, el paro registrado continuó reduciendo su tasa de caída interanual hasta el 7,4 %, en el mes de enero, apreciándose este comportamiento en todas las ramas de actividad, aunque, de forma más intensa, en los servicios. También el número de contratos registrados perdió dinamismo en el mes de enero, con una tasa de variación interanual del 6,6 %, como consecuencia del menor avance que mostraron todas las modalidades de contratación, excepto la de contratos indefinidos de carácter ordinario.

En cuanto a la negociación colectiva, el ejercicio de 1999 se cerró con un aumento salarial del 2,4 %, si bien cuando se tiene en cuenta el efecto de la activación de las cláusulas de salvaguardia, como consecuencia de la desviación de la inflación respecto a la referencia utilizada en los convenios, el aumento de las tarifas salariales se eleva hasta el 2,8 %. Por otra parte, el incremento salarial pactado en los primeros convenios registrados para el año 2000 es del 2,8 %. Este incremento corresponde prácticamente en su totalidad a convenios revisados, que afectan a 1,6 millones de trabajadores. Por ramas de actividad, cabe destacar el elevado incremento pactado en los servicios (2,9 %).

En cuanto a la ejecución del presupuesto del Estado, la información disponible se refiere al mes de enero, por lo que no puede tomarse como indicador de su posible evolución posterior, en la medida en que cualquier comportamiento anómalo en los dos meses de comparación repercute sensiblemente tanto en las tasas de variación de los ingresos y pagos no financieros como en el saldo presupuestario. Así, en enero los ingresos aumentaron a una tasa del 6,2 % y los gastos del 49,7 %, con lo que el déficit de caja no financiero del Estado se situó en 723 mm de pesetas, frente a 63 mm de pesetas en enero del año anterior. Este aumento se debió, principalmente, a una concentración de pagos por intereses en este mes, cuyo importe superó en unos 720 mm de pesetas el correspondiente a enero de 1999. También destaca el elevado cre-

cimiento de los ingresos impositivos y de los gastos de capital, mientras que los otros ingresos netos y los demás capítulos de gasto se redujeron respecto al mismo mes del año anterior.

2. EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS

En el mes de enero, el índice de precios de consumo (IPC) estabilizó su tasa de variación interanual en el 2,9 %, tasa que había alcanzado en el mes de diciembre anterior, mientras que el índice de precios de los servicios y los bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) redujo una décima su tasa de variación, hasta situarse en el 2,3 %.

Dentro del IPSEBENE, cabe destacar el buen comportamiento que mostraron los precios de los alimentos elaborados en enero, con un crecimiento interanual del 1,9 %, siete décimas inferior al observado en diciembre, como consecuencia principalmente de la evolución del precio del aceite de oliva. Por su parte, la tasa de inflación en los servicios se mantuvo estabilizada en el 3,2 %, resultado que combina una evolución descendente de los precios de las telecomunicaciones con incrementos significativos en otras rúbricas, como las de servicios médicos y transporte. El crecimiento interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos aumentó en dos décimas, hasta situarse en el 1,5 %.

En cuanto a los restantes componentes del índice general, la energía aumentó tres décimas su tasa de variación interanual, hasta alcanzar el 11,8 % en el mes de enero, a pesar de la ligera caída observada en la tasa intermensual, como consecuencia del descenso de las tarifas eléctricas y del precio del gasóleo de calefacción. Los precios de los alimentos no elaborados registraron también una evolución alcista en este mes, con una tasa de crecimiento interanual del 2,2 %, dos décimas superior a la observada en diciembre, influidos por las alzas en los precios del pescado.

Al igual que el IPC, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) también registró un aumento interanual del 2,9 % en enero, frente al 2,8 % del mes anterior. Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que esta tasa puede estar afectada por la ampliación en la cobertura del índice, que se ha producido en el mes de enero, y que ha supuesto la inclusión de nuevos productos en la cesta analizada, así como la consideración del gasto realizado por los turistas en territorio nacional. Con datos hasta el mes de diciembre, último dato disponible para el conjunto de la UEM, el diferencial de inflación con la zona del euro se redujo, hasta quedar situado en un punto porcentual. La reduc-

ción del diferencial se extendió tanto a los bienes como a los servicios y fue más acusada en el componente energético.

El índice de precios industriales (IPRI) intensificó en diciembre el perfil de aceleración de los últimos meses, situando su tasa de variación interanual en el 3,8 %, debido al fuerte avance de los precios de los bienes intermedios energéticos y, en menor medida, de los no energéticos, que tuvo lugar en dicho mes, mientras que el resto de los componentes registraron crecimientos más moderados. En el promedio del año, el IPRI creció un 0,7 %, frente a la caída del 0,7 % registrada en el ejercicio anterior, debido al comportamiento alcista de los precios energéticos (2,8 %) y de los bienes de consumo alimenticio (2,1 %), mientras que los de consumo no alimenticio y los de bienes de equipo registraron crecimientos más moderados —del 1 % y 0,7 %, respectivamente—, y los de los bienes intermedios no energéticos cayeron un 0,9 %.

Finalmente, el índice de valor unitario (IVU) de las exportaciones registró un repunte en noviembre, en línea con el perfil de aceleración que mostró en los dos meses precedentes, aunque en el período enero-noviembre descendió un 1 %, en relación con los mismos meses del año anterior. Por su parte, los precios de las importaciones totales acentuaron en noviembre la trayectoria alcista que iniciaron en el segundo semestre de 1999, como consecuencia de la fuerte escalada de los precios energéticos. En el período enero-noviembre, los IVU de las importaciones no energéticas cayeron un 1,8 %, mientras que el IVU de energía registró un aumento del 19,2 %.

3. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA EN LA U.E.M.

El entorno exterior de la zona del euro sigue caracterizándose por la manifestación de signos positivos en el conjunto de la economía mundial y por la relativa estabilidad de los mercados financieros internacionales. La actividad económica de Estados Unidos mantiene un fuerte ritmo de expansión, sin aflorar tensiones inflacionistas. Así, en el cuarto trimestre el PIB estadounidense creció un 4,5 % interanual (6,9 % en tasa intertrimestral anualizada), con una contribución de la demanda interna algo más expansiva y de la demanda exterior neta ligeramente más negativa con respecto a las estimadas para el trimestre anterior. En el conjunto del año 1999, el PIB se incrementó un 4,1 %, dos décimas menos que la tasa de variación registrada un año antes. Los indicadores referidos al mes de enero del año 2000 muestran la prolongación del dinamismo de la

Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	1999				2000	
	SEP	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB (c)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):						
Índice de Producción Industrial	2,3	2,1	3,0			
Comercio al por menor	1,1	3,7	1,7			
Matriculaciones de turismos nuevos	1,8	2,7	-1,3	-4,1		
Confianza de los consumidores	-4	-2	-1	-1	-1	
Confianza industrial	-5	-3	-1	0	1	
IAPC	1,2	1,4	1,5	1,7	2,0	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):						
M3	6,1	5,8	6,1	6,2	5,0	
M1	13,1	13,0	11,7	9,8	9,0	
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	7,9	8,0	8,5	8,2	7,4	
<i>AAPP</i>	0,7	1,3	1,9	1,8	1,6	
<i>Otros sectores residentes</i>	10,6	10,5	11,0	10,5	9,5	
EONIA	2,43 %	2,49 %	2,94 %	3,05 %	3,05 %	3,25 %
EURIBOR a tres meses	2,73 %	3,38 %	3,47 %	3,44 %	3,34 %	3,52 %
Rendimiento bonos a diez años	5,24 %	5,47 %	5,19 %	5,31 %	5,70 %	5,68 %
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,76	0,72	0,94	1,06	1,08	1,00
Tipo de cambio dólar/euro	1,058	1,071	1,034	1,011	1,014	0,985

Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

(a) Tasas de variación interanual, excepto en los indicadores de confianza.

(b) Tasas de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales.

(c) Media del mes hasta la última información disponible.

demanda interna. No obstante, a lo largo de los últimos meses se ha producido una intensificación de los desequilibrios de la economía norteamericana: deterioro adicional de la tasa de ahorro, que en diciembre alcanzó un nuevo mínimo sobre la renta disponible (1,5 %), ampliación en el mismo mes del déficit del saldo exterior de bienes y servicios —habiéndose concluido el año 1999 con un déficit de 347,1 mm de dólares, superior en un 51 % superior al de 1998— y tensionamiento del mercado de trabajo. El dinamismo de la demanda sigue sin traducirse en presiones inflacionistas, en buena parte gracias al comportamiento de la productividad. Por su parte, el IPC de enero situó la inflación interanual en el 2,7 %, que se reduce al 1,9 % si se excluyen los precios de los alimentos y de la energía. El continuo descenso del paro, que alcanzó en enero un 4 %, es el argumento principal esgrimido por la Reserva Federal para mantener el tono restrictivo de la política monetaria. Así, el 2 de febrero, el tipo de interés de los fondos federales se elevó en un cuarto de punto, hasta el 5,75 %.

En Japón se prevé que el crecimiento intertrimestral del PIB haya sido negativo en el cuarto trimestre del pasado año (el dato final se conocerá a principios de marzo), como conse-

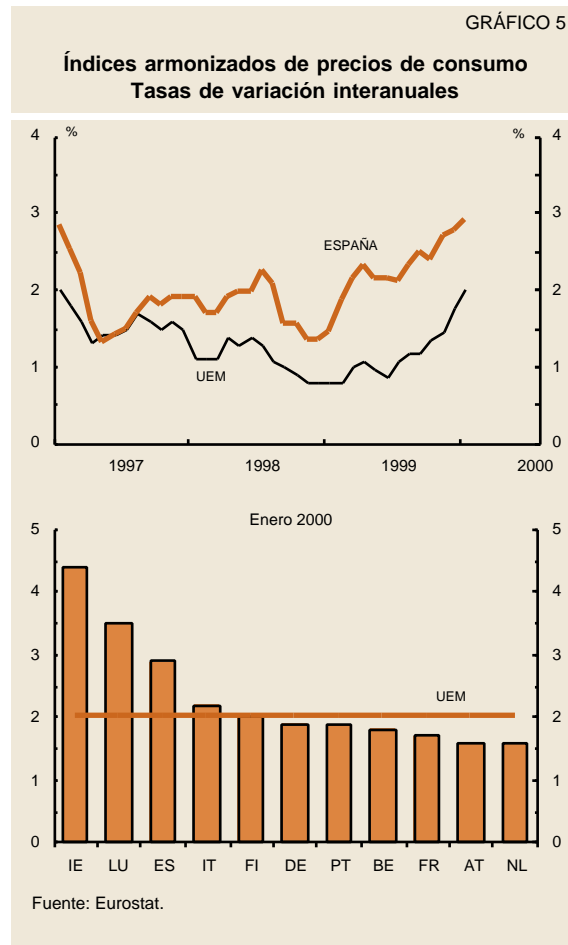
cuencia, fundamentalmente, del mal comportamiento del consumo privado. No obstante, es probable que esta situación tenga un carácter transitorio, ya que los últimos datos del mercado de trabajo muestran una evolución favorable y siguen mejorando los resultados empresariales. Por otra parte, los últimos indicadores referidos al sector industrial mantienen su fortaleza, prolongando el proceso de crecimiento dual de la economía japonesa entre la atonía del gasto en consumo e inversión y la fortaleza del sector industrial y de las exportaciones. La economía del Reino Unido creció en el cuarto trimestre de 1999 un 2,9 % en tasa interanual, casi un punto superior a la tasa estimada para el tercer trimestre. Desde principios de año, el Banco de Inglaterra elevó en dos ocasiones su tipo de intervención, desde el 5,5 % al 6 %, con el fin de atajar potenciales tensiones inflacionistas manifestadas en el dinamismo de los salarios (5,5 % interanual en diciembre) y en la aceleración de los precios de la vivienda. No obstante, estas tensiones no se han trasladado por el momento a los precios de consumo, que aumentaron en enero un 0,8 %, en términos de variación interanual del IAPC.

La rápida reacción de las autoridades monetarias de Estados Unidos y del Reino Unido

para hacer frente a las presiones inflacionistas se reflejó en un incremento de los tipos de interés a corto plazo y en un descenso de los tipos a largo. Por su parte, los mercados bursátiles han registrado una elevada volatilidad. Así, tanto el índice de la Bolsa de Nueva York como el de Londres mostraron una fuerte tendencia bajista a partir de la segunda semana de enero, que se acentuó en febrero, de modo que el descenso acumulado desde comienzos de año hasta el 22 de febrero se sitúa en el 9,3 % y el 9,7 %, respectivamente. El reconocimiento del presidente de la Reserva Federal de la necesidad de mantener el actual sesgo de la política monetaria puede haber afectado a la evolución descrita. Por el contrario, el índice Nikkei de la Bolsa de Tokio ha mantenido, en la primera parte del año, la tendencia alcista que mostraba desde mayo de 1999, registrando un aumento acumulado, hasta el 22 de febrero, del 2,7 %. En los mercados de divisas, la nota más destacada en el primer trimestre de 2000 ha sido la depreciación del yen frente al dólar y la apreciación de este respecto al euro. Así, entre el mes de febrero de 2000 y diciembre de 1999, el yen se depreció un 3,4 %, quebrando la tendencia que mantenía desde junio de 1998. El euro, por su parte, que se había apreciado en las dos primeras semanas de enero (véase gráfico 7), comenzó a perder valor frente a la divisa norteamericana a partir de esa fecha, llegando a situarse, el 27 de enero, por debajo de la paridad. En las siguientes semanas, tras un episodio transitorio de recuperación en torno al día 22 de febrero, el euro ha mantenido su cotización por debajo de la paridad.

A diferencia de lo ocurrido en ocasiones anteriores, la estimación definitiva de la tasa de crecimiento del PIB del área del euro referida al tercer trimestre de 1999 apenas ha variado con respecto a la disponible anteriormente, 2,2 % frente a 2,3 % de la estimación previa en tasa interanual. En cambio, la revisión ha afectado de forma significativa a la composición del crecimiento, que se basa más en la demanda interna y en menor medida en las exportaciones netas, aunque, debido a la revitalización de las ventas al exterior, la contribución de la demanda exterior neta al producto sigue mostrando un perfil de marcada recuperación en el transcurso de 1999, pasando de detraer 0,9 puntos porcentuales (pp) en el primer trimestre a ser casi neutral en el tercero (-0,1 pp).

Los indicadores económicos del área del euro mantienen una clara tendencia positiva. En este sentido, la confianza de los empresarios (véase cuadro 1) mostró un avance adicional en enero, debido al continuado aumento de las carteras de pedidos, tanto interna como externa. Por su parte, la producción industrial experimen-



tó en noviembre un crecimiento interanual del 3 % (2,1 % en octubre), indicando que ha empezado a responder al aumento de los pedidos. En el mismo mes, la confianza de las empresas del sector de la construcción aumentó notablemente y el indicador de confianza de los consumidores se mantuvo en el nivel alcanzado en noviembre, muy cercano al máximo histórico. Según el BCE, en diciembre de 1999 el superávit corriente del área del euro se redujo hasta 2,6 mm de euros (6,1 mm de ecus en diciembre de 1998), debido a la desfavorable evolución del saldo de bienes y servicios y transferencias corrientes. En términos acumulados se alcanzó un superávit de 43,2 mm de euros en 1999, frente a 60,3 mm de ecus en 1998.

Respecto a los precios de consumo, el último dato disponible del IAPC se refiere a diciembre (véanse cuadro 1 y gráfico 5), cuya tasa interanual aumentó dos décimas, hasta el 1,7 %, debido, fundamentalmente, a la desfavorable evolución del componente energético. Aunque todavía no se conoce el IAPC del área del euro referido a enero (3), los índices de pre-

(3) Estando este Boletín en imprenta, Eurostat ha publicado el dato del IAPC de la UEM del mes de enero, que ha supuesto un aumento de su tasa interanual hasta el 2 %.

cios nacionales publicados en las últimas semanas y los principales determinantes de su evolución reciente sugieren que las tensiones inflacionistas han persistido durante el primer mes del presente año. Los precios industriales, por su parte, experimentaron una nueva aceleración en diciembre, último dato conocido, situándose en el 4 % en tasa interanual, frente al 3,1 % de noviembre. En cuanto a los principales factores que vienen impulsando al alza la inflación del área en los últimos meses, la evolución más reciente de los precios del petróleo y del tipo de cambio del euro frente al dólar no ha mostrado síntomas de corrección. Así, los precios del petróleo se situaron, en enero, en 25,3 dólares por barril, casi la misma cotización del mes anterior. En las semanas transcurridas de febrero, dichos precios han experimentado un nuevo repunte, situándose alrededor de los 28 dólares por barril, en un contexto de gran incertidumbre sobre la decisión que los países productores puedan adoptar, a finales de marzo, respecto al mantenimiento de las restricciones de oferta.

Las perspectivas de crecimiento económico más favorables para el conjunto de la UEM, que vienen confirmando los indicadores de actividad, se manifiestan en un entorno monetario y financiero que continúa siendo relativamente holgado. En particular, los agregados monetarios y el crédito al sector privado han seguido mostrando un notable dinamismo, los tipos de interés en términos reales han permanecido a unos niveles relativamente bajos y, como se ha señalado en los párrafos anteriores, el tipo de cambio del euro frente al dólar ha experimentado una significativa depreciación en un entorno, además, de persistentes incrementos de los precios del petróleo. Este escenario incrementó los riesgos de que la inflación aumentara por encima del objetivo a medio plazo definido en la estrategia de política monetaria del BCE, y, en consecuencia, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, el día 3 de febrero, elevar en 25 puntos básicos el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, situándolo en el 3,25 %, y subir simultáneamente los tipos de las facilidades permanentes de crédito y de depósito, que se establecieron en el 4,25 % y el 2,25 %, respectivamente (véase gráfico 6).

Los tipos de interés del mercado monetario se mantuvieron estables durante la mayor parte del mes de enero y comenzaron a aumentar a finales de mes, a medida que se intensificaron las expectativas del mercado acerca de una pronta elevación de los tipos de interés por parte del Eurosistema. Una vez adoptada esta decisión, los tipos de interés a corto plazo se han mantenido relativamente estables. El cambio de expectativas relativas a la evolución de los

tipos de interés a lo largo de este año se ha reflejado en los niveles de los tipos negociados en el mercado de futuros y de los tipos implícitos en el mercado de contado, que han sido revisados al alza —en torno a 10 puntos básicos— en relación con los niveles esperados a finales del mes de diciembre (véase gráfico 6). De acuerdo con lo señalado, el tipo de interés a un día, medido por el EONIA (*European Overnight Index Average*), no distó del tipo de interés aplicado a las operaciones principales de financiación durante gran parte del mes de enero, entonces el 3 %, colocándose desde finales de ese mes en niveles ligeramente superiores al mismo. Los tipos interbancarios siguieron una evolución similar, con un comportamiento estable en enero y elevándose posteriormente: a finales de febrero se situaban entre el 3,4 % y el 4,2 % en los plazos de uno a doce meses, lo que representa niveles superiores entre 25 y 30 puntos básicos a los de finales de diciembre.

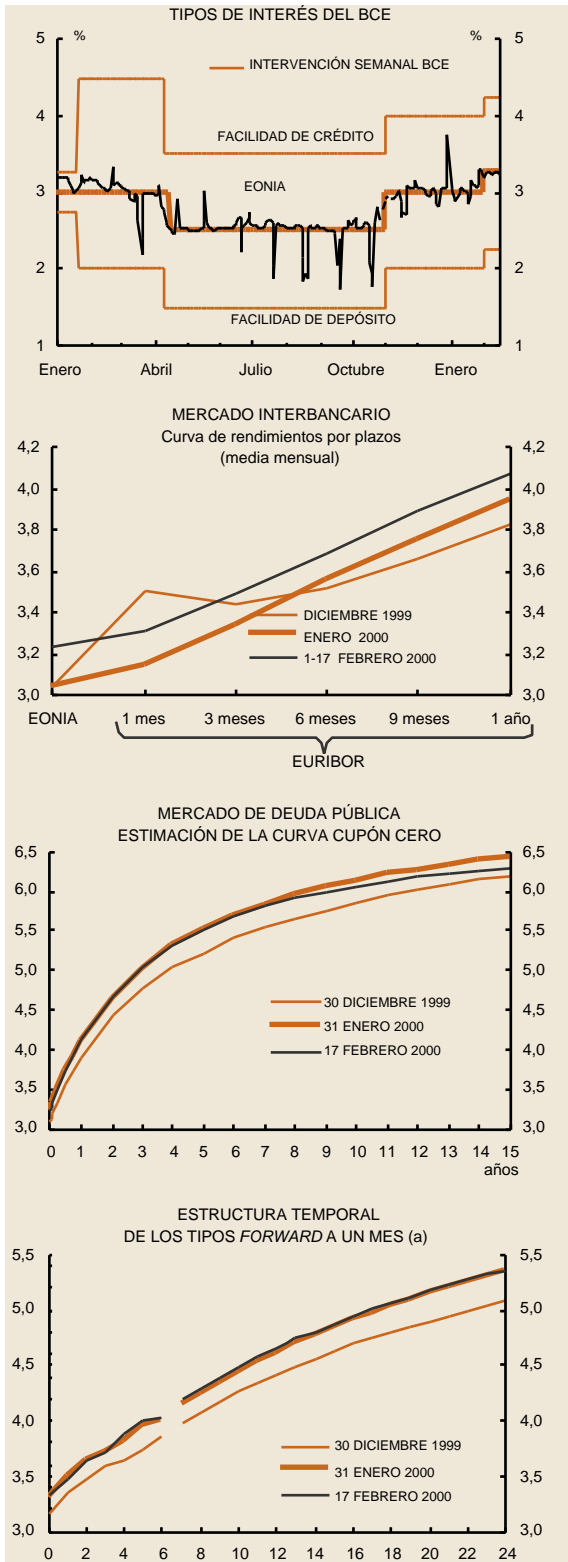
Por su parte, los tipos de interés de los mercados de deuda del área han evolucionado a lo largo de este período de forma diferente a los de los mercados monetarios, aumentando en la primera mitad del mes de enero y mostrando un comportamiento estable desde entonces. Al final del período que se analiza, el tipo de interés a diez años en la UEM se situaba en el 5,6 %, en torno a 10 puntos básicos por encima del nivel alcanzado a finales de diciembre, con lo que la pendiente de la curva de rendimientos se ha mantenido prácticamente inalterada tras desplazarse hacia arriba. Por otra parte, el diferencial de tipos a largo plazo frente a Estados Unidos se ha mantenido en niveles similares a los de diciembre, alrededor de 100 puntos básicos.

Aunque, como se ha mencionado, el tipo de cambio del euro a lo largo del último mes y medio se ha depreciado notablemente frente al dólar, en torno a un 3 % en términos de medias mensuales, la depreciación del tipo efectivo nominal del euro frente a los países desarrollados fue inferior (en torno al 1 %), debido, entre otros factores, a la apreciación experimentada frente al yen (2,7 % en términos medios mensuales) (véase gráfico 7).

En los mercados de renta variable, las cotizaciones de la zona euro mostraron una relativa volatilidad, en contraste con la clara tendencia alcista de los meses precedentes. En las primeras semanas del año esa volatilidad pudo ser debida tanto al contagio de las fluctuaciones experimentadas por el mercado de renta variable estadounidense como al aumento de los rendimientos en los mercados de deuda pública del área. Posteriormente, la

GRÁFICO 6

Tipos de interés en la zona del euro



Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.
(a) Implícitos hasta seis meses en los tipos EURIBOR y estimados con la curva cupón cero para horizontes mayores.

GRÁFICO 7

Tipos de cambio nominales del euro frente al dólar y al yen (a)



Fuente: Banco de España.

mejora de las perspectivas de crecimiento económico en la UEM y las expectativas de mayores beneficios asociadas al proceso de reestructuración de algunos sectores del conjunto del área, especialmente en el ámbito de las telecomunicaciones, impulsaron las cotizaciones bursátiles. Esto ha permitido, en contraste con la evolución de los mercados de renta variable norteamericanos, una recuperación del índice general Dow Jones EURO STOXX, que, a finales de febrero, se situaba alrededor de un 3 % por encima del nivel alcanzado al final de diciembre.

Por lo que se refiere a la evolución de los agregados monetarios y crediticios, los datos definitivos correspondientes a diciembre señalan que el año 1999 se cerró con una tasa de crecimiento de M3 por encima del valor de referencia definido por el BCE en su estrategia de política monetaria y con una elevada tasa de crecimiento del crédito concedido al sector privado. Así, el agregado M3 creció en diciembre, en términos interanuales, un 6,2 %, con lo que la media móvil de los incrementos interanuales de los últimos tres meses fue del 6, % en diciembre, similar a la de

noviembre. Esta evolución ha sido el resultado de fuerte dinamismo del componente de instrumentos negociables (cesiones temporales y participaciones en fondos del mercado monetario), en detrimento de los depósitos a corto plazo, sobre todo depósitos a la vista y depósitos con preaviso hasta tres meses. La redistribución descrita entre las distintas opciones de liquidez puede haber sido propiciada, en parte, por la elevación del coste de oportunidad de mantener posiciones muy líquidas, tras los aumentos experimentados por los tipos de interés de mercado en el cuarto trimestre de 1999. Así, aunque el ritmo de expansión del agregado M1 sigue siendo elevado —con una tasa interanual del 9,8 % en diciembre—, se ha moderado respecto a los crecimientos experimentados durante gran parte de 1999, que alcanzaban, por ejemplo, el 13 % al final del tercer trimestre del pasado año. Los datos provisionales más recientes correspondientes a enero señalan que se ha mantenido el perfil de comportamiento descrito de los agregados monetarios, si bien los datos interanuales muestran una reducción de las tasas de crecimiento, consecuencia de un efecto base derivado del incremento excepcionalmente elevado de los depósitos a la vista en enero del año anterior. Así, la tasa de crecimiento interanual de M3 en este último mes se ha estimado en un 5 %, con lo que la media móvil de los aumentos interanuales de los tres últimos meses se situaría en el 5,7 %. A su vez, el crecimiento interanual de M1 en enero se ha estimado en un 9 %.

Por el lado de las contrapartidas de M3, la expansión del crédito a los residentes de la zona euro se ha mantenido en diciembre en una tasa similar a la de noviembre, del 8,2 % en términos interanuales. Tras esta evolución subyace, como en meses anteriores, un comportamiento divergente por sectores, con un fuerte dinamismo del crédito otorgado al sector privado, con una tasa interanual del 10,5 % (10,9 % en noviembre), y una evolución moderada de la financiación concedida a las Administraciones Públicas, con un crecimiento interanual del 1,8 % (1,7 % en noviembre). Por lo que se refiere al crédito al sector privado, se ha observado en la última parte del pasado año una cierta contención de la aceleración que venía mostrando este agregado desde mediados de 1998, con lo que quizá pueda estar ya reflejándose el efecto de subida de los tipos de interés activos bancarios que viene experimentándose desde los meses centrales de 1999. Los datos provisionales más recientes correspondientes a enero parecen apoyar esta valoración, dado que el crecimiento interanual en este último mes se ha estimado en un 9,5 %, que situaría la tasa interanual del crédito total a los residentes de la zona euro en el

7,4 %. En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la posición acreedora de las IFM frente al exterior no experimentó una variación significativa en diciembre, con una reducción de los activos exteriores solo ligeramente superior a la experimentada por los pasivos; no obstante, en términos anuales ha tenido lugar una disminución de la posición neta de las IFM frente al exterior de 185 mm, que ha financiado un ritmo de crecimiento del crédito muy superior a la expansión de los pasivos frente a los residentes del área. Por último, los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM han continuado la dinámica de los meses precedentes, con ritmos de expansión similares a los de M3, algo superiores al 6 % en términos interanuales.

4. FLUJOS Y MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

La evolución reciente de los mercados financieros nacionales ha venido determinada por las expectativas de aumento del tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema, que se materializaron el día 3 de febrero con la decisión del Consejo de Gobierno del BCE de elevar este tipo en 25 puntos básicos. Previamente a esta decisión, al igual que en el resto de los mercados financieros de la zona del euro, en España tuvo lugar un repunte gradual de los tipos de interés, tanto a corto como a largo plazo, que fue intensificándose a medida que se consolidaban las expectativas de elevación de los tipos de interés oficiales del BCE. Una vez que se adoptó la decisión de subir los tipos de interés por parte del Eurosistema, los tipos de interés a corto plazo se han mantenido relativamente estables. Comparando la media de tipos de interés vigente en febrero, hasta el día 22, con la del mes de diciembre, se observa que los tipos de las letras del Tesoro en el mercado secundario aumentaron 20 puntos básicos, mientras que los rendimientos de la deuda pública a diez años se incrementaron en 38 puntos básicos en el mismo período (véase cuadro 2). Dado que este aumento fue generalizado en otros países europeos, el diferencial de la deuda española a diez años frente al bono alemán apenas se vio afectado, y permaneció en febrero en los niveles alcanzados en los últimos meses, en torno a 20 puntos básicos. Pese a la mayor restricción monetaria introducida, los tipos de interés reales a corto plazo siguen situados en niveles relativamente bajos en España, como se analiza con detalle en el artículo titulado «Una evaluación de la situación monetaria y financiera en España a partir de un índice de condiciones monetarias», que se incluye en este *Boletín económico*.

CUADRO 2

Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1997	1998	1999		2000		
	DIC	DIC	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB (a)
BANCARIOS:							
Tipo sintético pasivo	3,22	2,06	1,78	1,86	1,98	1,97	...
Tipo sintético activo	6,54	5,15	4,86	5,01	5,03	5,11	...
TESORO:							
Subasta de letras a doce meses (b)	4,47	2,95	3,45	3,55	3,75	3,87	3,95
Subasta de bonos a tres años	4,90	3,54	4,59	4,55	4,56	4,83	5,04
Subasta de obligaciones a diez años	5,78	4,32	5,50	5,36	5,38	5,79	5,77
MERCADOS SECUNDARIOS (c):							
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,50	2,88	3,31	3,36	3,60	3,58	3,80
Deuda pública a diez años	5,64	4,08	5,56	5,28	5,37	5,76	5,75
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,31	0,20	0,25	0,23	0,19	0,20	0,22
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	42,22	37,19	0,28	10,35	16,22	-3,36	6,92
Diferencial pagarés de empresa con letras del Tesoro	0,15	0,33	0,26	0,33	0,17
Diferencial obligaciones privadas con deuda pública a más de dos años	0,17	0,58	0,32	0,22	0,21	0,24	...

Fuente: Banco de España.

(a) Media de datos diarios, hasta el 22 de febrero.
(b) Tipo de interés marginal.
(c) Medias mensuales.
(d) Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

Respecto a la evolución de los tipos bancarios, la última información disponible, correspondiente al mes de enero, pone de manifiesto la continuación del proceso de subida de los tipos de interés que las entidades de crédito españolas aplican a su clientela en las nuevas operaciones de crédito y de depósito. Dicho proceso, que refleja la evolución de los tipos de interés en los mercados financieros, ha supuesto un aumento acumulado de los tipos de interés sintéticos de activo y de pasivo del 0,4 % y del 0,3 %, respectivamente, desde el pasado mes de agosto. En enero, estos tipos sintéticos de activo y de pasivo se encontraban en el 5,1 % y en el 2 %, respectivamente.

En la parte transcurrida del mes de febrero, los mercados bursátiles nacionales han mantenido una evolución muy favorable, impulsados por la fortaleza de la actividad económica y la realización de ciertas operaciones de fusiones y de adquisiciones empresariales en algunos sectores. Con la información disponible hasta el día 22 de febrero, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba una revalorización, en lo que va de año, del 7 %, porcentaje similar al alcanzado por las bolsas alemana e italiana y muy superior al registrado por el resto de bolsas europeas.

En este entorno financiero, los activos financieros líquidos de las empresas no financieras y las familias experimentaron un crecimiento interanual del 4,3 % en el mes de diciembre de 1999, un punto inferior al registrado al concluir 1998. Como se observa en el cuadro 3 y en el gráfico 8, en diciembre se mantuvieron las tendencias observadas a lo largo del año, caracterizadas por crecimientos altos y sostenidos de los medios de pago y disminuciones del resto de activos financieros líquidos. No obstante, al igual que en el mes anterior, la evolución de ambos componentes se ha moderado considerablemente. Así, los medios de pago, que hasta octubre habían mostrado una tasa de crecimiento interanual del 17 %, terminaron el año con un ritmo de expansión del 12 %; por su parte, la caída neta del saldo de los otros activos financieros líquidos fue sensiblemente inferior a las observadas en meses anteriores.

El análisis por instrumentos de ambos grupos de activos revela una cierta recomposición de las carteras de los agentes privados nacionales, inducida por una menor preferencia hacia la toma de posiciones muy líquidas, en favor de otros activos financieros de mayor plazo o riesgo, pero que ofrecen rentabilidades más

**Activos financieros líquidos (AFL) de las familias y empresas no financieras (a)
Crecimiento interanual (T1, 12)**

	1999	1997	1998	1999		
	DIC (b)	DIC	DIC	OCT	NOV	DIC
1. Activos financieros líquidos (2 + 3) = (4 + 7)	561,6	7,0	5,4	4,4	4,1	4,3
2. Medios de pago	270,0	11,6	14,8	17,2	14,2	12,0
3. Otros activos financieros	291,6	4,0	-1,1	-4,8	-3,6	-2,0
4. Familias (5 + 6)	457,7	6,4	3,6	1,0	1,2	1,9
5. Medios de pago	205,6	7,0	8,9	15,8	15,1	14,1
6. Otros activos financieros	252,1	6,0	0,4	-8,2	-7,6	-6,2
7. Empresas no financieras (8 + 9)	103,9	10,6	15,3	23,1	18,9	16,2
8. Medios de pago	64,5	32,9	36,7	22,0	11,3	5,9
9. Otros activos financieros	39,4	-9,8	-13,6	25,0	33,5	38,1
PRO MEMORIA:						
10. Fondos de inversión (11 a 13) (c)	194,6	47,9	39,3	3,9	-0,3	-0,5
11. FIAMM	40,2	4,2	-10,3	-10,8	-11,1	-8,4
12. FIM de renta fija	81,8	31,2	25,5	-19,5	-19,4	-22,1
13. Resto de fondos de inversión	72,6	12,5	24,1	34,2	30,2	30,1

Fuente: Banco de España.

(a) La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

(b) Saldo en miles de millones de euros.

(c) Variación interanual del saldo.

altas. Como excepción a esta pauta, la incertidumbre ligada a la transición al año 2000 hizo que aumentara la demanda de efectivo, cuya tasa de crecimiento interanual pasó del 6 % en noviembre, al 8 % en diciembre. En cuanto a los depósitos bancarios, la información relativa a diciembre indica que se ha producido una desaceleración de los depósitos a la vista y, en menor medida, de los de ahorro; en particular, la expansión que venía manifestándose en sus tasas de crecimiento desde un año atrás era debida, especialmente, a que, en un contexto de bajos tipos de interés en los mercados monetarios, la aplicación del nuevo régimen de retenciones a las instituciones de inversión colectiva incentivó importantes desplazamientos desde estas últimas hacia posiciones más líquidas. Estos desplazamientos se analizan con atención en el artículo titulado «La nueva fiscalidad de los instrumentos financieros: primeros efectos sobre el ahorro y los mercados financieros», que se publica en este mismo *Boletín económico*.

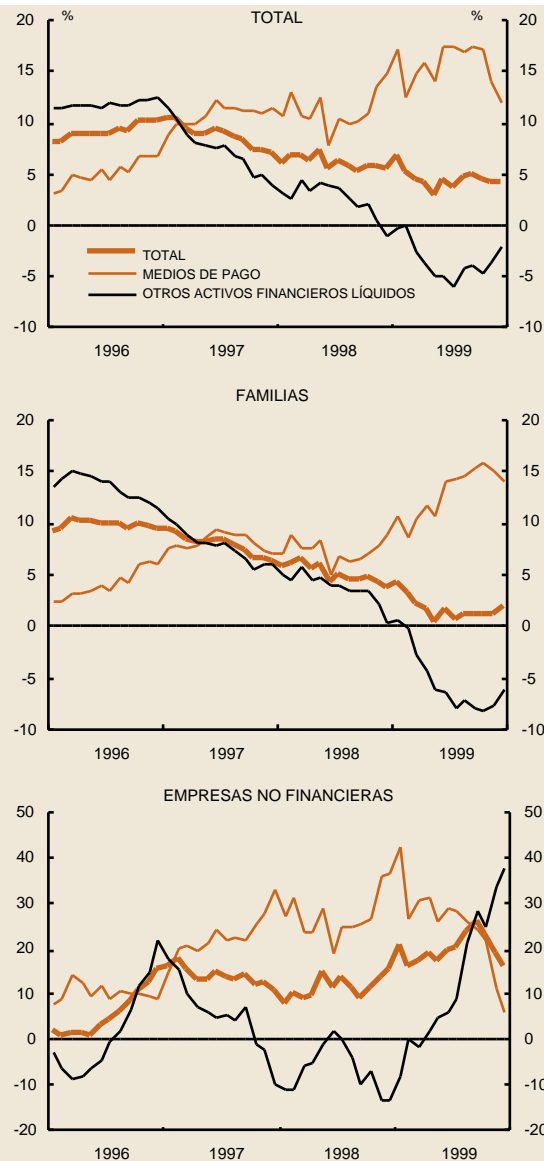
En relación con los otros activos financieros líquidos, su evolución ha venido determinada por el avance significativo de los valores bancarios y de los depósitos a plazo, como consecuencia tanto de la mejora de su fiscalidad como del incremento de los tipos de interés a corto plazo. A su vez, los fondos de inversión

incluidos en los activos financieros líquidos han continuado desacelerándose, si bien hay que destacar la moderación en el proceso de disminución del patrimonio de los FIAMM, en relación con el perfil que habían mantenido durante todo el año. Por el contrario, las participaciones en FIM mantuvieron una pauta claramente descendente, lo que podría reflejar las caídas de precios en los mercados de deuda y, con ello, el deseo de algunos partícipes de liquidar sus inversiones. En contraposición, como ocurrió a lo largo de 1999, los fondos de inversión no incluidos en los activos financieros líquidos —básicamente, los fondos de renta variable y los internacionales— han mostrado un gran dinamismo. En el conjunto de 1999, el patrimonio de los fondos de renta variable nacionales ha aumentado casi 9 mm de euros, y el correspondiente a los internacionales, en más de 23 mm de euros. La definición ampliada de los activos financieros líquidos, que incluye la totalidad de las participaciones en fondos de inversión, cerró el año creciendo a una tasa interanual del 9 %, más acorde con el ritmo de expansión del gasto nominal de la economía española.

Analizando la evolución de los activos financieros líquidos por sectores, se observa que en el caso de las familias sus activos financieros líquidos crecieron en diciembre un

GRÁFICO 8

Activos financieros líquidos (AFL) de las familias y empresas no financieras Tasas interanuales

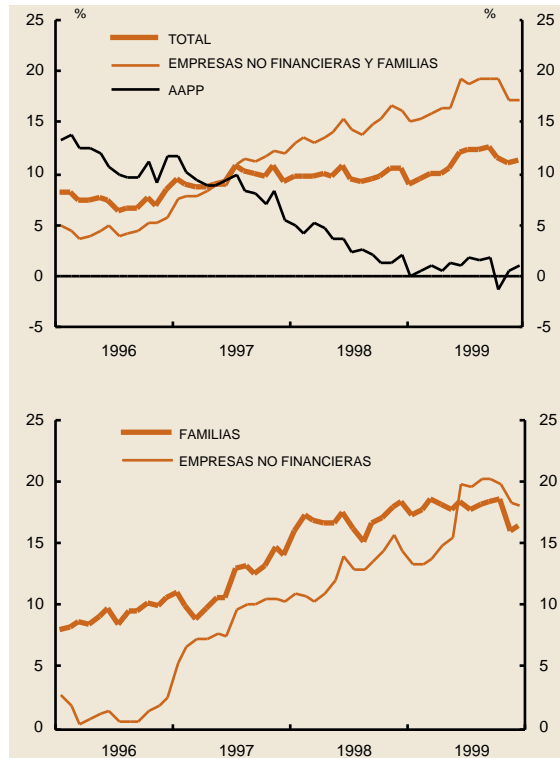


Fuente: Banco de España.

2 %, en tasa interanual, lo que supone un ligero repunte, en relación con los meses recientes. Este crecimiento se desglosa en un avance del 14 % de los medios de pago y del -6 % del resto de activos líquidos. Respecto a los primeros, aunque registraron crecimientos altos, tuvieron una contribución al crecimiento total inferior a la de meses anteriores, como resultado de los menores ritmos de crecimiento de los depósitos bancarios —vista y ahorro—. El resto de activos líquidos en poder de las familias continuó mostrando tasas de crecimiento negativas, como resultado de la significativa reducción de las participaciones en FIAMM y

GRÁFICO 9

Financiación de las familias, las empresas no financieras y las AAPP Tasas interanuales



Fuente: Banco de España.

FIM, compensada, en parte, por el notable avance de los valores bancarios y de los depósitos a plazo.

Por lo que respecta a las empresas no financieras, su cartera de activos financieros experimentó en diciembre una desaceleración de su ritmo de crecimiento anual, en línea con los meses precedentes, pasando del 19 % en noviembre al 16 % en diciembre. Esta trayectoria vino explicada por la menor expansión de los medios de pago, hasta situar su tasa de variación interanual, en diciembre, en el 6 %, frente al 11 % del mes anterior. Dicha desaceleración se materializó, principalmente, en los depósitos a la vista —cuya tasa interanual disminuyó en seis puntos porcentuales respecto a noviembre, quedando en el 5 %—. Por el contrario, el componente de los otros activos líquidos mostró un dinamismo extraordinario, alcanzándose en diciembre una tasa interanual de crecimiento del 38 %, ante los elevados incrementos de los depósitos a plazo y valores bancarios, parcialmente contrarrestados por las caídas del patrimonio de los fondos de inversión incluidos en el agregado.

La evolución descrita de las carteras de los agentes privados no financieros nacionales

**Financiación de las familias, empresas no financieras y las Administraciones Públicas (a)
Crecimiento interanual (T1, 12)**

	1999	1997	1998	1999		
	DIC (b)	DIC	DIC	OCT	NOV	DIC
1. Financiación total (2 + 5)	897,6	9,1	10,4	11,4	11,0	11,1
2. Empresas no financieras y familias (3 + 4)	589,5	11,9	16,2	19,2	17,2	17,3
3. Familias	260,5	13,9	18,3	18,4	16,0	16,3
4. Empresas no financieras	328,9	10,3	14,5	19,8	18,2	18,1
5. Administraciones Públicas	308,2	5,3	2,2	-1,3	0,6	1,0

Fuente: Banco de España.

(a) La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

(b) Saldo en miles de millones de euros.

pone de manifiesto el cambio en la toma de decisiones de cartera ante la subida de los tipos de interés y las modificaciones habidas en la fiscalidad de los activos financieros y de las rentas de capital. En este contexto, las preferencias de los agentes tienden a orientarse hacia la toma de posiciones de mayor plazo, exentas de riesgo y con rentabilidad superior a la de otros activos financieros muy líquidos, así como hacia la adquisición de otros instrumentos, como la renta variable o activos reales, que, aunque comportan mayor riesgo, generan rentabilidades superiores. Asimismo, y como ya se ha comentado en anteriores informes de coyuntura de este Boletín, se observa una mayor variabilidad de los activos financieros líquidos de las empresas no financieras, en relación con los de las familias, fruto, por un lado, de la menor vinculación de los activos de las empresas con las decisiones de gasto y, por otro, del menor volumen de estos activos en comparación con el mantenido por las familias —los activos líquidos de las empresas no financieras tan solo suponen un 18 % de los activos totales del sector privado—.

La información provisional disponible al cierre de este Boletín referida al mes de enero apunta al mantenimiento, en líneas generales, de las tendencias antes comentadas. En concreto, ha tenido lugar un nuevo descenso de la tasa de crecimiento interanual de los activos financieros líquidos, hasta situarse en el 3 %. Este descenso se explica, en parte, por un efecto base, puesto que en enero de 1999 se produjo una aceleración en el crecimiento de los activos líquidos que hace que, al considerarse ahora ese mes como referencia de la tasa interanual de enero del año 2000, esta muestre una cierta disminución. El menor crecimiento de la liquidez en enero se percibe tanto en el componente de medios de pago como en el de los otros activos

financieros líquidos. En el primer caso, a la continuación del proceso de disminución de los depósitos a la vista y de ahorro, se ha sumado la reducción del efectivo, tras la mayor demanda experimentada a finales de 1999. Por su parte, la caída de los otros activos financieros líquidos reflejó, fundamentalmente, la disminución de las participaciones en fondos de inversión, que ha compensado el sostenido incremento de los depósitos a plazo desde que se produjo la modificación en su tratamiento fiscal.

En diciembre, la financiación total concedida a los sectores residentes se expandió a una tasa interanual del 11 % (véase cuadro 4). En línea con lo ocurrido a lo largo del año, esta evolución fue resultado del elevado crecimiento de la financiación concedida a las empresas no financieras y a las familias (17 %, en términos interanuales) y, en contraposición, de avances muy moderados de la financiación otorgada a las Administraciones Públicas (1 %, en términos interanuales), si bien esta última creció por segundo mes consecutivo. La financiación concedida a las familias y la recibida por las empresas mostró un dinamismo similar, de forma que la expansión interanual en diciembre se situó en el 16 % y 18 %, respectivamente (véase gráfico 9). Estos ritmos de crecimiento representan, en el caso de las familias, una cierta desaceleración, en relación con 1998, que podría asociarse al cambio de tendencia de los tipos de interés. Por su parte, la financiación a empresas ha mostrado una aceleración a lo largo de 1999, aunque se ha moderado ligeramente en los últimos meses, como resultado, fundamentalmente, de los menores fondos obtenidos mediante la emisión de valores de renta fija a largo plazo, cuyo saldo en el último trimestre del año aumentó tan solo en 340 millones de euros, frente al incremento de casi 4 mm de euros en el período julio-septiembre. La información provisional referente

al mes de enero señala un mantenimiento del ritmo de crecimiento de la financiación obtenida por las empresas no financieras y las familias en torno al 17 %.

Finalmente, la financiación recibida por las Administraciones Públicas mostró en diciembre

un crecimiento interanual del 1 %, explicado por el aumento de las emisiones de valores tanto a corto como a medio y largo plazo, mientras que el crédito bancario, al igual que en meses anteriores, siguió contrayéndose.

25.2.2000.