
Informe trimestral de la economía española

1. Rasgos básicos

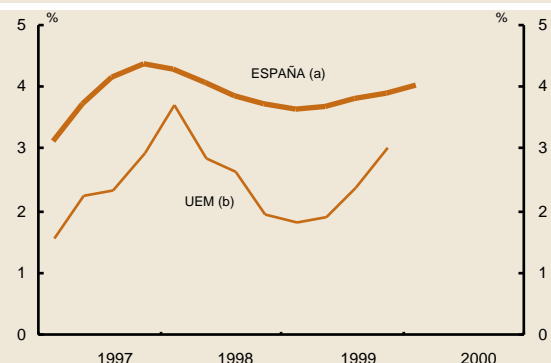
La economía española mantiene al comienzo del año 2000 un ritmo de crecimiento elevado. La consolidación de la expansión de los mercados exteriores y el dinamismo que conserva la demanda interna han situado la tasa de variación interanual del producto interior bruto (PIB) real del primer trimestre en el 4 %, según la estimación del Banco de España, ligeramente por encima de la tasa avanzada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) para el último trimestre de 1999. El resto de las economías de la Unión Económica y Monetaria (UEM) participan también de este clima de crecimiento, según los indicadores disponibles para los primeros meses del año. La tasa de aumento del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) del área ha seguido acelerándose, hasta alcanzar el 2,1 % en el pasado mes de marzo —3 % en la economía española—, debido, en ambos casos, básicamente, a la incidencia de los incrementos registrados por los precios energéticos, que, en los últimos meses, alcanzaron su máximo impacto.

En los gráficos 1 y 3 se aprecia que el diferencial entre el ritmo de crecimiento de la economía española y el del conjunto de países de la UEM tiende a atenuarse, mientras que las diferencias entre las tasas de crecimiento de los precios de consumo —medidas a través de los índices armonizados— se han acortado ligeramente. Detrás de la notable recuperación de las economías del área se encuentra, por una parte, el impacto expansivo del entorno exterior, así como la recuperación, cada vez más firme, aunque todavía con desigual intensidad entre los distintos países, de la demanda interna; en la economía española, sin embargo, aunque la mejora en la contribución de la demanda exterior neta alcanza una relevancia similar, la demanda interna, tras cuatro años de notable vigor, tiende a moderar su ya elevada tasa de crecimiento.

En concreto, para el primer trimestre de 2000 se estima que la demanda nacional real de la economía española pudo alcanzar una tasa de variación interanual del orden del 4,5 %, siendo la aportación negativa de la demanda exterior neta de medio punto porcentual, aproximadamente. La valoración de estos datos, al compararlos con los del último trimestre de 1999, debe hacerse con cautela, ya que las cifras del INE podrían modificarse cuando se incorpore la información que no estuvo disponible en el momento de su publicación. La tendencia que se aprecia en los indicadores que sustentan estas estimaciones es hacia una estabilización o moderada pérdida de ritmo en la tasa de crecimiento interanual de la demanda interna en los primeros meses del año actual, y hacia una mejora en la aportación negativa del saldo neto exterior.

GRÁFICO 1

Producto interior bruto



Fuentes: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ciclo-tendencia.

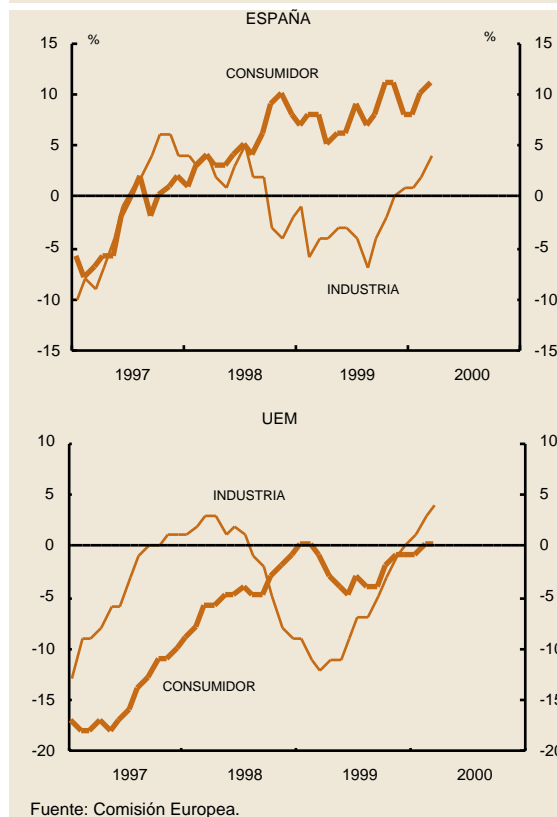
(b) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

La continuidad de la fase de crecimiento en la economía de los Estados Unidos ha desempeñado un papel fundamental en la extensión de un clima expansivo a, prácticamente, la totalidad de las principales áreas económicas mundiales, con la destacada excepción de Japón. La estabilidad macroeconómica y financiera alcanzada en muchos de estos países —o los avances realizados para su consecución— ha sido un factor fundamental para la generalización de este entorno favorable, tras el cual se encuentra también la difusión de los importantes avances tecnológicos que están teniendo lugar en sectores clave de las economías. El fuerte aumento experimentado por los precios de los productos energéticos desde mediados del pasado año ha supuesto una amenaza para el mantenimiento de la estabilidad con la que transcurre este proceso, y aunque los últimos acontecimientos registrados en el mercado del crudo de petróleo tienden a aliviar las tensiones creadas, el impacto de las alzas registradas no se ha agotado aún, y a él habría que añadir el rebrote que se está produciendo en los precios de otras materias primas y de algunos productos manufacturados. Estos efectos se dejan sentir con mayor intensidad en las economías cuyas monedas se han depreciado, o que se encuentran en fases de crecimiento más avanzadas.

La tasa de variación interanual del IAPC de las economías de la UEM alcanzó el pasado mes de marzo un 2,1 %, como ya se ha dicho, que supera en un punto porcentual, aproximadamente, a la que se registraba a mediados del año pasado. El fuerte aumento experimentado

GRÁFICO 2

Indicadores de confianza



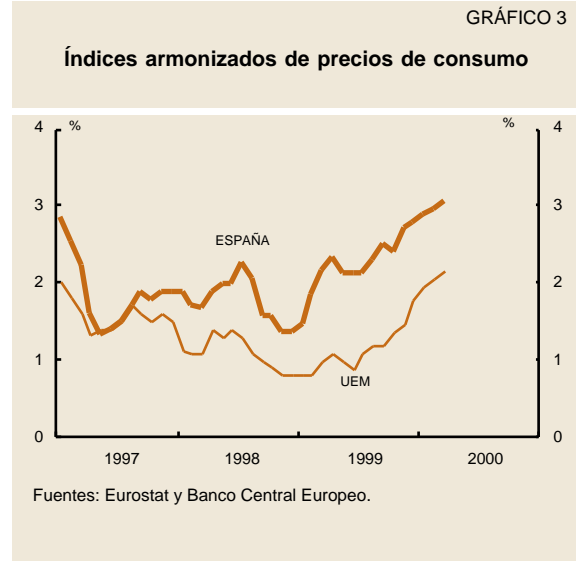
Fuente: Comisión Europea.

por los precios de los productos energéticos en los mercados internacionales, amplificado a través de los precios de importación por la depreciación del euro, es el factor que explica, en gran medida, este fenómeno. El cambio en el panorama sobre la evolución futura de los precios, la consolidación de la recuperación de la tasa de actividad económica del conjunto de la zona y la persistencia de ritmos de crecimiento elevado en los agregados monetarios y crediticios —cuya valoración trasciende ya de la incidencia de los factores de carácter pasajero que tuvieron lugar durante el primer año de andadura dentro de la Unión Monetaria— llevaron al Banco Central Europeo (BCE) a proseguir, en los meses de febrero y marzo, la pauta de elevar gradualmente el tipo de interés de referencia iniciada en noviembre del pasado año, hasta situarlo en el 3,5 %. Estos movimientos en los tipos de interés ya habían sido anticipados por los mercados monetarios, que adelantaron, a su vez, las expectativas sobre futuros movimientos al alza. La evolución de los mercados financieros —y, en especial, de los mercados bursátiles— estuvo también influida por la variabilidad que trasmitían los mercados norteamericanos.

El tono de las políticas fiscales instrumentadas por la mayoría de las economías del área permitió reducir el déficit de las cuentas públicas agregadas hasta el 1,2 % del PIB en 1999, esperándose nuevos recortes para el actual ejercicio que deberían incidir, sobre todo, en un control efectivo del gasto. Las negociaciones salariales para el año no han confirmado los temores que las elevadas reivindicaciones en Alemania habían suscitado; esto, unido a las expectativas positivas sobre la evolución del precio del crudo y a la reacción de las autoridades monetarias, conforma un entorno más propicio para que se vayan atenuando las presiones sobre los precios de consumo en la segunda mitad del año.

Las condiciones monetarias y financieras holgadas que siguen prevaleciendo en el conjunto de la UEM se transmiten a la economía española con las peculiaridades que determina su posición cíclica más avanzada. Así, son los agregados más estrechos —los que guardan una relación más directa con las decisiones de gasto— los que registraron mayores tasas de aumento en los primeros meses del año, y el crecimiento de la financiación al sector privado siguió siendo muy elevado —en torno al 19 %—, excediendo ampliamente al que se registra en el conjunto del área (véase gráfico 4). En cuanto a la política fiscal, el año 1999 se cerró con un déficit para el conjunto de las Administraciones Públicas (AAPP) del 1,1 % del PIB, un resultado mejor que el esperado. Los datos sobre la ejecución del presupuesto del Estado en el primer trimestre del año muestran también una evolución favorable. Por el lado de los ingresos, destaca el rendimiento que siguen aportando los impuestos indirectos, estrechamente relacionados con el dinamismo de la actividad económica; el fuerte aumento de los gastos se explica, a su vez, por la concentración en estos meses de fuertes pagos de intereses. De hecho, cuando la periodificación de estos pagos se realiza de acuerdo con los criterios de la Contabilidad Nacional los resultados son muy positivos, habiéndose registrado, durante el primer trimestre, un ligero déficit en las cuentas del Estado, similar al del mismo período del año pasado.

En este marco, en el que a los factores impulsores del gasto interno se ha añadido un mayor dinamismo de la exportación, se estima que la demanda final de la economía alcanzó una tasa de variación interanual del orden del 6 %, en términos reales, durante el primer trimestre del año, superando a la registrada a lo largo de 1999; la aceleración del producto fue, como ya se ha dicho, menos intensa, debido a que dos puntos, aproximadamente, del creci-



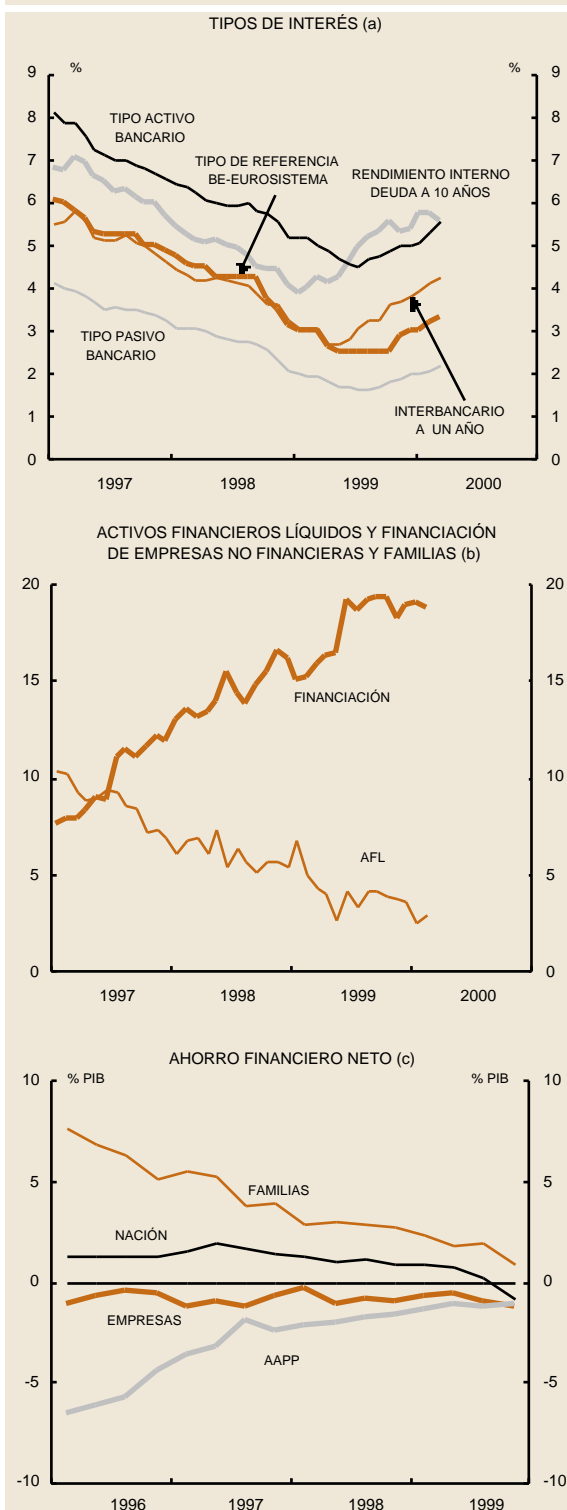
miento de la demanda se filtraron hacia el exterior, a través del aumento de las importaciones.

Entre los componentes de la demanda nacional destaca el vigor del consumo privado, tal como muestra la mayoría de los indicadores publicados. Los factores que explican la persistencia, por tercer año consecutivo, de tasas de crecimiento del consumo real elevadas siguen siendo, básicamente: el aumento de la renta real disponible, los bajos tipos de interés reales, las ganancias de riqueza y las expectativas favorables de los consumidores. Resulta especialmente relevante en estos primeros meses del año el impacto expansivo que están teniendo sobre las rentas de las familias los mecanismos compensatorios que a través de las cláusulas de revisión salarial y de pensiones trasladan a los ingresos del año corriente las diferencias entre el crecimiento previsto para los precios de consumo y el efectivamente registrado durante el pasado año; diferencias que, en gran medida, tuvieron su origen en el aumento experimentado por los precios de los productos energéticos. Los intentos de evitar las pérdidas de renta real que se derivan de los *shocks* de origen externo resultan, a medio plazo, infructuosos y pueden tener consecuencias no deseadas sobre la tasa de inflación. El aumento del gasto de consumo y el notable dinamismo de la inversión en vivienda —donde se aprecian solo los primeros síntomas de desaceleración— están reduciendo la capacidad de financiación de las familias, y así lo confirma la estimación de su ahorro financiero neto, que a finales del pasado año se situó en unos niveles históricamente bajos.

La desaceleración que se aprecia en la inversión en construcción —inferior a la que se esperaba hace unos meses, posiblemente por

GRÁFICO 4

Indicadores financieros de la economía española



Fuente: Banco de España.

(a) Las series son medias de datos diarios.

(b) La financiación incluye el crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes y no residentes, y los valores de renta fija.

(c) Datos acumulados de cuatro trimestres.

la firmeza de la inversión en vivienda— se debe, por tanto, a la evolución de la obra pública, que ya comenzó a disminuir su tasa de crecimiento a mediados del año pasado. En cuanto a la inversión en equipo, mantiene un tono similar al del cuarto trimestre de 1999, año en el que se fue desacelerando paulatinamente. El vigor que experimenta la demanda final de la economía y las condiciones favorables que prevalecen en las empresas se reflejan en las expectativas favorables que sobre la evolución futura de la inversión recoge la mayoría de las encuestas.

Como ya se ha dicho, la recuperación de las exportaciones de bienes está siendo un factor fundamental en la intensificación del ritmo de crecimiento de la economía española en los primeros meses del año, igual que en el resto de economías de la UEM. Al tirón experimentado por los mercados de fuera del área y a la debilidad del euro se añade el impulso que proporciona el creciente dinamismo del comercio intracomunitario, al incorporarse a este proceso algunas de las economías más rezagadas de la zona. La persistencia de altas tasas de crecimiento real de las importaciones, acentuadas por el notable rebrote que han experimentado los precios de importación, aumenta el desequilibrio acumulado por las cuentas exteriores, a pesar de que otros componentes de las mismas —el turismo y las transferencias, especialmente— contribuyen a su contención.

La evolución del empleo en los primeros meses del año 2000 corrobora el vigor que está experimentando la actividad económica, extensivo a prácticamente la totalidad de las ramas productivas. La moderada desaceleración que se arrastraba desde el pasado ejercicio en el ritmo de creación de nuevos puestos de trabajo netos no parece que se haya intensificado, y está permitiendo una paulatina recuperación en la productividad aparente del trabajo. Esta, a su vez, impide que el rebrote que se aprecia en los salarios, como consecuencia, hasta el momento, de la incidencia de las cláusulas de revisión y de los convenios plurianuales —la información sobre los nuevos convenios es todavía poco relevante—, se traslade plenamente a los costes unitarios laborales, cuyo ritmo de crecimiento no difiere sustancialmente del registrado en el pasado ejercicio, superior al de la mayoría de países de la UEM.

En cuanto al comportamiento de los precios, el índice de precios de consumo (IPC) ha estabilizado su tasa de variación interanual muy cerca del 3 % en el primer trimestre, debido, fundamentalmente, a la incidencia de las alzas experimentadas por los precios energéticos. Los precios de los alimentos están teniendo, en

líneas generales, un desarrollo favorable, mientras que los bienes industriales no energéticos están acentuando considerablemente su tasa de avance, abriéndose el diferencial con los países de la UEM, medido a través de los IAPC. El diferencial de los servicios, sin embargo, se está reduciendo ligeramente, ya que se ha acelerado su ritmo de crecimiento en el conjunto del área del euro, mientras que en la economía española permanece estabilizado.

La economía española ha iniciado el año 2000, por tanto, en unas circunstancias que no difieren sustancialmente de las que prevalecían al final del pasado ejercicio: el entorno

exterior afianza su recuperación y las expectativas de crecimiento de la economía mundial se están revisando al alza; persisten las tensiones de precios en algunos mercados de materias primas que, en el caso de los productos energéticos, tienden a atenuarse; las condiciones monetarias y financieras son particularmente holgadas, aunque, en los últimos meses, se ha producido un giro en el tono de la política monetaria del conjunto del área del euro; y, en fin, continúa reduciéndose el desequilibrio de las cuentas públicas, favorecidas por los aumentos en la recaudación que trae consigo el dinamismo de la actividad económica.

2. El entorno exterior de la zona del euro

En el primer trimestre de 2000 se han reforzado las tendencias observadas en los últimos meses de 1999 relativas al crecimiento económico del entorno exterior del área del euro. Los indicadores disponibles señalan la prolongación de la vigorosa expansión del crecimiento en los Estados Unidos, la aceleración de la actividad en el resto de los países de la Unión Europea (UE) y en las *economías* emergentes del sudeste asiático, así como la consolidación de la recuperación de Latinoamérica. Menos favorable resulta la evolución de Japón, si bien han aparecido recientemente algunos signos alentadores que podrían justificar la vuelta a tasas de crecimiento positivas. Los avances generalizados en la actividad mundial coinciden con el empeoramiento de la situación inflacionista, como consecuencia, fundamentalmente, de la elevación de los precios del petróleo. No obstante, a finales de marzo, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) alcanzó un acuerdo para aumentar la producción del crudo, que contribuirá a estabilizar los precios del petróleo en los próximos meses, aunque todavía seguirán sintiéndose los efectos desfasados de las alzas acumuladas en el pasado.

Según los datos definitivos de la contabilidad nacional de Estados Unidos, el PIB registró una tasa interanual de crecimiento del 4,6 % en el cuarto trimestre de 1999 (7,3 % en tasa intertrimestral anualizada), superior en tres décimas a la tasa del trimestre anterior, como resultado de un avance adicional de la demanda interna que compensó el mayor deterioro de la demanda exterior neta. Estos datos sitúan el crecimiento medio del año 1999 en el 4,2 %, solo una décima inferior a la tasa correspondiente a 1998, siendo el tercer año consecutivo en que el PIB presenta una tasa de aumento superior al 4 % (véase gráfico 5). La fortaleza de la actividad ha sido compatible con una evolución favorable de los costes interiores, aproximados por el deflactor implícito del PIB, que experimentaron un aumento medio del 1,5 % (1,2 % en 1998), a pesar de haberse alcanzado una posición próxima al pleno empleo, debido a la favorable evolución de la productividad del trabajo. Este patrón de crecimiento parece cada vez más difícilmente explicable como resultado, tan solo, de la interacción de una serie de elementos coyunturales favorables y de la combinación de políticas orientadas a la estabilidad macroeconómica. La extensión del período de crecimiento no inflacionario en este país y el fuerte incremento de la productividad del trabajo sugieren la existencia de cambios en la estructura de la economía que pueden estar incidiendo positivamente sobre su crecimiento potencial, y, que, según la evidencia disponible, estarían relacionadas con la incorporación del progreso

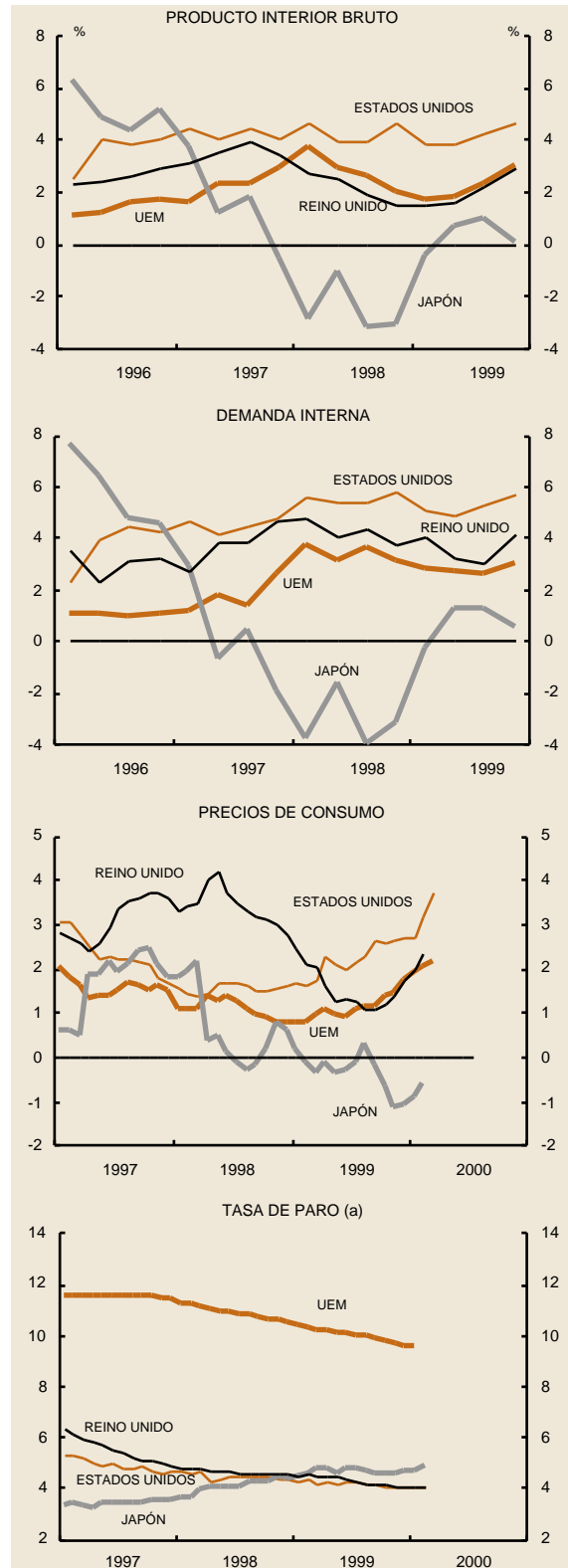
técnico derivado del desarrollo de la tecnología de la información y de las comunicaciones.

Los indicadores económicos referidos al primer trimestre de 2000 señalan el mantenimiento del dinamismo de la demanda y una agudización adicional de los desequilibrios existentes. En efecto, los indicadores de consumo reflejan, en los dos primeros meses, la continuidad del elevado crecimiento del gasto, destacando el nuevo mínimo alcanzado por la tasa de ahorro de las familias, que, tras registrar un incremento medio en el cuarto trimestre de 1999 de 1,9 %, ha descendido hasta el 0,8 % en el mes de febrero. Por su parte, los indicadores de producción también han mostrado una evolución expansiva, mientras que el empleo ha continuado aumentando en el primer trimestre del año. Los indicadores mensuales de salarios no señalan ninguna aceleración respecto a meses recientes, por lo que, dado el fuerte crecimiento previsto de la productividad en el primer trimestre de 2000, los costes laborales unitarios siguen contenidos. No obstante, los precios de consumo crecieron, en marzo, a una tasa interanual del 3,7 %, lo que constituye una fuerte aceleración sobre el 2,7 % de enero y el 3,2 % de febrero; una vez detraídos los componentes alimenticios y energéticos, la inflación subyacente registró un avance del 2,4 %, lo que representa también un considerable incremento respecto al 1,8 % de enero y el 2,1 % de febrero. Por último, el deterioro de la relación real de intercambio continúa aumentando el déficit de la balanza comercial, lo que puede suponer una erosión adicional del saldo por cuenta corriente a lo largo del presente año.

En Japón, el PIB registró en el cuarto trimestre de 1999 un descenso intertrimestral, por segunda vez consecutiva, que supuso una variación interanual nula, con lo que el año 1999 se cerró con un crecimiento medio del 0,3 %, muy inferior a las previsiones, aunque claramente superior al -2,3 % de 1998. El empeoramiento económico registrado en la segunda parte del año ha venido afectado por el agotamiento de los estímulos del anterior paquete fiscal, el deteriorado clima de confianza, especialmente de los consumidores, y la apreciación del yen en términos efectivos. El único componente de la demanda interna que mostró una evolución favorable en el cuarto trimestre del año fue la inversión privada, en línea con la mejoría gradual de la confianza empresarial y con los avances emprendidos en la reestructuración de la industria. La atonía del consumo privado en los dos últimos trimestres de 1999 pareció acusar la evolución negativa del mercado de trabajo en ese período y la reducción de los salarios, aunque, sobre todo, responde a la persistencia de las expectativas deflacionistas.

GRÁFICO 5

Principales indicadores macroeconómicos
Tasas de variación interanual



Fuentes: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.
(a) Porcentaje de la población activa.

Por su parte, la contribución negativa de la demanda externa fue resultado, en gran medida, de la evolución del tipo de cambio.

Los indicadores disponibles del primer trimestre del año 2000 parecen apuntar una cierta mejoría del ritmo de actividad, por lo que el deterioro económico habido en la última parte del año podría resultar una fase transitoria dentro de la irregular evolución de esta economía. Dentro de la demanda interna, el adelanto del indicador de gasto de los hogares en febrero apunta la posibilidad de una recuperación del consumo privado. Por su parte, el avance registrado en el índice sintético de clima de actividad de la encuesta empresarial Tankan de abril y del índice de producción industrial en los dos primeros meses del año podrían anticipar una ligera recuperación de la inversión privada, que permitiría reforzar los efectos expansivos sobre la formación bruta de capital del último paquete fiscal aprobado. Por último, cabe destacar la ralentización de la caída de los precios de consumo en los primeros meses del año y, especialmente, el aumento en febrero de los precios al por mayor, en términos interanuales, por primera vez en más de dos años. No obstante, el limitado margen de las políticas expansivas de demanda y las pérdidas acumuladas de competitividad dificultan la consolidación de una senda de crecimiento en los próximos trimestres. Solo a medio plazo, cuando las reformas estructurales emprendidas comiencen a ofrecer resultados, se espera una recuperación más sostenida de la economía japonesa.

En cuanto a las economías de la UE que no forman parte de la UEM, el Reino Unido mostró una tasa de variación del PIB en el cuarto trimestre de 1999 del 3 %, en términos interanuales, superior al 2,2 % alcanzado en el trimestre anterior, lo que ha elevado el crecimiento medio en 1999 al 2,1 % (2,2 % en 1998). El avance experimentado por el producto en el cuarto trimestre de 1999 se debe, principalmente, al dinamismo de la demanda interna, en especial del consumo privado, que avanzó un 4,5 % respecto al mismo período del año anterior, ya que la contribución del sector exterior registró un retroceso después de tres trimestres de mejora, debido a la fortaleza de la libra esterlina y a la pujanza de la demanda final. Los indicadores disponibles para el primer trimestre de 2000 sugieren la continuidad de la fortaleza de la demanda interior, si bien parecen anticipar una composición del crecimiento en el primer trimestre del año algo más equilibrada que en el período anterior.

Con respecto a la inflación, el índice de precios al por menor excluidos los intereses de hipotecas (utilizado por el Banco de Inglaterra

para fijar sus objetivos) creció en febrero un 2,2 % en tasa interanual, manteniéndose, por tanto, la inflación en los niveles vigentes desde mediados del pasado año. No obstante, a lo largo de este período se ha ampliado el diferencial entre los precios de los servicios y los de los bienes, llegando los primeros a crecer a ritmos próximos al 4 %, muy superiores a las tasas de aumento, cercanas a cero, de los bienes más expuestos al comercio internacional. Adicionalmente, desde los últimos meses de 1999, se han intensificado los signos de tensiones inflacionistas existentes tanto en el mercado laboral, como consecuencia de la reducción del paro, como en el mercado de inmuebles residenciales.

El PIB del área del sudeste de Asia creció en 1999 algo más del 4,5 %, lo que supone una notable aceleración con respecto al año anterior, favorecido por el clima de estabilidad de los mercados financieros y cambiarios a lo largo del año. Los datos del cuarto trimestre de 1999 confirmaron, en la gran mayoría de los países, la aceleración de la actividad ya iniciada en los meses anteriores. El crecimiento del producto fue muy elevado en Corea del Sur y Malasia, y, en menor medida, en Hong Kong, Singapur y China. El resto de economías del área afectadas por la crisis de 1997 —Filipinas, Indonesia y Tailandia— creció a tasas cercanas al 5 %.

Latinoamérica mostró, en el último trimestre de 1999, los primeros signos de recuperación económica, tras la crisis en que venía sumida desde mediados de 1998, favorecida por las mejoras de la actividad en el resto del mundo, en un clima de estabilidad de los mercados financieros y por el aumento del precio de algunas de las materias primas exportadas. El crecimiento medio del PIB en 1999 fue del 0,1 %, algo mayor del previsto, aunque supone la menor tasa registrada en toda la década. En los mercados cambiarios, la mayoría de las monedas ha experimentado apreciaciones significativas, mientras que, en los mercados monetarios y de deuda, los tipos de interés se han reducido de forma apreciable. Las bolsas del área, sin embargo, han seguido tendencias divergentes, destacando, por un lado, los fuertes incrementos de los índices en Méjico, Brasil y Venezuela, frente a la estabilidad o ligeros descensos observados en Argentina, Colombia y Chile.

Por países, Brasil creció un 0,8 % en 1999, gracias a un fuerte repunte de la tasa de aumento del PIB en el último trimestre (3,1 % interanual, frente al -0,2 % del trimestre anterior). La tasa de inflación aumentó de forma no-

El plan de saneamiento de la banca japonesa

A lo largo de la década de los años noventa, la prolongada fase de bajo crecimiento económico y, principalmente, la intensa caída de los precios de los activos financieros y reales produjeron un fuerte empeoramiento de la calidad de la cartera de activos de los bancos japoneses y, en particular, un enorme crecimiento del volumen de impagos, que tuvieron por consecuencia un continuado descenso de la rentabilidad de estas instituciones (véase gráfico). Así, según estimaciones oficiales, los préstamos dudosos (*non performing loans*) del sector bancario representaban, a comienzos de 1999, el 11,7 % del total, o bien el 13 %, aproximadamente, del PIB. Esta situación, agravada desde finales de 1997 a raíz del empeoramiento de la coyuntura económica, forzó a las autoridades a desistir en 1998 de la aplicación de medidas parciales —tal y como había ocurrido en los años precedentes— y a poner en marcha un plan global de saneamiento del sector.

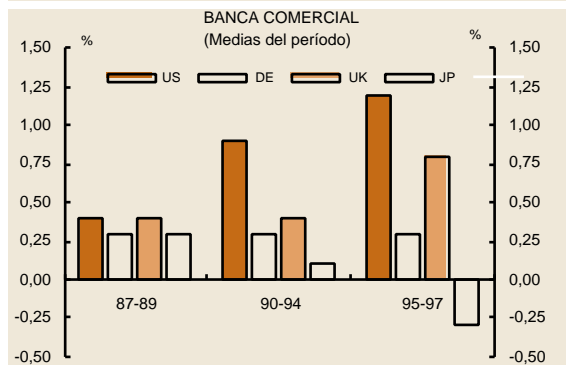
Este plan —encontrado en los principios de la reforma financiera (*big bang*) proclamados oficialmente en 1997— pretendía un doble objetivo: evitar de inmediato la posibilidad de un colapso del sector y orientar en mayor grado su regulación y funcionamiento hacia criterios de mercado. Para ello, se abordó, por un lado, la reducción sustancial, a corto plazo, del enorme volumen de préstamos dudosos mediante un programa de ayudas públicas para recapitalizar los bancos, mientras que, por otra parte, se adoptó un conjunto de medidas legislativas y cambios regulatorios, al objeto de impulsar a medio plazo la mejora de los niveles de rentabilidad y de solvencia de las entidades.

Para la consecución del primer objetivo, las autoridades económicas aprobaron, en marzo de 1999, la aportación de fondos públicos (adicionales a los concedidos en marzo de 1998) dirigida, inicialmente, a las mayores entidades del sector y complementada con posterioridad, de forma gradual en el curso de 1999, por actuaciones similares en otros bancos de menor dimensión. El gobierno estableció que la cuantía de las ayudas fuese determinada por las solicitudes de las propias instituciones, exigiendo como contrapartida la presentación de planes de ajuste con un horizonte de cuatro años (por tanto, hasta marzo de 2003). De esta forma, las quince entidades bancarias de mayor tamaño (con excepción de la de mayor dimensión de todas ellas) presentaron peticiones de ayudas públicas por un valor total de 7,5 billones de yenes (el 1,5 % del PIB). De dicho importe, desembolsado a finales del mes de marzo de 1999, 6,2 billones de yenes se canalizaron en forma de adquisición por el Estado de acciones preferentes, y los 1,3 billones restantes, mediante la compra de deuda subordinada. Por su parte, las entidades se comprometieron, en sus planes de reestructuración, a dar de baja en sus balances préstamos fallidos por un total de nueve billones de yenes —el 1,8 % del PIB— a finales de marzo de 1999 (fecha de cierre del ejercicio contable), y a introducir medidas de ajuste que, al término del período de cuatro años de vigencia del plan, deberían producir un incremento estimado de los resultados netos del 11,5 % y sendos descensos de los gastos generales y de los niveles de empleo del 7,9 % y el 11,6 %, respectivamente. Según algunas valoraciones realizadas por expertos, el programa de ayudas merece un juicio positivo en cuanto que ha contribuido a evitar la quiebra de varios de los mayores bancos. Sin embargo, subsisten dudas acerca de su posible insuficiencia para resolver por completo el problema en los plazos y términos planteados.

En cuanto a los cambios de regulación que definen el nuevo marco de funcionamiento del sector bancario, cabe destacar el establecimiento, en abril de 1998, de un nuevo sistema de clasificación oficial del riesgo de los préstamos concedidos por las instituciones, más acorde con los criterios aplicados internacionalmente, y la aprobación, en octubre de 1998, de las leyes de reconstrucción financiera (que autoriza al gobierno a nacionalizar temporalmente instituciones en quiebra y a intervenir bancos en situación de dificultad grave) y de normalización financiera (que establece el esquema general para la recapitalización de bancos mediante fondos públicos). Todo ello se plasmó en una asignación total de fondos puestos a disposición de la Corporación de Garantía de Depósitos para ayuda a los bancos de 60 billones de yenes (o, su equivalente, el 12,1 % del PIB). Ese importe se destinaría a la recapitalización, la compra de acciones por nacionalización y liquidación, y la protección de los depositantes de entidades en quiebra en cuantías respectivas de 25, 18 y 17 billones de yenes. Adicionalmente, se creó el Comité de Reconstrucción Financiera, establecido como única entidad supervisora de la banca, con poderes de inspección fortalecidos en relación con las instituciones preexistentes.

Además de facilitar la salida de la crisis, las modificaciones legales han puesto en marcha un proceso de cambio sustancial, con una orientación básicamente liberalizadora, del anterior sistema bancario, caracterizado por un elevado grado de intervención administrativa en el sector. En este sentido, debe resaltarse, además, que las autoridades económicas han señalado, en fechas recientes, que no se prolongará la vigente garantía general de protección a los depositantes en las entidades bancarias más allá de la fecha inicialmente acordada (marzo de 2001).

Rentabilidad comparada del sector bancario en Japón (a)

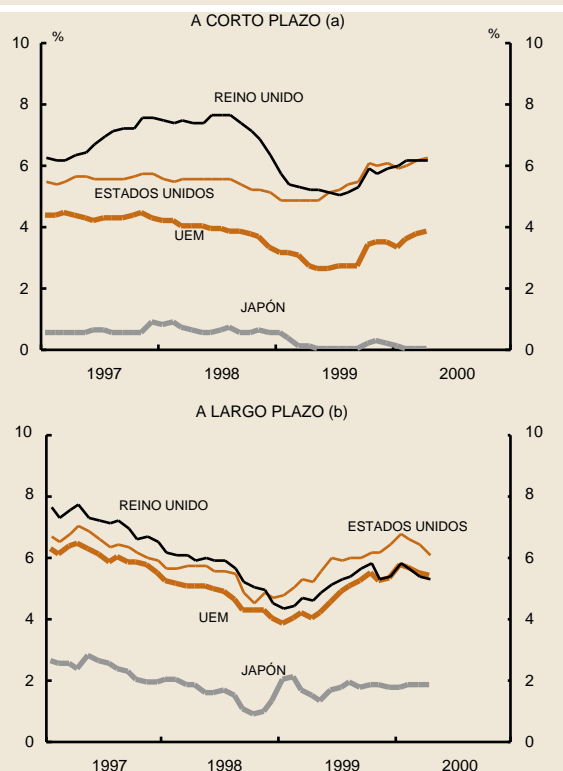


Fuente: OCDE, *Bank profitability* (1999).

(a) Beneficios después de impuestos en porcentaje de los activos totales.

GRÁFICO 6

Tipos de interés

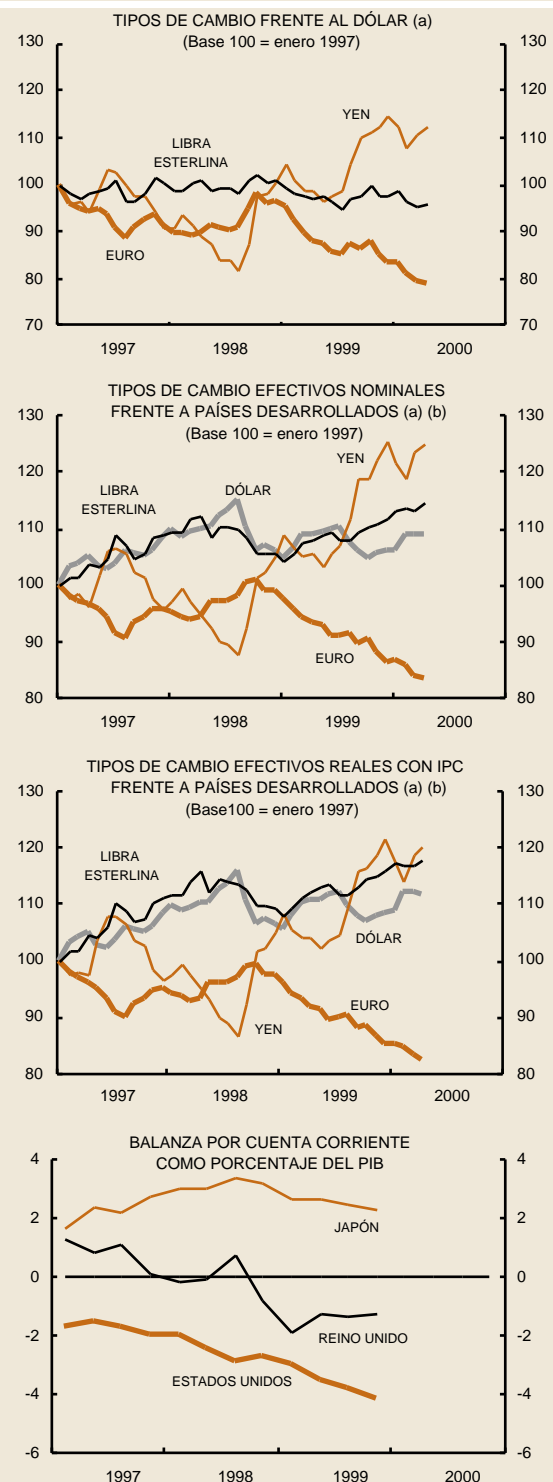


Fuente: Banco de España.
 (a) Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario. Unión Monetaria: hasta diciembre de 1998, media ponderada de los once países. En 1999 y 2000: EURIBOR a tres meses.
 (b) Rendimientos de la deuda pública a diez años. Unión Monetaria: hasta diciembre de 1998, media ponderada de los once países.

table desde julio de 1999, como consecuencia, fundamentalmente, de la fuerte devaluación acontecida a principios de 1999, aunque no impidió el logro del objetivo fijado por el Banco Central para diciembre. No obstante, las mejores perspectivas inflacionistas en los primeros meses del año han permitido a la autoridad monetaria recortar a finales de marzo el tipo de interés oficial. Por su parte, Argentina experimentó una tasa de variación del PIB del -3 % en 1999, aunque también con un claro perfil de recuperación en la última parte del año. Méjico siguió siendo la economía del área que presentó mejores resultados macroeconómicos, con una tasa de crecimiento interanual del PIB del 5,2 % en el último trimestre. A pesar de que en 1999 tuvo una tasa de inflación media superior a la del año anterior, en los últimos meses logró avances sustanciales en la moderación de los precios, que se mantienen al comienzo de 2000. La creciente confianza de los inversores internacionales sobre la economía mejicana se plasmó, a finales de febrero, en la elevación de

GRÁFICO 7

Tipos de cambio y balanzas por cuenta corriente



Fuentes: Banco de España, Banco de Pagos Internacionales 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.

los *ratings* otorgados a las emisiones de deuda pública por las empresas de calificación.

En cuanto a las políticas económicas de los principales países, hay que destacar los superávits fiscales con que se cerraron los ejercicios correspondientes a 1999 en Estados Unidos y Reino Unido, que supusieron, respectivamente, un 0,5 % y un 1,2 % del PIB. Estas cifras mejorarán, probablemente, en el año 2000 en el caso de Estados Unidos, y se mantendrán, aunque más reducidas, en el Reino Unido. En Japón, el déficit público alcanzó en 1999 el 7 % del PIB, y, en el primer trimestre de 2000, ha entrado en vigor el último paquete expansivo suplementario (18 billones de yenes en total) instrumentado el pasado ejercicio fiscal. Para el actual ejercicio, el presupuesto aprobado recientemente recoge un déficit total situado entre el 7 % y el 8 % del PIB. Por otra parte, la política monetaria de Estados Unidos y del Reino Unido ha tomado en los últimos meses una dirección decididamente restrictiva para contrarrestar presiones inflacionistas. Desde comienzos del año, la Reserva Federal aumentó dos veces en un cuarto de punto el tipo de interés de los fondos federales, hasta el 6 %. El Banco de Inglaterra también elevó dos veces su tipo oficial, hasta el 6 % actual. Por último, Japón, siguió manteniendo su estrategia de «tipos de interés cero», aunque el Banco de Japón ha anunciado la posibilidad de abandonar esta práctica si se consolida la mejora de la actividad o desaparecen los signos deflacionistas.

La evolución de los mercados financieros de los países desarrollados se ha caracterizado en los meses recientes por la reducción de los tipos de interés de largo plazo y por la elevada volatilidad de los mercados bursátiles. La buena acogida en los mercados de la rápida reacción de las autoridades monetarias de Estados

Unidos y del Reino Unido para hacer frente a las presiones inflacionistas se ha reflejado en un incremento de los tipos de interés a corto plazo y un descenso de los tipos a largo, durante el primer trimestre del año (véase gráfico 6). En Japón, el rendimiento de la deuda a diez años se estabilizó en torno al 1,8 % en los meses de febrero y marzo.

En la bolsa de Nueva York, los valores tecnológicos detuvieron su marcada tendencia ascendente, de forma que el índice NASDAQ, que se había revalorizado entre principios de año y el 9 de marzo un 24 %, ha experimentado una fuerte caída desde entonces, amplificadas al conocerse los datos de inflación correspondientes al mes de marzo, el día 14 de abril. Al cierre de esta fecha, dicho indicador se sitúa un 34 % y un 18 %, respectivamente, por debajo de su nivel máximo y de comienzo del año. Por su parte, los valores más tradicionales recogidos en el índice Dow-Jones, que habían mostrado un comportamiento volátil en los primeros meses del ejercicio, sufrieron también una fuerte caída el 14 de abril, que situó a este indicador en niveles en torno a un 10 % inferiores a los del cierre de 1999. El fuerte descenso del mercado de renta variable neoyorkino se reflejó también con carácter inmediato en el índice Nikkei de la bolsa de Tokio, que, en su sesión del 17 de abril, perdió las ganancias aproximadas del 8 % que había acumulado en el conjunto del año. En cuanto a los mercados cambiarios, hasta mediados de abril, y respecto a diciembre de 1999, el dólar se apreció un 5,4 % frente al euro, y un 2,5 % con respecto al yen; en términos efectivos nominales, el dólar se apreció un 2,4 % —un 3,2 % en términos reales— (véase gráfico 7). La libra esterlina, en el mismo período, se ha apreciado en términos efectivos nominales y reales (un 2,5 % nominal y un 1,7 % real), si bien se ha depreciado frente al dólar (un 1,5 %).

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

3.1. Evolución económica

Los últimos datos publicados sobre la evolución del área del euro dibujan un panorama de recuperación económica liderada por el fortalecimiento de las exportaciones netas, una vez superados los efectos contractivos sobre el sector exterior de la crisis de las economías emergentes en los años anteriores. A su vez, la relativa holgura de las condiciones monetarias y financieras y la mejora del clima de confianza están favoreciendo el mantenimiento de un crecimiento robusto de la demanda interna, que, de acuerdo con las últimas previsiones publicadas de organismos oficiales, podría ser más pronunciado en los próximos meses. En este contexto, los precios han continuado aumentando a tasas moderadas, aunque con un perfil de marcada aceleración como consecuencia del incremento del precio del petróleo y de la depreciación del euro. Actualmente, las perspectivas sobre la evolución del precio del crudo y de los costes salariales son más favorables de lo que lo eran el trimestre anterior, aunque la presión de la demanda y la posible manifestación de los efectos indirectos derivados del aumento acumulado del precio del petróleo constituyen elementos de riesgo para el mantenimiento de la estabilidad de precios.

De acuerdo con la última estimación de la contabilidad nacional del área del euro correspondiente al cuarto trimestre de 1999 (véase gráfico 8), el PIB presentó en ese período una tasa de variación interanual del 3 %, seis décimas por encima de la correspondiente al período precedente, prolongando el perfil de aceleración que inició en el segundo trimestre de 1999. La expansión del producto en el cuarto trimestre estuvo sustentada en la mayor contribución de la demanda exterior neta (0,3 puntos porcentuales, frente a -0,4 puntos en el trimestre anterior), reflejo de la intensa recuperación de las exportaciones. Por su parte, la demanda interna mantuvo su solidez, aumentando un 2,8 %, sin incorporar ningún cambio sustancial en su ritmo de avance ni en su composición, ya que tanto el consumo privado como la formación bruta de capital fijo evolucionaron a tasas muy similares a las de los dos trimestres previos. El crecimiento medio del año fue del 2,3 %, cinco décimas por debajo del de 1998, debido a la desaceleración de la demanda interna, ya que la contribución de la demanda exterior neta al producto fue en ambos años igual, de -0,5 puntos porcentuales.

Dentro de esta pauta agregada, los ritmos de crecimiento de las distintas economías del área han sido relativamente dispares. Así, países como Irlanda y, en menor medida, España

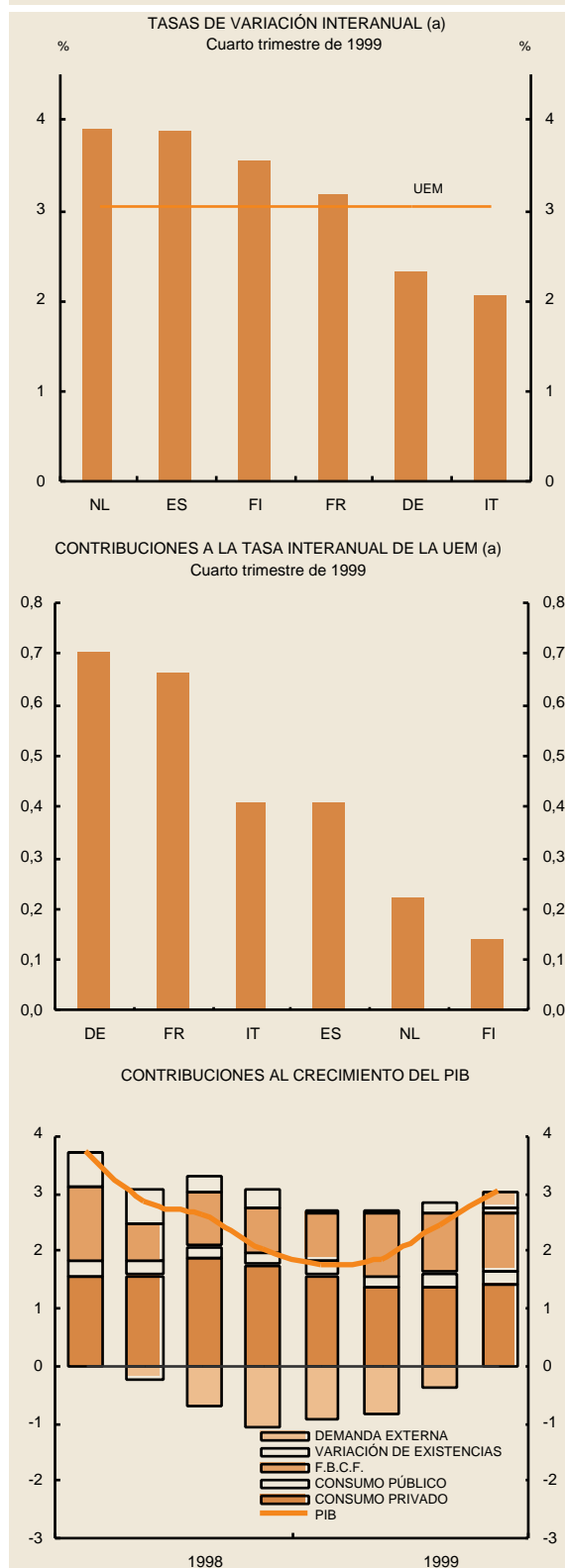
han experimentado un aumento de la actividad superior a la media, como consecuencia de su mayor crecimiento potencial, su menor exposición comercial a las economías del sudeste asiático y el mayor efecto que sobre las condiciones monetarias y financieras domésticas ha ocasionado la adopción de la política monetaria común, al suponer esta tipos de interés nominales y reales muy inferiores a los prevalecientes en estos países en el período previo al comienzo de la UEM. Por otra parte, Alemania e Italia han crecido sensiblemente por debajo de la media, como resultado de sus mayores lazos comerciales con las economías en crisis. Además, mientras que en Alemania el impacto expansivo de la política monetaria única ha sido relativamente reducido, Italia ha soportado el efecto contractivo de la fuerte consolidación fiscal requerida para el ingreso en la UEM. No obstante, el perfil de la evolución del PIB a lo largo del año ha sido similar en la práctica totalidad de los países, mostrando una tendencia alcista a lo largo del año, ligada a la progresiva recuperación de las exportaciones.

La evolución de los indicadores del área del euro relativos al primer trimestre de 2000 (véase gráfico 9) avala la continuidad de las tendencias observadas en el período precedente, si bien parecen apuntar una cierta aceleración de la demanda interna. Así, los indicadores de consumo —confianza de los consumidores, indicador de opinión del comercio al por menor, matriculación de automóviles y ventas al por menor— muestran signos de fortaleza notorios. De forma similar, las encuestas de opinión de los empresarios de la industria y los indicadores de actividad, entre los que destaca el índice de producción industrial, mantienen una pronunciada senda ascendente.

El empleo tuvo un crecimiento del 1,3 % en el cuarto trimestre de 1999, prolongando su suave desaceleración a lo largo del año. En el conjunto de los doce meses, la variación media del empleo se situó en el 1,5 %, lo que ha supuesto una desaceleración del crecimiento de la productividad del trabajo hasta el 0,8 %, aunque con un marcado perfil de recuperación en la última parte de 1999. Respecto a los primeros meses del año en curso, la tasa de paro alcanzó el 9,5 % en febrero, valor similar al de los dos meses anteriores. Por el momento, los primeros datos sobre el resultado de las negociaciones colectivas de 2000 señalan una cierta moderación en las revisiones salariales acordadas. De este modo, en la medida en que el crecimiento de la productividad aparente prolongue su pauta de recuperación a lo largo de 2000, una vez superado el bache cíclico de 1999, la evolución de los costes laborales unitarios en

GRÁFICO 8

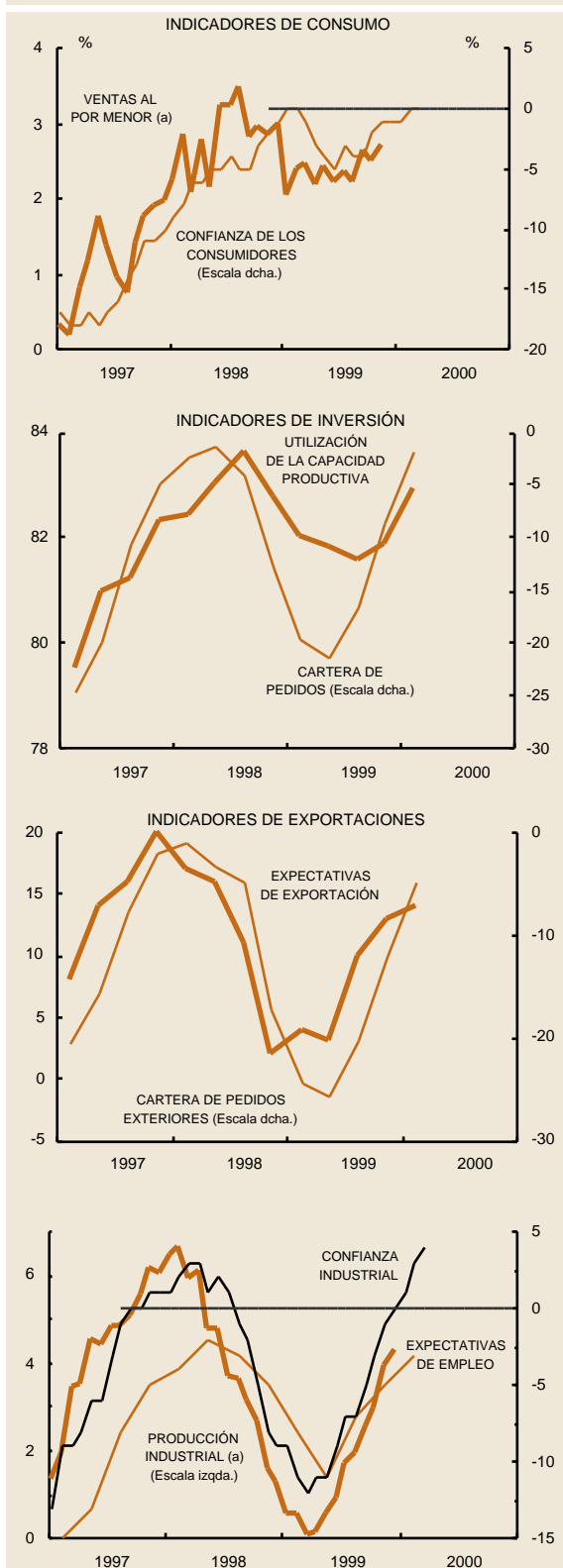
PIB en la UEM



Fuentes: Eurostat y estadísticas nacionales.
(a) No se incluyen Bélgica, Irlanda, Luxemburgo, Austria y Portugal, por no disponerse de contabilidad nacional trimestral.

GRÁFICO 9

UEM. Indicadores reales



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.

trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.

los próximos meses podría resultar compatible con la estabilidad de precios.

Según la estimación del BCE, la balanza corriente del área del euro registró en enero un déficit de 6,6 mm de euros, lo que supuso un incremento de 4,2 mm de euros respecto al mismo mes de 1999. Ello se debió a la considerable caída del superávit de bienes (0,9 mm de euros, frente a 4,8 mm de euros en enero de 1999) y a un aumento del déficit de la cuenta de renta, tan solo parcialmente compensados por reducciones en los déficit de servicios y de transferencias corrientes. Detrás del aumento del déficit de bienes estuvo el aumento de valor de las importaciones, superior al de las exportaciones, como consecuencia del fuerte incremento de los precios de importación derivado del aumento en los precios del petróleo y del debilitamiento del euro.

La inflación en el área del euro ha continuado deteriorándose en los primeros meses de 2000, como resultado del encarecimiento del petróleo, cuyo precio creció un 9,2 % adicional entre enero y marzo, y de la depreciación del euro: un 5 % frente al dólar en el primer trimestre. En marzo, la tasa de variación interanual del IAPC se elevó al 2,1 % (véase gráfico 10), cuatro décimas por encima del registro de diciembre de 1999, reflejo del fuerte incremento del componente energético, dado que el índice que incluye los bienes y servicios no energéticos creció tan solo un 0,9 %, cifra similar a la correspondiente al último mes del pasado año. Los precios de los servicios evolucionaron con una gran estabilidad, a pesar del impacto del crecimiento del precio de los carburantes sobre el coste del transporte, en un contexto de mayor dinamismo de la actividad. Por países, en el mes de marzo ha tenido lugar una ampliación del rango en el que se sitúan las tasas de inflación nacionales, debido a la evolución de los componentes de alimentos elaborados, de energía y servicios. En lo que concierne a los precios industriales, en febrero registraron una tasa de variación interanual del 5,7 %, seis décimas superior a la de enero, continuando con la fase de aceleración que se viene observando desde el año pasado. Por componentes, los precios de los bienes intermedios crecieron un 9,2 %, en tasa interanual, frente al 8,1 % de enero, y los de consumo y equipo, aunque todavía aumentan a tasas moderadas, llevan algunos meses experimentando la misma tendencia.

La evolución de la inflación en los próximos meses está muy condicionada por la trayectoria que sigan los precios del petróleo, que, dependerá, en gran medida, del grado de cumplimiento de las nuevas restricciones de oferta

adoptadas recientemente por los países de la OPEP. A finales de marzo, estos decidieron elevar la producción en un 7 %, con la intención de estabilizar el precio del crudo en una banda de 20-25 dólares/barril. Desde entonces, los precios del petróleo han caído un 15 %, hasta situarse en torno a los 22 dólares/barril. El aumento de la producción, en un contexto de reducción estacional de la demanda, puede ser suficiente para estabilizar el precio del crudo alrededor de este nuevo registro, durante el segundo trimestre del año, aunque, si se mantuviese el nivel de cumplimiento de los recortes cercano a la cifra alcanzada en febrero (del 74 %, frente al 91 % experimentado en julio de 1999), el precio se podría situar en torno a los 20 dólares/barril. A partir del tercer trimestre del año, la recuperación estacional de la demanda podría causar un nuevo aumento de los precios del crudo, salvo que la oferta vuelva a ser revisada al alza en la reunión que la OPEP tiene previsto celebrar en junio.

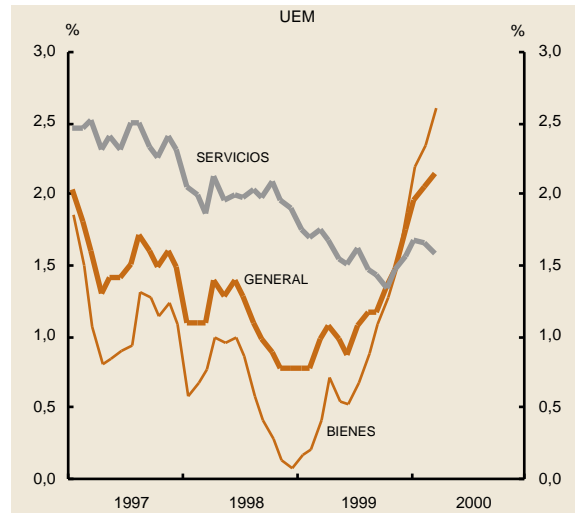
Por lo que respecta a la política presupuestaria, en 1999 continuó el descenso del déficit público agregado del conjunto de países de la UEM, hasta situarse en el 1,2 % del PIB, ocho décimas por debajo del correspondiente a 1998. No obstante, la corrección de los desequilibrios presupuestarios en 1999 tuvo menor alcance del que se desprende de la evolución del saldo total, ya que esta mejora resultó atribuible, en una proporción elevada, a la disminución de los pagos por intereses. El superávit primario aumentó tan solo en tres décimas del PIB, debido al comportamiento muy favorable de los ingresos, mientras que el gasto corriente experimentó un incremento del 0,3 % del PIB.

En cuanto a los resultados por países, ninguno de ellos presentó en 1999 un déficit superior al 2 % del PIB, y todos mejoraron los resultados de 1998, excepto Irlanda y Luxemburgo, que, no obstante, mantienen amplios superávits. Los cambios de mayor magnitud en el saldo presupuestario tuvieron lugar en España, Francia, Italia, Países Bajos y Finlandia (véase cuadro 1).

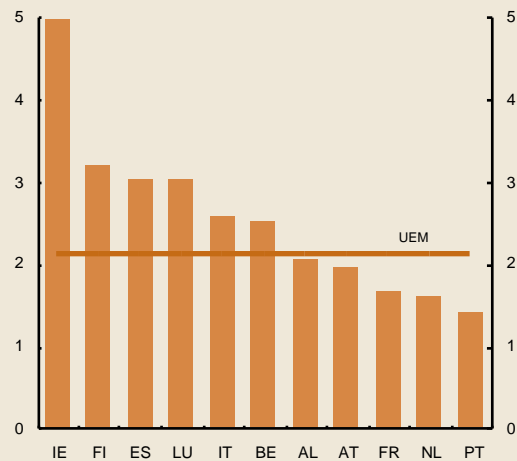
Todos los países han presentado ya las versiones revisadas de sus programas de estabilidad, según las cuales tanto el déficit del conjunto del área como el de cada uno de los Estados miembros se situaría muy próximo al equilibrio presupuestario hacia el año 2003. Entre las medidas fiscales anunciadas en los últimos meses, cabe destacar las presentadas por el gobierno francés tras la revisión al alza, en consonancia con las mejores perspectivas de crecimiento económico, de sus previsiones de ingresos para el presente ejercicio. Estos in-

GRÁFICO 10

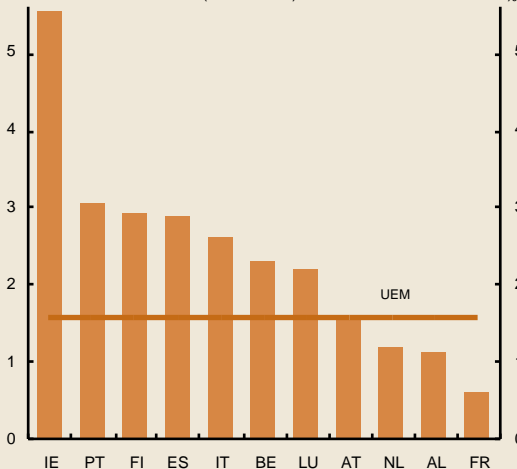
Índices armonizados de precios de consumo
Tasas de variación interanuales



GENERAL
(Marzo 2000)



SERVICIOS
(Marzo 2000)



Fuente: Eurostat.

CUADRO 1

Saldo de las Administraciones Públicas de los países del área de la UEM (a)
 (en % del PIB)

	1996	1997	1998	1999	2000 (b)
Bélgica	-3,7	-2,0	-1,0	-0,9	-0,5
Alemania	-3,4	-2,6	-1,7	-1,1	-1,0
España	-5,0	-3,2	-2,6	-1,1	-0,7
Francia	-4,2	-3,0	-2,7	-1,8	-1,5
Irlanda	-0,6	0,8	2,1	2,0	1,7
Italia	-7,1	-2,7	-2,8	-1,9	-1,5
Luxemburgo	2,7	3,6	3,2	2,4	2,6
Países Bajos	-1,8	-1,2	-0,8	0,5	1,0
Austria	-3,8	-1,9	-2,5	-2,0	-1,7
Portugal	-3,8	-2,6	-2,1	-2,0	-1,5
Finlandia	-3,2	-1,5	1,3	2,3	4,1
PRO MEMORIA:					
UEM					
Saldo primario	1,4	2,7	2,8	3,1	3,1
Saldo total	-4,2	-2,6	-2,0	-1,2	-0,9
Deuda pública	74,7	74,5	73,1	72,3	70,5

Fuente: Comisión Europea.
 (a) Déficit (-) / superávit (+).
 (b) Previsión.

gresos excedentarios serán aplicados solo parcialmente a la reducción del déficit, mientras que el resto será dedicado a incrementar el gasto en educación y sanidad (en torno al 0,1 %) y a disminuir la presión fiscal, mediante el descenso de un punto porcentual del tipo principal del impuesto sobre el valor añadido (IVA) y la bajada de los tipos del impuesto sobre la renta de las familias en los tramos inferiores y medios de la escala.

3.2. Condiciones monetarias y financieras en la zona del euro y en España

Durante el primer trimestre de este año, se han mantenido unas condiciones monetarias y financieras relativamente holgadas en la zona del euro. Esta situación, a la vista de las señales emitidas por otros indicadores de actividad y de precios, ha propiciado crecientes expectativas de subidas de tipos de interés a lo largo de todo el período. En efecto, la consolidación de unas perspectivas de crecimiento más favorables y el carácter expansivo de los indicadores monetarios y financieros más relevantes han apuntado hacia un posible riesgo de deterioro en el comportamiento de los precios a medio plazo. Así, ha persistido el debilitamiento del euro frente al dólar, lo que se ha sumado a la significativa depreciación acumulada a lo largo de 1999 y ha situado el índice del tipo de cambio efectivo real del euro frente a los países de-

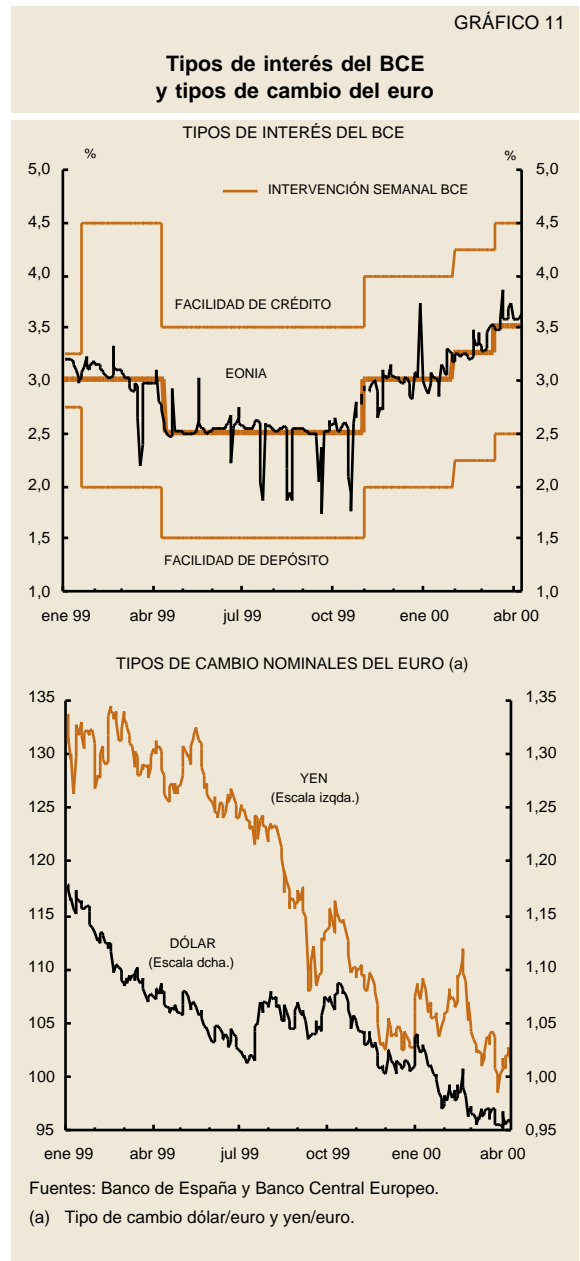
sarrollados por debajo de su nivel medio en los últimos años. A su vez, los tipos de interés reales a corto plazo han continuado en niveles muy reducidos, por debajo del 2 %. Por último, los ritmos de crecimiento de los agregados monetarios y crediticios han seguido siendo elevados, y los datos más recientes han mostrado que persiste, asimismo, una expansión significativa de los componentes más líquidos de M3. Todo ello ha conducido a que el BCE elevara sus tipos de intervención en dos ocasiones relativamente cercanas en el tiempo, el 3 de febrero y el 16 de marzo, en 25 puntos básicos en ambos casos, de tal forma que, al final del período que se analiza, el tipo de las operaciones principales de financiación se situaba en el 3,5 % y los tipos de interés de las facilidades permanentes de crédito y de depósito, en el 4,5 % y el 2,5 %, respectivamente (véase el gráfico 11).

En España, la situación monetaria y financiera ha venido mostrando rasgos más expansivos que los del conjunto de la zona del euro, especialmente antes de que el BCE decidiera adoptar un tono menos acomodante en su política monetaria. En particular, los activos financieros más líquidos y el crédito al sector privado han venido manteniendo en nuestro país elevados ritmos de crecimiento, al tiempo que el diferencial de inflación respecto al conjunto de la UEM ha hecho que los tipos de interés reales a corto plazo estén en España

por debajo de los tipos reales de la zona del euro.

Por otra parte, los tipos de interés en los mercados monetarios del área han evolucionado de acuerdo con las expectativas de aumentos de los tipos de intervención que han predominado en este período. Así, el tipo de interés a un día, medido por el EONIA (*European Overnight Index Average*), se ha situado por encima del tipo de interés aplicado a las operaciones principales de financiación durante gran parte del período, colocándose, en los días previos a la celebración de las subastas en las que se suponía que podían ser elevados los tipos oficiales, en niveles que anticipaban sustancialmente esos movimientos. Los tipos de los depósitos interbancarios siguieron una evolución ascendente similar, de forma que, al final del período que se analiza, se situaban entre el 3,8 % y el 4,3 % en los plazos entre uno y doce meses, respectivamente, lo que representa aumentos entre 30 y 50 puntos básicos en relación con los niveles medios alcanzados en diciembre. A su vez, los tipos negociados en el mercado de futuros y los tipos implícitos en el mercado de contado han mostrado en este período una revisión al alza de los niveles de tipos de interés a corto plazo esperados a lo largo del año en curso; en particular, el tipo *forward* a un mes mostraba, al final del período que se analiza, que, tras las elevaciones de tipos de interés decididas por el Eurosistema, se han mantenido las expectativas del mercado relativas a nuevos movimientos en los tipos de intervención en los próximos meses (véase la parte inferior del gráfico 12).

En los mercados de deuda del área, en la parte transcurrida del año se ha interrumpido la tendencia creciente que, casi de forma continuada, venían mostrando los tipos de interés desde comienzos de 1999. Esta evolución ha sido resultado del efecto amortiguador ejercido por el comportamiento de los mercados de deuda estadounidenses en este período (en los que se ha observado un aumento de la volatilidad, junto a una reducción de los tipos de interés), que ha frenado la tendencia alcista propiciada por las expectativas favorables de crecimiento económico en la UEM. Al final del período que se analiza, el tipo de interés a diez años en la UEM se situaba en torno al 5,4 %, algo inferior al nivel alcanzado a finales de diciembre del pasado año. Como resultado de la evolución reciente, se ha producido una ligera reducción de la pendiente de la curva de rendimientos, y el diferencial de tipos a largo plazo frente a Estados Unidos ha disminuido, situándose en abril, en términos medios mensuales, alrededor de 70 puntos básicos. Por lo que se refiere a los mercados de deuda españoles, el

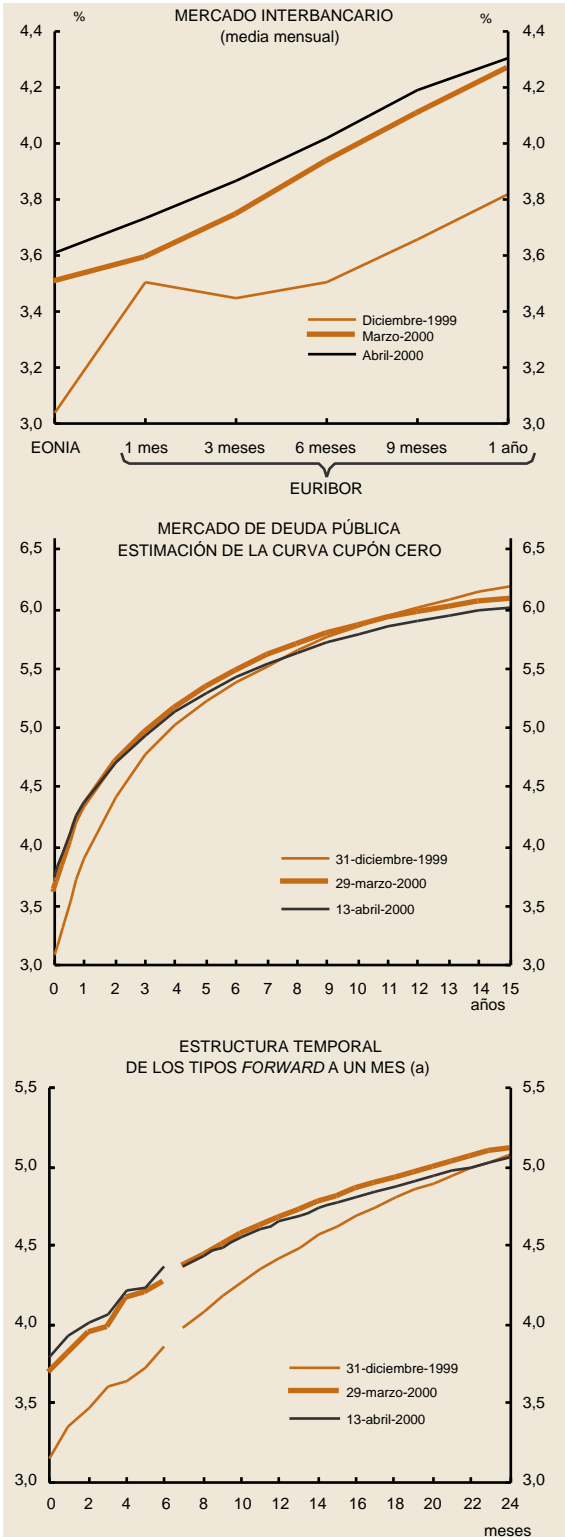


comportamiento de los precios ha sido paralelo al de los principales mercados nacionales de la zona del euro, manteniéndose el diferencial del tipo de interés a diez años con los bonos alemanes en torno a 20 puntos básicos (véase cuadro 2).

A pesar de la reducción experimentada en este período por los diferenciales de tipos de interés a corto y largo plazo entre Estados Unidos y la UEM, el euro ha experimentado una nueva depreciación frente al dólar, siguiendo la tendencia que venía mostrando desde el inicio de 1999: la depreciación acumulada en la parte transcurrida del año ha sido de casi un 5 % en términos de medias mensuales, lo que ha determinado que el índice del tipo de cambio

GRÁFICO 12

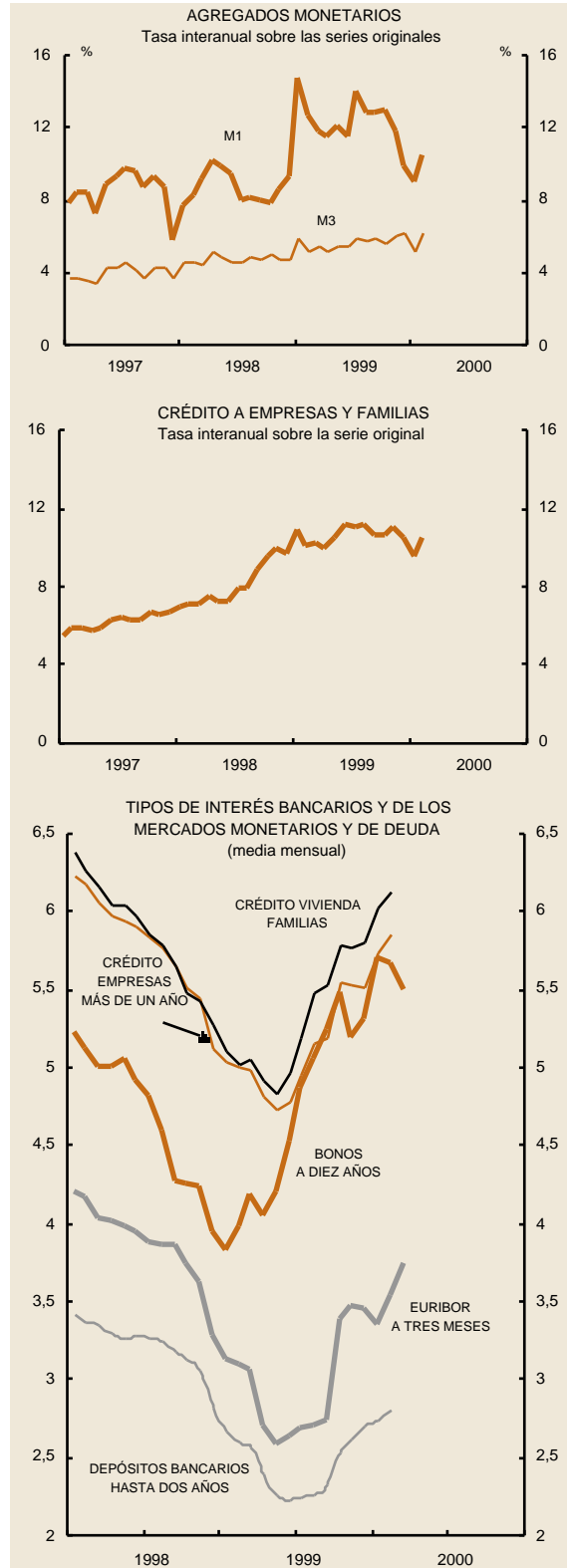
**Zona del euro
Curva de rendimiento por plazos**



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 13

**Agregados monetarios y crediticios
y tipos de interés en la zona del euro**



Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.

CUADRO 2

Situación monetaria y financiera en la UEM y en España

	1999				2000			
	MAR	JUN	SEP	DIC	ENE	FEB	MAR	ABR (c)
MAGNITUDES MONETARIAS (a):								
UEM								
M3	5,4	5,5	5,9	6,2	5,2	6,2		
M1	11,7	11,5	12,8	9,8	9,0	10,4		
Crédito al sector privado	10,1	11,1	10,6	10,4	9,5	10,5		
ESPAÑA								
Activos financieros líquidos	4,3	4,1	4,2	3,6	2,5	2,9		
Medios de pago	15,0	17,5	17,4	11,9	10,5	12,2		
Financiación al sector privado	15,9	19,2	19,3	19,0	19,0	18,8		
MERCADOS FINANCIEROS (b):								
EONIA	2,93	2,56	2,43	3,04	3,04	3,28 %	3,51 %	3,61 %
EURIBOR a tres meses	3,05	2,63	2,73	3,45	3,34	3,54 %	3,75 %	3,87 %
Deuda Pública								
<i>Rendimiento bonos a diez años UEM</i>	4,18	4,53	5,24	5,30	5,70	5,66 %	5,49 %	5,34 %
<i>Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM</i>	1,12	1,44	0,76	1,06	1,08	0,97	0,88	0,66
<i>Diferencial bonos a diez años España-Alemania</i>	0,22	0,24	0,27	0,22	0,22	0,22	0,22	0,23
Tipos de interés bancario en España								
<i>Tipo sintético pasivo</i>	1,90 %	1,66 %	1,69 %	1,98 %	1,98 %	2,06 %	2,17 %	
<i>Tipo sintético activo</i>	5,02 %	4,54 %	4,71 %	5,02 %	5,10 %	5,33 %	5,55 %	
Tipo de cambio dólar/euro	1,088	1,038	1,050	1,011	1,014	0,983	0,964	0,958
Renta variable (d)								
<i>Índice Dow Jones EURO STOXX amplio</i>	3,4	8,9	6,8	39,5	-4,1	6,8	6,0	3,5
<i>Índice General Bolsa de Madrid</i>	-0,1	4,2	-1,2	16,2	-3,4	11,4	7,5	2,9

Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

(a) Tasas de variación interanual.

(b) Medias mensuales.

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

(d) Datos fin de mes. En abril, datos hasta el día 14 del mes. Variación porcentual acumulada en el año.

efectivo nominal frente a los países desarrollados se situara, a mediados de abril, más de un 2 % por debajo del nivel medio mensual alcanzado en diciembre (véase gráfico 11).

La transmisión de los movimientos al alza de los tipos de interés de mercado sobre los tipos de interés aplicados por los bancos en sus operaciones activas y pasivas, que se viene produciendo desde mediados de 1999, ha continuado en los dos primeros meses del año en curso para los que se dispone de información. Así, se observa que han tenido lugar nuevos ascensos de los tipos bancarios más representativos, habiendo sido más significativos en los casos de la financiación a empresas a más largo plazo y de los préstamos hipotecarios, que en el caso de la financiación a más corto plazo (véase gráfico 13). Por lo que se refiere a los bancos españoles, los tipos aplicados a sus operaciones han evolucionado en estos dos

primeros meses de forma similar a los del área, si bien en lo relativo a los tipos activos el incremento acumulado desde julio del pasado año ha sido más reducido que en el conjunto del área, donde estos tipos dependen en mayor medida de los tipos de mercado a largo plazo.

Los mercados de renta variable de la zona del euro han mostrado en el primer trimestre del año una mayor volatilidad que en los tres meses anteriores y se ha frenado la tendencia alcista que comenzó con notable intensidad en octubre del pasado año. La evolución de los precios en estos mercados se ha producido en un entorno de aumentos de los tipos de interés en la zona del euro y de alta volatilidad en los mercados de renta variable estadounidenses, donde los precios tendieron a disminuir. En febrero y en la primera mitad de marzo predominó la influencia de las expectativas de crecien-

tes beneficios empresariales, en un contexto de avance de la recuperación económica y de reestructuración de algunos sectores en la UEM, especialmente en el ámbito de las telecomunicaciones. Sin embargo, a mediados de abril las expectativas de que la Reserva Federal de Estados Unidos llevara a cabo una política monetaria más restrictiva provocaron una intensa caída de las cotizaciones bursátiles en ese país, que se propagó rápidamente a las bolsas europeas. Esto ha reducido considerablemente las ganancias que venía presentando en este año el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, que incluye los principales valores europeos de renta variable. En España, donde los mercados bursátiles venían mostrando una mayor volatilidad que en el trimestre anterior y una menor revalorización que en el conjunto de las bolsas europeas, la caída de los precios de las acciones hizo que el Índice General de la bolsa de Madrid retrocediera al nivel que alcanzaba a finales de 1999, aunque posteriormente se recuperó, al menos en parte.

Por lo que respecta a los agregados monetarios y crediticios en la zona del euro, estos han mostrado un comportamiento dispar en los primeros meses del año, de forma que la desaceleración observada en enero no se ha consolidado posteriormente. Así, los últimos datos, correspondientes a febrero, han mostrado ritmos de expansión elevados del agregado monetario M3 —la media móvil de los crecimientos interanuales de los tres últimos meses se ha situado cerca del 6 %—, al tiempo que ha persistido el dinamismo de los depósitos a la vista, con una tasa de aumento interanual del agregado M1 por encima del 10 %. La valoración de los datos en estos primeros meses del año se ha de efectuar teniendo en cuenta que, a lo largo de 1999, el crecimiento interanual observado del agregado monetario M3 se situó de forma continuada por encima del valor de referencia y que existía una elevada incertidumbre en cuanto a los factores que estaban provocando esa desviación. Una parte de este impulso pudo estar asociada en los primeros meses de 1999 con algunos efectos especiales derivados de la introducción del euro y de la puesta en funcionamiento de la Unión Monetaria, que podrían haber incrementado la demanda de depósitos a la vista. Sin embargo, la persistencia de un ritmo elevado de avance de M3 en los meses posteriores y la resistencia mostrada recientemente a una moderación de sus tasas de crecimiento sugieren que la pauta de comportamiento de ese agregado monetario ha obedecido, no tanto a aquellos factores especiales, sino, sobre todo, a un proceso de genuina expansión de la liquidez.

En España, el análisis de las variables que permiten valorar las condiciones de liquidez de la economía española muestra, como en el caso del agregado monetario europeo, un elevado dinamismo de los activos más líquidos. Así, los medios de pago (que incluyen el efectivo en circulación, los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro), tras la tendencia a la baja que venían manteniendo desde el último trimestre de 1999, han reflejado en febrero una expansión significativa, con un crecimiento interanual en torno al 12 %. También se ha observado un creciente y acentuado dinamismo de los depósitos a plazo. Sin embargo, el acusado descenso de las participaciones en fondos de inversión FIM durante estos dos primeros meses del año ha hecho que el ritmo de crecimiento de los activos financieros líquidos en su conjunto se haya desacelerado, hasta situarse su tasa interanual por debajo del 3 % en febrero (véase cuadro 2).

Por lo que se refiere a los agregados crediticios, la financiación concedida por las Instituciones Financieras Monetarias a los residentes en la zona del euro mostraba en febrero un ritmo de expansión similar al observado a lo largo del pasado año, en torno al 8 % en términos interanuales. Esta evolución recoge unos perfiles de comportamiento diferentes por sectores: frente a la moderación del crédito concedido a las AAPP, que experimentaba en febrero un aumento interanual del 1 %, la financiación otorgada al sector privado volvía a mostrar en ese mes, tras la desaceleración que se observó en enero, un dinamismo similar al reflejado en 1999, con una tasa superior al 10 %. Por su parte, la posición externa neta de las IFM ha continuado disminuyendo en el conjunto de estos dos primeros meses, como resultado de un aumento de los pasivos frente al exterior mayor que el experimentado por los activos exteriores, de forma que, en febrero, esta posición se había reducido en 123 mm de euros respecto al mismo mes de 1999. Como se ha señalado en informes anteriores, esta brecha está financiando un ritmo de expansión del crédito más rápido que el crecimiento de los pasivos frente a los residentes de la zona del euro.

En España, los ritmos de crecimiento de las magnitudes crediticias representativas han continuado siendo elevados, en un entorno económico expansivo y de favorables condiciones de financiación. Los datos más recientes relativos a la financiación concedida al sector privado residente —empresas no financieras y familias— muestran un mantenimiento de las tasas de expansión, en torno al 19 %, alcanzadas a mediados de 1999. Esta trayectoria es el resultado de una cierta aceleración de la financiación captada por las empresas, que está

creciendo por encima del 20 %, y de una pequeña moderación del crédito concedido a las familias. El ritmo de avance de la financiación otorgada a las AAPP ha crecido ligeramente a comienzos de este año, si bien esto ha venido influido, en parte, por el perfil específico del

déficit del Estado en estos primeros meses de 2000. En cualquier caso, en el epígrafe 5 de este «Informe trimestral» se realiza un análisis más detallado de los flujos financieros de los principales sectores de la economía española.

4. La economía española

La economía española se ha beneficiado del entorno de recuperación que ha caracterizado a la economía mundial a lo largo del pasado año y, especialmente, del impulso expansivo que dicha recuperación ha inducido en la zona del euro en la segunda mitad del ejercicio. El ritmo de crecimiento de la actividad en España, que se había visto afectado negativamente por la crisis económica internacional a finales de 1998 y en el inicio de 1999, recobró una tendencia ascendente y terminó el año con un incremento interanual, en términos reales, del 3,9 % en el cuarto trimestre. A lo largo de todo ese período, la demanda interna ha mantenido tasas de crecimiento elevadas, aunque dentro de una suave tendencia a la moderación, apoyada en unas condiciones monetarias y financieras holgadas, como se ha descrito en el epígrafe anterior, y en una política fiscal que ha combinado un fuerte incremento de la recaudación impositiva con una actuación favorecedora del gasto de otros sectores. La información disponible sobre la evolución de la actividad y la demanda en los primeros meses del año 2000 parece indicar que el proceso de recuperación del producto se ha mantenido en ese período, apoyado en una mejora adicional de la demanda exterior neta, mientras que la demanda interna ha registrado una tasa de variación interanual en torno al 4,5 %, en términos reales, próxima a la experimentada a finales de 1999.

Al igual que en otras economías europeas, la tasa de inflación española finalizó 1999 con una tendencia ascendente, determinada por el encarecimiento de los precios de la energía. Las altas tasas de crecimiento de los precios se han mantenido al inicio del presente año y cabe esperar que reviertan a medida que el precio del petróleo retorne a cotas más moderadas. El diferencial de inflación con la zona del euro, tras mantenerse en torno a un punto porcentual en 1999, se ha reducido unas décimas al inicio del año 2000. En cualquier caso, los salarios han seguido teniendo una contribución positiva a la moderación de los precios, lo que ha permitido no solo que la tasa de inflación no se haya acelerado adicionalmente, sino que la creación de empleo haya sido elevada en 1999 y que, según la información disponible, lo continúe siendo en la actualidad.

4.1. Demanda

De acuerdo con las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), en el cuarto trimestre de 1999 la demanda nacional, en términos reales, registró un crecimiento inter-

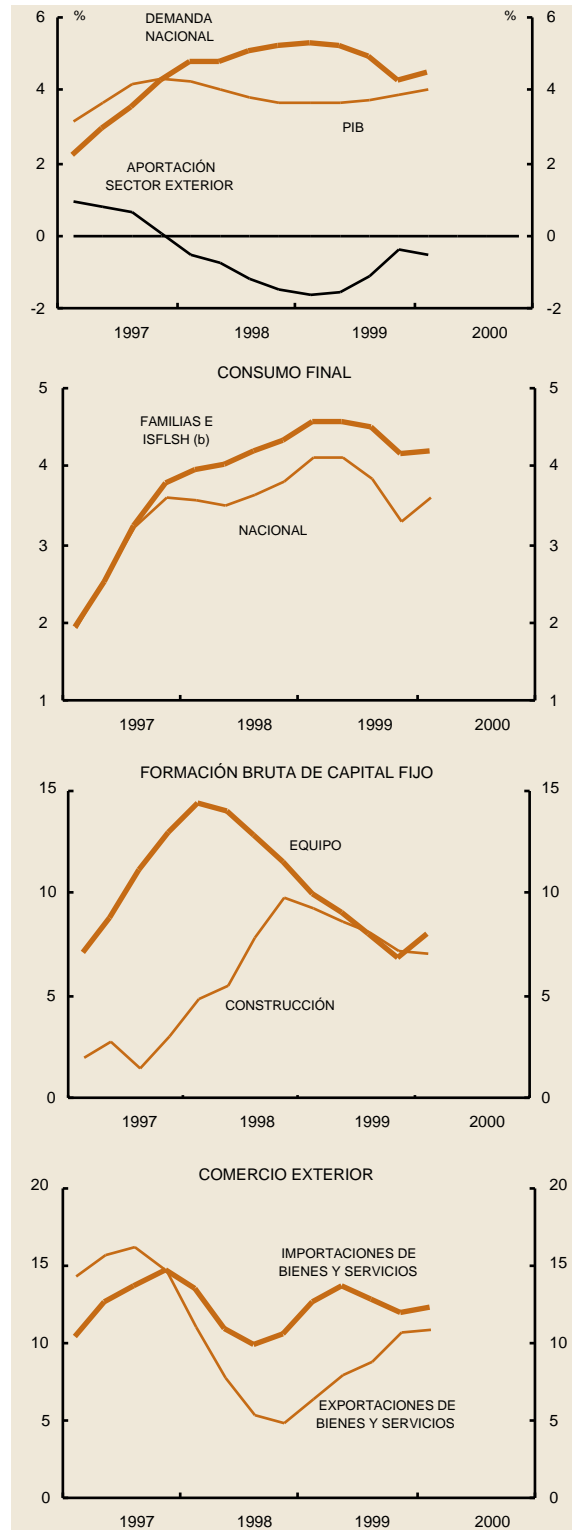
anual elevado, del 4,2 % (1), aunque inferior a las tasas cercanas al 5 % estimadas para los trimestres anteriores (véase gráfico 14). Este menor crecimiento fue consecuencia de una contención en el ritmo de avance de todos los componentes del gasto, puesto que tanto el gasto en consumo final de los hogares y de las AAPP como la formación bruta de capital fijo en bienes de equipo y en construcción habrían frenado sus tasas de crecimiento en el último trimestre del año. A pesar de la menor pujanza de la demanda nacional, el PIB se aceleró ligeramente, hasta alcanzar una tasa interanual de variación real del 3,9 %, ya que la demanda exterior neta redujo significativamente su contribución negativa al crecimiento del producto, situándola en 0,4 puntos porcentuales, frente a los 1,1 puntos del tercer trimestre. Este resultado fue debido a un mayor impulso de las exportaciones, que aumentaron un 10,7 % en el cuarto trimestre, dos puntos porcentuales más que en el trimestre precedente, y a una menor expansión de las importaciones, que, no obstante, se incrementaron un 11,7 %.

Tras la publicación por el INE de las estimaciones que se acaban de comentar, se ha recibido información adicional sobre el cierre de 1999, que, en conjunto, parece indicar que la desaceleración de la demanda nacional en el cuarto trimestre ese año podría haber sido algo menos intensa que la estimada inicialmente, mientras que la contribución de la demanda exterior neta habría sido algo más contractiva. Por su parte, los indicadores coyunturales referidos a los primeros meses del año 2000, todavía muy incompletos, reflejan el mantenimiento de ritmos de avance elevados de la demanda interna, en tasas no muy alejadas del 4,5 %. Según esta información, el gasto en consumo final de las familias habría crecido en el primer trimestre a tasas similares a las del trimestre precedente, la inversión en bienes de equipo habría aumentado su dinamismo y el gasto en construcción podría haber atenuado la desaceleración que mantiene desde el primer trimestre de 1999. En cuanto a los flujos de comercio con el exterior, las exportaciones de bienes han continuado recuperándose y las importaciones se han estabilizado en torno a tasas de crecimiento elevadas, lo que apunta hacia una contribución de la demanda exterior neta menos contractiva que la experimentada en 1999. En conjunto, el PIB podría haberse incrementado en el primer trimestre del año a una tasa inter-

(1) 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.

GRÁFICO 14

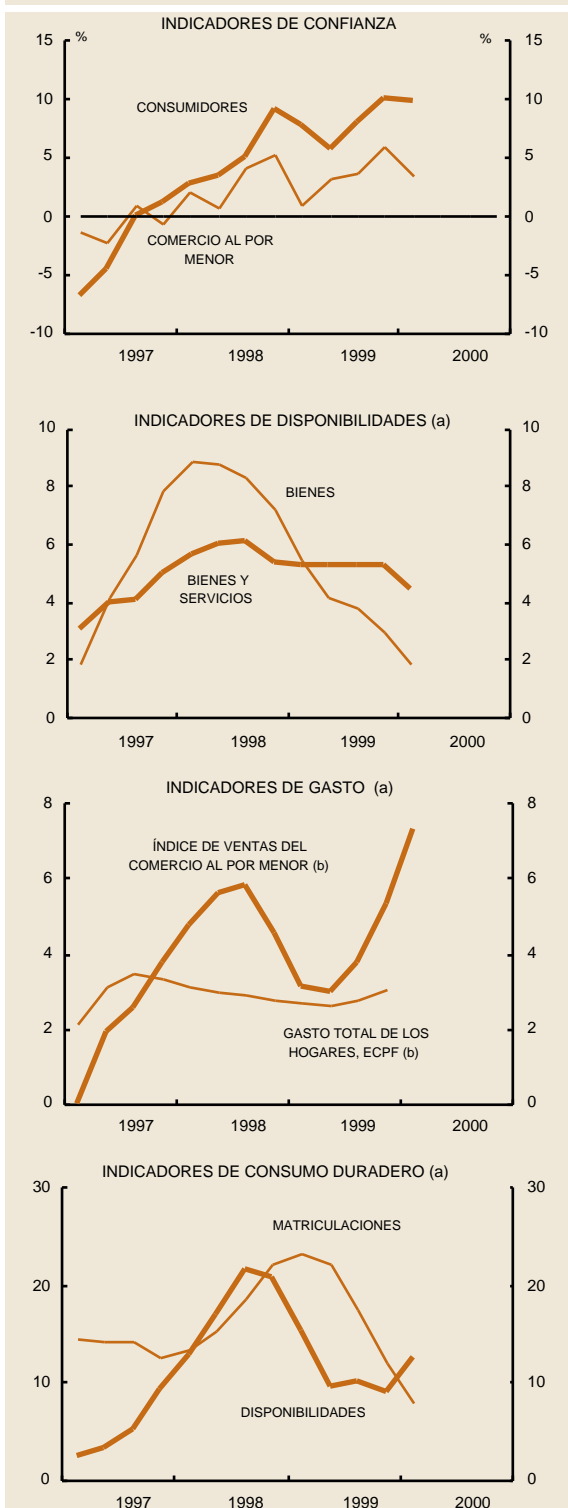
Principales agregados macroeconómicos (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
 (a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre componentes ciclo-tendencia.
 (b) Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

GRÁFICO 15

Indicadores de consumo privado



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.

anual del 4 %, ligeramente más elevada que la del trimestre anterior.

Según la CNTR, durante el cuarto trimestre de 1999 el gasto en consumo final de los hogares, en términos reales, registró una variación interanual del 4,2 %, tres décimas menos que en el trimestre precedente. Este perfil de desaceleración ha venido recogido por algunos indicadores, como las disponibilidades de bienes de consumo o las matriculaciones de automóviles, mientras que otros indicadores, como el índice de ventas del comercio al por menor o el gasto total de los hogares, estimado por la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares, han mostrado una evolución más sostenida y más acorde con la recuperación experimentada por el índice de confianza de los consumidores en ese período (véase gráfico 15). De hecho, la escasa información disponible sobre el consumo en el primer trimestre del año 2000 indicaría, en general, que este agregado ha detenido su proceso de desaceleración, de acuerdo también con los niveles elevados que ha seguido mostrando el indicador de confianza de los consumidores en los primeros meses del año. El indicador de ventas del comercio minorista, deflactado por los precios de consumo, registró un crecimiento interanual del 9,5 % en enero y febrero, considerablemente por encima del 4,5 % observado en el cuarto trimestre. Las matriculaciones de automóviles crecieron fuertemente en esos mismos meses, y su debilitamiento en marzo podría estar ligado a la localización de la Semana Santa; en cualquier caso, el consumo de bienes duraderos, según se desprende del índice de disponibilidades correspondiente, tendería a estabilizar sus tasas de crecimiento. Finalmente, aunque el indicador agregado de disponibilidades de bienes de consumo, elaborado con información parcial para el primer trimestre, parece haber prolongado su desaceleración en ese período, ello se ha debido al mal comportamiento del componente alimenticio, puesto que el resto de bienes de consumo experimentó un crecimiento similar al del cuarto trimestre.

La fortaleza del consumo de los hogares en los primeros meses del año 2000 está fundamentada en la evolución positiva de sus principales factores determinantes. Así, se estima que la renta disponible de las familias, en términos reales, se incrementará en el conjunto del año a un ritmo similar al de 1999. En el caso de la remuneración de asalariados, el mayor crecimiento de la remuneración por asalariado, a la que contribuirán los pagos derivados de la activación de las cláusulas de salvaguardia de los convenios de 1999 que están siendo percibidos en los primeros meses del presente año, compensará la ligera desaceleración del empleo.

Las transferencias netas del sector público también contribuirán a sostener la renta disponible: las prestaciones sociales que reciben las familias se han visto impulsadas por los incrementos de las pensiones derivados del aumento de su cuantía mínima y de la compensación por la desviación de la inflación en 1999, sustituyendo, en parte, al impulso expansivo que tuvo la reforma del impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) durante el año pasado. La evolución relativamente expansiva de la renta disponible se complementa con la mejora de las expectativas de los hogares y con la revalorización de su patrimonio inmobiliario, elementos que favorecen que el avance del consumo sea algo más intenso que el de la renta. Como ya se ha mencionado, el índice de confianza de los consumidores mejoró significativamente en febrero y marzo, y ha recuperado niveles próximos a su máximo histórico, a lo que ha contribuido la rápida reducción de la tasa de desempleo. Además, las condiciones financieras continúan siendo favorables para la expansión del gasto de los hogares.

En 1999, el gasto en consumo final de las AAPP registró un crecimiento del 1,8 %, en términos reales, con un perfil de progresiva desaceleración a lo largo del año, según los datos de la CNTR. La información disponible para los primeros meses del año 2000, correspondiente al Estado únicamente, está distorsionada por los trasposos de competencias a las Comunidades Autónomas, pero, en general, los planes presupuestarios para el presente año llevan a estimar una interrupción de la tendencia a la desaceleración en el gasto en consumo final de las Administraciones Públicas, que podría registrar en el 2000 un incremento similar al observado en el conjunto de 1999.

La CNTR estimó que en el cuarto trimestre de 1999 la formación bruta de capital fijo acentuó la desaceleración iniciada en los trimestres precedentes, situando su crecimiento interanual real en el 7 %, un punto porcentual por debajo del registrado en el trimestre previo. La menor pujanza del proceso inversor fue consecuencia del debilitamiento que experimentaron tanto el gasto en construcción como la inversión en bienes de equipo. En el caso de la inversión en bienes de equipo, las estimaciones de la CNTR situaron su crecimiento, en términos reales, en el 6,8 %, con respecto al cuarto trimestre del año anterior, algo más de un punto por debajo del avance registrado en el tercer trimestre y significativamente por debajo del 10 % del primer trimestre del año. Cabe señalar que la información disponible sobre el cierre de 1999, en particular la correspondiente al indicador de disponibilidades de estos bienes, elaborado con información completa para dicho año, pare-

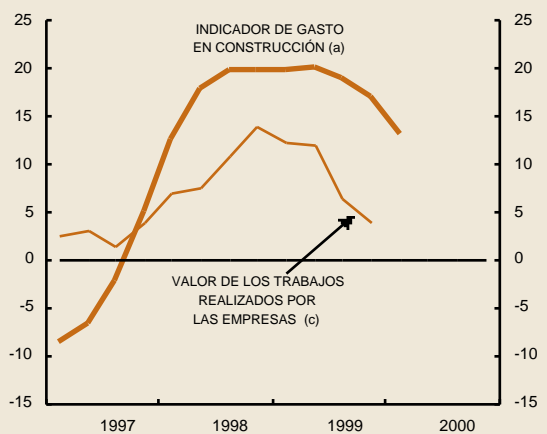
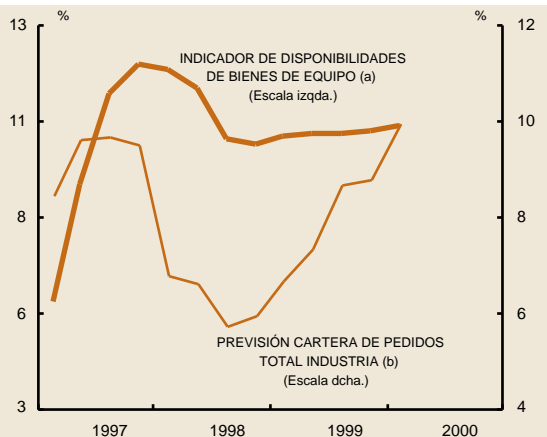
ce señalar que la desaceleración de este componente del gasto a lo largo del pasado año podría haber sido menos intensa, tal y como se recoge en el gráfico 16. Ello ha llevado a estimar para el primer trimestre del año 2000 un incremento interanual de la inversión en bienes de equipo cercano al 8 %, en sintonía con el crecimiento que señala el indicador de disponibilidades para ese período, aunque elaborado con información todavía incompleta. Cabe señalar que las últimas cifras de producción industrial de bienes de equipo, correspondientes al mes de febrero, reflejaron una recuperación de este agregado, si bien la encuesta de coyuntura industrial, elaborada por el Ministerio de Industria y Energía, con información hasta febrero, ha tendido a reflejar una situación algo menos optimista en las ramas productoras de bienes de inversión. Por otra parte, los resultados de otoño de la encuesta semestral de inversiones dirigida a las empresas industriales han reflejado, además de una revisión al alza de la inversión realizada en 1999, un crecimiento previsto de la inversión en el año 2000 muy próximo, en términos nominales, al alcanzado en el ejercicio anterior.

En general, el dinamismo que se proyecta para el gasto en bienes de equipo al comienzo del año 2000 está en consonancia con la evolución expansiva de la demanda final y con la expectativa de que esa fortaleza se mantenga en los próximos trimestres. De hecho, la cartera de pedidos en la industria, una variable que aproxima la demanda esperada, ha tenido un comportamiento marcadamente ascendente desde finales de 1998, como se recoge en el gráfico 16. Además, la situación financiera de las empresas, reflejada en los resultados de la Central de Balances Trimestral (CBT) disponibles hasta el cuarto trimestre de 1999, continúa siendo muy holgada, con unos niveles de endeudamiento reducidos y una rentabilidad del activo muy elevada. Dado que los costes de la financiación ajena han seguido reduciéndose hasta finales de 1999, el diferencial entre este coste y la rentabilidad ha continuado ampliándose, favoreciendo, en principio, la realización de nuevos planes de inversión.

La inversión en construcción mantuvo un elevado dinamismo en el cuarto trimestre de 1999, creciendo un 7,1 % en tasa interanual, aunque acentuó el perfil de ralentización que le caracterizó a lo largo del año. En el conjunto de 1999, el crecimiento de la inversión en construcción fue, en cualquier caso, notable, debido al buen comportamiento de la edificación, mientras que la obra civil comenzó a mostrar signos de estancamiento a partir del segundo semestre del ejercicio. Dentro de la edificación, cabe destacar el avance de la inversión residencial,

GRÁFICO 16

Indicadores de formación bruta de capital fijo



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.

en un contexto de crecimiento del empleo y de la renta disponible, y de tipos de interés reducidos, que impulsaron la demanda de vivienda de los hogares. Igualmente, la saneada posición financiera de las empresas contribuyó a impulsar el gasto en edificación no residencial.

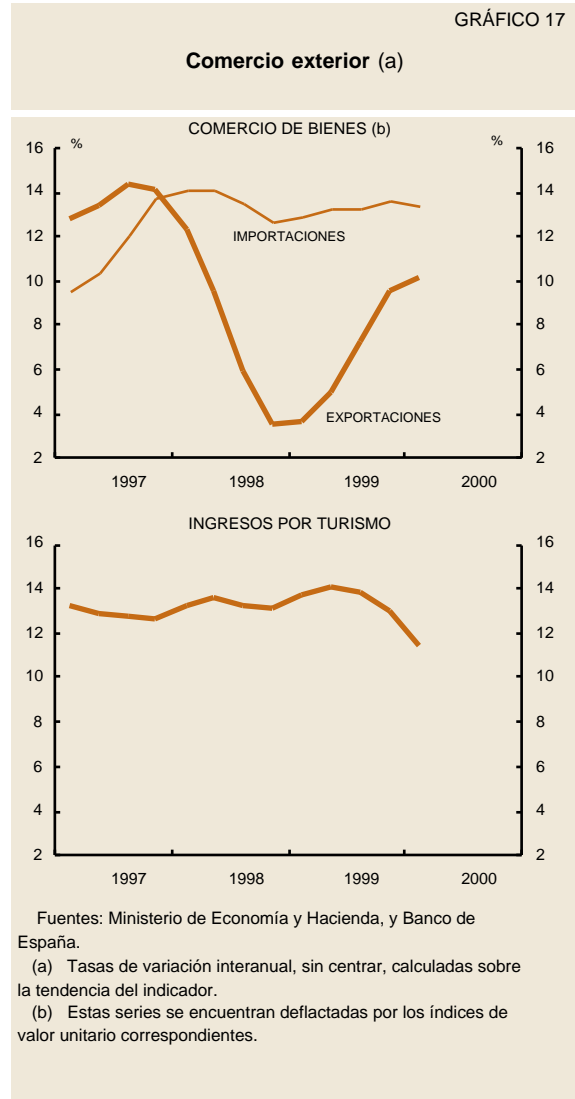
La información coyuntural más reciente, referida a los primeros meses del año en curso, parece señalar que la desaceleración de la construcción ha tendido a frenarse en ese período. Así, los indicadores de consumos intermedios, como el índice de producción industrial (IPI) de materiales de construcción y el consumo aparente de cemento, han mostrado un mayor dinamismo en los meses más recientes, que podría estar relacionado con el inicio de un período de mayor dinamismo de la obra civil, muy intensiva en estos materiales en sus primeras fases de ejecución (véase gráfico 16). Sin embargo, los indicadores de empleo en el sector han prolongado en los primeros meses del año el perfil de desaceleración que venían manteniendo desde el segundo semestre del año anterior. En una perspectiva de medio plazo, la evolución reciente de los indicadores adelantados implica una desaceleración adicional de este componente de la inversión en los próximos trimestres. Los indicadores de iniciaciones de nuevas obras de edificación en el sector privado aminoraron su ritmo de avance en el segundo semestre de 1999 y el volumen de obra licitada por las AAPP se redujo en el conjunto del año pasado, si bien en los últimos meses del año los descensos fueron más suaves.

Para finalizar con los componentes de la formación bruta de capital, hay que señalar que la inversión en existencias añadió una décima al crecimiento interanual del PIB en el cuarto trimestre de 1999, al igual que en los dos trimestres precedentes. La escasa información disponible para los primeros meses del año 2000 procede de la Encuesta de Coyuntura Industrial y parece apuntar hacia una cierta recomposición del nivel de existencias en la industria.

Como se señaló al inicio de este epígrafe, las estimaciones provisionales de la CNTR señalan que la demanda exterior neta redujo notablemente su aportación negativa al crecimiento del producto en el cuarto trimestre de 1999, hasta situarla en -0,4 puntos porcentuales, frente a aportaciones negativas de 1,1 puntos en el tercer trimestre, y de 1,5 puntos en la primera mitad del año. La fuerte recuperación de las exportaciones en el último trimestre y la ligera desaceleración de las importaciones —que, no obstante, siguieron creciendo a tasas elevadas— habrían propiciado este menor deterioro del desequilibrio exterior. No obstante, las ci-

fras de comercio de bienes correspondientes al mes de diciembre, conocidas con posterioridad a la publicación de la CNTR, si bien han confirmado que la demanda exterior neta tuvo una menor aportación negativa al crecimiento del PIB en el cuarto trimestre, parecen señalar que la corrección fue menos intensa que la estimada inicialmente por el INE. En efecto, esas cifras muestran que las exportaciones se aceleraron notablemente en el último trimestre de 1999, impulsadas por la fuerte mejora de la economía mundial y por la depreciación del euro frente al dólar, pero indican que las importaciones mostraron también un elevado dinamismo, creciendo a tasas incluso superiores a las del trimestre anterior. La información, aún muy escasa, correspondiente al primer trimestre del año en curso indica que la recuperación del comercio mundial y la continuada depreciación del euro frente al dólar han seguido proporcionando fortaleza a las exportaciones, mientras que las importaciones han mantenido un ritmo de avance elevado, impulsadas por el avance de la demanda final y la reactivación de la producción industrial.

Las exportaciones de bienes mostraron un perfil de recuperación a lo largo de 1999, que se afianzó a lo largo del tercer trimestre, ante la mejora de las economías europeas y la recuperación de los mercados asiáticos, y se intensificó en el cuarto trimestre del año, al generalizarse la reactivación a todos los mercados de exportación españoles. En este último período, las exportaciones alcanzaron un crecimiento real del 10,3 %, en tasa interanual. Las cifras de Aduanas correspondientes al mes de enero de 2000 muestran que las exportaciones han iniciado el año prolongando su senda de recuperación, fruto del comportamiento expansivo de las ventas a la UE y del fuerte avance de las destinadas a terceros mercados (véase gráfico 17). Por tipos de productos, destaca el abultado crecimiento que han continuado mostrando los bienes de equipo, en un contexto de fuerte caída de sus precios, y el tono elevado de las ventas de bienes intermedios no energéticos, impulsadas por la recuperación de la actividad mundial. Por su parte, las ventas de consumo no alimenticio han cobrado un nuevo vigor, debido al avance de las semimanufacturas y de los automóviles, mientras que las exportaciones de consumo alimenticio registraron un crecimiento más moderado. En cuanto a la evolución de las exportaciones de servicios, los ingresos por turismo mostraron una fortaleza notable a lo largo de 1999, superando los excelentes resultados del ejercicio anterior. La progresiva mejora de las economías europeas, de las cuales procede la mayor parte de nuestro turismo, y la recuperación de los países afectados por la crisis internacional, unido a la depre-

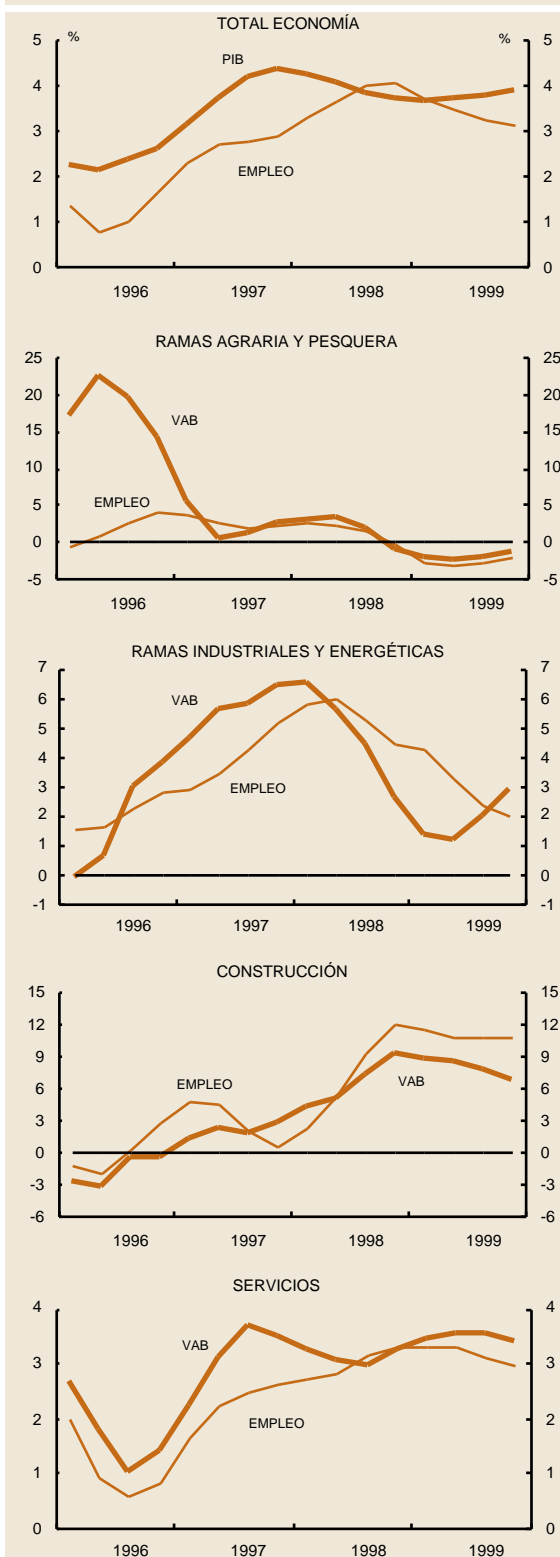


ciación del euro frente al dólar y frente a la libra esterlina, propiciaron este comportamiento tan positivo del turismo. El único dato disponible para el año 2000, correspondiente al mes de enero, ha recogido una ralentización de los ingresos por turismo, en relación con las tasas tan elevadas con las que finalizó el año 1999. Por último, los servicios no turísticos mantuvieron un tono muy elevado durante 1999, destacando el dinamismo de los ingresos ligados a los servicios financieros, los seguros y los servicios informáticos.

Las importaciones de bienes, en términos reales, experimentaron ritmos de crecimiento notablemente elevados a lo largo de 1999, como consecuencia del firme avance de la demanda final, muy por encima de las tasas de crecimiento registradas por las exportaciones. No obstante, en el tercer trimestre del año iniciaron una ligera ralentización, que, según las estimaciones de la CNTR, se extendió al cuarto trimestre, período en el que habrían crecido un

GRÁFICO 18

Valor añadido bruto y empleo, por ramas de actividad (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
 (a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre las series ciclo-
 tendencia del INE. En el caso de empleo, se refiere a puestos de trabajo

11,7 %, en tasa interanual. Como se ha comentado en los párrafos anteriores, los datos completos del Departamento de Aduanas correspondientes al último trimestre de 1999 parecen apuntar, sin embargo, hacia un fortalecimiento de las importaciones en ese período, en línea con la recuperación de la demanda final. La información relativa al mes de enero, por su parte, señalaría hacia una estabilización de las compras exteriores en tasas de crecimiento real elevadas, en un contexto de fuertes subidas de sus precios, aunque, dada la volatilidad que caracteriza a estos flujos, habrá que esperar a la recepción de nuevos datos para confirmar esta estabilización. Por grupos de productos, las compras energéticas registraron un notable vigor en el mes de enero, mientras que los componentes no energéticos ralentizaron su ritmo de avance, especialmente los bienes de equipo y los de consumo no alimenticio. Finalmente, las importaciones de servicios registraron un crecimiento elevado en 1999. Los pagos por turismo se aceleraron notablemente en el segundo semestre del ejercicio, alcanzando un ritmo de crecimiento real muy superior al observado el año anterior, en sintonía con el elevado nivel de confianza de los consumidores. Este fuerte ritmo de avance se ha moderado en el mes de enero de 2000. Por otra parte, los pagos por servicios no turísticos también registraron un tono elevado en 1999, especialmente los relacionados con servicios financieros, acorde con la fuerte actividad inversora en el exterior que se generó a lo largo del año.

4.2. Producción y empleo

Desde la óptica de las ramas productivas, la ligera aceleración del PIB observada en el cuarto trimestre de 1999 —del 3,8 % al 3,9 %, en tasa de variación interanual— se correspondió con un mayor dinamismo de las ramas industriales y una menor aportación negativa de la agricultura al crecimiento del producto, mientras que los servicios destinados al mercado mantuvieron un ritmo de expansión elevado y la construcción moderó su ritmo de crecimiento, aunque continuó siendo la actividad más expansiva (véase gráfico 18). La información coyuntural disponible indica que, en general, estas tendencias se han prolongado en los primeros meses del año actual, período en el que se estima que el PIB ha podido registrar una aceleración adicional. En este contexto, el proceso de generación de empleo ha seguido mostrando un vigor notable. El número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo aumentó en un 3,2 % en el último trimestre de 1999, con respecto al mismo período del año anterior, tasa similar a la estimada en el tercer trimestre. Este avance estable del empleo dio lugar a que

la productividad aparente del trabajo continuara recuperándose, hasta alcanzar una tasa interanual del 0,7 %, todavía algo reducida en comparación con la media de la última década; la recuperación de la productividad fue especialmente en la industria, donde el empleo se desaceleró. En los meses iniciales de 2000, los indicadores de empleo han continuado mostrando un notable vigor, aunque se estima que su ritmo de crecimiento ha sido ligeramente inferior al de los trimestres finales del ejercicio precedente, permitiendo una recuperación adicional de la productividad aparente del trabajo.

En el cuarto trimestre de 1999, el valor añadido bruto real en la agricultura se redujo en un 1,3 % en tasa interanual, casi un punto menos que en el trimestre precedente. La reducción de la producción vegetal vino condicionada por la escasa pluviosidad que registró el territorio nacional durante el pasado año, si bien el hecho de que las condiciones climatológicas desfavorables no afectasen por igual a todas las regiones explica que algunos cultivos, como las hortalizas y, especialmente, las frutas, registrasen aumentos en su producción. Por su parte, el crecimiento de la producción ganadera mitigó parcialmente el fuerte descenso de la producción vegetal, habiéndose registrado una mayor pujanza tanto en la producción de carne como en la de leche y huevos. La persistente ausencia de lluvias en los primeros meses del año 2000 había configurado un escenario potencialmente desfavorable para la producción agraria en el presente año, que parece haber cambiado en las últimas semanas.

En los meses finales de 1999, la actividad de las ramas industriales recibió el impulso derivado de la progresiva recuperación de las economías europeas, sudamericanas y asiáticas, así como de la dilatada expansión de la economía americana, en un contexto de depreciación del euro. El valor añadido bruto del conjunto de la industria aumentó un 2,9 % en el cuarto trimestre, respecto al mismo período del año anterior, nueve décimas más que en el período precedente. La información coyuntural más reciente coincide en señalar la continuidad del crecimiento acelerado del valor añadido industrial: en el mes de febrero, el IPI exhibió, al igual que en meses anteriores, un carácter expansivo, alcanzando un crecimiento interanual del 10,2 % en dicho mes, que ha situado su crecimiento tendencial en tasas cercanas al 5 %. Asimismo, las afiliaciones a la Seguridad Social en la industria experimentaron una sustancial recuperación en el primer trimestre del año 2000, al incrementarse un 3,8 % en tasa interanual, frente al 3,1 % observado en el cuarto trimestre de 1999. Los resultados de las encuestas de opinión dirigidas a los empresa-

rios industriales han evolucionado en el mismo sentido: el indicador de clima industrial se situó en el mes de marzo tres puntos por encima del nivel alcanzado en diciembre, al incorporar una mejora de las expectativas tanto en relación con la producción como con la cartera de pedidos. Desde un punto de vista desagregado, el proceso expansivo de la actividad industrial ha sido bastante generalizado en el período más reciente, si bien una nota discordante la pondría la desaceleración de las otras industrias manufactureras.

Como quedó implícito al analizar la inversión en construcción, la actividad en esta rama continuó mostrando un elevado dinamismo en el cuarto trimestre de 1999, aunque se desaceleró respecto al trimestre precedente, registrando un crecimiento interanual del 6,9 % en términos reales. Según el avance de la encuesta coyuntural de la industria de la construcción, la menor pujanza de la actividad en el cuarto trimestre afectó tanto al componente de obra civil como al de edificación, aunque en el primer caso la pérdida de vigor fue mucho más intensa. Por otra parte, algunos indicadores contemporáneos de la actividad constructora, principalmente relacionados con la evolución de los consumos intermedios, han tendido a frenar su desaceleración en el primer trimestre de 2000.

El valor añadido en los servicios registró una ligera desaceleración en el cuarto trimestre de 1999, al situarse su tasa de crecimiento interanual en el 3,4 %, una décima menos que en el trimestre anterior. Esta pérdida de ritmo fue consecuencia de la evolución de los servicios no de mercado, que se desaceleraron ocho décimas, en tanto que los servicios de mercado mantuvieron su suave tendencia de aceleración, e incrementaron su ritmo de avance hasta el 4,4 %. Esta expansión no tuvo un carácter generalizado, sino que se concentró, esencialmente, en la rama de las telecomunicaciones y, en menor medida, en los servicios empresariales, personales y de transporte aéreo. La escasa información coyuntural disponible para el primer trimestre del año actual muestra una recuperación del comercio, acompañada de una menor pujanza de la actividad hostelera.

Como se ha indicado con anterioridad, los datos de la CNTR confirmaron que en el cuarto trimestre de 1999 la economía española continuó generando empleo con gran 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 % en relación con el mismo período del año anterior, lo que permitió una recuperación de la

productividad aparente del trabajo (véase gráfico 18). Los indicadores que ofrecen información relativa a los meses iniciales del año 2000 presentan, dentro de un tono aún vigoroso, unos ritmos de crecimiento del empleo ligeramente inferiores a los registrados a finales de 1999, de forma que el proceso de recuperación de la productividad habría continuado en ese período. En concreto, el número de afiliaciones a la Seguridad Social se incrementó un 5,4 % en el primer trimestre de 2000, tasa que implica una moderada desaceleración en relación con el cuarto trimestre de 1999.

Por ramas de actividad, el crecimiento del empleo en el cuarto trimestre del año pasado resultó ser, en términos relativos, acorde con el diferente vigor de la producción. Así, tanto en la construcción como en los servicios se registraron ritmos de variación interanual más elevados (11 % y 3 %, respectivamente, según la CNTR) que en la industria (1,9 %), mientras que en la agricultura el empleo continuó disminuyendo. Esto permitió que, con la excepción de los servicios no de mercado, la productividad aparente del trabajo se recuperase en todas las ramas. Según la información procedente de las afiliaciones, en el primer trimestre de 2000 el empleo siguió creciendo a ritmos elevados en la construcción y en los servicios de mercado, aunque desacelerándose suavemente, mientras que se habría recuperado en la industria.

La creación neta de puestos de trabajo se ha concentrado en el colectivo de asalariados, ya que los trabajadores por cuenta propia han tendido a reducirse. Este rasgo es común a los datos de la CNTR y a los de la Encuesta de Población Activa (EPA). Como ya se ha comentado en informes anteriores, la información proporcionada por esta Encuesta para 1999 debe ser interpretada con cautela, al haber sufrido esta estadística ciertas modificaciones, enmarcadas en el proceso europeo de armonización de estadísticas laborales, que, aunque han redundado en una estimación más exacta del nivel de empleo de la economía española, han afectado a la comparabilidad con los datos históricos. Estas modificaciones pueden explicar que el crecimiento del empleo según la EPA fuese del 5,2 % al finalizar el año 1999, dos puntos por encima de la estimación de la Contabilidad Nacional. Según datos de la EPA y atendiendo a la duración del contrato, el crecimiento interanual de los asalariados con contrato estable se incrementó en el cuarto trimestre, si bien el ritmo de avance de los trabajadores temporales se recuperó en mayor medida; en consecuencia, la *ratio* de temporalidad aumentó ligeramente en relación con el cuarto trimestre del año precedente y quedó situada en el 32,6 %. Tanto en el cuarto trimestre como

en el conjunto del año, el empleo a tiempo parcial aumentó por encima del empleo a tiempo completo, aunque los resultados de la nueva regulación y del establecimiento de bonificaciones a la contratación estable a tiempo parcial pueden considerarse modestos.

Según la EPA, la población activa registró una aceleración en el cuarto trimestre de 1999, aumentando un 1,8 % en tasa interanual, el doble que en el período precedente, debido a un incremento importante de la tasa de actividad, que, para la población entre 16 y 64 años, se situó en el 64,1 %. El aumento de la participación compensó el impulso del empleo, y la tasa de paro se mantuvo en el 15,4 %, cifra idéntica a la del tercer trimestre. De hecho, el número de parados redujo nuevamente su ritmo de descenso interanual, como también lo hizo el paro registrado en el Instituto Nacional de Empleo (INEM) en ese período; en el primer trimestre de 2000, el descenso del paro registrado ha vuelto a experimentar un recorte, en relación con el trimestre anterior, aunque se aprecian signos de estabilización de este proceso. Aunque la aceleración de la población activa en el cuarto trimestre fue más importante entre las mujeres, el aumento del 8,8 % del empleo femenino permitió que la tasa de paro de este colectivo se redujera, mientras que la tasa de paro masculina se incrementó levemente.

4.3. Precios y costes

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, en el cuarto trimestre de 1999 el deflactor implícito del PIB registró un crecimiento interanual del 3,5 %, manteniendo la trayectoria alcista que había mostrado a lo largo del año, que cerró con un incremento medio del 3,1 %. Dado que los costes laborales unitarios se desaceleraron ligeramente en el cuarto trimestre, y a pesar del empuje experimentado por los impuestos indirectos netos por unidad de producto, la aceleración del deflactor fue compatible con un incremento significativo del excedente bruto de explotación por unidad de producto y con una ampliación de márgenes.

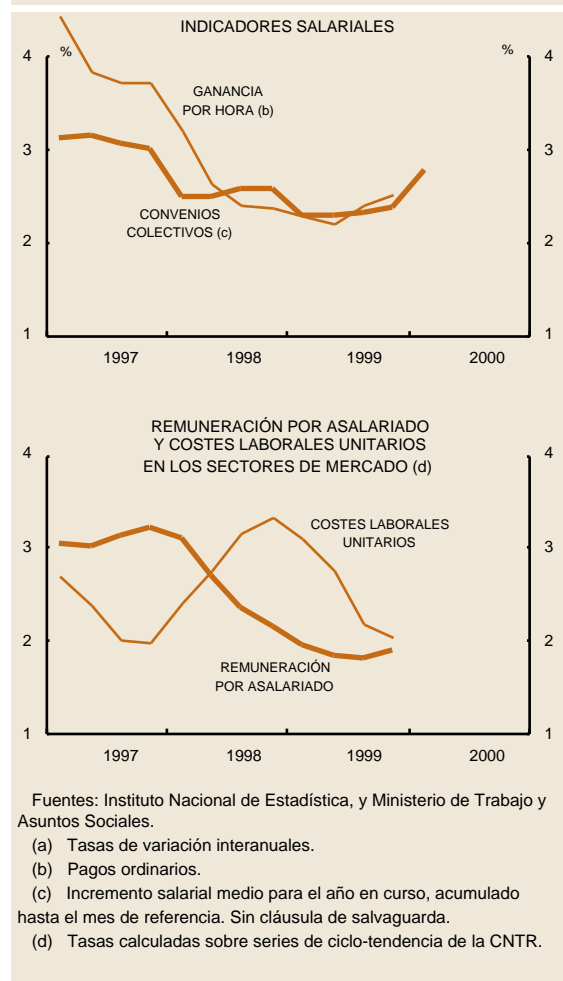
Los costes laborales unitarios experimentaron un avance interanual del 1,7 % en el cuarto trimestre, una décima menos que en el trimestre previo (véase gráfico 19), ya que la recuperación de la productividad aparente del trabajo compensó la débil aceleración de la remuneración por ocupado, cuyo aumento alcanzó el 2,4 %, frente al 2,3 % registrado en el trimestre anterior. Según la Encuesta de Salarios, en el último trimestre del 1999 las ganancias medias por persona y hora en el concepto de pagos totales se incrementaron un 2,6 % respecto al

mismo período del año precedente, una décima por encima de la tasa alcanzada en el trimestre anterior. En términos de ganancia por persona y mes, el aumento fue ligeramente inferior (2,5 %), aunque la aceleración fue algo más intensa. Por ramas de actividad, el mayor incremento de las ganancias por persona y hora se produjo en la construcción (4 %), mientras que en la industria (2,6 %) y en los servicios (2,3 %) los aumentos resultaron ser considerablemente más moderados. Si estos resultados se comparan con los de la negociación colectiva, se obtiene una aproximación a la deriva salarial, que, como viene ocurriendo en los últimos años, tampoco resultó ser significativa en 1999. En efecto, el incremento medio de las tarifas salariales negociado en 1999 fue del 2,4 %, sin incluir el efecto de las cláusulas de salvaguardia, que entraron en vigor con posterioridad, al verse desbordado el objetivo de inflación tomado como referencia en la negociación.

El incremento medio de las tarifas salariales negociadas para el año 2000 en los convenios colectivos registrados hasta el 31 de marzo fue del 2,8 %, por encima del aumento pactado en 1999. Como es habitual en los primeros meses del año, la mayor parte de los convenios registrados corresponden a convenios revisados, que hasta marzo incorporaban un incremento de las tarifas del 2,7 %. Por su parte, el incremento pactado en los convenios de nueva firma era del 4,5 %, cifra muy poco representativa, ya que los convenios de nueva firma registrados hasta esa fecha eran muy escasos. Por ramas de actividad, el incremento medio firmado en la agricultura ha sido de un 3,5 %, superior al de los servicios (2,8 %), la industria (2,7 %) y la construcción (2,5 %).

En el gráfico 20 se ha recogido el comportamiento de los deflatores del valor añadido y de los costes laborales unitarios en la economía de mercado (excluidos los servicios no de mercado), en la industria y en los servicios de mercado. En la industria, el deflactor del valor añadido se aceleró significativamente en el cuarto trimestre de 1999, mientras que los costes laborales unitarios se moderaron, como consecuencia del dinamismo de la productividad y de la evolución favorable de la remuneración por asalariado; en consecuencia, el margen bruto de explotación unitario mostró una cierta recuperación en la parte final de 1999. Por su parte, el deflactor de los servicios de mercado mantuvo el crecimiento del trimestre anterior, mientras que los costes laborales unitarios aumentaron dos décimas más que durante el tercer trimestre del año; de esta forma, se produjo una comprensión de la brecha entre ambos crecimientos, si bien el margen unitario siguió ampliándose.

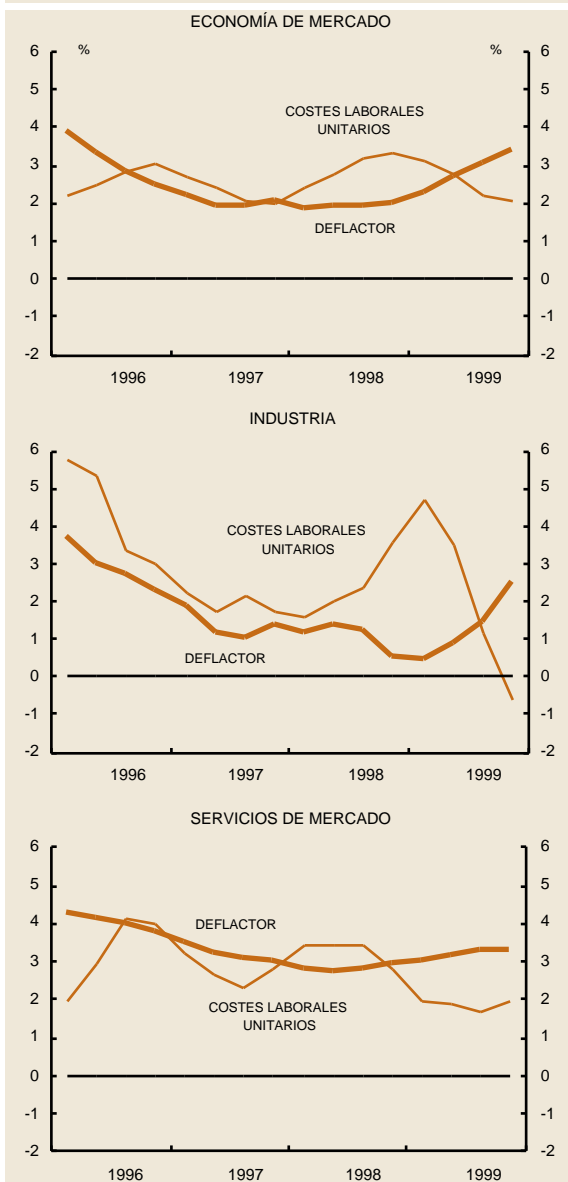
GRÁFICO 19

Evolución de los salarios y costes laborales (a)


La trayectoria ascendente del deflactor del PIB en 1999 vino acompañada de una aceleración del deflactor de las importaciones, de forma que el deflactor de la demanda final registró una variación interanual del 3,7 % en el cuarto trimestre, ocho décimas más que en el trimestre previo. El deflactor de las importaciones de bienes y servicios alcanzó en ese período un incremento interanual del 4,6 %, intensificando la aceleración registrada a lo largo de 1999, que, según la información procedente de los índices de valor unitario de importación, ha continuado acentuándose en enero de 2000. El crecimiento de los precios de importación se encuentra fuertemente condicionado por los precios de las importaciones energéticas, cuya variación interanual superó el 150 % en el cuarto trimestre del pasado año, impulsados por la trayectoria alcista del petróleo en los mercados internacionales y, en menor medida, por la cotización del euro frente al dólar. Por su parte, los precios de las importaciones no energéticas han acentuado en enero el crecimiento positivo

GRÁFICO 20

Precios y costes por ramas de actividad (a)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

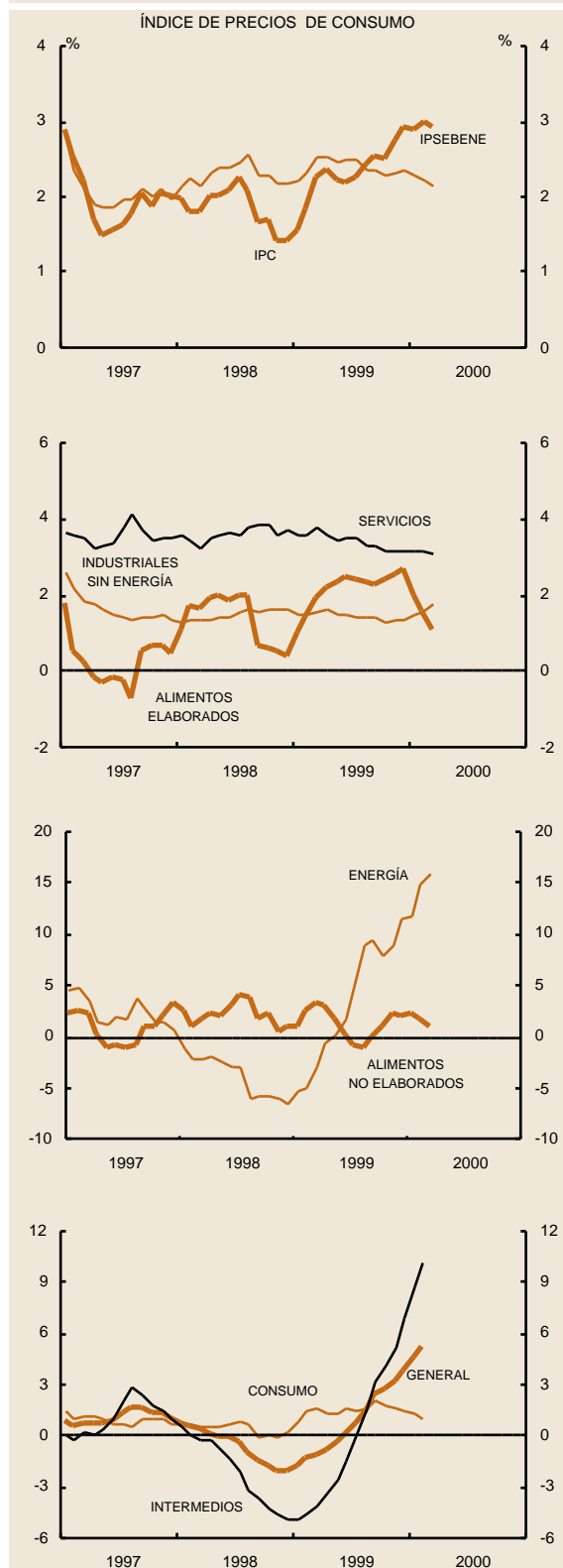
(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre series de ciclo-tendencia de la CNTR.

alcanzado en el cuarto trimestre, que contrasta con los descensos registrados en los trimestres precedentes.

La evolución de los principales indicadores de precios en los primeros meses del año 2000 ha seguido estando determinada, en buena medida, por la trayectoria alcista del precio del crudo en los mercados internacionales, combinada con la depreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar. La tasa interanual del IPC—principal indicador de precios finales— se si-

GRÁFICO 21

Indicadores de precios (a)
España



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

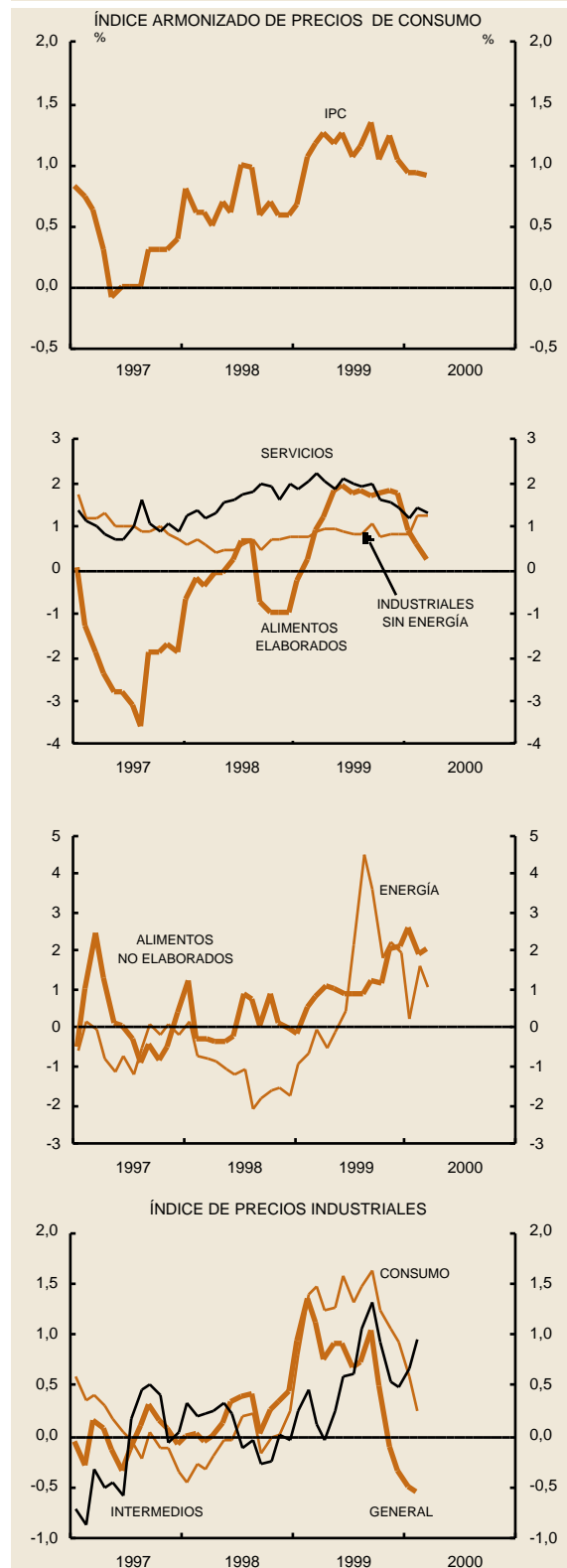
tuó en el 2,9 % en marzo, cifra similar a la correspondiente al último mes del pasado año (véase gráfico 21), si bien el índice de precios de servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSE-BENE) redujo su ritmo interanual de crecimiento hasta el 2,1 % en ese mes, frente al 2,4 % del mes de diciembre anterior. Los principales componentes del IPC tuvieron un comportamiento dispar en los primeros meses del presente año, pues el fuerte aumento de los precios energéticos y el avance de los bienes industriales no energéticos han sido contrarrestados parcialmente por la favorable evolución de los precios alimenticios, mientras que los precios de los servicios han permanecido aproximadamente estables.

La tasa de variación interanual del componente energético aumentó desde el 11,5 % en diciembre hasta un 15,9 % en el mes de marzo. Dentro de los productos energéticos, se han producido aumentos considerables de precios, tanto de aquellos cuyo precio es libre, como el gasóleo y los carburantes, como en el caso del gas natural, cuyo precio regulado aumentó en febrero. Sin duda, la decisión de la OPEP de aumentar la producción de petróleo a partir del mes de abril supondrá un descenso de su precio en los mercados internacionales, que aliviará las presiones inflacionistas del componente energético en los próximos meses. No obstante, los descensos del precio del barril de petróleo no se trasladarán de forma inmediata a los precios de consumo, que aún mantendrán tasas elevadas de crecimiento en términos interanuales. Los precios de los bienes industriales no energéticos aumentaron en cinco décimas su ritmo de variación interanual en los tres primeros meses del año, hasta alcanzar el 1,8 % en marzo. En ese mismo período, los precios de los alimentos han registrado, sin embargo, un comportamiento favorable. Los correspondientes a los alimentos no elaborados redujeron en un punto su tasa de crecimiento interanual, hasta situarse en el 1 % en marzo, mientras que los precios de los alimentos elaborados pasaron de registrar una tasa del 2,6 % en diciembre hasta un 1,1 % en marzo. Este importante descenso ha venido determinado, fundamentalmente, por el descuento de los notables aumentos de precios de los aceites que tuvieron lugar en los primeros meses del pasado año. Por último, los precios de los servicios situaron su tasa de variación en el 3,1 % en marzo, favorecidos por los descensos de precios de las telecomunicaciones.

La evolución del IAPC en España y en la zona euro ha sido similar durante los meses iniciales del año (véase gráfico 22). En ambos casos se ha producido un ligero aumento del ritmo de variación interanual, aunque este ha

GRÁFICO 22

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



Fuentes: Eurostat y Banco de España.
(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

sido de mayor cuantía en la UEM, de forma que el diferencial de inflación se ha reducido en una décima, hasta situarse en 0,9 puntos porcentuales en el mes de marzo. Por componentes, ha tenido lugar un estrechamiento del diferencial en los alimentos y en la energía, ya que el alza de los precios energéticos ha sido más intensa en la zona euro que en España. En el caso de los servicios, el diferencial se ha mantenido estable, mientras que en el de los bienes industriales no energéticos se ha ampliado, al coincidir una trayectoria alcista en España con una desaceleración en la UEM.

El índice de precios industriales (IPRI) continuó acelerándose en los dos primeros meses del año, alcanzando en febrero un crecimiento del 5,1 % respecto al mismo mes del año anterior, frente al 3,8 % correspondiente al mes de diciembre. Los crecimientos más elevados corresponden a los bienes intermedios energéticos, aunque también se ha producido cierto deterioro en la evolución de los precios de los restantes bienes intermedios, así como en los bienes de equipo. Por el contrario, los bienes de consumo, fundamentalmente los referidos al consumo alimenticio, han registrado una desaceleración, motivada, en buena medida, por el descuento de las elevadas tasas de crecimiento correspondientes a la fabricación de aceite de oliva en los primeros meses del pasado año. Por su parte, los precios percibidos por los agricultores continuaron descendiendo en el cuarto trimestre de 1999, y la información disponible para los primeros meses del año 2000 proveniente de los mercados mayoristas apunta, en general, una evolución favorable de estos precios.

4.4. La actuación del Estado

La Actualización del Programa de Estabilidad y Crecimiento fijó el objetivo de déficit de las AAPP para el año 2000 en el 0,8 % del PIB, 0,5 puntos porcentuales por debajo del déficit estimado entonces para 1999 (1,3 % del PIB). Finalmente, el año 1999 se cerró con un déficit público del 1,1 % del PIB. El objetivo de déficit para el conjunto de las AAPP en el año 2000 resulta de una previsión de déficit del 0,8 % del PIB en el Estado y del 0,1 % en las Administraciones Territoriales, y de un superávit del 0,1 % del PIB en la Seguridad Social.

Los primeros datos del año 2000 en el marco de la Contabilidad Nacional, disponibles hasta el mes de marzo, resultan coherentes con el cumplimiento de dicho objetivo. En los tres primeros meses del año, el Estado acumuló un déficit próximo a 57 mm de pesetas (0,1 % del PIB), cifra muy similar al déficit regist-

trado en el mismo período del año anterior (véase cuadro 3). Los ingresos aumentaron un 8 %, debido, básicamente, a la fortaleza de los impuestos sobre el consumo, la producción y las importaciones, destacando, como en 1999, el incremento del IVA, por encima de lo que explican sus determinantes. Por el contrario, los impuestos directos crecieron débilmente, mientras que el resto de ingresos sufrió una reducción sustancial, como consecuencia de los menores ingresos por beneficios ordinarios del Banco de España. En cuanto a los gastos, registraron en marzo un crecimiento del 8 %, por encima del observado en el conjunto de 1999. Destacan la disminución del gasto en consumo final, asociada al traspaso de competencias en educación no universitaria a las Comunidades Autónomas (CCAA), y el correspondiente aumento de las transferencias corrientes, así como la reducción de los intereses devengados.

La información disponible en términos de caja proporciona un déficit del Estado de 1.000 mm de pesetas hasta marzo de 2000, frente a los 673 mm de pesetas de déficit acumulado en el mismo período de 1999. El incremento del déficit de caja en el primer trimestre de 2000 se debió a la reducción de los ingresos no financieros (2,7 %), en contraste con el moderado crecimiento previsto en el Presupuesto, y a un aumento de los pagos no financieros del 3,4 % en el primer trimestre, algo por encima de lo presupuestado. A continuación se comenta el desglose de ingresos y gastos, utilizando la información de caja.

Dentro de los ingresos, la recaudación tributaria experimentó, en conjunto, un crecimiento en línea con la previsión presupuestaria. Sin embargo, este comportamiento agregado esconde evoluciones opuestas de sus componentes: frente al intenso dinamismo de la imposición indirecta, los impuestos directos registraron una notable caída en el primer trimestre. La reducción de los ingresos por el IRPF se debió, en gran medida, al descenso de ingresos por retenciones de trabajo de CCAA y Seguridad Social de ejercicios anteriores. Además, ha de tenerse en cuenta que los ingresos por retenciones que tuvieron lugar en los dos primeros meses de 1999 correspondieron a la aplicación de la anterior normativa del impuesto —y, por lo tanto, a porcentajes de retención más altos— y que en 2000 se ha reducido también el porcentaje de retención por dividendos. En cuanto al impuesto sobre sociedades, sus ingresos en el primer trimestre son escasamente significativos de su evolución para el conjunto del año, encontrándose muy afectados por un incremento de las devoluciones y por el cambio en

CUADRO 2

Estado. Ejecución presupuestaria

mm de pesetas y %

	Liquidación		Presupuesto		Liquidación		
	1999	Variación porcentual 1999/1998	2000	Variación porcentual	1999 ENE-MAR	2000 ENE-MAR	Variación porcentual
	1	2	3		5	6	
1. Ingresos no financieros	18.364	4,8	18.742	2,1	5.001	4.866	-2,7
Impuestos directos	7.817	4,8	8.008	2,4	1.861	1.738	-6,6
<i>IRPF</i>	5.098	2,1	5.149	1,0	1.678	1.589	-5,3
<i>Sociedades</i>	2.558	10,0	2.688	5,1	130	43	-66,9
<i>Otros (a)</i>	161	14,9	171	5,8	53	106	100,9
Impuestos indirectos	7.951	13,3	8.558	7,6	2.161	2.505	15,9
<i>IVA</i>	5.114	17,0	5.655	10,6	1.494	1.777	19,0
<i>Especiales</i>	2.567	7,4	2.630	2,5	603	657	9,0
<i>Tráfico exterior</i>	144	9,2	143	-0,9	33	38	12,9
<i>Otros</i>	126	5,3	130	3,3	31	34	7,6
Otros ingresos	2.597	-14,8	2.176	-16,2	979	622	-36,4
2. Pagos no financieros (b)	19.421	4,2	19.769	1,8	5.674	5.866	3,4
Personal	2.979	-2,4	2.888	-3,0	656	628	-4,3
Compras	436	12,3	340	-22,0	133	133	0,2
Intereses	3.178	-4,7	2.806	-11,7	1.593	1.564	-1,8
Transferencias corrientes	10.809	9,1	11.664	7,9	2.665	2.930	9,9
Inversiones reales	957	2,6	1.012	5,8	409	373	-8,8
Transferencias de capital	1.063	6,6	1.059	-0,3	218	238	9,2
3. Déficit de caja (3 = 1 - 2)	-1.057	-5,1	-1.028	-2,8	-673	-1.000	48,6
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL:							
Ingresos no financieros	18.796	8,7	—	—	4.573	4.937	8,0
Pagos no financieros	19.882	3,5	—	—	4.623	4.994	8,0
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (c)	-1.087	-43,4	-788	-27,5	-51	-57	12,1

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

(a) Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.

(b) Incluye pagos sin clasificar.

(c) Las cifras anuales (columnas 1 y 3) proceden de la contestación del MEH al cuestionario de Protocolo sobre Déficit Excesivo (metodología SEC/1995).

el tratamiento de la fiscalidad de no residentes que tuvo lugar en marzo de 1999 (2).

Todas las figuras que componen la imposición indirecta presentaron, hasta marzo, tasas de crecimiento muy superiores a las previstas en el Presupuesto y a las registradas en el conjunto de 1999. Destaca, como ya se ha mencionado, la fortaleza del IVA, que aumentó un 19 % en el primer trimestre, intensificando su ritmo de crecimiento como consecuencia, en cierta medida, del encarecimiento de la energía. Entre los impuestos especiales, destaca el incremento de los que gravan el tabaco y la electricidad, así como del impuesto sobre de-

terminados medios de transporte, reflejo del notable aumento en la matriculación de vehículos.

Los capítulos presupuestarios que integran el conjunto de otros ingresos, a excepción de las transferencias de capital, que proceden en su mayoría de operaciones con la UE, registraron en el primer trimestre tasas de variación inferiores a las presupuestadas. Destacan la reducción de los ingresos patrimoniales procedentes del Banco de España, tanto de los debidos a plusvalías como de los correspondientes a beneficios ordinarios, y la caída en los ingresos por primas positivas de emisión de deuda.

(2) Los ingresos por retenciones sobre los intereses de la deuda pública en poder de no residentes que tuvieron lugar hasta febrero de 1999 aparecen incluidos en la recaudación del impuesto sobre sociedades, introduciéndose los realizados posteriormente en la del impuesto sobre la renta de no residentes.

En cuanto a los gastos no financieros, los de naturaleza corriente crecieron hasta marzo por encima de lo presupuestado, aunque en línea con el incremento registrado en el conjunto de 1999. El mayor crecimiento de los pagos res-

CUADRO 4

Balanza de pagos: resumen (a)

Millones de euros

	ENE 1999	ENE 2000
	Ingresos	Ingresos
Cuenta corriente	11.907	14.292
Mercancías	6.894	8.383
Servicios	3.008	3.431
<i>Turismo</i>	1.660	1.807
<i>Otros servicios</i>	1.348	1.625
Rentas	879	1.116
Transferencias corrientes	1.125	1.361
Cuenta de capital	1.559	726
	Pagos	Pagos
Cuenta corriente	13.579	16.116
Mercancías	8.373	10.649
Servicios	1.988	2.367
<i>Turismo</i>	316	352
<i>Otros servicios</i>	1.672	2.014
Rentas	1.780	1.766
Transferencias corrientes	1.438	1.334
Cuenta de capital	61	79
	Saldos	Saldos
Cuenta corriente	-1.671	-1.823
Mercancías	-1.479	-2.265
Servicios	1.021	1.065
<i>Turismo</i>	1.344	1.454
<i>Otros servicios</i>	-324	-389
Rentas	-900	-650
Transferencias corrientes	-313	27
Cuenta de capital	1.498	646

Fuente: Banco de España.

(a) Avance provisional.

pecto a lo establecido en el Presupuesto se debió, básicamente, a la concentración de pagos por intereses, y al aumento de las transferencias corrientes a las Administraciones Territoriales en concepto de su participación en los ingresos del Estado. Entre estas últimas, las dirigidas a las CCAA crecieron casi un 40 % hasta marzo, como consecuencia de los mencionados trasposos en materia de enseñanza no universitaria realizados durante 1999, junto al efectuado en el presente año a la Comunidad Autónoma de Castilla y León. Por el contrario, la aportación a la Seguridad Social para financiar las operaciones corrientes del INSALUD aumentó un 6,4 %, en línea con lo presupuestado, en tanto que disminuyeron las entregas al presupuesto comunitario. Respecto a las operaciones de capital, las inversiones reales se redujeron en el primer trimestre, debido al menor volumen de pagos por obligaciones contraí-

das en ejercicios anteriores, compensando el aumento de las transferencias de capital.

Finalmente, se comentan brevemente los primeros datos referidos a la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social en 2000. Los ingresos por cotizaciones del Sistema (sin incluir recargos y multas) aumentaron un 9,5 % en enero, muy por encima del 7,9 % previsto en el Presupuesto y del 7,2 % de incremento en el conjunto de 1999. El crecimiento de estos ingresos continuó impulsado por el dinamismo del número de afiliados en alta, que aumentó un 5,4 % en el primer trimestre de 2000, en línea con lo observado en el conjunto de 1999. Por el lado del gasto, el destinado a pensiones contributivas creció un 4,7 % en enero, muy por debajo de lo presupuestado, aunque se espera una aceleración de esta partida a lo largo del año, como resultado del incremento en las cuantías de las pensiones mínimas y del pago, en febrero de 2000, de la compensación por desviación de la inflación en 1999. El número de pensiones contributivas creció un 1,2 % hasta marzo, en línea con la previsión presupuestaria y el incremento registrado en 1999. El número de beneficiarios de prestaciones por desempleo total disminuyó un 5 % en febrero, frente al 9,4 % de reducción media en 1999, recogiendo el menor ritmo de caída del paro registrado (un 7 % hasta febrero, frente al 12,6 % en el conjunto de 1999). En línea con lo que sucedió durante 1999, la caída del número de beneficiarios de prestaciones por desempleo, en febrero, fue menor que la contracción del número de desempleados registrados, con lo que la tasa de cobertura aumentó hasta el 65 % (64,5 % en febrero de 1999).

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

En el mes de enero de 2000, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 1.177 millones de euros, lo que supone un deterioro de 1.003 millones de euros en relación con el observado en el mismo mes del año anterior. Este resultado refleja el intenso aumento (53,2 %) que ha continuado experimentado el déficit comercial en el primer mes del ejercicio actual, ya que, a pesar de que las exportaciones afianzaron en enero la senda de fuerte recuperación de los meses recientes, y las importaciones se ralentizaron levemente, la relación real de intercambio registró un nuevo deterioro en este mes, derivado fundamentalmente del notable ascenso de los precios de los productos energéticos importados. Los restantes renglones de la cuenta corriente, por el contrario, registraron una evo-

lución favorable: el superávit de turismo continuó aumentando y el déficit de rentas registró una corrección de 251 millones de euros, que refleja el mejor comportamiento de los ingresos del sistema crediticio y la disminución de los pagos realizados por las AAPP. Por su parte, el saldo por transferencias corrientes también registró una mejora de 340 millones de euros, como consecuencia del aumento de los flujos procedentes de la UE en concepto de FEOGA-Garantía y de Fondo Social Europeo. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital registró un deterioro de 851 millones de euros en relación con el observado en enero del año ante-

rior, derivado del menor dinamismo de los fondos estructurales procedentes de la UE, que, no obstante, en los primeros meses del año suelen mostrar retrasos.

La necesidad de financiación de la nación que reflejan estos datos estaría indicando un debilitamiento de los saldos sectoriales de hogares y empresas derivado del dinamismo de las inversiones residenciales y de la fortaleza de la inversión productiva privada, en un contexto de favorables perspectivas de crecimiento y avances en la reducción del déficit público.

5. Los flujos financieros de la economía española

5.1. Los flujos financieros del conjunto de la economía

La información de las cuentas financieras relativa al cuarto trimestre de 1999 pone de manifiesto la consolidación de las tendencias que se señalaban en informes anteriores. Así, como se observa en el cuadro 5, prosiguió la caída del ahorro financiero neto de la nación, que, en términos acumulados de cuatro trimestres, se situó en el $-0,9\%$ del PIB, lo que supone que, por primera vez en los últimos años, el ahorro de la nación alcanza un nivel negativo. Esta evolución ha venido determinada, fundamentalmente, por la intensa desaceleación del ahorro de las familias, mientras que el ahorro financiero neto de las empresas ha disminuido solo ligeramente y las AAPP continuaron reduciendo sus necesidades de financiación.

En términos de la posición financiera neta, medida como la diferencia entre el saldo de activos financieros y de pasivos, los datos del cuarto trimestre de 1999 confirman el aumento del saldo acreedor del sector de empresas no financieras y familias que viene observándose desde comienzos de los años noventa. En el caso de las empresas, este incremento de su posición financiera neta refleja, básicamente, el significativo proceso de saneamiento que ha tenido lugar en los últimos años, gracias a las condiciones financieras más favorables y a los mejores resultados empresariales. En cuanto a las familias, la posición financiera neta se ha visto reforzada, más que por el aumento de los activos adquiridos, por la notable revalorización de la riqueza financiera y por el cambio de composición en el ahorro en favor de los activos financieros que presentan una mayor capacidad de generar plusvalías.

Por lo que se refiere a la evolución de la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, en 1999, al igual que el año anterior, se registraron salidas netas de capital; esto es, la economía española invirtió en el exterior más recursos financieros de los que obtuvo de los no residentes, de forma que los activos netos frente al exterior (excluidas las reservas) aumentaron en 12 mm de euros (véase cuadro 6). Este significativo incremento de las salidas netas de capital se explica, principalmente, por el fuerte dinamismo de las inversiones españolas en el exterior, directas y de cartera, que se elevaron a 76 mm de euros, lo que equivale a un 14% del PIB. Durante el año, el hecho más destacable lo constituye, sin duda, la extraordinaria expansión de las inversiones directas en el exterior, cuyo montante, tras duplicar el del ejercicio anterior, se elevó a 33 mm de euros.

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	IV TR	
Ahorro financiero de la nación	-2,7	0,5	1,5	1,3	1,0	1,1	0,9	0,9	0,7	0,2	-0,9	
Empresas no financieras y familias	-0,2	4,9	3,1	2,6	2,0	2,1	1,7	1,6	1,2	0,9	-0,3	
<i>Empresas no financieras</i>	-4,0	-0,7	-0,8	-0,3	-1,0	-0,9	-1,0	-0,8	-0,6	-1,0	-1,2	
<i>Familias</i>	3,8	5,6	3,9	2,9	3,0	2,9	2,7	2,4	1,8	1,9	0,9	
Instituciones de crédito (a)	1,4	0,7	0,6	0,7	0,8	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	
Inversores institucionales (b)	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Administraciones Públicas	-3,8	-5,4	-2,4	-2,2	-2,0	-1,7	-1,7	-1,4	-1,1	-1,2	-1,1	

	POSICIÓN FINANCIERA EN % DEL PIB (c) (Datos del cuarto trimestre)							
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Posición financiera de la nación	-16,7	-19,2	-19,4	-18,0	-17,7	-18,1	-19,2	-20,4
Empresas no financieras y familias	39,8	48,1	53,2	59,2	68,5	77,2	86,2	95,9
<i>Empresas no financieras (d)</i>	-17,3	-16,4	-13,6	-10,9	-6,7	-4,8	-0,3	5,4
<i>Familias</i>	57,1	64,5	66,8	70,1	75,2	82,0	86,5	90,6
Instituciones de crédito (a) (d)	12,5	14,1	13,0	12,1	12,8	14,2	14,2	14,2
Inversores institucionales (b)	-1,1	-1,2	-1,0	-0,9	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6
Administraciones Públicas	-35,2	-42,3	-46,5	-50,3	-52,6	-52,0	-49,7	-47,5

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.

Por lo que se refiere al capítulo de otras inversiones, en el transcurso de 1999 ha tenido lugar un cambio en la composición de los activos frente al exterior, observándose una notable disminución de los depósitos del sector privado no financiero en bancos no residentes, lo que sugiere que los agentes, en un entorno de sistemas de pagos unificados en la UEM, han optado por liquidar una parte de las posiciones constituidas anteriormente. A su vez, los activos exteriores del sistema crediticio experimentaron un fuerte incremento, que es, principalmente, el resultado del aumento de los activos intrasistema en poder del Banco de España, y cuyo origen está ligado a las operaciones interbancarias realizadas a través del sistema TARGET. En cuanto a los activos de reserva, la caída que se observa responde a la transferencia de reservas del Banco de España al BCE a comienzos del año y al vencimiento de *swaps* de divisas contratados previamente.

Respecto a la adquisición de pasivos exteriores (entradas de capital), el hecho más destacable es el notable incremento de las inversiones de cartera de no residentes, cuya cifra se elevó a 41 mm de euros. A diferencia del año

anterior, en que más de la mitad del total de estas inversiones se materializó en la compra de valores de renta variable, la atonía mostrada por las bolsas nacionales durante buena parte de 1999 desplazó el interés de los inversores hacia los valores de deuda pública. En relación con el resto de pasivos exteriores incluidos en el capítulo de otras inversiones, destacan, por un lado, el elevado endeudamiento exterior del sector privado no financiero —que, en parte, ha podido financiar las operaciones de inversión directa de las empresas españolas en el exterior— y, por otro, el incremento que, de nuevo, han mostrado los pasivos de las entidades de crédito frente al exterior, aunque el ritmo de endeudamiento fue menor que el de 1998.

En cuanto a la estructura sectorial de los flujos financieros, las salidas netas de capital contabilizadas durante 1999 han venido determinadas, en su mayor parte, por la adquisición neta de activos exteriores por parte del sector privado no financiero, lo que se ha financiado mediante el endeudamiento del sistema crediticio (excluyendo el Banco de España) y la adquisición de deuda pública por parte de los inversores no residentes.

CUADRO 6

Detalle de la cuenta financiera de la balanza de pagos

Millones de euros

	1997	ENE-DIC	
		1998	1999
SALDO DE LA CUENTA FINANCIERA	-2,775	-991	9,098
VARIACIÓN DE PASIVOS FRENTE AL EXTERIOR	34,479	65,678	88,157
Inversiones directas (a)	5,621	10,151	8,819
Inversiones de cartera (b)	11,068	15,353	41,419
Administraciones Públicas	9,952	4,125	23,812
Otros sectores residentes	1,183	8,469	9,348
Sistema crediticio	-67	2,759	8,259
Otras inversiones	17,790	40,174	37,919
Administraciones Públicas	21	866	-356
Otros sectores residentes	544	4,318	13,846
Sistema crediticio	17,226	34,990	24,429
VARIACIÓN DE ACTIVOS FRENTE AL EXTERIOR	37,255	66,669	79,059
Inversiones directas	10,970	16,507	32,658
Otros sectores residentes	9,844	14,756	33,199
Sistema crediticio	1,126	1,751	-541
Inversiones de cartera	14,377	40,787	43,170
Otros sectores residentes	10,049	29,873	29,302
Sistema crediticio	4,328	10,914	13,868
Otras inversiones	1,555	21,623	24,202
Administraciones Públicas	331	388	213
Otros sectores residentes	12,392	17,668	-8,853
Sistema crediticio	-11,168	3,567	32,842
Activos de reserva	10,352	-12,248	-20,971

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.

Respecto al año 2000, solo existe información de la balanza de pagos correspondiente al mes de enero, por lo que puede no resultar muy relevante acerca de las posibles pautas que van a observarse este año. En cualquier caso, lo más destacable de ese mes es que se ha producido una entrada neta de capitales, una parte de los cuales se explica por un flujo de inversión directa del exterior en España relativamente elevado y superior al de la inversión directa de España en otros países.

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

Según se ha comentado en el apartado anterior, el ahorro financiero neto del sector privado no financiero se redujo notablemente en el último trimestre de 1999, alcanzando un -0,3 % del PIB (en términos acumulados de los cuatro últimos trimestres). Esta evolución general, que resulta, sobre todo, de la fuerte caída del ahorro de las familias, viene explicada por un creci-

miento más rápido de los pasivos que de los activos financieros. De acuerdo con las estimaciones realizadas sobre la base de la información provisional disponible para algunas partidas de activos financieros y pasivos, esta tendencia podría mantenerse en el primer trimestre del presente año.

Por el lado de los activos financieros, como se observa en el cuadro 7 y en el gráfico 23, entre los meses de enero y marzo de 2000 las inversiones financieras del sector privado podrían haber mantenido un ritmo de crecimiento estable, con una tasa interanual en torno al 14 %, prácticamente idéntica a la del último semestre de 1999. En cambio, se estima que el componente de los activos financieros líquidos —que se componen del efectivo, los depósitos bancarios, cesiones temporales, valores bancarios y participaciones en fondos de inversión de renta fija— ha continuado creciendo a un ritmo mucho más moderado que el del conjunto de los activos financieros totales, con una tasa de expansión interanual estable, alrededor del 3 %.

CUADRO 7

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

	Saldo último trimestre (a) (b)	Tasas T1,4					
		1998		1999			2000 (b)
		IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
FAMILIAS Y EMPRESAS NO FINANCIERAS:							
Total activos financieros	1.423,6	14,3	10,9	12,0	14,2	14,2	14,6
Activos financieros líquidos	549,5	5,4	4,3	4,2	4,3	2,8	2,5
Medios de pago	271,8	14,6	14,9	17,5	17,5	11,9	12,5
Otros activos financieros líquidos	277,6	-1,1	-3,1	-5,5	-5,4	-4,7	-5,7
Resto de activos financieros	874,2	22,6	16,6	18,5	22,4	23,3	23,8
Total pasivos	938,0	13,2	14,4	16,3	16,4	15,8	16,2
Financiación bancaria más valores de renta fija	618,4	16,2	15,9	19,2	19,3	19,0	20,0
Crédito de entidades de crédito residentes	481,8	15,7	14,8	16,6	15,9	15,6	16,5
Resto de pasivos financieros	319,6	8,3	12,0	11,4	11,4	10,2	9,4
FAMILIAS:							
Total activos financieros	905,2	12,8	8,5	8,9	11,3	11,6	12,0
Activos financieros líquidos	446,8	3,6	2,2	1,6	1,1	0,7	0,3
Medios de pago	204,9	8,9	10,6	14,2	15,4	13,9	12,7
Otros activos financieros líquidos	241,9	0,4	-2,8	-6,3	-7,9	-8,2	-8,3
Resto de activos financieros	458,4	27,4	17,2	18,8	26,2	25,8	26,3
Total pasivos	380,0	13,2	15,4	15,1	15,3	14,6	12,7
Financiación bancaria más valores de renta fija	272,7	18,3	18,5	18,3	18,3	17,7	16,0
Crédito de entidades de crédito residentes	246,9	19,1	19,3	19,0	18,9	18,2	16,3
Resto de pasivos financieros	107,3	3,0	8,8	8,2	8,8	7,4	5,2
EMPRESAS NO FINANCIERAS:							
Total activos financieros	518,4	17,3	15,8	18,0	19,4	19,0	19,5
Activos financieros líquidos	102,7	14,8	15,5	17,7	21,3	13,0	13,5
Medios de pago	67,0	35,4	30,2	28,8	24,6	6,1	11,7
Otros activos financieros líquidos	35,7	-13,5	-5,4	1,4	16,2	27,8	16,8
Resto de activos financieros	415,7	18,0	15,9	18,1	18,9	20,7	21,1
Del cual: <i>Activos frente a empresas no financieras y familias</i>	192,6	8,3	8,5	9,0	8,1	8,9	13,9
<i>Activos frente al resto del mundo</i>	126,7	48,4	37,3	41,7	39,9	38,1	38,3
Total pasivos	558,0	13,2	13,8	17,2	17,2	16,7	18,6
Financiación bancaria más valores de renta fija	345,7	14,5	13,7	19,9	20,2	20,0	23,3
Crédito de entidades de crédito residentes	235,0	12,5	10,4	14,2	13,0	13,0	16,7
Resto de pasivos financieros	212,3	11,3	13,9	13,1	12,8	11,7	11,7

Fuente: Banco de España.

(a) Miles de millones de euros.

(b) Los datos correspondientes al primer trimestre de 2000 son estimaciones provisionales.

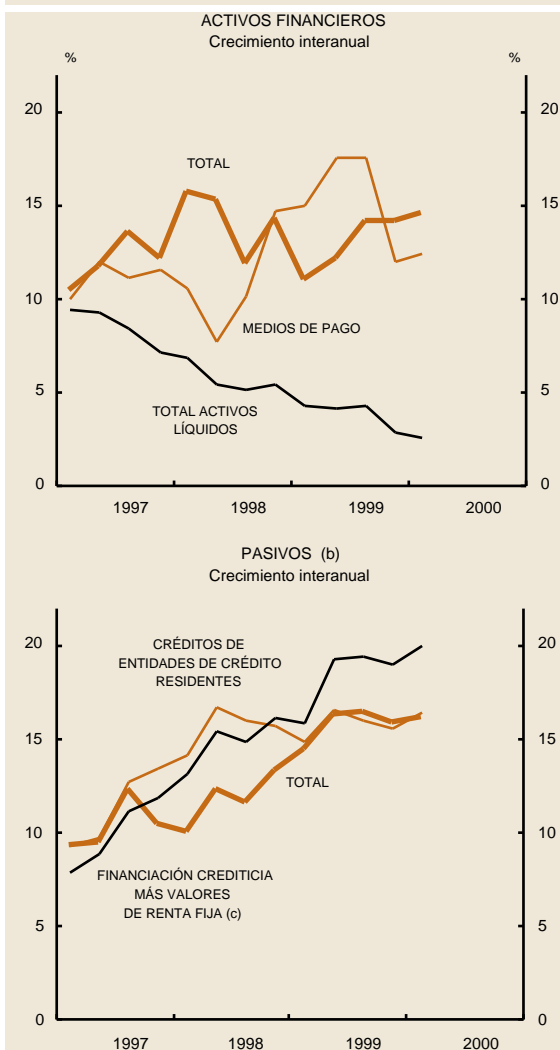
Por su parte, en el último trimestre de 1999 los medios de pago moderaron sensiblemente su expansión, de forma que, al acabar dicho año, su tasa interanual de crecimiento se situó en el 12 %, frente al 17 % de trimestres anteriores; dicha evolución se ha mantenido, previsiblemente, en el período enero-marzo de 2000. Esta relativa moderación de los medios de pago —que está, probablemente, asociada al mayor coste de oportunidad de mantener dichos activos, en un entorno alcista de tipos de interés— podría interpretarse como un signo de la menor disposición de los agentes para adoptar decisiones de gasto inmediatas. Sin embargo, las tasas de

expansión siguen siendo muy elevadas y, además, la mayor desaceleración parece observarse en el caso de las empresas, mientras que es menos significativa para las familias, en las que la relación entre medios de pago y decisiones de gasto puede ser más directa.

En cuanto a la evolución de los pasivos financieros del sector privado, se aprecia el mantenimiento de la evolución expansiva de trimestres anteriores, con un crecimiento en torno al 16 %. Dicha tasa recoge la consolidación de unos elevados ritmos de aumento de la financiación concedida al sector privado: de hecho,

GRÁFICO 23

Empresas no financieras y familias (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Los datos del primer trimestre de 2000 son estimaciones provisionales.

(b) Excluidas las acciones.

(c) No incluye el crédito comercial.

se estima que el agregado de endeudamiento compuesto por el crédito bancario y los valores de renta fija ha crecido a una tasa interanual del 20 % en el primer trimestre de 2000, un punto porcentual superior a la de finales del año anterior.

5.2.1. Flujos financieros de las familias

El hecho más significativo en la evolución financiera de las familias durante el cuarto trimestre de 1999 es que su ahorro financiero neto disminuyó drásticamente, hasta situarse

en el 0,9 % del PIB, lo que representa el nivel más bajo de las dos últimas décadas. Este comportamiento ha venido determinado por un conjunto de factores incentivadores del gasto y del endeudamiento, en detrimento del ahorro, entre los que cabría apuntar el aumento de la riqueza financiera del sector, sostenida, sobre todo, por la subida de las cotizaciones bursátiles; las buenas condiciones de financiación, que han propiciado que las familias mantengan un ritmo de endeudamiento crediticio notable; y, finalmente, las favorables perspectivas económicas, que hacen disminuir el ahorro por motivos precautorios.

Como se observa en el gráfico 24, en el primer trimestre de 2000, en línea con los últimos trimestres, se ha acelerado ligeramente el crecimiento de los activos, mientras que el ritmo de expansión de los pasivos se ha moderado. Se estima que en dicho período los activos financieros totales han crecido a una tasa interanual del 12 % (similar a la de finales de 1999), con una composición en la que, de nuevo, los activos financieros líquidos han mantenido una contribución muy moderada, con una tasa de expansión prácticamente nula (0,3 %). Tanto los medios de pago como el resto de los activos líquidos parecen haber mantenido un ritmo de crecimiento estable, en comparación con 1999. Así, los primeros registraron una tasa de avance interanual cercana al 13 %, mientras que los otros activos líquidos tuvieron una expansión negativa del 8 %. En este sentido, el aspecto más sobresaliente de los últimos meses es el desplazamiento del ahorro que ha tenido lugar desde los fondos de inversión de renta fija hacia otros activos financieros, como depósitos a plazo, fondos de inversión de renta variable e internacionales y productos de seguro. Entre estos últimos, la demanda parece estar concentrándose en los denominados *unit linked*, que ofrecen una rentabilidad financiero-fiscal muy atractiva.

La expansión de los pasivos financieros de las familias, que a lo largo de 1999 habían venido mostrando un ritmo de crecimiento muy elevado (15 %), podría haberse moderado en el primer trimestre de 2000, con una tasa de expansión interanual por debajo del 13 %. El avance de la financiación obtenida a través de las entidades de crédito residentes, principal canal de financiación de este sector, se ha reducido hasta una tasa interanual del 16 %, dos puntos inferior a la de finales del pasado año. Según se desprende de la información sobre el destino del crédito en el último trimestre de 1999, el otorgado a la adquisición de vivienda se mantiene en tasas elevadas, con una expansión del 19 %, mientras que el concedido para financiar la adquisición de bienes duraderos, en

línea con lo observado a lo largo del año, se ha moderado sensiblemente, hasta situarse en una tasa del 8 % en términos interanuales.

5.2.2. Flujos financieros de las empresas no financieras

Los flujos financieros de las empresas muestran una evolución más equilibrada entre el crecimiento de los activos financieros y de los pasivos que en el caso de las familias, lo que se traduce en el mantenimiento de un ahorro financiero neto estable, que, en el cuarto trimestre de 1999, se situaba en el -1,2 % del PIB. Dicho nivel, similar al que se viene observando en los últimos años, pone de manifiesto que las empresas están financiando la actual fase de crecimiento económico sin necesidad de endeudarse significativamente en términos netos. Esto revela que el sector está generando un volumen elevado de recursos propios para financiar sus inversiones y, además, es un síntoma de la mayor orientación inversora de las empresas españolas en el exterior. En efecto: con independencia de que se financie a través de endeudamiento o de ampliaciones de capital, la expansión exterior de la actividad empresarial no afecta al ahorro financiero neto, puesto que representa paralelamente un incremento de los activos financieros en poder de las empresas.

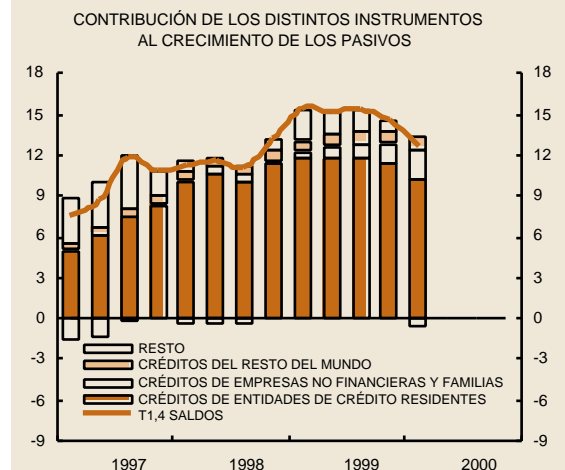
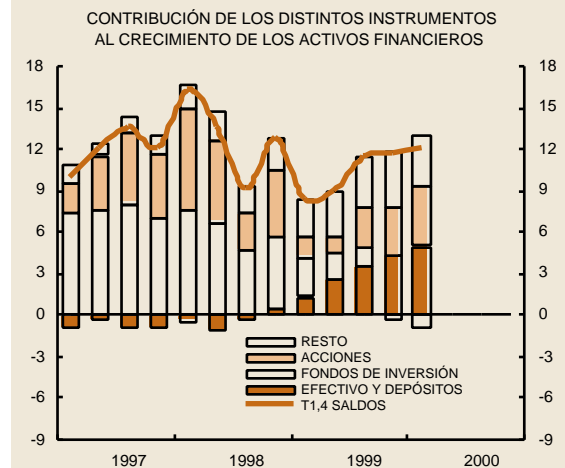
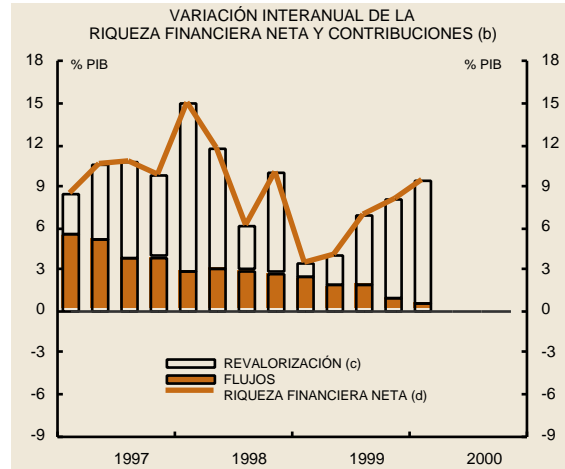
En relación con la evolución reciente de los activos financieros, en el primer trimestre del año 2000 se observa un dinamismo similar al de períodos anteriores, con un crecimiento interanual para el total de los activos financieros que podría estar cercano al 20 %. Como se aprecia en el gráfico 25, al igual que en períodos anteriores, los activos financieros menos líquidos son los que mantienen las contribuciones más elevadas, y entre ellos destacan los activos frente a familias y empresas (el denominado crédito interempresarial) y los mantenidos frente al resto del mundo.

De forma paralela al crecimiento de los activos financieros, se estima que los pasivos financieros de las empresas experimentaron en el primer trimestre del presente año un incremento notable, hasta alcanzar una tasa de expansión interanual cercana al 19 %, dos puntos superior a la registrada al finalizar 1999. Este repunte se explica por el incremento del crédito obtenido, tanto del sistema bancario residente como de otras empresas y familias, cuyas tasas de expansión interanual aumentaron en ambos casos en torno a cuatro puntos en relación con el trimestre precedente.

En cuanto al destino final de la financiación bancaria, la información relativa al cuarto tri-

GRÁFICO 24

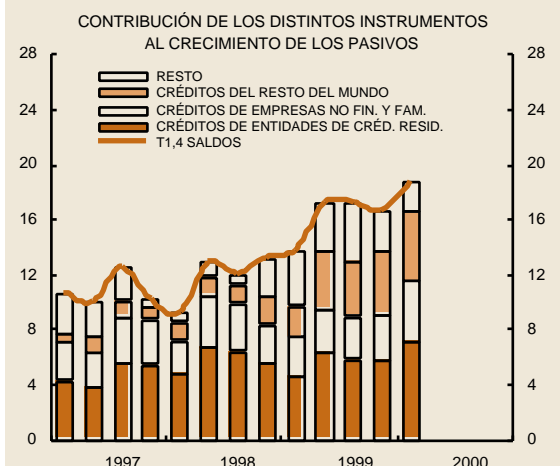
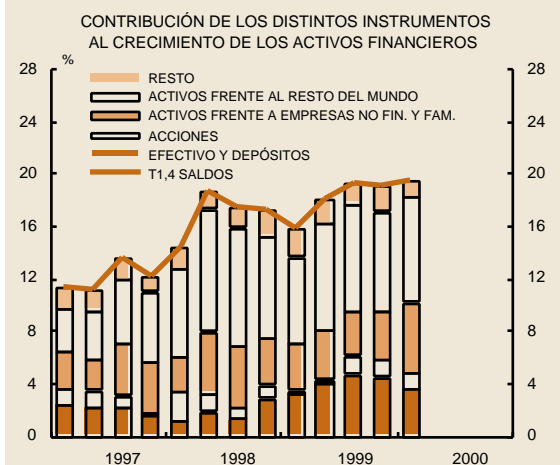
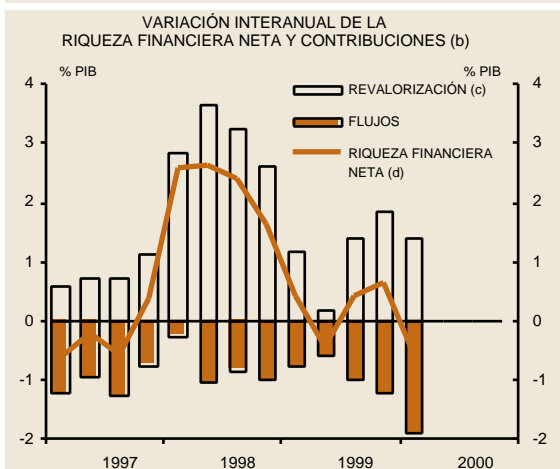
Familias (a)



Fuente: Banco de España.
 (a) Los datos del primer trimestre de 2000 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) Calculada con una estimación del activo para aproximarlos a una valoración a precios de mercado.

GRÁFICO 25

Empresas no financieras (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Los datos del primer trimestre de 2000 son estimaciones provisionales.

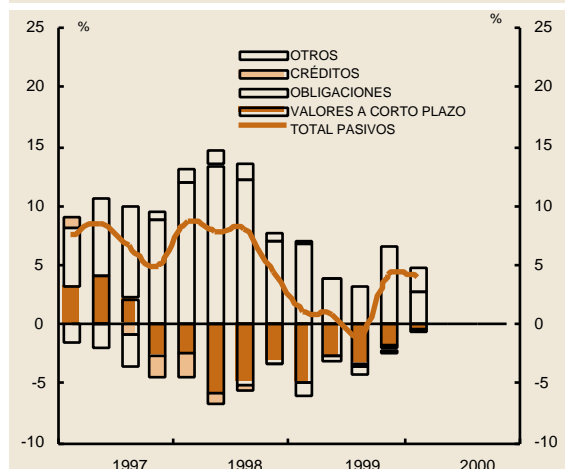
(b) Los datos de flujos y revalorización son acumulados en cuatro trimestres.

(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 aproximarlos a una valoración a precios de mercado.

GRÁFICO 26

Crecimiento de los pasivos de las Administraciones Públicas



Fuente: Banco de España.

mestre de 1999 evidencia una moderación notable del crédito concedido a las actividades productivas, con una tasa de crecimiento del 12 %, cuatro puntos por debajo de la observada en el trimestre precedente. Dicha moderación se debió a la disminución del crédito otorgado al sector industrial y a los servicios, que terminó el año expandiéndose a unas tasas del 9 % y 11 %, respectivamente, en ambos casos seis puntos porcentuales por debajo de las registradas en el trimestre anterior. Sin embargo, el crédito concedido a la construcción mantuvo su trayectoria ascendente, con una tasa de avance interanual del 20 %, cinco puntos por encima de la correspondiente al trimestre precedente.

5.3. Los flujos financieros de las Administraciones Públicas

En el cuarto trimestre de 1999, las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas —calculadas acumulando los cifras correspondientes a los cuatro últimos trimestres— disminuyeron hasta el 1,1 % del PIB, tres décimas por debajo del objetivo presupuestario establecido a comienzos del año. La información disponible para el primer trimestre del presente año apunta a que esta mejora ha continuado, estimándose un ahorro financiero neto para el conjunto del sector en línea con el presupuestado para el conjunto del ejercicio.

Como se aprecia en el gráfico 26, a diferencia de la evolución observada en trimestres anteriores, los pasivos financieros han seguido re-

cientemente una trayectoria ascendente, con una tasa de variación interanual en el cuarto trimestre de 1999 del 3 %, muy similar a la que se prevé para el primer trimestre de 2000. Esto no contradice los datos sobre la trayectoria del ahorro financiero neto, puesto que este depende también de la evolución de los activos financieros. Además, debe destacarse que el perfil de los pagos por intereses en los primeros meses del año ha hecho que las necesidades de financiación en dicho período hayan sido superiores a las de años anteriores, sin que esto influya en los objetivos anuales fijados.

En cuanto a la composición del saldo de pasivos financieros, hay que destacar que durante todo el año 1999 hubo emisiones netas positivas de los pasivos a largo plazo, mientras que disminuyó drásticamente el saldo de instrumentos a corto plazo. Esto hizo que, al finalizar 1999, la vida media de la deuda del Esta-

do en moneda nacional se situara en 5,3 años, frente a los 5 años al cierre de 1998. Entre los meses de enero y abril de 2000, las emisiones netas de valores públicos han sido negativas por importe de 1,7 mm de euros, fruto de una amortización de financiación, tanto a largo como a corto plazo, de 0,6 y 1,1 mm de euros, respectivamente. Sin embargo, en el caso de la deuda a medio y largo plazo esta cifra viene muy influida por la elevada amortización de bonos a tres años que tuvo lugar a mediados de abril, por lo que es posible que esos fondos se reinviertan, de nuevo, en bonos y obligaciones en las subastas correspondientes al mes de mayo. En el caso de las letras del Tesoro, ha tenido lugar una reducción del saldo vivo de las letras a seis y doce meses, mientras que el saldo de letras a dieciocho meses ha aumentado.

26.4.2000.