
Informe trimestral de la economía española

1. Rasgos básicos

NOTA PREVIA

Como consecuencia del comienzo de la Unión Económica y Monetaria (UEM), el pasado 1 de enero, el Banco de España está revisando sus publicaciones con el fin de adaptarlas al entorno de una moneda única y una política monetaria común. Sin embargo, tanto este Boletín como el Boletín estadístico del mes de enero, de próxima aparición, se encuentran en fase de transición, ya que, si bien los nuevos marcos analíticos y conceptuales están bien definidos, el ámbito temporal de estas publicaciones sigue estando referido, básicamente, a la etapa previa al inicio de la UEM (datos hasta diciembre de 1998). A pesar de que estas ediciones presentan ya numerosas novedades (por ejemplo, se generaliza la difusión de la información expresada en euros), en los próximos meses se irán incorporando los cambios pendientes hasta la total adaptación a la nueva situación.

* * *

En un entorno internacional incierto, debido a la persistencia de factores desestabilizadores en algunos mercados financieros, la economía española ha finalizado 1998 y ha iniciado su camino dentro de la Tercera Fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en unas condiciones favorables. El ritmo de crecimiento real es elevado y la suave tendencia a la desaceleración que se ha apreciado en la segunda mitad del año se debe a la caída que han experimentado las exportaciones, como consecuencia del menor dinamismo que se registra en algunos países industriales (véanse cuadro 1 y gráfico 1). En el cuarto trimestre, la demanda nacional mantuvo un alto ritmo de expansión y el crecimiento del empleo fue notable, conservando un buen tono los niveles de confianza de los consumidores, lo mismo que ocurre en los restantes países de la UEM (véase gráfico 2). Solo la actividad industrial ha dado signos de debilidad, y así lo han reflejado las opiniones de los empresarios, por lo que se ha atenuado el crecimiento de la inversión en equipo; la fortaleza de la inversión en capital fijo, sin embargo, siguió siendo considerable, a lo que ha contribuido decididamente el sector de la construcción. La continuidad de la fase expansiva, el descenso registrado en los tipos de interés y la persistencia en el control del gasto han permitido que la economía española reduzca el déficit de sus cuentas públicas más allá de lo que se había previsto, mientras que el incremento interanual de los precios de consumo al final del año resultó históricamente bajo, siendo de medio punto porcentual el diferencial con los países del área del euro, en términos de los índices armonizados (véase gráfico 3). La econo-

Producto interior bruto (a)

	1997	1997				1998		
		I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
Consumo privado	3,1	2,5	2,9	3,4	3,7	3,8	3,7	3,5
Consumo público	1,4	0,3	1,3	2,0	1,9	1,3	0,8	0,3
Formación bruta de capital fijo	5,1	3,1	4,0	5,8	7,3	8,4	8,4	8,4
<i>Construcción</i>	1,3	-1,1	0,4	2,6	3,5	4,9	5,7	6,1
<i>Bienes de equipo</i>	11,0	10,2	9,7	10,7	13,1	13,7	12,5	11,8
Demanda nacional	2,9	2,0	2,5	3,3	4,0	4,5	4,5	4,3
Exportaciones de bienes y servicios	14,8	14,9	15,2	15,0	13,8	11,3	9,3	8,6
Importaciones de bienes y servicios	12,2	10,1	11,5	13,3	13,8	12,6	10,9	9,9
PIB a precios de mercado	3,5	3,2	3,4	3,7	3,8	3,9	3,9	3,8

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas de variación interanual de las tendencias. Pesetas constantes de 1986. Cifras provisionales.

mía española fue adaptando sus condiciones monetarias, a lo largo del cuarto trimestre de 1998, a las que habrían de prevalecer al comienzo de la Unión. El Banco de España redujo su tipo de intervención en 1,25 puntos porcentuales durante este período, hasta colocarlo, de forma coordinada con otros bancos centrales del área del euro, en el 3 %; este tipo ha sido el adoptado por el Banco Central Europeo (BCE) al comienzo de la UEM. Las decisiones de política monetaria del BCE irán encaminadas a preservar los niveles de estabilidad alcanzados, teniendo en cuenta el contexto macroeconómico general. En este nuevo marco, la economía española debe mantener un tono riguroso en la instrumentación del resto de las políticas económicas nacionales, con el fin de mejorar la competitividad, reducir los diferenciales que siguen observándose en el crecimiento de los precios de algunos sectores y mantener el crecimiento del empleo.

La inestabilidad de la situación económica internacional parecía haberse atenuado en los meses finales de 1998 como consecuencia, fundamentalmente, de la disminución de las turbulencias en los mercados financieros internacionales y de la aparición de algunos signos de recuperación de las economías asiáticas emergentes. Sin embargo, este clima se ha vuelto a ver alterado por la reactivación de la crisis brasileña y el mantenimiento de unas expectativas poco favorables en las economías latinoamericanas y, sobre todo, en Japón, donde se sigue prolongando la recesión y la debilidad de su sistema financiero. Paralelamente, la actividad en las economías occidentales desarrolladas parece haber entrado en una fase

incipiente de ralentización, en principio moderada, que, según las previsiones actuales, se prolongará a lo largo de 1999. Esta ralentización estuvo, en general, determinada por la debilidad de las exportaciones de mercancías —ya observada en trimestres anteriores—, así como por indicios de pérdida de dinamismo de algunos componentes de la demanda interna y por el deterioro de los indicadores de confianza industrial. En todo caso, la magnitud de esta desaceleración dependerá, fundamentalmente, de la evolución de la situación financiera internacional, en la que subsisten elementos de riesgo, especialmente tras la reciente crisis cambiaria de Brasil.

En el área del euro, el crecimiento económico en el tercer trimestre de 1998 (2,4 % en tasa interanual) se situó en tasas sensiblemente inferiores a las de los dos primeros trimestres. A esta ralentización, en buena parte debida, como ya se ha dicho, al escaso dinamismo del sector exterior, ha contribuido, además, el comportamiento de la inversión en existencias. Los indicadores de confianza, por su parte, reflejan el deterioro del clima empresarial, aunque los correspondientes a los consumidores conservan unos niveles muy elevados, lo que permite augurar, por el momento, el mantenimiento de la fortaleza del consumo privado que se observa en la actualidad. Por su parte, la inflación del área, medida por el índice de precios de consumo armonizado, siguió registrando, en los últimos meses, valores positivos muy reducidos (en torno al 1 %), compatibles con el concepto de estabilidad de precios adoptado por el BCE. A este comportamiento tan favorable ha contribuido, además de otros factores de tipo domés-

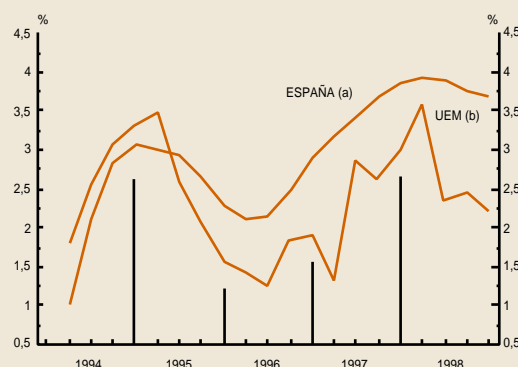
tico, el descenso de los precios de las materias primas, fundamentalmente, las energéticas. Los precios de los servicios muestran, sin embargo, una cierta resistencia a la baja, situándose sus tasas interanuales por encima del 2 % a finales de 1998. En lo que se refiere a las políticas fiscales del área, aunque el déficit agregado de las Administraciones Públicas se ha reducido ligeramente, esto parece deberse, fundamentalmente, al descenso de la carga de intereses, por lo que el esfuerzo fiscal de las autoridades nacionales, medido por el saldo primario, podría haberse reducido en 1998. En este entorno de estabilidad y crecimiento moderado, el BCE decidió, a primeros del pasado mes de diciembre, que el tipo de interés que debería estar vigente al comienzo de la UEM fuera del 3 %; con ello se pretendía salir al paso de los posibles efectos contractivos que se derivaban de la incierta situación internacional sin poner en peligro el grado de estabilidad existente.

La economía española ha terminado el año 1998 con tasas de crecimiento elevadas, claramente superiores a las que se registran en el promedio de la UEM (véase gráfico 1). La demanda exterior neta real acentuó su contribución negativa al crecimiento del producto, ya que las exportaciones están acusando la desaceleración experimentada por los mercados internacionales, de dentro y fuera del área. La demanda nacional, sin embargo, estabilizó su ritmo de variación, tras el suave retroceso que se había apreciado en el trimestre precedente. Con los datos disponibles en este momento, se estima que el aumento del PIB real en el cuarto trimestre fue del orden del 3,7 %, con un incremento de la demanda nacional muy próximo al 4,5 % y una detracción del saldo exterior de unas ocho décimas porcentuales. Entre los principales componentes, destaca la fortaleza del consumo privado, cuya tasa interanual real se espera que sea, al menos, similar a la del período precedente. Dentro de la formación bruta de capital fijo, continúa el comportamiento diferenciado de sus dos grandes agregados: moderada desaceleración de la inversión en equipo y marcha ascendente de la inversión en construcción; ni en la variación de existencias ni en el consumo público se observan cambios relevantes, aunque este último podría haber acentuado ligeramente su tasa de aumento. Si estos datos se confirman, el crecimiento del PIB real en el conjunto del año 1998 habría sido del 3,8 %; el correspondiente a la demanda nacional, del 4,4 %, y la aportación de la demanda externa neta, de -0,7 puntos porcentuales.

La fortaleza del consumo privado en 1998 se explica, básicamente, por el aumento de la

GRÁFICO 1

Producto interior bruto



Fuentes: EUROSTAT, BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Tasas de variación interanuales sin centrar calculadas sobre la tendencia.

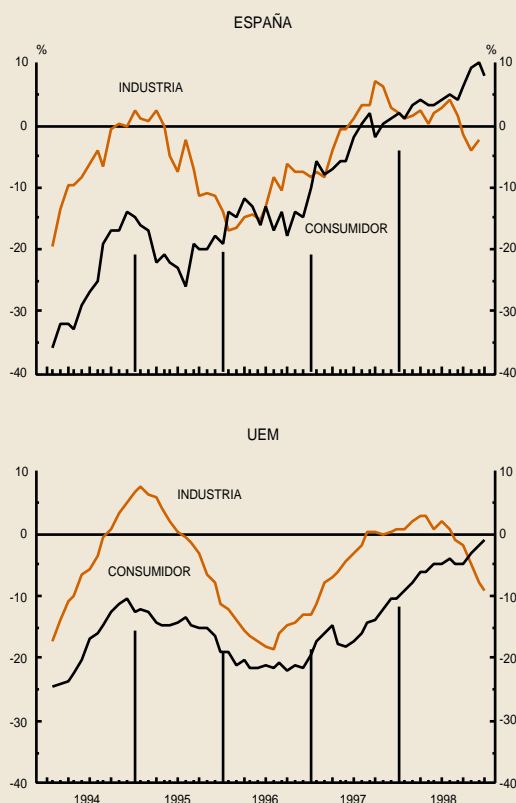
(b) Tasas de variación interanuales sin centrar calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

renta real disponible de las familias —del orden del 3,5 %—, muy superior al del año anterior, como consecuencia del menor crecimiento de los precios de consumo, ya que el incremento de la renta disponible nominal fue similar en ambos ejercicios. Las fluctuaciones experimentadas por la riqueza de las familias, como consecuencia de la crisis en los mercados financieros, no afectaron a la confianza de los consumidores, que han mantenido expectativas muy favorables sobre la evolución de la economía y sobre sus niveles de gasto hasta finalizado el ejercicio, en un contexto de notable crecimiento del empleo. La tendencia a la estabilización que se apreciaba en el indicador de confianza en los meses centrales del año parece haberse superado y en el cuarto trimestre se han registrado mejoras sustanciales, similares a las del resto de países de la UEM (véase gráfico 2). El crecimiento del consumo ha sido especialmente intenso en su componente no alimenticio, y dentro de este, en las compras de bienes de consumo duradero. La tasa de ahorro de las familias se estabilizó en un nivel similar al de los dos años precedentes, pero el considerable aumento experimentado por la inversión en vivienda ha supuesto un ligero recorte en la capacidad de financiación de las economías domésticas.

El clima de incertidumbre y la desaceleración de la actividad internacional se han trasladado a la evolución de las exportaciones, afectando a las expectativas de las empresas industriales y a sus decisiones de inversión. Aunque la incidencia sobre la economía espa-

GRÁFICO 2

Indicadores de confianza



Fuentes: Comisión Europea y Ministerio de Industria y Energía.

ñaola, al cierre de 1998, ha sido limitada, la pérdida de ritmo experimentada por las exportaciones de mercancías está siendo notable. Los excelentes resultados del sector turístico y la evolución de las ventas en los mercados europeos contribuyeron a atenuar los fuertes recortes experimentados en otros mercados; los datos más recientes muestran, sin embargo, que la tendencia a la desaceleración de las exportaciones se está extendiendo al área de la Unión Europea (UE). Con la información disponible, en la que se aprecia una alta erradicidad, se ha estimado que el total de exportaciones de bienes y servicios terminó el año con una tasa de variación real en torno al 7 %, más de seis puntos porcentuales por debajo de la que se registró al final de 1997. En cuanto a la inversión en equipo, su desaceleración ha sido mucho más limitada —de menos de tres puntos porcentuales a lo largo del año—, ya que la fortaleza de la demanda interna y los excelentes resultados alcanzados por las empresas contribuyeron a paliar los efectos de la reducción observada en las carteras de pedidos exteriores.

Como ya se ha comentado, la desaceleración de la inversión en equipo discurrió paralela al creciente dinamismo de la inversión en construcción, tanto en su componente privado como en la obra pública, habiéndose estimado, para el último trimestre del año, una tasa de crecimiento interanual real que supera en unos tres puntos porcentuales a la registrada al final de 1997. En los restantes componentes de la demanda destaca la aportación positiva de la inversión en existencias a lo largo de todos los trimestres del año, tras el ajuste realizado en el ejercicio precedente, así como la moderación en el crecimiento del consumo público, cuya tasa de crecimiento real en el conjunto del año podría resultar inferior al 1 %.

Aunque la demanda nacional mantuvo un ritmo de crecimiento estable a lo largo de 1998, la demanda final se desaceleró ligeramente. En estas circunstancias y en un contexto de continuo abaratamiento en sus precios, la desaceleración de las importaciones de bienes y servicios fue de solo cuatro puntos porcentuales en el período, aproximadamente, sensiblemente inferior a la experimentada por las exportaciones. En consecuencia, el déficit comercial ha aumentado notablemente en los diez primeros meses del año, esperándose que en el conjunto del ejercicio alcance un valor superior al 4 % del PIB nominal. A pesar de ello, el saldo conjunto de la balanza corriente y de capital seguirá siendo ampliamente excedentario, dado el comportamiento favorable que se aprecia en casi todos los componentes restantes.

La nota más destacada de la evolución económica reciente desde la óptica de las distintas ramas productivas es, sin duda, la modesta pérdida de ritmo acusada por la actividad industrial, mientras que la construcción acentuaba su dinamismo y las ramas de servicios destinados a la venta mantenían un tono expansivo más estable. Estas pautas se aprecian igualmente en los datos más recientes sobre la evolución del empleo, que parece haber estabilizado su tasa de crecimiento en torno al 3,5 % en los meses finales del año, según la información aportada por la Encuesta de Población Activa (EPA). El empleo asalariado, y dentro de este, el colectivo de trabajadores con contratos temporales, es el que más ha atenuado su tasa de aumento.

En cuanto a los salarios, la mayoría de los indicadores disponibles muestran una paulatina desaceleración en su tasa de aumento a lo largo del pasado año, con tendencia a estabilizarse en valores situados en el entorno del 2,5 %, un punto porcentual por encima, aproximadamente, del aumento del IPC en el mes de

diciembre. Esta relativa contención en los costes laborales no se ha trasladado plenamente a los costes laborales unitarios (CLU), ya que la fortaleza en el proceso de creación de empleo de la economía española ha supuesto una disminución en la productividad aparente del trabajo. Por esta razón, el diferencial entre el incremento de los CLU de la economía española y el conjunto del área permaneció estabilizado en torno a un punto diferencial a lo largo de 1998.

La tasa alcanzada por el índice de precios de consumo (IPC) al final de 1998 (1,4 %) ha superado ampliamente el objetivo previsto en la programación monetaria del pasado año debido, básicamente, al comportamiento de los precios alimenticios y energéticos. El incremento del componente que excluye la energía y los alimentos no elaborados (IPSEBENE) fue del 2,2 %, constatándose una gran estabilidad en la evolución de sus dos principales agregados: bienes industriales no energéticos y servicios, que cerraron el año con crecimientos del 1,6 % y 3,7 %, respectivamente, no muy alejados de los que se produjeron al final de 1997.

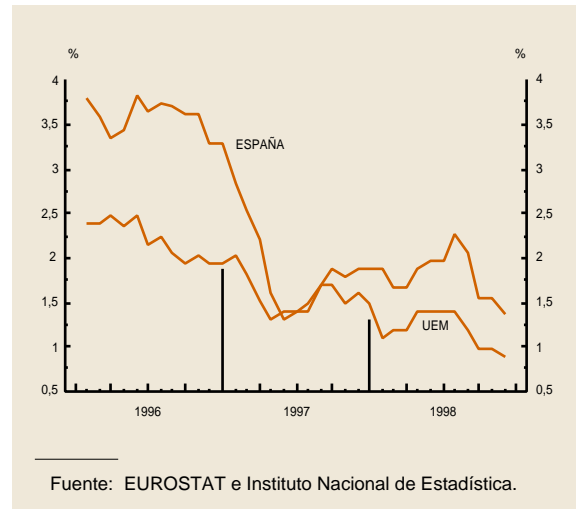
En el mes de diciembre, el incremento del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) fue del 1,4 %, medio punto porcentual superior al de los precios de la UEM. Si se analizan los principales componentes, con datos hasta noviembre, se aprecia que, si bien son idénticas las tasas de variación en el agregado de bienes —del 0,3 %, algo más elevada la de los bienes industriales en España, lo que se compensa con un menor incremento en los precios alimenticios—, en el apartado de servicios se registra un diferencial de un punto porcentual y medio, que se ha mantenido, con ligeras fluctuaciones, durante todo el año.

La persistencia de tasas de crecimiento relativamente elevadas en los precios de los servicios se corresponde, a su vez, con una notable moderación en los aumentos de los costes de producción, por lo que los márgenes unitarios están ampliándose sustancialmente, al contrario de lo que ocurre en los sectores industriales. Debe tenerse en cuenta que en numerosas ramas de servicios, además de la favorable evolución de los costes intermedios —de origen interno y externo—, se añade una mayor moderación de los costes salariales, como consecuencia de la utilización de aquellas modalidades de contratación que más han atenuado sus incrementos salariales.

Con los datos avanzados recientemente por el Gobierno, la reducción del déficit de caja del Estado en 1998 fue del 45,6 %, muy superior a lo previsto. La información disponible para los

GRÁFICO 3

Índices armonizados de precios de consumo Tasas de variación interanuales

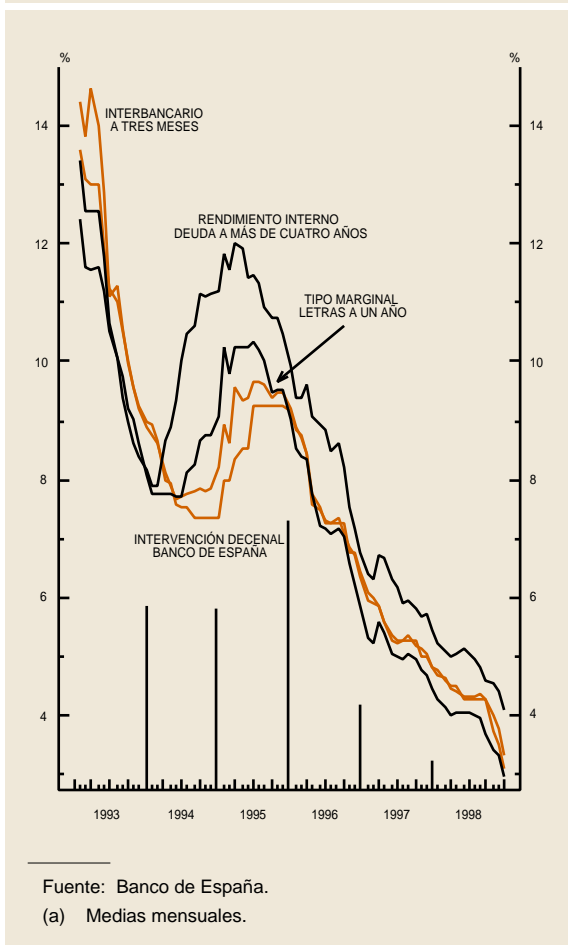


últimos meses del año muestra un ritmo de crecimiento sostenido en los ingresos no financieros, a la vez que se mantenía un estricto control del gasto. Cuando se conozcan las cifras correspondientes al resto de las Administraciones Públicas, la reducción de su déficit en términos de Contabilidad Nacional podría superar lo esperado.

Como ya se ha mencionado, el BCE fijó en el 3 % su primer tipo principal de las operaciones de política monetaria. Esta decisión se había anticipado a primeros de diciembre, por lo que los bancos centrales que iban a adoptar el euro como moneda única igualaron de forma coordinada sus tipos de interés básicos en ese nivel. En cierta medida, el nivel inicial de los tipos de interés del Eurosistema fue inferior al que descontaba el mercado, por lo que en diciembre se produjeron movimientos a la baja de la curva de rendimientos del mercado interbancario. Este nivel de tipos de interés del 3 %, si bien resulta históricamente bajo en la mayor parte de los países europeos, resulta plenamente compatible con el objetivo del BCE de mantener la estabilidad de precios y con la ausencia de riesgos inflacionistas claros en el actual panorama económico. En esta decisión el BCE ponderó los posibles efectos recesivos que podrían tener sobre el área del euro la crisis económica y las turbulencias financieras que se registran en otras zonas. Los mercados han reaccionado a las primeras decisiones del BCE manteniendo la senda de descenso de los tipos de interés a largo plazo. Esto podría interpretarse como un reconocimiento de que dichas decisiones son plenamente compatibles con el mantenimiento de la estabilidad de precios y que el marco de estabilidad macroeconó-

GRÁFICO 4

Tipos de interés (a)



mica que el BCE pretende garantizar va a ser duradero.

El proceso de convergencia de tipos de interés de la política monetaria ha supuesto que el Banco de España redujera 1,25 puntos su tipo de intervención en el último trimestre de 1998, lo que ha producido unos efectos sobre los mercados monetarios y financieros que son equiparables a los registrados en los otros países del área del euro (véase gráfico 4). En relación con la evolución monetaria y crediticia, la economía española también describió en 1998 unas pautas parecidas a las que se conocen para el conjunto del área del euro. Los agregados monetarios amplios terminaron el año con unas tasas de crecimiento interanual moderadas (6,5 % para ALPF y 1 % para ALP), mientras que los agregados más estrechos, como M1 y M2, experimentaron ritmos de expansión más intensos (en torno al 14 %-15 %). Por su parte, la financiación concedida a las empresas y a las familias aumentó a una tasa superior al 16 % en 1998, impulsada por el proceso continuado de reducción de los tipos de interés y por la mejora de las perspectivas económicas y, en concreto, por la favorable evolución del empleo.

La evolución monetaria y financiera más reciente en el área del euro, que se refiere a datos de noviembre de 1998, muestra que el agregado monetario M3, que constituye la principal referencia para el BCE, estaba creciendo a una tasa interanual del 4,5 %, que coincide con la referencia cuantitativa fijada por el BCE para el seguimiento de este agregado, mientras que el agregado más estrecho M1 registraba en noviembre una tasa de expansión superior al 9 %. El crédito al sector privado también presentó un ritmo de crecimiento interanual en noviembre por encima del 9 %.

2. El entorno exterior del área del euro

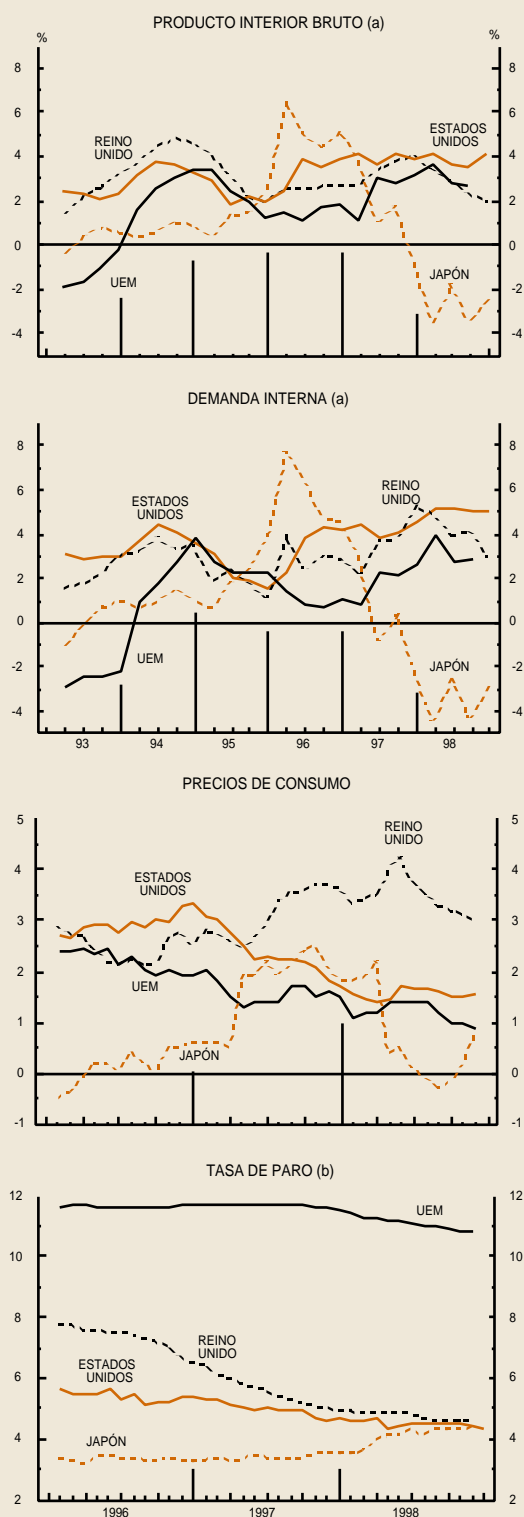
A lo largo del cuarto trimestre de 1998, el entorno exterior del área del euro ha estado muy condicionado por la inestabilidad de los mercados financieros internacionales y por las repercusiones tanto de la crisis de las economías con mercados emergentes como de la recesión de Japón sobre la actividad mundial. A medida que fue avanzando el trimestre, la disminución de los tipos de interés en la mayoría de los países industrializados y los planes de consolidación macroeconómica anunciados por las autoridades de las economías en desarrollo más afectadas por la crisis, junto con la ayuda del FMI, contribuyeron a una suavización progresiva de las turbulencias financieras internacionales. De este modo, los índices de los principales mercados de renta variable mundiales retornaron prácticamente a los niveles anteriores al mes de agosto y se produjo una cierta relajación de las condiciones financieras en las economías emergentes. No obstante, en los primeros días de enero, el riesgo de incumplimiento por parte de Brasil de los planes de ajuste fiscal exigidos por el FMI para la recepción de ayuda financiera y las turbulencias cambiarias de la moneda brasileña que vinieron aparejadas, crearon un nuevo episodio de inestabilidad en los mercados internacionales (véase el recuadro 1).

En este contexto, el comportamiento del sector real de los principales países del entorno exterior del área del euro ha sido diverso. En un marco de reducción generalizada de la demanda exterior, las economías anglosajonas, más avanzadas cíclicamente, han tendido a desacelerar su ritmo de crecimiento; este efecto ha sido relativamente más pronunciado en el Reino Unido que en Estados Unidos. Japón ha seguido inmerso en una fuerte recesión y todavía no se vislumbra cuándo la economía nipona retornará a tasas de crecimiento positivas. En las principales economías del sudeste asiático afectadas por la crisis se empiezan a percibir algunos signos positivos que, en caso de confirmarse, estarían anticipando una cierta recuperación de la actividad productiva. Este no parece ser el caso de las economías latinoamericanas, en donde la persistencia de desequilibrios fundamentales en países de gran tamaño —Brasil, fundamentalmente—, junto con el endurecimiento de las condiciones financieras producido por el clima de inestabilidad, han favorecido una notable disminución del ritmo de crecimiento económico del área desde la segunda mitad de 1998.

Por el lado de los precios, la ausencia generalizada de presiones inflacionistas sigue siendo la nota más destacada. Los precios de las materias primas en los mercados internacionales han permanecido en niveles bajos o han se-

GRÁFICO 5

Principales indicadores macroeconómicos
Tasas de variación



Fuentes: Banco de España, estadísticas nacionales y EUROSTAT.

- (a) El dato del último trimestre es una previsión.
- (b) Porcentaje de la población activa.

guido reduciéndose y, en concreto, el precio del petróleo volvió a registrar mínimos históricos en el mes de diciembre. Si bien, en las primeras semanas de 1999, el precio del petróleo se ha recuperado ligeramente, no existen indicios de que, a corto plazo, los precios de las materias primas registren un repunte significativo que amenace las bajas tasas de inflación de los principales países industrializados.

Por lo que se refiere, en concreto, a la evolución de la economía estadounidense en el cuarto trimestre, los indicadores disponibles muestran un comportamiento muy diverso. Por un lado, el consumo y la inversión privados han seguido creciendo a tasas sostenidas, mientras que la producción industrial y otros indicadores de oferta han mostrado una desaceleración de la actividad productiva, en respuesta a la contracción de la demanda exterior. Según las cifras provisionales, en el cuarto trimestre, el PIB de Estados Unidos habría crecido en torno a un 4 %, en tasas interanuales, lo que situaría el crecimiento en el conjunto del año en un 3,9 % (véase gráfico 5). Este resultado se debe, fundamentalmente, a la firmeza del gasto del sector privado, que sigue apoyada en los aumentos de la renta real disponible, como consecuencia del aumento del empleo y de los salarios, y en el efecto riqueza que genera la revalorización acumulada de los activos financieros; cabe señalar que, en los últimos meses, la tasa de ahorro privado de esta economía ha caído hasta situarse en niveles negativos. Por otro lado, la reducción de las exportaciones ha deteriorado fuertemente los saldos exteriores, de forma que, tanto la balanza comercial como la balanza por cuenta corriente están superando déficit crecientes, cuyos importes superan notablemente los de hace doce meses.

En el mercado de trabajo, la creación de empleo neto ha situado la tasa de paro en el 4,3 % de la población activa en diciembre (4,7 % en diciembre de 1997), evolución que ha venido acompañada, en los últimos meses, de una ligera desaceleración salarial. Los precios de consumo, por su parte, han seguido creciendo a tasas muy moderadas (un 1,5 % de crecimiento medio interanual en el cuarto trimestre). Asimismo, a pesar de la depreciación del dólar experimentada desde el mes de agosto, los precios de importación han seguido registrando tasas de crecimiento negativas.

En Japón, a pesar de las medidas fiscales y monetarias expansivas y del plan oficial de saneamiento del sistema bancario, no se han observado indicios inequívocos del final de la recesión. Tras la fuerte contracción del PIB en el tercer trimestre (-3,5 % en tasa interanual), no parece que se haya producido una mejora de la

Crisis cambiaria de Brasil

Desde 1995, las autoridades brasileñas han venido anunciando, a principios de cada año, la política cambiaria a seguir. La definición consistía en el establecimiento de una banda amplia, que fijaba los límites máximos de fluctuación del real frente al dólar, y que intentaba recoger la depreciación prevista a lo largo del año en curso. Dentro de esa banda se establecía una banda estrecha o minibanda que se usaba como referencia a más corto plazo y que podía ser cambiada dentro de los límites de la banda ancha. De hecho, en los últimos meses, dicha minibanda se ha alterado en varias ocasiones.

El pasado 13 de enero, el Banco Central de Brasil (BCB) anunciaba una nueva banda, definida por los límites 1,20-1,32 reales por dólar, que sustituía a la vigente a lo largo de 1998 (1,12-1,22). Este cambio suponía un aumento de la amplitud de la banda, desde el 8,9 % vigente en 1998 hasta el 10 % correspondiente a 1999, así como una devaluación de factor del 8,3 %. Pero, sin duda, el elemento más importante de los planes de política cambiaria para 1999 fue la supresión de la banda estrecha que, desde el pasado mes de diciembre, tenía una amplitud del 3 %. La consecuencia inmediata de esta relajación del compromiso cambiario fue que el tipo de cambio del real comenzara a cotizar a niveles muy cercanos al límite máximo permitido, lo que obligó a las autoridades brasileñas a suspender también la banda ancha anunciada. La cotización de la moneda brasileña se situaba el viernes 15 de enero un 17,4 % más depreciada respecto a los niveles existentes con anterioridad al anuncio de suspensión de la política cambiaria seguida desde 1995. Entre los días 14 y 15 de enero, la pérdida de reservas se situó en unos 2.114 millones de dólares. El lunes 18 se confirmó que el real continuaría fluctuando libremente respecto al dólar, y que el BCB interpondría únicamente cuando la volatilidad se considerase excesiva. Entre los días 12 y 21 de enero, el real ha acumulado una depreciación del 29% frente al dólar y han continuado las salidas de capitales.

A lo largo de 1998 la economía brasileña evidenció algunos de los síntomas de agotamiento del plan de ajuste que venía aplicando desde 1994 y que le había permitido, por una parte, reducir de forma drástica y rápida la hiperinflación que venía sufriendo desde finales de la década anterior y, por otra, ganarse la confianza de los inversores internacionales hasta el punto de ser el país latinoamericano que más capitales recibió en los últimos años.

Durante el período de ajuste se consiguió un descenso del déficit público, que en 1994 se situaba en el 44 % del PIB, hasta situarlo en el 6,1 % del PIB en 1997. Sin embargo, el estancamiento del proceso de reformas estructurales, las dificultades para continuar los planes de privatización y los enfrentamientos presupuestarios entre el Gobierno Central y los Estados federales supusieron que el déficit público aumentase en 1998 hasta situarse en torno al 7,5 % del PIB y que se generasen unas expectativas pesimistas para los años venideros.

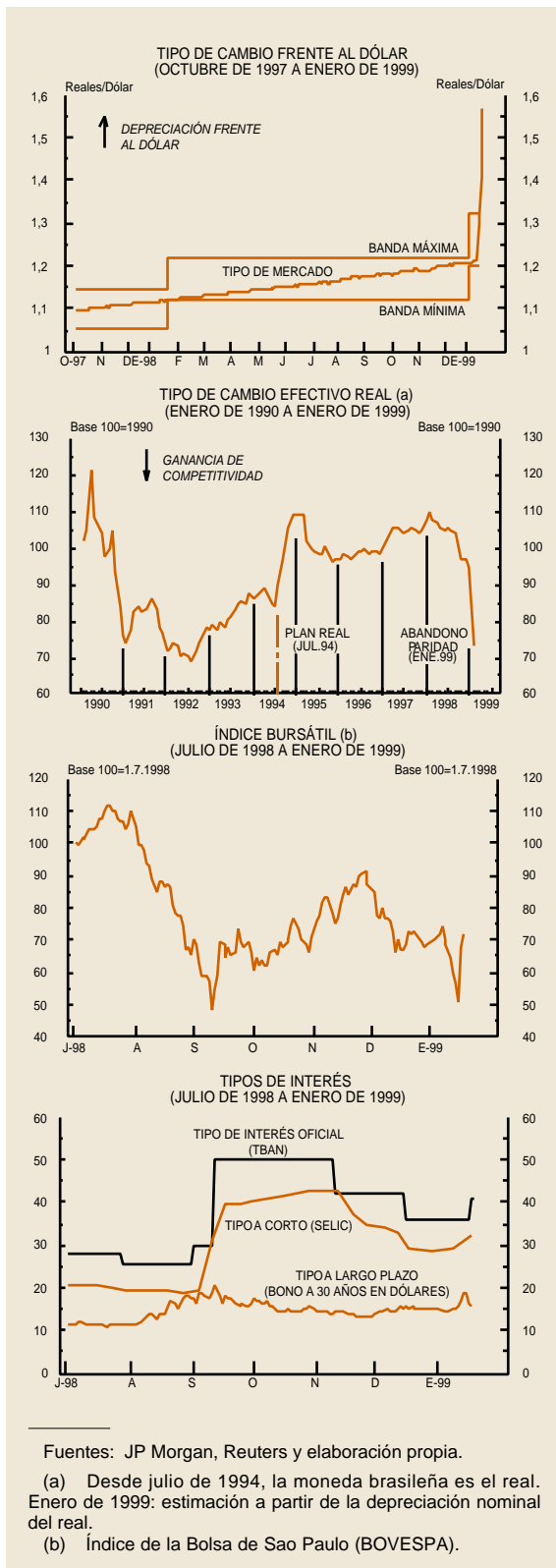
Por su parte, la depreciación anual registrada por el real frente al dólar en términos nominales no fue suficiente para compensar el diferencial de precios desfavorable para Brasil existente desde 1994 hasta 1997, a pesar del esfuerzo realizado en este aspecto. Como consecuencia, el índice de tipo de cambio real de la moneda brasileña, medido por los precios de consumo, se apreció alrededor de un 30 % en ese período. Por su parte, el déficit exterior pasó de representar un 0,1 % del PIB en 1994 a un 4,1 % del PIB en 1997. La ganancia de competitividad que se logró en 1998, como consecuencia de la moderación de los precios en Brasil y de la depreciación nominal, fue insuficiente para conseguir reducir el déficit exterior, que alcanzó cerca del 4,2 % del PIB en 1998.

En este contexto, a partir de agosto del pasado año, se intensificaron las presiones depreciatorias sobre el real. Estas presiones obligaron a las autoridades brasileñas a efectuar intervenciones cambiarias continuas y cuantiosas, lo que supuso reducciones de las reservas exteriores a niveles que apenas cubrían un mes de importaciones y elevaciones de los tipos de interés a corto plazo al 42% a mediados del pasado mes de noviembre.

El peso económico de Brasil y la confianza en que sus autoridades pudieran continuar y fortalecer el proceso de saneamiento de la economía llevó al Fondo Monetario Internacional a proporcionar una ayuda condicional estimada en unos 41.000 millones de dólares. Esta ayuda estaba supeditada a la reducción del déficit presupuestario, para lo que se estableció un objetivo de superávit primario del 2,6 % del PIB.

Sin embargo, desde finales del pasado año fueron apareciendo una serie de noticias que mermaron la confianza en el cumplimiento del plan de ayuda pactado y que intensificaron las tensiones depreciatorias del real. Así, se revisaron a la baja las estimaciones de crecimiento económico para 1999, aparecieron los rumores de que el Gobierno deseaba revisar los acuerdos con el FMI y, sobre todo, se publicó la intención del estado de Minas Gerais, el más rico de Brasil, de establecer una moratoria de su deuda con el Gobierno central. Desde entonces, se asistió a una caída generalizada de la bolsa, al registro de unas salidas de capitales muy fuertes y, en fin, a la suspensión de la política cambiaria seguida desde 1995.

Principales indicadores financieros de Brasil



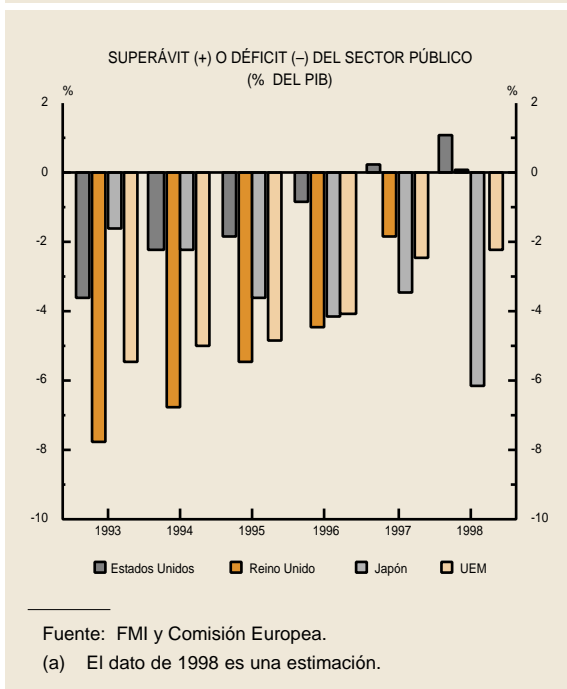
Fuentes: JP Morgan, Reuters y elaboración propia.

(a) Desde julio de 1994, la moneda brasileña es el real. Enero de 1999: estimación a partir de la depreciación nominal del real.

(b) Índice de la Bolsa de Sao Paulo (BOVESPA).

GRÁFICO 6

Evolución de las finanzas públicas en las principales economías (a)



situación económica en el cuarto trimestre. El clima recesivo y las expectativas pesimistas siguen provocando una fuerte contracción del gasto del sector privado. Así, los indicadores de confianza continúan ofreciendo información muy desfavorable; la producción industrial ha seguido reduciéndose y la tasa de paro ha aumentado, en noviembre, hasta el 4,4 % de la población activa. Asimismo, el sector exterior no está contribuyendo a dinamizar la actividad productiva en esta economía. En los últimos meses, la apreciación del yen se ha sumado a la atonía de la demanda de exportaciones —a pesar del crecimiento del déficit comercial de EEUU—, de forma que la mejora que se está observando en el saldo comercial es consecuencia, fundamentalmente, de la caída de las importaciones. Por su parte, los precios de consumo han pasado a registrar, en los últimos meses, tasas de crecimiento interanual nuevamente positivas; no obstante, si se excluyen del índice general los alimentos frescos, dicha tasa se sitúa en valores negativos.

En lo que respecta a los países de la Unión Europea que no pertenecen al área del euro, debe destacarse la desaceleración de la actividad en el Reino Unido. A medida que avanzaba 1998, la demanda interna y, en particular, la inversión privada se han sumado al escaso dinamismo de las exportaciones, si bien el consumo ha mantenido un comportamiento más sostenido. A pesar de la menor tasa de crecimiento del

producto, la tasa de paro permanece estabilizada en el 4,6 % de la población activa desde los meses centrales del año. El crecimiento de los salarios, por su parte, ha tendido a moderarse, tras los fuertes incrementos registrados en la primera mitad del año, lo que, unido a las menores presiones de demanda, ha permitido una reducción de la inflación: los precios de consumo —excluidos los pagos por hipotecas— crecieron un 2,5 % interanual en el cuarto trimestre, frente al 3 % del segundo trimestre.

Por lo que se refiere a las políticas económicas instrumentadas en los principales países desarrollados del entorno exterior del área del euro, el cambio fundamental respecto a los meses anteriores ha sido el tono más expansivo adoptado por las políticas monetarias, ante los riesgos de que la inestabilidad financiera reciente intensificara la desaceleración prevista de la producción; todo ello en un marco de ausencia generalizada de presiones inflacionistas. Las políticas fiscales, por su parte, no han variado su línea de actuación y las previsiones apuntan a un cumplimiento prácticamente generalizado de los objetivos fiscales contemplados en los presupuestos para 1998.

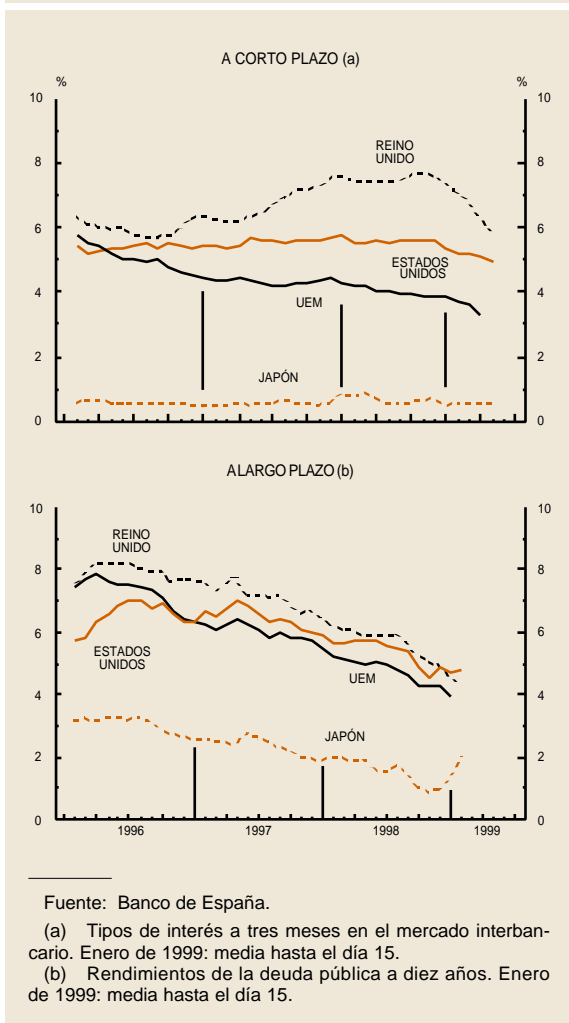
En Estados Unidos, los esfuerzos de consolidación presupuestaria y la favorable contribución de las condiciones cíclicas de esa economía han permitido que el cierre del presupuesto federal de 1998 se haya saldado con un superávit de 70.000 millones de dólares, saldo positivo no alcanzado desde hacía treinta años y que ha superado todas las previsiones que, a lo largo del ejercicio, se habían venido formulando sobre el mismo. Con respecto a la ejecución del presupuesto actual, el déficit acumulado en los dos primeros meses del presente año fiscal —iniciado en octubre— se ha elevado a 49.600 millones de dólares, un 6,9 % inferior al del mismo período del ejercicio anterior. Ante estos primeros datos, y dada la evolución positiva que mantiene esta economía, el Gobierno ha elevado su previsión de superávit presupuestario para 1999 desde 54.000 millones hasta 76.000 millones de dólares.

En Japón, a mediados de noviembre, el Gobierno anunció un nuevo paquete de medidas de estímulo fiscal, que introduce reducciones de impuestos y nuevos gastos de infraestructuras para el año 1999, principalmente. Las últimas previsiones apuntan a que el déficit público podría superar el 6 % del PIB en 1998 y la deuda alcanzar cifras cercanas al 100 % del PIB.

Por último, en el Reino Unido, la buena evolución de los ingresos fiscales, junto con el control estricto del gasto público instrumentado, en línea con lo establecido en los presupuestos

GRÁFICO 7

Tipos de interés

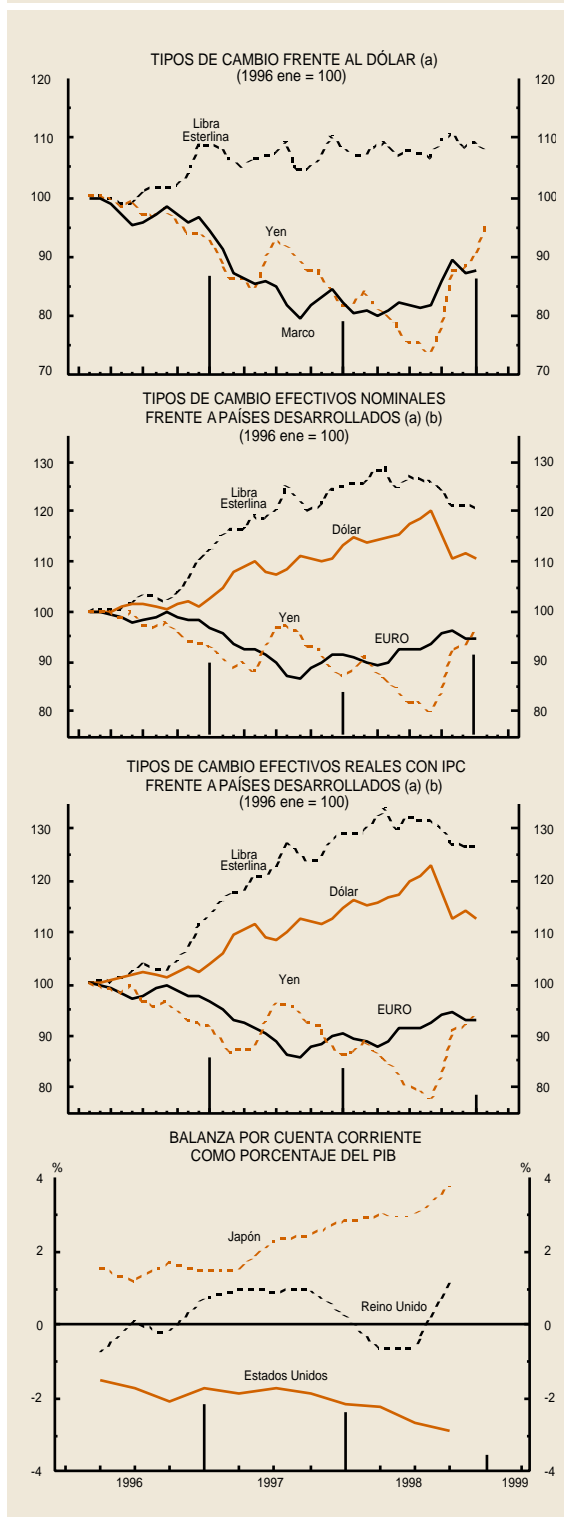


para el presente año fiscal, van a permitir, con una alta probabilidad, que en 1998 el saldo de las Administraciones Públicas sea ligeramente superavitario (véase gráfico 6).

Por el lado de las políticas monetarias, en Estados Unidos la Reserva Federal ha reducido el tipo objetivo de los fondos federales en 75 puntos básicos desde finales de septiembre, hasta dejarlo situado en el 4,75 % a mediados de noviembre. La previsible desaceleración económica, la ausencia de presiones inflacionistas, las fuertes turbulencias financieras de los primeros meses del otoño y el tensionamiento de las condiciones financieras domésticas fueron algunos de los factores principales que indujeron el descenso de los tipos de interés estadounidenses. En Japón, el banco central ha continuado suministrando liquidez a precios muy reducidos, sin que por el momento se haya podido apreciar una respuesta positiva en la actividad crediticia de los bancos. Finalmente, en el Reino Unido, el

GRÁFICO 8

Tipos de cambio y balanzas por cuenta corriente



Fuentes: Banco de España, BIS 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 BIS a partir de los tipos de cambio efectivo de los países del área del euro.

Banco de Inglaterra ha recortado entre octubre y la primera mitad de enero el tipo básico en 1,5 puntos porcentuales, hasta situarlo, el día 7 de enero, en el 6 %, en un contexto de clara desaceleración de la actividad económica y de moderación de la tasa de inflación.

En los mercados monetarios, los tipos de interés a corto plazo han seguido una trayectoria descendente, especialmente apreciable en el Reino Unido (véase gráfico 7), mientras que en los mercados de deuda la evolución de los tipos de interés a largo plazo, aunque descendente, ha sido más volátil, sobre todo en Estados Unidos. Japón constituye una excepción a esta tendencia, ya que, desde noviembre, los tipos de interés a diez años han aumentado. Las causas de este movimiento alcista son todavía inciertas, si bien el fuerte deterioro de las cuentas públicas, el anuncio por parte del Gobierno de un extraordinario volumen de emisiones de deuda en 1999 y algunos cambios en la operativa del mercado de deuda son algunos de los

argumentos que se barajan en los mercados para explicar tal repunte.

En los mercados de cambios la depreciación del dólar y la apreciación del yen frente a las principales monedas han sido las notas dominantes de los últimos meses (véase gráfico 8). Entre agosto y diciembre, la moneda estadounidense se ha depreciado casi un 20 % frente al yen, un 7 % frente al marco y un 8 % respecto al conjunto de países desarrollados; en la primera mitad de enero de 1999, su pérdida de valor frente al yen y el euro se ha mantenido, si bien en los últimos días las intervenciones del Banco de Japón para frenar la fortaleza de su moneda y las turbulencias cambiarias procedentes de Brasil parecen haber frenado algo la caída del dólar. Asimismo, la fortaleza del yen se ha traducido en una importante pérdida de competitividad: en términos efectivos nominales y reales, la moneda nipona se ha apreciado un 20 % y un 22 %, respectivamente, frente al conjunto de países desarrollados.

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

3.1. Las condiciones económicas del área del euro

En la segunda mitad de 1998, y en particular en el cuarto trimestre, se ha producido una cierta ralentización del ritmo de actividad económica en el área del euro (véase gráfico 5), como consecuencia del menor impulso procedente tanto del sector exterior como, en menor medida, de algunos componentes de la inversión. El consumo privado, por su parte, ha continuado creciendo a una tasa sostenida. En cualquier caso, se estima que el crecimiento del área en el conjunto de 1998 ha sido superior al de los siete años precedentes.

Según las estimaciones provisionales de EUROSTAT, el PIB de la UEM habría crecido un 2,7 % interanual en el tercer trimestre de 1998 (3,6 % en el primer trimestre y 2,8 % en el segundo). Estos datos parecen apuntar a una desaceleración de la actividad a partir del segundo trimestre. No obstante, si se corrigieran los efectos de calendario derivados de las fechas de celebración de la Semana Santa, el reparto del crecimiento del PIB entre los dos primeros trimestres del año pasado habría sido más parejo. De ello se deduciría que la desaceleración económica se habría producido a partir del tercer trimestre.

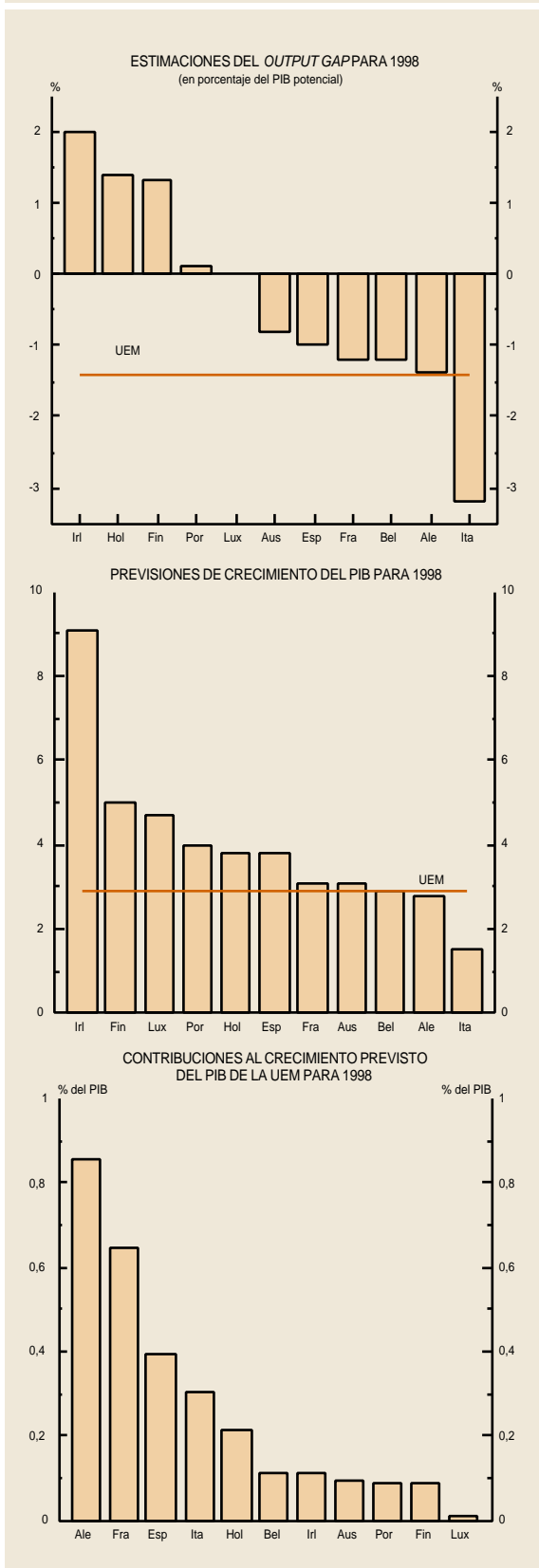
En la primera mitad de 1998, la demanda interna mostró una fortaleza inusitada; en particular, destacó el dinamismo de la inversión, favorecida por la estabilidad financiera en el área y los bajos tipos de interés (véase gráfico 7). A partir del tercer trimestre, la aportación negativa del sector exterior se ha visto acompañada de una reducción de la inversión en existencias. De este modo, la crisis financiera internacional y las perspectivas de desaceleración de las economías de su entorno han podido empezar a hacer alguna mella en la actividad económica interna del área del euro.

No obstante, existen factores que han permitido aminorar el impacto negativo de la crisis internacional sobre el área del euro. Así, la corrección sustancial de los desequilibrios macroeconómicos que tradicionalmente aquejaban a varios de los países que forman parte del área —notablemente en el terreno de los déficit públicos y de la inflación— y la consolidación de un entorno de estabilidad macroeconómica en el marco de la UEM han contribuido de modo positivo a la actividad en el área (véanse gráficos 5 y 6).

Los indicadores de producción y las encuestas de opinión más recientes corroboran las impresiones que se derivan del análisis de los datos macroeconómicos del área. Así, se-

GRÁFICO 9

Output gap y PIB en la UEM



Fuente: OCDE (diciembre 1998).

gún EUROSTAT, la producción industrial, después de alcanzar un crecimiento del 6,3 % interanual en el primer trimestre, se ha desacelerado progresivamente en el segundo y tercer trimestres (4,4 % y 4 % interanual, respectivamente). El indicador de confianza industrial, elaborado en el marco de las encuestas de opinión de la Comisión Europea, refleja un deterioro gradual desde los meses del verano, de manera que se sitúa en estos momentos muy cerca de la media de los últimos diez años. En cambio, el indicador de confianza de los consumidores correspondiente muestra mejoras sostenidas desde mediados de 1996, hasta situarse en valores cercanos a los máximos de los últimos catorce años.

Por lo que se refiere al grado de sincronía cíclica de los países del área, se espera, según las previsiones para 1998 publicadas por la OCDE, que los países integrantes de la UEM (a excepción de Irlanda) hayan crecido a tasas comprendidas en un rango de un 1,5 % y un 5 % (véase gráfico 9). Según las estimaciones de la «brecha de producción» (1) (*output gap*) del citado organismo para el conjunto de 1998, la mayoría de los países del área habría crecido por debajo de su PIB potencial en 1998. En cambio, algunos países —que llevan varios años creciendo por encima de la media del área— podrían haber llegado en 1998 a una situación en la que la producción efectiva habría superado la potencial.

En cuanto a la evolución de la competitividad del área frente a sus principales socios comerciales, la apreciación en 1998 en términos efectivos nominales y reales de las monedas de los países que forman parte del área del euro ha ocasionado una corrección parcial de la depreciación que experimentaron frente a la libra esterlina y al dólar estadounidense en 1997 (véase gráfico 8). Así, el tipo de cambio efectivo del euro evoluciona en la actualidad hacia la media de los últimos años. Por su parte, según los datos de comercio exterior, el superávit comercial se redujo en septiembre de 1998 en 1.600 millones de euros (un 23 %) respecto al mismo mes de 1997. En el tercer trimestre, el superávit comercial se redujo un 4,6 % en términos interanuales, reflejo de un aumento modesto del valor de las exportaciones (0,9 %) y de un crecimiento algo mayor de las importaciones (un 1,8 %). El superávit comercial acumulado de los tres primeros trimestres de 1998 aumentó en un 0,3 % respecto al mismo período del año anterior.

(1) Diferencia entre la producción efectiva y la potencial, en porcentaje de esta última.

A lo largo de 1998, la inflación media del área del euro —medida en términos del Índice Armonizado de los Precios de Consumo (IAPC)— ha permanecido relativamente estable. El repunte transitorio que se produjo en la primera mitad del año elevó la tasa de inflación desde el 1,1 % en enero hasta el 1,4 % en julio. A partir de dicho mes, la inflación se ha reducido hasta un 0,9 % en noviembre (véase gráfico 10).

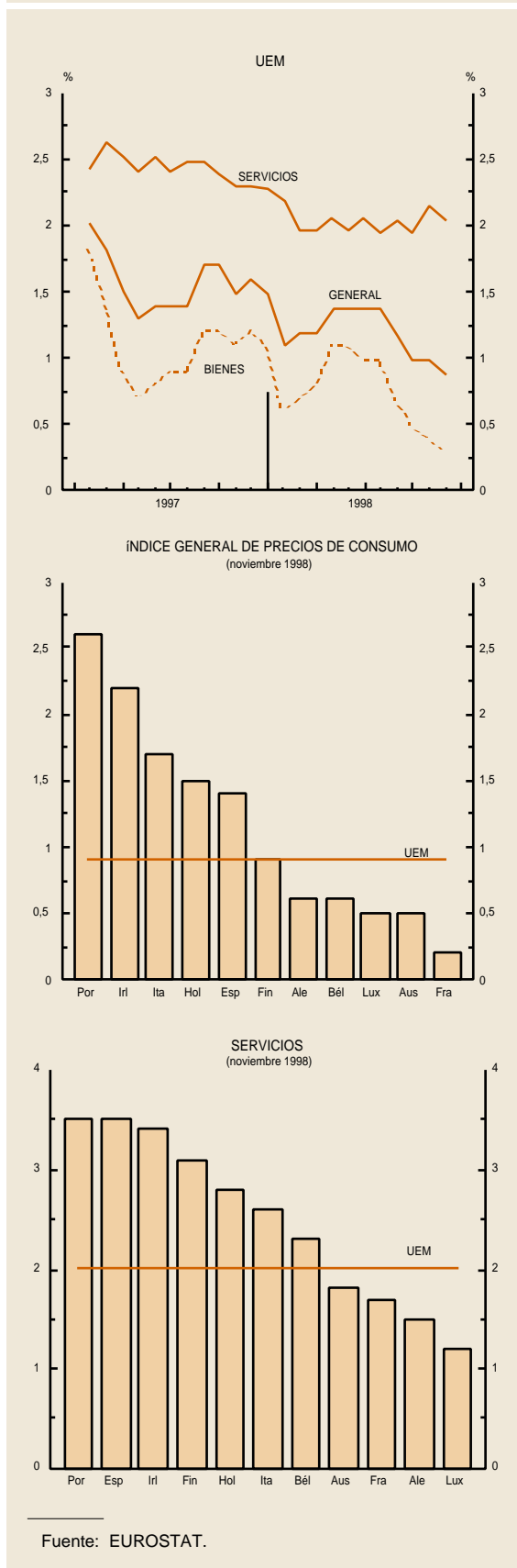
La desaceleración de la inflación desde el verano se ha beneficiado del favorable comportamiento de los precios de los bienes, y muy en particular del componente de energía, mientras que la inflación en los servicios ha mostrado más resistencia a la baja. En efecto: la inflación de los bienes, que alcanzó el 1,1 % en junio, ha caído hasta el 0,3 % en noviembre, mientras que la de los servicios ha permanecido estancada en el entorno del 2 % a lo largo del año (véase gráfico 10). Los precios industriales, por su parte, han venido desacelerándose a lo largo de los últimos meses, desde un máximo del 1,7 % de crecimiento interanual que alcanzaron en agosto de 1997 hasta el -1,9 % de octubre, sexta tasa mensual negativa consecutiva.

La favorable marcha de la inflación se ha beneficiado, asimismo, de la moderación de los costes laborales unitarios. Desde mediados de la década, la tasa de crecimiento de esta variable en el área del euro ha venido reduciéndose año tras año, desde el 1,8 % en 1996 hasta el -0,5 % del segundo trimestre de 1998. La menor presión de los costes laborales sobre los precios ha resultado principalmente de la contención de las remuneraciones por empleado, cuyo crecimiento se ha venido moderando sostenidamente desde un 3,5 % en 1995 hasta el 1,2 % registrado en el segundo trimestre de 1998. La productividad aparente, aunque ha evolucionado de modo algo más errático, también ha contribuido favorablemente a la caída de los costes laborales unitarios, en particular, en el primer trimestre de 1998.

La moderación de las revisiones salariales y los efectos de las reformas acometidas en los marcos laborales nacionales a lo largo de los últimos años han favorecido la creación neta de empleo, si bien esta ha sido todavía modesta. A pesar de la reciente desaceleración de la actividad, el empleo se ha expandido a tasas interanuales crecientes desde el segundo trimestre de 1997, habiendo alcanzado una tasa de variación del 1,4 % en el tercer trimestre de 1998. La tasa de paro, por su parte, ha venido reduciéndose muy gradualmente: tras haber alcanzado un máximo histórico a principios de 1997, cayó hasta el 11,5 % en diciembre de ese año

GRÁFICO 10

Índices armonizados de precios de consumo
Tasas de variación interanuales



Fuente: EUROSTAT.

CUADRO 2

La política fiscal en el área de la UEM
 (en % del PIB)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998 (e)
Saldo primario (a)	0,2	0,4	0,8	1,4	2,6	2,4
Saldo total (a)	-5,6	-5,1	-5,0	-4,2	-2,5	-2,3
Deuda pública	68,3	70,7	74,6	76,0	75,3	74,0

Fuentes: Comisión Europea y BCE.

(a) Déficit (-) / superávit (+).

(e) Estimación.

y se ha situado en el 10,8 % en noviembre de 1998 (véase gráfico 5).

Por lo que se refiere a la instrumentación de la política fiscal, según la información provisional disponible, el esfuerzo de consolidación presupuestaria iniciado en 1994 en el área del euro parece haberse debilitado en alguna medida en 1998. Aunque el déficit agregado de las Administraciones Públicas del conjunto de la UEM descendió ligeramente en 1998 hasta el 2,3 % del PIB (frente al 2,5 % correspondiente a 1997), el superávit primario se deterioró por vez primera desde 1994, al disminuir desde el 2,6 % al 2,4 % del PIB (véase cuadro 2). Por su parte, el saldo de deuda, expresado en proporción del PIB, se redujo ligeramente hasta el entorno del 74 %, fundamentalmente como resultado de la menor carga de intereses.

En comparación con los objetivos formulados en el momento en que fueron elaborados

los presupuestos, los resultados obtenidos en términos del déficit total observado han sido, según las estimaciones disponibles, más favorables en prácticamente todos los países. A este hecho no ha sido ajeno el contexto cíclico, moderadamente más propicio en la mayoría de los Estados del área en relación con las previsiones macroeconómicas que acompañaron a la presentación de los presupuestos. Del mismo modo, la evolución descendente de los tipos de interés —que ha resultado ser más intensa de lo inicialmente previsto en los planes presupuestarios— ha propiciado el abaratamiento del servicio de la deuda y ha contribuido, por tanto, a la reducción de los déficit, particularmente en los países más endeudados (véase cuadro 3).

Sin embargo, el mayor margen de maniobra proporcionado por la evolución del ciclo económico y de los tipos de interés fue parcialmente absorbido, en varios casos, por una cierta rela-

CUADRO 3

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

	1993	1994	1995	1996	1997	1998 (e)
Bélgica	-7,1	-4,9	-3,9	-3,2	-2,0	-1,3
Alemania	-3,2	-2,4	-3,3	-3,4	-2,7	-2,6
España	-7,0	-6,3	-7,3	-4,7	-2,6	-2,1
Francia	-5,8	-5,8	-4,9	-4,1	-3,0	-2,9
Irlanda	-2,4	-1,7	-2,2	-0,4	0,9	2,1
Italia	-9,5	-9,2	-7,7	-6,7	-2,7	-2,6
Luxemburgo	1,7	2,8	1,9	2,9	3,0	2,2
Países Bajos	-3,2	-3,8	-4,0	-2,2	-0,9	-1,4
Austria	-4,2	-5,0	-5,1	-3,7	-1,9	-2,2
Portugal	-6,1	-6,0	-5,7	-3,3	-2,5	-2,3
Finlandia	-8,0	-6,4	-4,7	-3,5	-1,1	0,7

Fuente: Comisión Europea.

(e) Estimación.

jación en el tono de la política fiscal. Así, de acuerdo con las estimaciones de la Comisión Europea, el déficit ajustado por el ciclo habría aumentado ligeramente en 1998 y habría sufrido un empeoramiento en más de la mitad de los países del área.

Esta situación subraya la necesidad ineludible de avanzar con firmeza en los procesos de consolidación de las finanzas públicas. En líneas generales, la senda trazada en los Presupuestos para 1999 y en los programas de estabilidad elaborados por cada país es consistente con este objetivo, aunque el grado de ambición en torno al ritmo de aproximación al mismo y al margen de maniobra de que se pretende dotar a la política fiscal a medio plazo diverge según los casos. Además, la mejora esperada para 1999 seguirá parcialmente sustentada sobre los efectos favorables del bajo nivel alcanzado por los tipos de interés y la inercia del ciclo económico. Junto con la mejora de los saldos totales, los planes presupuestarios a corto y a medio plazo persiguen, en general, una reducción del peso de ingresos y gastos como proporción del PIB, al tiempo que ponen el énfasis en una recomposición entre sus distintas categorías. Por el lado de los ingresos, un rasgo común son las propuestas de reformas impositivas, tendentes, en general, a aliviar la presión fiscal directa que recae sobre las empresas y sobre las familias (en particular, sobre las de rentas más bajas), con el fin de estimular un funcionamiento más eficiente del mercado de trabajo; la pérdida de recaudación resultante sería paliada parcialmente, en algunos casos, a través de una elevación de impuestos indirectos. En la vertiente del gasto, se privilegian los capítulos de inversión pública y de políticas activas del mercado de trabajo.

3.2. Condiciones monetarias y financieras en el área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo

Las condiciones monetarias y financieras prevalecientes en el área del euro al comienzo de 1999 vienen influidas, de modo determinante, por el proceso previo de convergencia de los tipos de interés de numerosos países europeos hacia los niveles de los países más estables y con tipos más reducidos. A finales de 1998, los tipos de intervención de los países que se iban a incorporar a la Tercera Etapa de la Unión Económica y Monetaria (UEM) se habían situado en el 3 %, que es el nivel al que el Banco Central Europeo ha comenzado a realizar sus operaciones principales de financiación. Estas condiciones monetarias resultan coherentes con la favorable evolución actual de los precios y con las señales que ofrece un conjun-

to amplio de indicadores adelantados de la inflación, que no manifiesta riesgos de tensiones inflacionistas.

Los tipos de interés reales en el área del euro se sitúan, según las estimaciones disponibles, en torno al 2,5 %-3 %, niveles que pueden calificarse de históricamente bajos. Por su parte, la estabilidad de los tipos de cambio nominales y la cercanía entre las tasas de inflación nacionales ha hecho que, como se comenta en el apartado 3.1 de este Informe, la competitividad se haya mantenido en los niveles medios existentes en los últimos años. El inicio de la Tercera Etapa de la UEM no ha supuesto cambios apreciables en esta situación, ya que, tras unas fluctuaciones iniciales, el euro está manteniendo una cotización relativamente estable frente al dólar en los mercados internacionales de cambios.

La evolución de los agregados monetarios es el principal indicador que el BCE va a analizar a la hora de tomar decisiones de política monetaria, si bien contrastará la información que se deriva de los agregados con la que recoge un conjunto amplio de indicadores monetarios y financieros, con vistas a valorar las perspectivas de precios en el conjunto del área. El agregado monetario fundamental que el BCE va a evaluar es M3. Para este agregado amplio, el BCE ha fijado una referencia cuantitativa del 4,5 % para su crecimiento interanual, al considerarse esta compatible con la consecución de la estabilidad de precios en el conjunto del área y con las estimaciones realizadas por parte del BCE del crecimiento potencial del producto en el área del euro y de la evolución tendencial de la velocidad de circulación del dinero. Con el fin de obtener una señal más estable de la evolución monetaria, se estableció que las tasas de crecimiento a las que se prestaría mayor atención serían las de la media móvil de tres meses del crecimiento interanual observado de M3.

Con la información disponible, el crecimiento reciente de M3 resulta compatible con el valor de referencia establecido: con información hasta noviembre, la media móvil de tres meses centrada de su crecimiento interanual se situó en una tasa del 4,6 % en septiembre y del 4,7 % en octubre. El crecimiento de los agregados monetarios en la zona del euro ha venido determinado, fundamentalmente, por el ritmo de expansión económica y por los costes de oportunidad de mantener activos que se consideran líquidos frente a otros activos alternativos. En el conjunto del área, los agregados monetarios más amplios mantuvieron, según la información disponible hasta noviembre de 1998, menores ritmos de expansión que los agrega-

GRÁFICO 11

**Agregados monetarios
en el área del euro: T1, 12 (a)**



Fuente: BCE.

(a) Tasa interanual sobre las series originales.

dos más estrechos (2). Como se observa en el gráfico 11, el crecimiento interanual de M1, que incluye solo el efectivo y los depósitos a la vista, se mantuvo en niveles cercanos al 9 %, mientras que el agregado monetario M2, que incluye, además, los depósitos a plazo hasta dos años y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses, ha registrado una evolución más moderada, que ha resultado ser muy similar a la de M3.

El mayor ritmo de crecimiento de los agregados estrechos en relación con los más amplios se debió a la mayor preferencia de los agentes por los activos más líquidos —fundamentalmente los depósitos a la vista—, por cuanto el efectivo en manos del público se encuentra prácticamente estancado. Esta preferencia no se debe solo a la fuerte disminución de los costes de oportunidad de mantener activos líquidos —que ha venido provocada por el proceso de disminución de los tipos de interés a todos los plazos que ha tenido lugar—, sino también por la alta volatilidad que ha afectado a los mercados financieros como consecuencia de la evolución, en los últimos meses, de la situación de las economías emergentes. Dado que este último factor ha generado desplazamientos en la cartera de los agentes hacia activos con un grado de exposición al riesgo menor, los activos más líquidos han podido recoger transitoriamente parte de esos flujos financieros.

(2) Para la definición de los agregados monetarios en el área del euro, véase el recuadro 2 del Boletín mensual de enero de 1999 del BCE.

El resto de pasivos no monetarios de las Instituciones Financieras Monetarias (IFMs) (3), como los depósitos y valores a más de 2 años y los recursos propios, tuvieron una expansión moderada, con un crecimiento interanual del 3 % en noviembre de 1998. Estos pasivos constituyen en torno al 30 % del pasivo total de las IFMs, frente al 41 % que representan los pasivos incluidos en el agregado M3.

Por el lado de las contrapartidas, la financiación de las IFMs al sector privado se ha venido acelerando a lo largo de 1998, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 9,2 % en noviembre. Este ritmo de crecimiento de la financiación a familias y empresas no financieras se explica, en parte, por la significativa disminución de los costes de financiación, que se puede observar en el gráfico 12. Además, aunque existen dudas sobre la fortaleza del ritmo de crecimiento de la actividad económica, se aprecia un elevado nivel de confianza de los consumidores y una mejora en el ritmo de creación de empleo, lo que también ha contribuido a impulsar la expansión del crédito. En todo caso, un crecimiento del crédito por encima del incremento del PIB nominal resulta, hasta cierto punto, normal en las fases de expansión económica.

El ritmo de crecimiento mostrado por la financiación concedida por las IFMs del área del euro a los residentes en dicha área contrasta con la ralentización que continuó mostrando el crédito de estas instituciones a las AAPP: en noviembre, los créditos a las AAPP disminuyeron en un 1,5 % en términos interanuales y los saldos de deuda emitida por estas Administraciones en poder de las IFMs registraron un crecimiento del 3,8 %, en un entorno de reducción de los déficit públicos.

Como consecuencia del fuerte ritmo de expansión de la financiación concedida por las IFMs del área del euro al sector privado y del crecimiento moderado de los pasivos monetarios y no monetarios, la posición neta de estas instituciones frente al exterior se hizo menos acreedora en los últimos meses de 1998. Así, el crecimiento interanual de los pasivos de estas instituciones frente al exterior fue del 14,9 % en noviembre de 1998, frente a un crecimiento de los activos frente al exterior del 4,6 %.

(3) Esta agrupación, que engloba, fundamentalmente, a las entidades de crédito y a los fondos de inversión del mercado monetario, constituye el sector emisor de instrumentos incluidos en los agregados monetarios del área del euro.

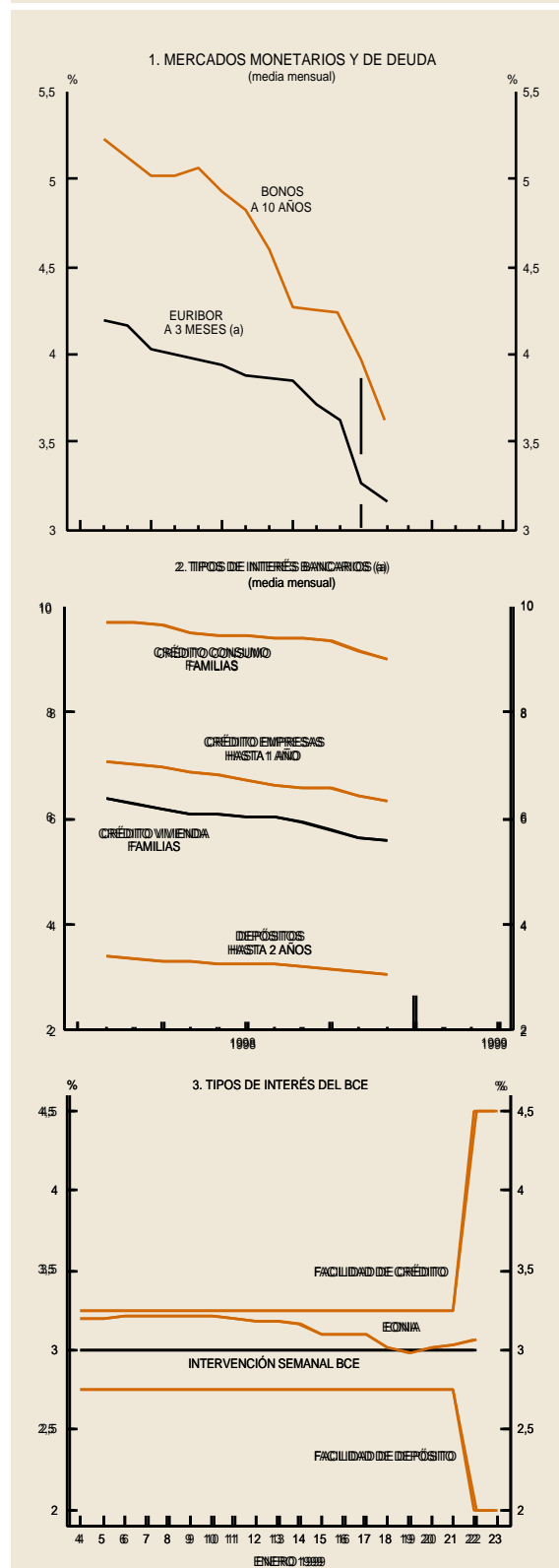
Los tipos de interés en los mercados monetarios y financieros del área han mantenido a finales de 1998 y en los días transcurridos de 1999 las tendencias a la baja que venían registrándose desde 1995. Así, el tipo medio interbancario a tres meses en el área del euro se situaba a la fecha de cierre de este Informe en 3,05 %, 68 puntos básicos por debajo del nivel medio registrado en septiembre de 1998 en el conjunto de países miembros. Por su parte, el tipo de interés de las obligaciones a diez años en el área del euro —calculado como una media ponderada de los datos de cada país— disminuyó 64 puntos básicos en el mismo período, hasta situarse, según la última información disponible, en el 3,65 % (véase gráfico 12), lo que supone, además, 27 puntos básicos menos en relación con el nivel mantenido a finales de diciembre de 1998. Sin embargo, hay que mencionar que estos tipos sufrieron algunos episodios alcistas transitorios en enero, asociados a la mayor volatilidad generada por las recientes turbulencias de los mercados financieros internacionales. En todo caso, los movimientos anteriores se tradujeron en desplazamientos a la baja de la curva de rendimientos del área del euro en enero, que ponen de relieve la credibilidad de la que han gozado las primeras medidas de política monetaria instrumentadas por el Eurosistema (véase gráfico 13).

En cuanto a la evolución cambiaria, el euro ha comenzado su andadura en los mercados de divisas sin registrar una tendencia clara frente al dólar, experimentando movimientos de distinto signo, tal como se observa en el gráfico 14. Hasta la fecha de cierre de este Boletín, el euro se había depreciado apenas un 1 % frente al dólar. Respecto al yen, se han observado oscilaciones mucho más intensas en enero, aunque el último dato disponible apunta, asimismo, a una cierta depreciación del euro. En cierta medida, estos movimientos cambiarios han podido deberse a la evolución de los diferenciales de tipos de interés del área del euro frente a Estados Unidos y Japón, puesto que en los últimos meses los tipos de interés a corto plazo en Europa se han reducido más que en los otros dos países.

Por su parte, la evolución de los mercados de renta variable en el área del euro ha venido condicionada por lo sucedido en otros mercados internacionales, aunque el comienzo de la Unión Monetaria parece haber tenido una acogida favorable. A finales de diciembre, el índice Dow Jones Euro Stoxx se situaba en torno a un 11 % por debajo del máximo alcanzado el 20 de julio de 1998, si bien todavía era un 30 % superior al registrado un año antes. En cualquier caso, existe una gran dispersión de la evolución de los precios por sectores, de forma

GRÁFICO 12

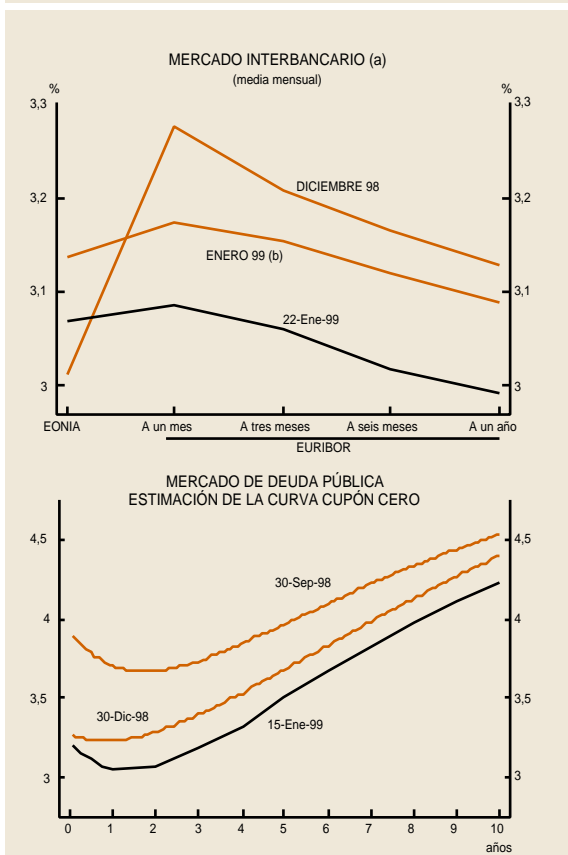
Tipos de interés en el área del euro



Fuentes: Banco de España y BCE.
 (a) Hasta diciembre de 1998, media de los tipos de interés interbancarios de los países del área del euro.

GRÁFICO 13

Área del euro
Curva de rendimiento por plazos



Fuentes: Banco de España y BCE.

- (a) En diciembre de 1998, media de los tipos de interés interbancarios de los países del área del euro.
- (b) Media del mes hasta la última información disponible.

GRÁFICO 14

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



Fuente: Banco de España.

- (a) Unidades nacionales por ecu (diciembre 98) y euro (enero 99).

que los que están más ligados a las condiciones internas de las economías del área del euro muestran un comportamiento mucho más satisfactorio que los relacionados con la actividad exterior. En los días transcurridos del mes de enero, el índice Dow Jones Euro Stoxx ha aumentado ligeramente.

La evolución de las condiciones monetarias y financieras al comienzo de la Tercera Etapa están, en buena medida, influidas por la decisión, adoptada el 3 de diciembre por parte de los bancos centrales nacionales (BCNs) de los países del área del euro, de reducir coordinadamente sus tipos de intervención oficiales hasta el 3 %, lo que contribuyó a reducir la incertidumbre sobre el tipo de intervención que el BCE establecería al principio de la Tercera Etapa. Junto a esta decisión, se establecieron los tipos de interés de las facilidades permanentes de crédito y depósito en el 4,5 % y 2 %, respectivamente, para el comienzo de la Ter-

cera Etapa, aunque, dada la complejidad del cambio estructural que se producía, los niveles de dichos tipos se fijaron transitoriamente en el 3,25 % y 2,75 % durante el período transitorio que ha concluido el 21 de enero de 1999. Asimismo, se adoptaron diversas decisiones de tipo operativo acerca de la forma de conducir las primeras subastas de las operaciones principales de financiación. En concreto, se decidió que las primeras operaciones principales de financiación —cuyos tipos constituyen la señal más importante del tono de la política monetaria— se realizaran mediante subastas a un tipo fijo del 3 %. Finalmente, se anunciaron las primeras operaciones de financiación a más largo plazo del Eurosistema, que se realizarían mediante subastas a tipo variable, aunque todas las peticiones aceptadas se adjudicarían al tipo marginal. En estas operaciones, el Eurosistema no pretende emitir ninguna señal de política monetaria y actúa como precio aceptante.

Las cuatro primeras subastas correspondientes a las operaciones principales de financiación se adjudicaron los días 7, 13, 20 y 27 de enero. Estas subastas se realizaron a un tipo fijo del 3 % y se resolvieron con unos elevados niveles de prorrateo (16 %, 8,5 %, 10 % y 10 %, respectivamente). Dado que la modalidad de subasta y de adjudicación utilizada —tipo fijo y fuerte prorrateo— suponía para las entidades de crédito de algunos países, entre ellos España, un cambio respecto a las prácticas de subasta nacionales previas, se produjo un uso significativo de las facilidades permanentes, tanto de crédito como de depósito. Esta situación se ha corregido posteriormente y el recurso a las facilidades permanentes está siendo excepcional.

Estas operaciones de inyección de liquidez, junto a ciertas fricciones, ya superadas, en el funcionamiento de los sistemas de pagos, y el lógico aprendizaje de las entidades en el entorno del nuevo mercado monetario del euro, provocaron, en los primeros días de enero, la aparición de tensiones en los tipos interbancarios a los plazos más cortos, de forma que el tipo interbancario a 1 día (EONIA) se situó, hasta mediados de enero, entre 15 y 20 puntos básicos por encima del tipo de intervención del BCE (véase gráfico 12). Posteriormente, la adapta-

ción de las instituciones financieras al nuevo entorno y la inyección de liquidez de la operación de financiación a largo plazo el día 14 de enero (4) —que se saldó con unos tipos de interés en torno al 3,1 %— aliviaron las tensiones sobre los tipos interbancarios a más corto plazo y tendió a reducirse el recurso a las facilidades permanentes. De esa forma, tal como se observa en el gráfico 13, los tipos interbancarios a los diferentes plazos registraron disminuciones significativas y se aproximaron al tipo de las operaciones principales (3 %). En suma, la evolución de los tipos de interés en el mercado monetario del área del euro estuvo dominada, en los primeros días de 1999, por ciertos movimientos que tuvieron que ver, fundamentalmente, con aspectos técnicos ligados a la instrumentación de la política monetaria y con el proceso de aprendizaje de las entidades para desenvolverse en el nuevo mercado monetario del euro. No obstante, debe subrayarse que las condiciones financieras en dicho mercado han tendido a normalizarse gradualmente.

(4) Esta operación consistió en la realización de tres subastas simultáneas a tipo variable y adjudicación a tipo único con vencimientos el 25 de febrero, el 25 de marzo y el 29 de abril. Los tipos de adjudicación fueron del 3,13 %, 3,10 % y 3,08 %, respectivamente.

4. La economía española

4.1. Demanda

Según las cifras provisionales de la CNTR, durante el tercer trimestre del 1998 la demanda nacional mantuvo un ritmo de avance elevado, del 4,3 %, aunque ligeramente inferior al observado en la primera mitad del año. Todos los componentes de la demanda nacional experimentaron una suave desaceleración, a excepción del gasto en construcción que permanece asentado en una senda de recuperación muy sólida. Por su parte, la demanda exterior tuvo una aportación negativa al crecimiento del producto de -0,6 puntos porcentuales, similar a la registrada en la primera mitad del año, ya que la pérdida de ritmo de las exportaciones se vio compensada por la moderación de las importaciones.

Con la información coyuntural disponible en este momento, se estima que, en el cuarto trimestre, la demanda nacional volvió a registrar un ritmo de crecimiento real elevado, incluso algo superior al del trimestre precedente, alcanzando un aumento en torno al 4,4 % en el promedio del año. Esta evolución en los meses finales de 1998 ha sido consecuencia de un reforzamiento del consumo privado, que detuvo la desaceleración experimentada hasta el trimestre anterior, y de una nueva intensificación del gasto en construcción, mientras que la inversión en equipo siguió desacelerándose, aun manteniendo altas tasas de crecimiento. Por su parte, la contribución de la demanda exterior tendió a acentuar su carácter contractivo como consecuencia de la desaceleración de las exportaciones, que han acusado el deterioro del entorno internacional.

El consumo privado mostró una tenue desaceleración a lo largo de los tres primeros trimestres del año pasado, que, según los indicadores disponibles en este momento, no parece haber continuado en el cuarto trimestre, período en el que se estima que su tasa de variación interanual tendió a estabilizarse en torno al 3,5 %. El índice de disponibilidades de bienes y servicios, con información hasta el mes de octubre, ha mantenido tasas de crecimiento próximas a las de los trimestres centrales del año (véase gráfico 15). A nivel desagregado, el componente de servicios —aproximado a partir de la evolución del empleo— se ha moderado ligeramente, mientras que el consumo de bienes no alimenticios ha seguido mostrando un notable vigor, especialmente significativo en el caso de los bienes de consumo duradero. Este mayor dinamismo del consumo de bienes duraderos se puede constatar también en la evolución de las matriculaciones de automóviles, que mantuvieron un fuerte ritmo de avance en el último trimestre de 1998, cerrando el ejercicio

con un crecimiento medio del 17,1 %, muy superior al observado en 1997. Asimismo, el índice general del comercio al por menor, que había tendido a estabilizarse en los trimestres centrales del año, experimentó un renovado impulso en octubre y noviembre, apreciándose un comportamiento muy expansivo de las ventas de equipo para el hogar —en consonancia con la fortaleza de la demanda de viviendas—.

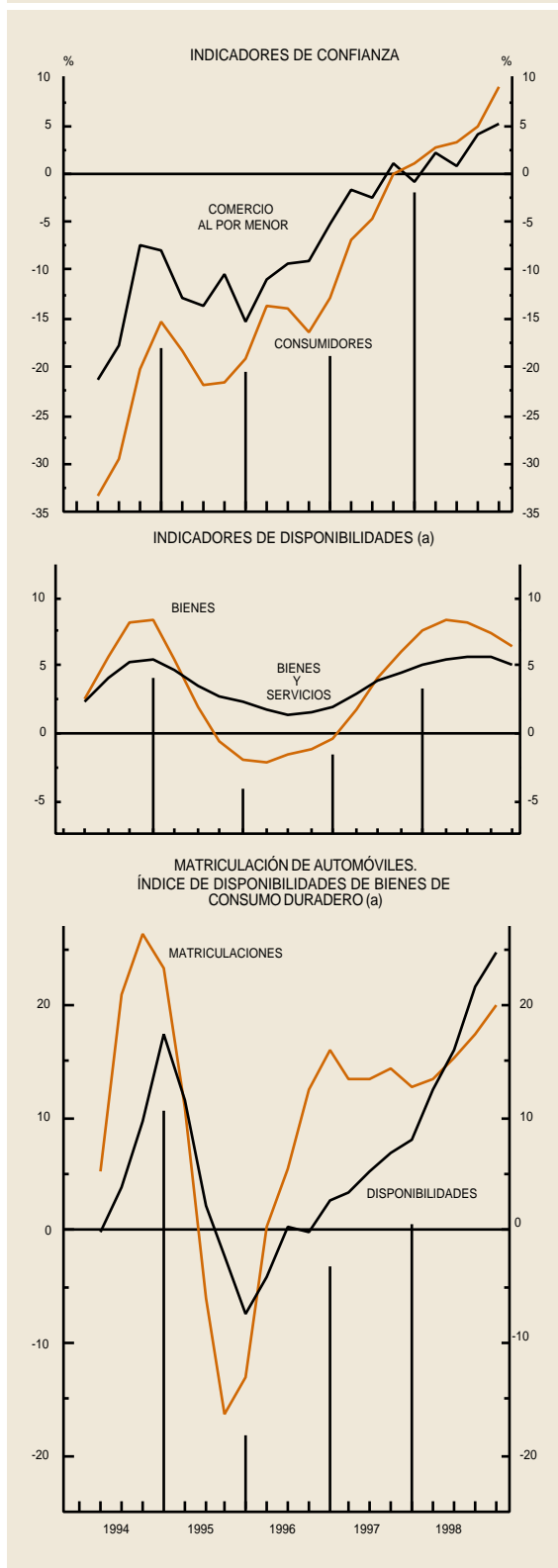
Existen diversos factores que permiten explicar el dinamismo del consumo privado tanto en el último trimestre de 1998 como en el conjunto del año, para el que se estima un incremento medio del 3,6 %. La renta disponible de las familias en términos reales ha crecido a tasas superiores a las del año precedente, favorecida por el avance sostenido de las rentas salariales y por la recuperación de las rentas de origen no salarial, en relación con 1997. Adicionalmente, la riqueza financiera de las familias experimentó un ascenso en el conjunto del año, ya que las cotizaciones bursátiles iniciaron una senda de recuperación a finales de otoño, alcanzando, al término del ejercicio, niveles próximos a los observados antes del desplome de las bolsas que tuvo lugar durante los meses de verano; estos movimientos bursátiles contribuyen a explicar el mayor sostenimiento del consumo en los meses más recientes. Igualmente, los sucesivos recortes de los tipos de interés reales han seguido impulsando el gasto de los hogares, especialmente en el caso de los bienes de consumo duradero, al abaratar sustancialmente las condiciones de su financiación. Todo ello, en un clima de opinión muy favorable: el índice de confianza de los consumidores experimentó un ascenso sustancial conforme avanzaba el año, superando, al cierre del ejercicio, los valores máximos alcanzados durante el anterior ciclo expansivo. Del mismo modo, las opiniones que se desprenden de la encuesta del comercio al por menor han experimentado, con algunas oscilaciones, una trayectoria alcista.

Según las estimaciones de la CNTR, el consumo de las Administraciones Públicas, en términos reales, registró una tasa de crecimiento interanual del 0,3 %, en el tercer trimestre de 1998, prolongando el perfil de desaceleración que ha mostrado desde el último trimestre del año precedente. No obstante, las cifras de ejecución del Presupuesto del Estado correspondiente al cuarto trimestre podrían justificar un ligero repunte de este componente de la demanda en ese período, como consecuencia de la aceleración observada en los pagos realizados por el Estado en los apartados de compras de bienes y servicios y de gastos de personal.

La inversión en bienes de equipo se incrementó un 11,8 % en el tercer trimestre de 1998,

GRÁFICO 15

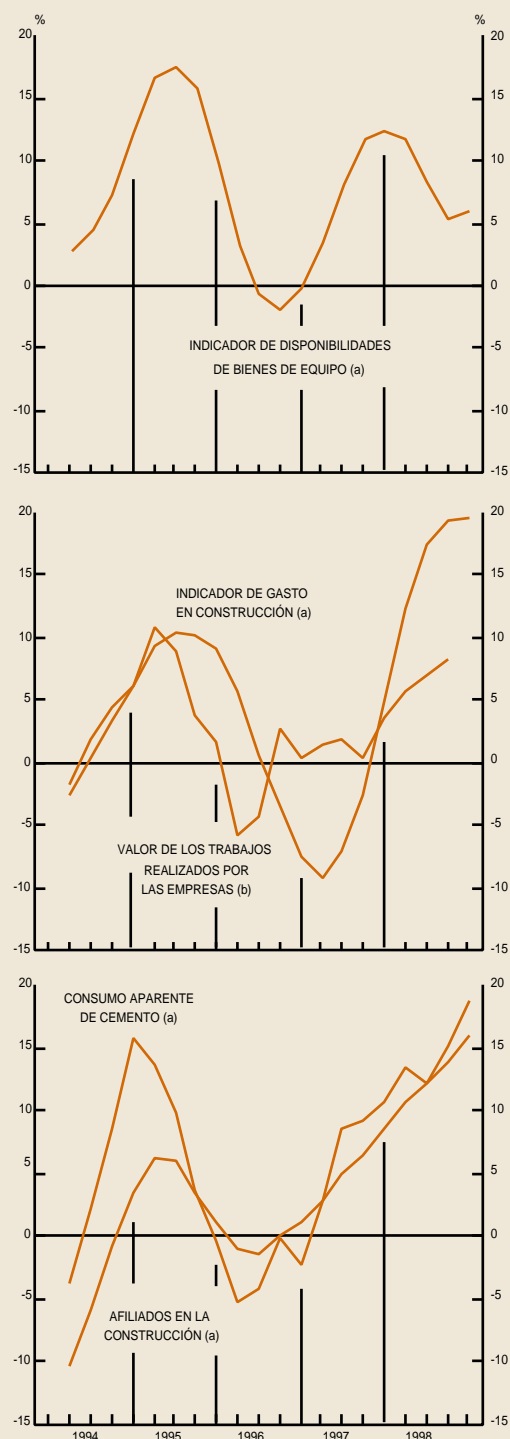
Indicadores de consumo privado



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.

GRÁFICO 16

Indicadores de formación bruta de capital fijo



Fuentes: Ministerio de Fomento, Oficemen y Banco de España.

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

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

0,7 puntos porcentuales menos que en el trimestre precedente, y parece haber prolongado esta tendencia a la desaceleración en el cuarto trimestre. Así, tanto la producción industrial como las importaciones de bienes de equipo moderaron sus ritmos de avance en el mes de octubre, si bien la fuerte caída que experimentaron las exportaciones de estos bienes en ese mes frenó ligeramente la desaceleración que venía registrando el índice de disponibilidades, cuya tasa de crecimiento acumulada en los diez primeros meses del año se situó en el 11,5 % (véase gráfico 16). Por componentes, tanto la producción de material de transporte como la de otros bienes de equipo amortiguaron su crecimiento en octubre, lo mismo que las importaciones. Las opiniones de la industria productora de bienes de inversión, que han venido deteriorándose desde el inicio de 1998, confirmaron ese descenso en octubre y noviembre.

La moderación que ha registrado la inversión en equipo en el transcurso del año pasado se encuentra estrechamente ligada a la contención en el ritmo de avance de la demanda final, derivada del progresivo debilitamiento de las exportaciones, que se ha traducido en un importante descenso de la cartera de pedidos extranjeros. A pesar de ello, el gasto en equipo fue el componente más dinámico de la demanda en el promedio de 1998, con una tasa de crecimiento que se estima en torno al 12 %, superior a la observada en 1997. Esta cifra pone de manifiesto la intensidad del proceso inversor que ha experimentado la economía española en los dos últimos años, de forma que la *ratio* inversión privada-PIB se ha situado próxima a los registros máximos alcanzados a mediados de la década de los ochenta. La existencia de unas expectativas de demanda favorables, aunque decrecientes y la mejora continuada de las condiciones financieras de las empresas, en un entorno de contención de sus gastos financieros, son los principales factores que explican este resultado. En este sentido, según las cifras de la Central de Balances correspondientes al tercer trimestre de 1998, la *ratio* de apalancamiento financiero, que refleja el diferencial existente entre la rentabilidad obtenida por el activo y los costes de financiación del pasivo, ha permanecido en cotas muy elevadas, constituyendo un elemento impulsor de la inversión productiva.

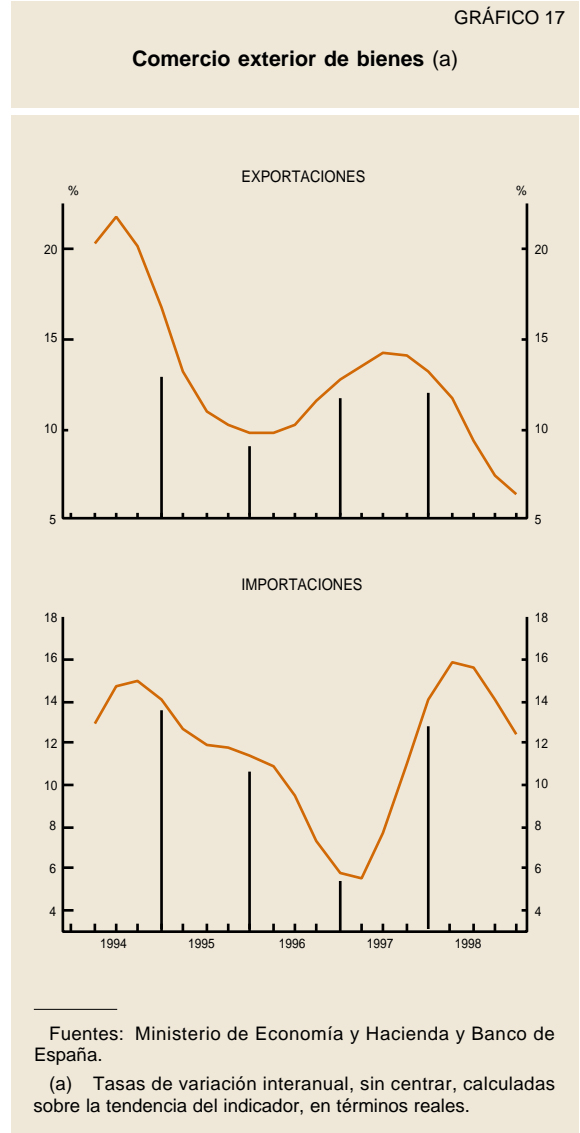
Según las estimaciones de la CNTR, la inversión en construcción se aceleró sustancialmente en los nueve primeros meses de 1998, estimándose un crecimiento interanual del 6,1 % en el tercer trimestre del año. La fortaleza que ha seguido mostrando este componente del gasto en el cuarto trimestre se aprecia en todos los indicadores disponibles. Entre los indicadores de actividad, el consumo aparente de ce-

mento acentuó su perfil de crecimiento en el último trimestre de 1998, período en el que registró una tasa media interanual del 20 %, y los indicadores de empleo del sector confirman también la pauta ascendente de la actividad constructora. Entre estos, destaca la mejora progresiva en el ritmo de creación de empleo recogida en el avance mensual de la encuesta de población activa de septiembre; asimismo, el ritmo de descenso del paro registrado en este sector se intensificó en octubre y noviembre, mientras que las afiliaciones a la seguridad social acentuaron su ritmo de avance en el cuarto trimestre. Análogamente, el indicador de clima industrial de la industria de la construcción experimentó una nueva y notable mejora en los meses de octubre y noviembre, que se ha extendido a las previsiones de producción y contratación.

La evolución de los indicadores adelantados durante 1998, que queda resumida por el indicador de gasto en construcción, permite refrendar la fortaleza estimada para este componente del gasto al cierre del ejercicio (véase gráfico 16). Por un lado, la licitación oficial, tras mantenerse prácticamente estabilizada en 1997, registró un crecimiento medio del 61,1 % entre enero y septiembre de 1998, sustentado de forma más acusada en el componente de obra civil. Por otro lado, el número de metros cuadrados a construir en edificios residenciales del sector privado, según los visados concedidos por los Colegios de Aparejadores y Arquitectos Técnicos, creció intensamente durante los ocho primeros meses de 1998, alcanzándose tasas de variación del orden del 40 %. De igual forma, la edificación privada para usos no residenciales ha mostrado también un comportamiento muy expansivo, observándose ritmos de avance del número de metros cuadrados a construir superiores al 60 %.

La aceleración de la edificación privada residencial resulta coherente con el aumento de la renta disponible de las familias y con la mejora de su posición financiera, así como con el descenso de los tipos de interés hipotecarios. Por su parte, el dinamismo del componente de edificación no residencial es consecuencia, al igual que el de la inversión en equipo productivo, de las condiciones especialmente favorables para el desarrollo de proyectos de inversión. Finalmente, el componente de obra pública se ha recuperado sensiblemente como consecuencia del aumento de las dotaciones presupuestarias para la inversión en infraestructuras.

La aportación de la variación de existencias al crecimiento interanual del producto se estabilizó en torno a dos décimas porcentuales en los trimestres centrales de 1998, según las cifras de la CNTR. A tenor de la información que se desprende de la Encuesta de Coyuntura Indus-



trial de octubre y noviembre, esta aportación podría haberse incrementado ligeramente en los meses finales del año, ya que se aprecia un ligero ascenso en el porcentaje de empresarios que declara mantener un nivel de existencias superior al deseado.

Según la información facilitada por el INE, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del producto se mantuvo prácticamente estabilizada en los tres primeros trimestres de 1998, en torno al -0,6 %, ya que la pérdida de ritmo de las exportaciones se vio compensada por una menor pujanza de las importaciones. Con la información disponible para el último trimestre del año resulta difícil precisar la contribución de la demanda exterior neta en ese período; no obstante, la evolución de sus factores determinantes sugiere que la desaceleración de las exportaciones se ha intensificado, al acentuarse la debilidad de algunos mercados de exportación, mientras que las importacio-

nes habrían conservado una mayor firmeza, apoyándose en la fortaleza de la demanda interna.

Las últimas cifras facilitadas por el Departamento de Aduanas mostraron una desaceleración muy acusada de las ventas al exterior en los meses de octubre y noviembre. No obstante, la erraticidad que caracteriza a estos flujos, unida a la incertidumbre existente en ese período, como consecuencia de la crisis financiera internacional, que podría haber provocado un aplazamiento de las decisiones de las empresas, impone ciertas cautelas en la valoración de esta información. En cualquier caso, el ritmo de crecimiento tendencial de las exportaciones de bienes en términos reales se ha debilitado sustancialmente desde principios de 1998, y se estima que ese proceso podría haberse intensificado en el último trimestre, como consecuencia del debilitamiento de la actividad económica a nivel mundial. Los últimos resultados de la encuesta de coyuntura de exportación, en los que se aprecia un deterioro de las expectativas sobre la cartera de pedidos exteriores para el último trimestre de 1998, permiten refrendar esta hipótesis; un 50 % de los empresarios encuestados declararon haberse visto afectados por la crisis económica internacional.

La desagregación de las exportaciones por áreas geográficas revela una intensa caída de las ventas destinadas a los países que se vieron implicados directamente en la crisis. En concreto, en los meses más recientes las exportaciones a América Latina y a los países del este europeo han mostrado un comportamiento muy deprimido, que se ha unido a los abultados descensos que vienen experimentado desde principios del año las dirigidas a Japón y a otros países del sudeste asiático. El colapso de la economía rusa y sus efectos sobre otras economías de la región y la creciente inestabilidad de las economías latinoamericanas, justifican este resultado. Por otra parte, las ventas a Estados Unidos se debilitaron sustancialmente en los últimos meses como consecuencia de la tendencia a la depreciación del dólar. En conjunto, las exportaciones destinadas a los países no pertenecientes a la UE registraron un descenso del 3,9 %, en términos nominales, en los once primeros meses del año, lo que contrasta con el aumento del 24,2 % alcanzado en el promedio de 1997. Por lo que se refiere a las ventas a la UE, cabe esperar que la drástica desaceleración que experimentaron en octubre y noviembre tenga un carácter transitorio, aunque su perfil de crecimiento se había atemperado ya en los meses precedentes —tras adquirir una fortaleza notable al comienzo del año—, en consonancia con la tendencia a la moderación de la actividad económica que ha prevalecido

en esta área durante la segunda parte del año. En consecuencia, su crecimiento acumulado en los once primeros meses de 1998 se situó en el 12,1 %, tasa ligeramente inferior al 14,5 % observado en 1997. A un nivel más desagregado, destaca el vigor que han adquirido las ventas a Francia, mientras que las destinadas a Alemania mostraron ritmos de avance similares a los observados en 1997, y las dirigidas a Italia se han desacelerado.

Por grupos de productos, todos los componentes de las exportaciones han ralentizado su ritmo de crecimiento conforme avanzaba el año, destacando la desaceleración que han experimentado las ventas de bienes de consumo no alimenticio y, en particular, las ventas de automóviles; no obstante, las exportaciones de bienes de equipo continúan mostrando tasas de crecimiento real acumulado muy elevadas.

Los ingresos por turismo en términos reales mantuvieron un comportamiento muy expansivo en los meses finales de 1998, según se desprende de los principales indicadores disponibles, aunque sin alcanzar las elevadas tasas de aumento que habían mostrado en los primeros meses del año. Así, según las cifras de la Balanza de pagos, los ingresos por turismo en términos nominales crecieron un 13 % en los once primeros meses de 1998, tasa muy similar a la observada en el promedio de 1997, que fue del 12,8 %. Por su parte, el número de turistas entrados en España aumentó un 10,2 %, en el período enero-octubre, mientras que el número de viajeros extranjeros alojados en hoteles se incrementó un 10,8 % en el conjunto del año. La mejoría de la renta de los hogares observada en las principales economías europeas, que se ha traducido en una mayor afluencia de turistas procedentes de Francia y Alemania, y el dinamismo mostrado por el turismo procedente del Reino Unido, impulsado por la apreciación de la libra esterlina hasta mediados del pasado año, contribuyen a explicar el favorable comportamiento de este agregado.

Por su parte, el ritmo de crecimiento interanual de las importaciones de bienes tendió a moderarse en el transcurso de 1998, situándose en el 9,4 % en el tercer trimestre, según las cifras provisionales de la CNTR. Aunque, como ya se ha dicho, en estos momentos resulta muy difícil valorar la evolución en el último trimestre del año, a partir de la información disponible, el firme avance de la demanda nacional en ese período y la ausencia de cambios significativos en la competitividad de los productos importados permiten estimar una tasa de crecimiento para este agregado muy próxima a la observada en el trimestre precedente. Por componentes, destaca el dinamismo que han seguido

mostrando las compras de bienes de equipo y de bienes de consumo, con tasas de crecimiento real del 16,5 % y del 15,1 %, respectivamente, en los once primeros meses del pasado año, en consonancia con el dinamismo de estos componentes de la demanda. Por el contrario, las compras de bienes intermedios han mantenido un perfil de desaceleración, coherente con la evolución de la actividad industrial.

Finalmente, los pagos por turismo tendieron a incrementar sus ritmos de avance en el transcurso de 1998, prolongando la senda de recuperación que había iniciado a mediados de 1997. Este comportamiento se encuentra estrechamente ligado a la mejora de la capacidad de compra de los hogares españoles.

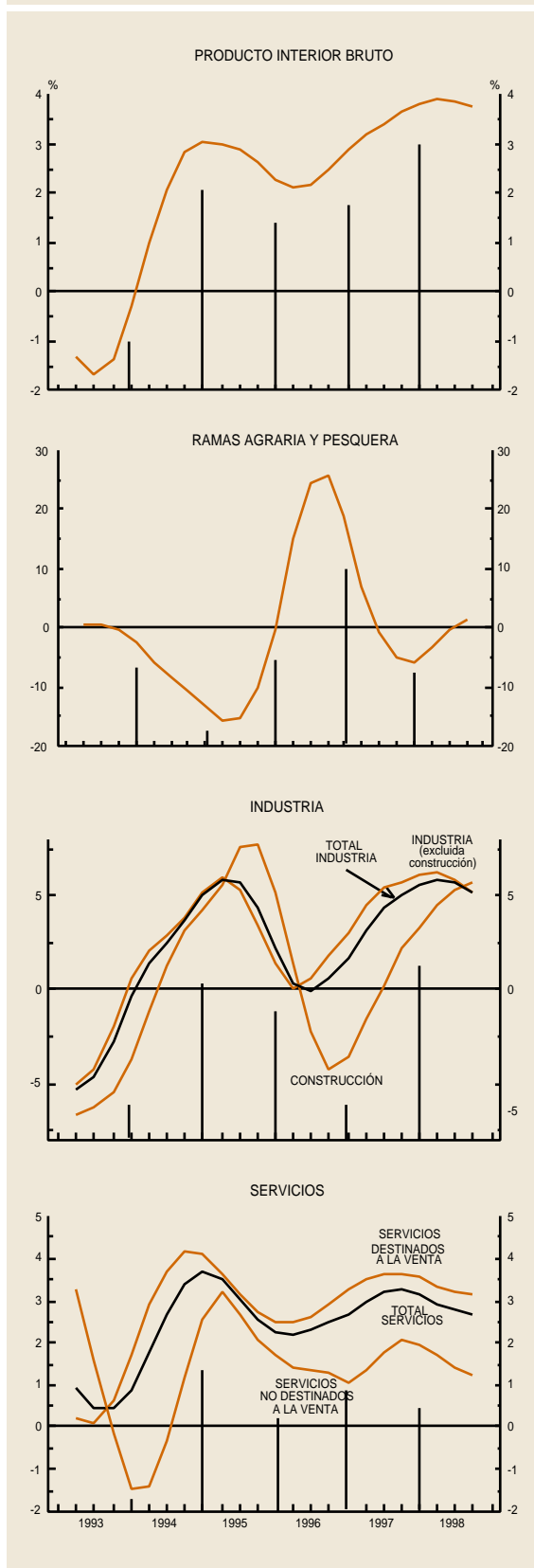
4.2. Producción, empleo, costes y precios

Durante el cuarto trimestre de 1998, el crecimiento interanual del PIB en términos reales continuó siendo elevado, aunque ligeramente inferior al del trimestre precedente, que la CNTR estimó en un 3,8 %. Desde la óptica del gasto, esta evolución fue consecuencia de una mayor aportación negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB. Desde el punto de vista de las ramas productivas, la ligera desaceleración del producto tuvo su origen principalmente en la industria, que, aunque continuó mostrando notables ritmos de avance, experimentó una desaceleración ligada a los efectos de la crisis internacional sobre el sector exterior; por su parte, los servicios destinados a la venta detuvieron su tendencia a la desaceleración en la segunda parte del año, mientras que la construcción mantuvo un comportamiento expansivo. La generación de empleo continuó mostrando una pujanza creciente en el tercer trimestre, incrementándose el número de ocupados en un 3,6 %, en términos interanuales; sin embargo, los indicadores disponibles para los meses finales de 1998 parecen señalar un cierto agotamiento del proceso de aceleración, que resulta acorde con la evolución de la actividad. Por otro lado, la evolución de los costes ha sido favorable al proceso de reducción de la tasa de inflación: según los resultados disponibles de la negociación colectiva en 1998, los salarios nominales siguieron una senda de desaceleración, aunque su avance superó el correspondiente a los precios de consumo, y los precios de importación intensificaron su ritmo de descenso en la segunda mitad del año. Los precios de consumo, en consecuencia, redujeron su tasa de variación interanual en el último trimestre, cerrando el año en un 1,4 %.

Como se puede apreciar en el gráfico 18, durante el tercer trimestre de 1998 la actividad pri-

GRÁFICO 18

Valor añadido bruto por ramas de actividad Tasas de variación



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

maria prosiguió el proceso gradual de recuperación iniciado a comienzos de dicho año: de acuerdo con las estimaciones provisionales de la CNTR, el valor añadido bruto de la rama avanzó un 1,3 % respecto al mismo período del año precedente —el primer crecimiento interanual positivo desde comienzos de 1997—. Este mayor dinamismo del sector primario se ha producido a pesar del leve deterioro experimentado por la producción agrícola, a consecuencia de la escasa pluviosidad registrada en la mayor parte del territorio nacional durante los últimos meses de 1998. Así, la producción de buena parte de los cultivos de verano y otoño se redujo de forma significativa, siendo en el viñedo, los cítricos y el olivar aquellos en los que la climatología tuvo una incidencia más negativa. Por contra, las subramas pesquera y ganadera mostraron un mayor dinamismo que en períodos precedentes, aunque con ritmos de avance moderados.

El valor añadido bruto en la industria alcanzó un crecimiento interanual del 5,1 % en el tercer trimestre de 1998, siete décimas porcentuales por debajo de la tasa alcanzada a finales del primer semestre, prolongando la tónica de elevado dinamismo, pero con tendencia a la moderación en su ritmo de crecimiento, ya observada en la primera mitad del año. Los datos disponibles para el cuarto trimestre —todavía incompletos— tienden a mostrar un comportamiento similar, aunque las cifras de noviembre, si se confirman en los próximos meses, podrían suponer un cambio de tendencia. Así, el indicador de clima industrial se situó en octubre y noviembre muy por debajo de los niveles que venía experimentando en los meses anteriores, fruto del debilitamiento de la cartera de pedidos —especialmente de aquellos provenientes del exterior— y del incremento del nivel de existencias. Por su parte, el índice de producción industrial (IPI) registró en el promedio de octubre y noviembre una tasa de variación interanual del 2,4 %, valor que supone un ritmo de avance del 3,6 % cuando se corrige por la incidencia del calendario, y que está un punto porcentual por debajo del alcanzado en el tercer trimestre del año. El análisis desagregado del IPI atendiendo al destino económico de los bienes muestra que la pérdida adicional de pulso que se produjo en octubre se extendió a todos sus componentes. En efecto, la producción de bienes destinados al consumo registró en el promedio de octubre y noviembre un ritmo de crecimiento del 4,6 %, calculado sobre la serie corregida de los efectos del calendario, frente al 5 % observado en el trimestre anterior, como consecuencia, principalmente, de la evolución de su componente no alimenticio. La producción de bienes de equipo, por su parte, aun cuando continuó desacelerándose, moderó sustancialmente la drástica pérdida de ritmo mostrada entre el segundo y tercer trimes-

tres. Por último, la producción de bienes intermedios aumentó en el promedio de los dos últimos meses un 3 %, frente al 4,1 % observado en el trimestre anterior. Cabe señalar únicamente que, frente a este panorama de desaceleración de la actividad industrial, las opiniones sobre la evolución de la producción en los tres meses siguientes mejoraron sustancialmente en noviembre, detectándose también una cierta subida en las previsiones sobre la cartera de pedidos; estos datos de han visto confirmados por el IPI del mes de noviembre.

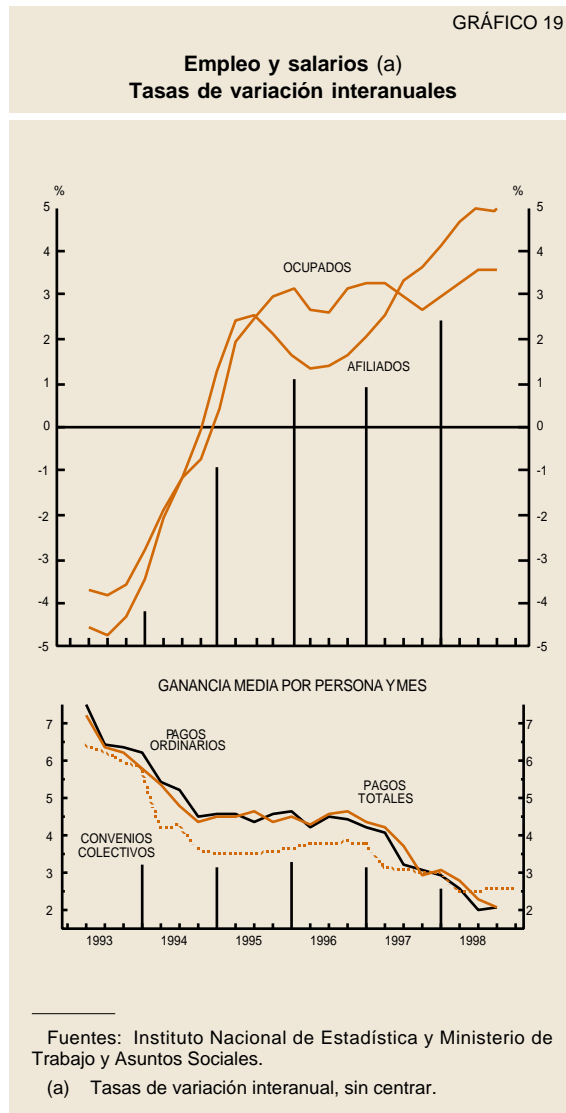
En el segundo semestre de 1998, la actividad constructora continuó inmersa en la fase expansiva que se ha venido observando desde finales de 1996. En el tercer trimestre de 1998 el valor añadido por esta rama registró un nuevo avance en su ritmo de variación, hasta alcanzar el 5,7 % en términos interanuales, cuatro décimas por encima del registrado en el trimestre anterior. La información coyuntural disponible para el cuarto trimestre del año indica la continuidad de este proceso en el cuarto trimestre, ya que tanto la obra civil como la edificación continúan mostrando una elevada pujanza, tal y como se ha comentado en el epígrafe anterior.

De acuerdo con la CNTR, el valor añadido generado en la rama terciaria se incrementó en el tercer trimestre de 1998 en un 2,7 %, una décima por debajo del registrado en el trimestre precedente. Esta reducción en el ritmo de crecimiento de la rama de servicios prolonga el proceso de paulatina desaceleración que viene observándose desde finales de 1997 y que ha sido común a sus dos componentes. Así, los servicios no destinados a la venta registraron una caída de dos décimas en su ritmo de crecimiento interanual, hasta alcanzar el 1,2 % en el tercer trimestre de 1998, como consecuencia de una desaceleración del consumo de capital fijo, que no fue compensada por la leve aceleración experimentada por la remuneración de asalariados de las Administraciones Públicas. Por otro lado, en el tercer trimestre de 1998 se produjo una pausa en el proceso de paulatina pérdida de ritmo de la rama de servicios destinados a la venta que se venía observando con anterioridad, al registrar un crecimiento interanual del 3,2 %, similar al correspondiente al segundo trimestre del año. La escasa información disponible para el cuarto trimestre, basada fundamentalmente en indicadores de empleo, de comercio y de turismo, tampoco parece señalar una desaceleración adicional.

El proceso de creación de empleo continuó mostrando una gran fortaleza en el tercer trimestre de 1998. Según los datos de la CNTR, el número de ocupados se incrementó un 3,6 % en relación con el mismo período del año precedente, por encima del 3,4 % registrado en el trimestre anterior (véase gráfico 19). No obstante,

como señalan los datos de la EPA para dicho período, los asalariados y los no asalariados registraron una evolución dispar, observándose una desaceleración en los primeros, mientras que los no asalariados, tras año y medio de caídas, experimentaron un incremento en términos interanuales. Esta pauta se manifestó de nuevo en el avance de la EPA de septiembre, que incorpora datos de agosto a octubre, aunque en un contexto de menor dinamismo del empleo total, ya que dicho avance parece señalar que el ritmo de creación de empleo podría haber alcanzado un techo en la segunda mitad del año 1998, en consonancia con la evolución de la actividad. En concreto, la variación interanual de la población ocupada se situó en 447.000 personas en septiembre, lo que se traduce en una tasa interanual del 3,5 %, ligeramente por debajo de la observada en el tercer trimestre (3,6 %). Por contra, las afiliaciones a la Seguridad Social experimentaron un mayor empuje a partir del mes de septiembre, aumentando en el conjunto del cuarto trimestre a ritmos superiores a los observados durante el verano. Por lo que se refiere al desempleo, según la EPA, en el tercer trimestre de 1998 la tasa de paro se redujo en tres décimas, para situarse en el 18,6 %, permaneciendo en ese nivel en los meses correspondientes al avance de septiembre. La disminución en el número de desempleados se ha extendido a la estadística de paro registrado elaborada por el Instituto Nacional de Empleo (INEM). En el cuarto trimestre, el paro registrado intensificó su ritmo de descenso, alcanzando una reducción media de 283.000 personas en el número de parados: un -13,6 %, tasa claramente superior, en valor absoluto, a las observadas en trimestres anteriores.

Como ya se ha mencionado, tras haberse desacelerado en el tercer trimestre de 1998, el número de asalariados mantuvo esa tendencia en el período agosto-octubre, registrando una tasa de crecimiento interanual del 4,2 %, dos décimas por debajo de la del período julio-septiembre. Por su parte, el colectivo de no asalariados confirmó la recuperación iniciada en el tercer trimestre, creciendo un 1 %, después de más de un año de descensos. Dentro de los asalariados, el empleo indefinido mostró una relativa estabilidad en su tasa de crecimiento (5,2 %), que fue inferior sin embargo a las tasas observadas en el segundo trimestre del año, mientras que los asalariados temporales disminuyeron su ritmo de avance hasta el 2,4 %, haciendo posible así que la *ratio* de temporalidad se situara en el 32,9 %, cuatro décimas por debajo del valor del tercer trimestre. Atendiendo a la duración de la jornada, únicamente se dispone de datos para el tercer trimestre, período en el que los asalariados a tiempo parcial volvieron a perder dinamismo,



representando un 7,8 % del total de asalariados, lo que implica una disminución de cuatro décimas en dicha *ratio* respecto al trimestre precedente. Por ramas de actividad, la EPA de septiembre mantuvo las tendencias apuntadas en el tercer trimestre, con la excepción de la agricultura, donde se observó una reducción del número de ocupados más intensa. La desaceleración del empleo en la industria, que refleja la mostrada por la producción en dicha rama, prosiguió, si bien con ritmos de generación de empleo aún elevados (4 %), mientras que los ocupados en la construcción prolongaron la senda ascendente que venían mostrando (6,9 %), en línea con los indicadores de actividad disponibles; por último, en las ramas de servicios los puestos de trabajo netos aumentaron en los tres meses comprendidos en la EPA de septiembre al mismo ritmo que en el tercer trimestre (3,4 %). Cabe resaltar que otras fuentes relativas a la evolución del empleo, como las afiliaciones a la Seguridad Social y el paro registrado, indican un comportamiento más po-

sitivo del mercado laboral en la industria y los servicios en el cuarto trimestre que el apuntado por el avance de septiembre de la EPA.

La mayor parte de la información relativa a los distintos conceptos salariales ha reflejado una desaceleración significativa de las remuneraciones en 1998, respecto al año 1997. La información más adelantada, referida a los convenios colectivos registrados hasta el 15 de diciembre del año pasado, recoge un aumento salarial para 1998 de un 2,6 %, tres décimas por debajo del pactado en el ejercicio precedente. Los mayores crecimientos salariales correspondieron a los convenios de nueva firma, donde se pactaron crecimientos de las tarifas de un 2,8 %, por encima del 2,4 % correspondiente a los convenios revisados. Por ramas de actividad, destacaron los crecimientos pactados en los servicios (2,7 %) y en la agricultura (2,9 %), mientras que en la industria (2,4 %) y en la construcción (2,3 %) los aumentos fueron ligeramente más moderados.

Según la encuesta de salarios, durante el tercer trimestre de 1998 la ganancia media por trabajador y hora —en términos de pagos ordinarios— se incrementó en un 2,4 %, dos décimas por debajo del trimestre anterior. En el conjunto de los tres primeros trimestres del año este aumento fue de un 2,7 %, 1,2 puntos porcentuales por debajo del crecimiento medio registrado en 1997, aunque 0,9 décimas por encima del incremento del IPC en 1998. La incorporación al mercado laboral de trabajadores con jornadas más reducidas ha seguido provocando que el aumento de las ganancias por trabajador y mes fuera algo más reducido que el del salario por hora en el tercer trimestre (2,1 %). Por último, en el concepto de pagos totales, que incluye pagos extraordinarios y atrasos, el crecimiento de las ganancias por mes se situó también en un 2,1 %, dos décimas por debajo del segundo trimestre. Por ramas de actividad, en el tercer trimestre los salarios por persona y hora, en términos de pagos ordinarios, se aceleraron medio punto porcentual en la industria —hasta el 2,9 %—, mantuvieron el ritmo de crecimiento en la construcción (3,4 %) y se desaceleraron en los servicios (2,2 %). Es en esta última rama donde el diferencial de crecimiento entre ganancia por hora y ganancia por mes es más amplio, aunque en el último trimestre se ha reducido hasta tres décimas porcentuales.

Como se observa en los gráficos 20 y 21, los principales indicadores de precios de la economía española mantuvieron una trayectoria favorable en el cuarto trimestre de 1998. El IPC registró un nuevo recorte en su tasa de variación interanual, que quedó situada en el

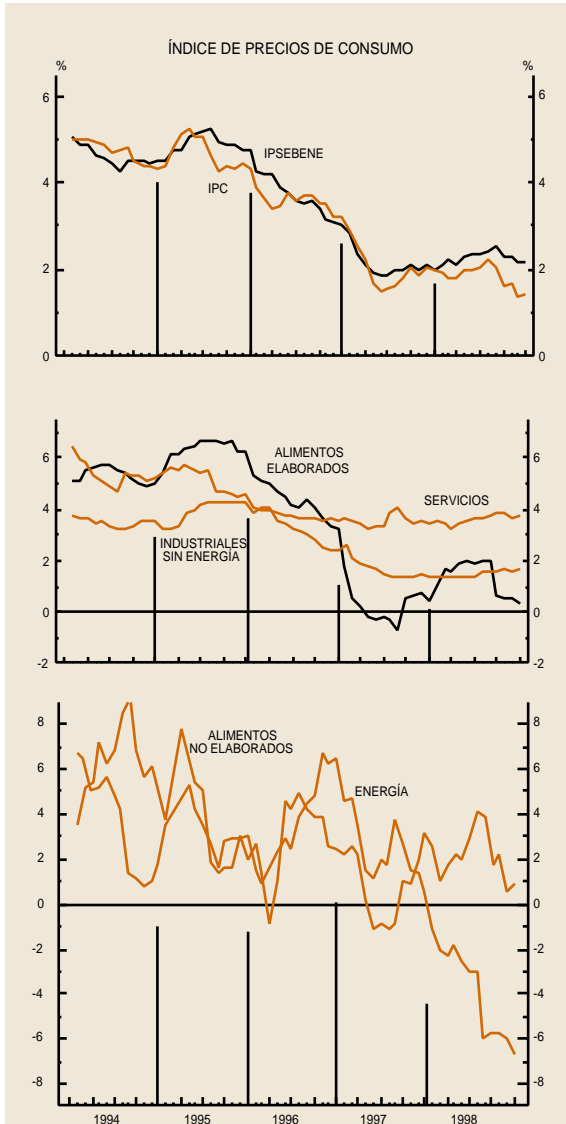
1,4 % en el mes de diciembre. El comportamiento favorable de los alimentos no elaborados, cuya tasa interanual se moderó en casi un punto porcentual, así como un descenso más intenso de los precios de la energía —los componentes del IPC tradicionalmente más volátiles— han sido los factores que más han contribuido a la mejora de la situación inflacionista en el período analizado. Por su parte, el componente de servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) registró también una leve desaceleración, alcanzando una tasa de variación interanual del 2,2 % en diciembre, una décima inferior a la alcanzada en el mes de septiembre. En términos del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), que permite realizar comparaciones homogéneas con los precios de consumo de los restantes países de la UEM, disponible hasta el mes de noviembre, los diferenciales de inflación entre España y la UEM, por un lado, y la UE, por otro, experimentaron una reducción. En concreto, las tasas interanuales de los IAPC en noviembre fueron del 1,4 % en España, y del 1 % y 0,9 % en la UE y UEM, respectivamente.

Como se ha mencionado anteriormente, entre los factores que más han contribuido a la favorable evolución del IPC en los últimos meses se encuentran los componentes tradicionalmente más variables, como son la energía y los alimentos no elaborados. En los últimos meses de 1998 se registró un descenso acusado de los precios de la energía, favorecido por la evolución de los precios energéticos en los mercados internacionales, de forma que la tasa interanual del componente energético correspondiente al mes de diciembre se situó en el —6,6 %. Por su parte, los precios de los alimentos no elaborados registraron una desaceleración que redujo su tasa interanual hasta el 1,1 % en el mencionado mes. Los precios de los alimentos elaborados mantuvieron un comportamiento moderado, experimentando en el mes de diciembre un crecimiento interanual del 0,4 %, tres décimas por debajo del registrado en septiembre. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos mantuvieron su tasa de variación interanual en el 1,6 % a lo largo del cuarto trimestre del año. Finalmente, los precios de los servicios registraron un aumento interanual del 3,7 % en diciembre, una décima menos que el correspondiente a septiembre.

El índice de precios industriales (IPRI) experimentó nuevos recortes en su tasa de variación interanual en la segunda mitad de 1998, hasta alcanzar el —2,1 % en diciembre. Aunque todos sus componentes se desaceleraron, los descensos más acusados correspondieron a los precios de los bienes intermedios, y más concretamente de la energía, cuya variación in-

GRÁFICO 20

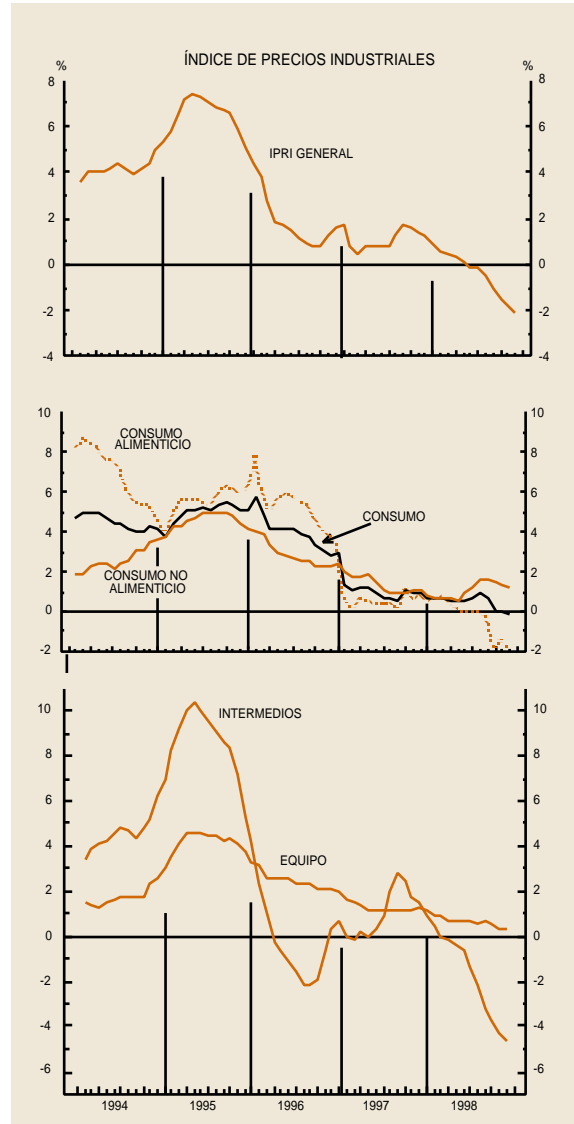
Componentes del índice de precios de consumo
Tasas de variación interanuales



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística.

GRÁFICO 21

Componentes del índice de precios industriales
Tasas de variación interanuales



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística.

ter anual alcanzó el -11% en diciembre. Respecto a los precios agrícolas, cuya última información alcanza hasta el mes de septiembre, continuaron mostrando, en su conjunto, una evolución favorable, aunque se observaron crecimientos muy abultados en el caso de los precios del porcino y las hortalizas frescas, que han incidido de manera importante sobre el agregado.

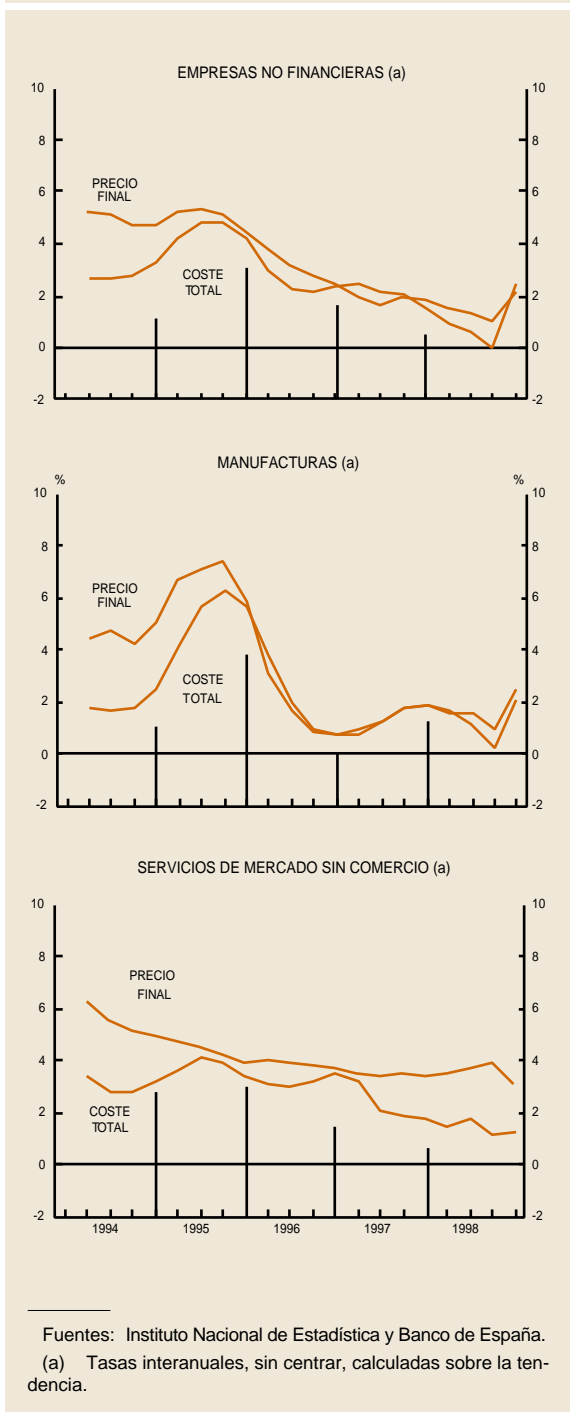
Los precios de importación, aproximados por el índice de valor unitario, continuaron la tónica de moderación en los meses de verano e inicio del otoño. Así, con información hasta el mes de octubre, la tasa media acumulada has-

ta dicho mes fue del $-1,7\%$. Si bien la moderación se ha extendido a todos los componentes, ha sido de mayor intensidad en el caso de los bienes intermedios y de equipo. Por último, los precios de exportación también mantuvieron pautas de crecimiento muy moderadas, alcanzando un aumento acumulado hasta octubre del $0,7\%$, en relación con el mismo período del año anterior.

La información que proporcionan los indicadores de costes y de precios comentados en los párrafos anteriores se puede combinar —dentro de un marco contable coherente— para obtener una visión global del proceso de

GRÁFICO 22

Indicadores de precios y costes



formación de precios (véase gráfico 22). En el tercer trimestre de 1998 los precios finales del agregado de empresas no financieras crecieron por debajo de lo que lo hicieron en el segundo trimestre, a pesar de lo cual su margen bruto de explotación ha mantenido la senda de aumento respecto al nivel alcanzado en trimestres anteriores, merced a la mayor moderación en el crecimiento de los costes totales. Estos últimos

se han visto favorecidos tanto por la desaceleración de los costes laborales unitarios como por el bajo crecimiento de los costes intermedios —tanto de bienes nacionales como, especialmente, importados—. En cambio, el coste de los servicios utilizados como *inputs* ha mantenido tasas de aumento elevadas.

Por ramas de actividad se ha seguido observando un comportamiento heterogéneo. En las manufacturas ha continuado la progresiva reducción de los márgenes de explotación, como consecuencia del mayor crecimiento de los costes totales respecto de los precios. La evolución de los costes laborales unitarios ha sido especialmente desfavorable, mientras que el crecimiento de los costes intermedios ha sido muy moderado. Por contra, en los servicios ha continuado la senda ascendente de los márgenes, debido a la persistencia de aumentos elevados de los precios.

4.3. Balanza de pagos

El saldo de las balanzas por cuenta corriente y de capital ascendió a 954 mm durante los once primeros meses de 1998, lo que supone un descenso de 402 mm, con relación al mismo período del año anterior. El excedente de la cuenta corriente experimentó un deterioro notable en ese mismo período, debido, en su mayor parte, al aumento del déficit comercial y, en menor medida, al empeoramiento del saldo de rentas de inversión; por el contrario, el superávit turístico registró un incremento sustancial. Por su parte, el superávit de la balanza de capital permaneció prácticamente estabilizado, en comparación con el año anterior.

Las exportaciones de mercancías fueron perdiendo pulso conforme avanzaba el año 1998, ya que al intenso retroceso que venían experimentando desde principios del año las ventas dirigidas a los mercados asiáticos se sumó, en los últimos meses, un paulatino debilitamiento de las destinadas a los países del este europeo y de América Latina; adicionalmente, el ritmo de avance de las ventas a los países de la UE también se ha ralentizado en los meses recientes. Por su parte, las importaciones mantuvieron un tono relativamente elevado, en sintonía con el empuje de la demanda interna, lo que propició un creciente deterioro del déficit de la balanza de mercancías desde finales del año anterior, a pesar de la mejora de la relación real de intercambio que tuvo lugar en 1998.

Por su parte, el superávit turístico se situó en 3.484 mm en los once primeros meses de 1998, lo que supuso un aumento de 403 mm en relación con el mismo período del ejercicio anterior. Los ingresos por turismo mostraron un comportamiento muy expansivo en ese período

CUADRO 4

Balanza de pagos: resumen (a)

mm

	ENE-NOV 1997			ENE-NOV 1998		
	Ingresos	Pagos	Saldos	Ingresos	Pagos	Saldos
Cuenta corriente	23.265	22.676	589	25.542	25.322	220
Mercancías	13.967	15.726	-1.759	14.983	17.427	-2.443
Servicios	5.969	3.281	2.688	6.751	3.787	2.964
<i>Turismo</i>	3.689	608	3.081	4.171	687	3.484
<i>Otros servicios</i>	2.279	2.673	-393	2.580	3.100	-520
Rentas	1.697	2.476	-779	1.992	2.874	-882
Transferencias corrientes	1.631	1.193	439	1.816	1.234	582
Cuenta de capital	845	78	767	815	81	734
	Variación de pasivos	Variación de activos	Saldos	Variación de pasivos	Variación de activos	Saldos
Cuenta financiera	5.882	6.543	-661	11.942	12.158	-217
Inversiones de España en el exterior	—	3.643	-3.643	—	7.427	-7.427
Inversiones del exterior en España	2.078	—	2.078	3.791	—	3.791
Préstamos y depósitos de España en el exterior	—	1.195	-1.195	—	4.777	-4.777
Préstamos y depósitos del exterior en España	3.804	—	3.804	8.150	—	8.150
Reservas	—	1.706	-1.706	—	-45	45
Partidas no clasificadas, errores y omisiones	—	—	-695	—	—	-738

Fuente: Banco de España.
(a) Avance provisional.

(13 %), tendiendo a estabilizarse a partir del verano en torno a tasas de crecimiento elevadas, tras el notable impulso que experimentaron en los primeros meses del año. Este resultado constituye un reflejo de la mejora de la situación económica de Alemania y Francia, que ha propiciado una mayor afluencia de turistas procedentes de ambos países, y de la fortaleza que continuaron mostrando los turistas ingleses, como consecuencia de la depreciación que experimentó la peseta frente a la libra esterlina hasta mediados de 1998. Por su parte, los pagos por turismo crecieron un 12,9 % en los once primeros meses del año, acentuando la tendencia de recuperación experimentada desde la segunda mitad del año anterior. Finalmente, los ingresos y pagos por otros servicios mantuvieron tasas de crecimiento muy elevadas, aunque en los últimos meses se apreció una desaceleración de los ingresos derivados de operaciones de transporte, en consonancia con el menor empuje de las exportaciones de mercancías.

El déficit de rentas de inversión se situó en 882 mm en el período enero-noviembre, lo que supuso un aumento de 103 mm en relación con los mismos meses del año anterior. Este resultado es consecuencia del notable avance que experimentaron los pagos, en ese mismo período, mientras que los ingresos mantuvieron un

tono más moderado. En el caso de los ingresos, su evolución reflejó, en buena medida, la atonía de los correspondientes al sistema crediticio, ligada al proceso de cancelación de depósitos frente al exterior que tuvo lugar en 1997 y en los primeros meses de 1998. Por el contrario, los ingresos del sector privado no financiero presentaron un elevado dinamismo, derivado de la expansión que están registrando las inversiones de cartera, materializadas principalmente en fondos de inversión, y del avance de las inversiones directas y de las operaciones de préstamo y de depósito a corto plazo en el exterior. Por lo que se refiere a los pagos, cabe destacar el aumento de los realizados por el sistema crediticio, en línea con el comportamiento de sus pasivos frente al exterior, aunque también se ha apreciado un incremento de los pagos del sector privado no financiero.

El superávit por transferencias corrientes aumentó en 143 mm en el conjunto de los once primeros meses del año con relación al mismo período del año anterior, debido al incremento de las transferencias recibidas por el sector privado, en el apartado de FEOGA-Garantía, mientras que las transferencias públicas en concepto de FSE se estabilizaron en los mismos niveles del año anterior. En cuanto a los pagos, aumentaron en todos los renglones, excepto en el destinado a Recurso-IVA.

CUADRO 5

Balanza de pagos: cuenta financiera

mm de PTA

	1997	1997 ENE-OCT	1998 ENE-OCT
1. SALDO CUENTA FINANCIERA (2 – 5)	-442	-667	-409
2. VARIACIÓN DE PASIVOS – VARIACIÓN DE ACTIVOS	1.281	935	-265
3. VARIACIÓN DE PASIVOS FRENTE AL EXTERIOR	5.466	5.067	10.965
Inversiones	2.485	1.532	4.224
Excluidos valores negociables	811	703	1.043
Valores negociables	1.673	830	3.181
<i>Privados</i>	63	-77	1.642
<i>Públicos</i>	1.610	907	1.539
Otras inversiones	2.981	3.535	6.741
AAPP y otros sectores residentes	105	309	864
Sistema crediticio	2.876	3.226	5.877
Del cual:			
<i>Préstamos y depósitos a largo plazo</i>	538	466	1.648
<i>Cesiones temporales</i>	54	262	488
<i>Depósitos a corto plazo</i>	2.285	2.498	3.740
4. VARIACIÓN DE ACTIVOS FRENTE AL EXTERIOR	4.185	4.132	11.230
Inversiones	3.961	3.279	6.189
Otras inversiones	225	853	5.041
AAPP	55	53	51
Otros sectores residentes	2.251	2.432	3.593
Del cual:			
<i>Préstamos y depósitos a corto plazo</i>	1.960	2.178	3.444
Sistema crediticio	-2.081	-1.632	1.396
Del cual:			
<i>Préstamos y depósitos a largo plazo</i>	328	204	137
<i>Adquisiciones temporales</i>	494	954	-122
<i>Depósitos a corto plazo</i>	-2.903	-2.791	1.382
5. ACTIVOS DE RESERVA	1.722	1.602	145

Fuente: Balanza de Pagos. Banco de España.

Por último, el saldo por cuenta de capital registró un superávit de 734 mm en el período enero-noviembre, similar al observado en los mismos meses de 1997, ya que el aumento que experimentaron los fondos estructurales procedentes de la UE se vio compensado por la disminución de las transferencias recibidas por el sector privado.

Por lo que respecta a la cuenta financiera, el período enero-noviembre de 1998 se saldó con una salida neta de capitales por un importe de 262 mm, que contrasta con las entradas netas de 1.045 mm registradas en el mismo período del año anterior. Junto al cambio de signo en el flujo neto de capitales con el exterior, lo que resulta relevante de la cuenta financiera de la balanza de pagos en 1998 es el considerable aumento registrado en el volumen de flujos financieros frente al exterior: tanto la acumulación de activos frente al exterior como la de pasivos han duplicado en los meses transcurridos

de 1998 las cifras registradas el año precedente, con unos movimientos financieros en torno a once billones de pesetas en ambos casos. En una economía como la nuestra, que habitualmente ha sido dependiente del ahorro exterior, el cambio en el signo de nuestras relaciones financieras con el resto del mundo, junto al significativo incremento en los activos frente a no residentes, constituye un dato muy relevante, que refleja el marco de estabilidad macroeconómica alcanzado y la creciente capacidad de nuestro país para colocar sus capitales del exterior, en un entorno de globalización financiera.

La salida neta de capitales registrada fue inferior al superávit conjunto de las cuentas corriente y de capital, lo que, entre otros factores, se tradujo en un ligero aumento de las reservas (45 mm).

Entre las rúbricas que han propiciado el aumento de los pasivos frente al exterior destacan

CUADRO 6

**Evolución de la cuenta financiera
Enero-octubre 1998**

mm

	Variación de pasivos exteriores	Variación de activos exteriores	Variación neta (pasivos – activos)
1. Total	10.965	11.230	-265
Sistema crediticio	6.705	2.812	3.893
<i>Inversiones</i>	828	1.416	-588
<i>Otras inversiones</i>	5.877	1.396	4.481
Administraciones Públicas	1.514	51	1.463
<i>Inversiones</i>	1.539	—	1.539
<i>Otras inversiones</i>	-25	51	-76
Otros sectores residentes	2.747	8.366	-5.619
<i>Inversiones</i>	1.857	4.773	-2.916
<i>Otras inversiones</i>	890	3.593	-2.703
2. Activos de reserva	—	145	-145
3. Saldo cuenta financiera (1 + 2)	—	—	-409

Fuente: Balanza de Pagos. Banco de España.

las inversiones extranjeras en valores negociables, tanto públicos como privados, y las operaciones de préstamo y depósito del sistema crediticio frente a los no residentes. Por su parte, el aumento de las adquisiciones de activos frente al exterior se ha canalizado, principalmente, a través de inversiones y de operaciones de préstamo y depósito del sector privado, tanto financiero como no financiero.

Según las cifras desagregadas disponibles para el período enero-octubre del presente año, la captación de recursos en el exterior por parte de las entidades de crédito residentes a través de operaciones de préstamo y depósito casi alcanzó seis billones de pesetas, el 60 % de los cuales se instrumentaron a través de operaciones a corto plazo (véase cuadro 5). Sin embargo, lo más destacable es el significativo aumento que han experimentado los préstamos y depósitos a largo plazo, cuyo flujo se ha cuadruplicado en el período enero-octubre de 1998, en comparación con el mismo período del año anterior.

El considerable aumento de las inversiones extranjeras en España se ha producido, principalmente, mediante adquisiciones de valores negociables por parte de los no residentes. Las adquisiciones de valores emitidos por el sector privado (1.642 mm) han sido mayores que las inversiones en valores de las Administraciones Públicas (1.642 mm), lo que resulta muy relevante, dada la escasa emisión de valores privados que tradicionalmente se ha registrado en la economía española.

El incremento de las inversiones españolas en el exterior en el período enero-octubre al-

canzó 6.189 mm, lo que constituye una cifra superior a la registrada a lo largo de todo el año 1997. Entre las inversiones, se ha producido un importante aumento de las de cartera, que ya superan los cuatro billones de pesetas en el período transcurrido de 1998, de los cuales cerca de un 75 % han sido efectuados por el sector privado no crediticio, a través, principalmente, de los fondos de inversión. La disminución de los tipos de interés y la busca de una mayor diversificación de las inversiones, en un entorno europeo caracterizado por la estabilidad cambiaria, han incentivado la adquisición de activos frente al exterior por parte de los fondos. Por su parte, las inversiones directas siguen creciendo a buen ritmo.

El aumento de los depósitos del sector privado no crediticio en el exterior en el período enero-octubre representó 3,6 billones de pesetas, que corresponden, en gran medida, a operaciones de préstamo y de depósito a corto plazo. Por su parte, el sistema crediticio aumentó sus activos frente al exterior, principalmente, aumentando sus depósitos a corto plazo, lo que contrasta con el intenso proceso de retirada de depósitos que tuvo lugar en el mismo período del año anterior (véase cuadro 5).

Por último, como se aprecia en el cuadro 6, en la distribución de los flujos financieros con el exterior por sectores existen diferencias significativas en el período transcurrido de 1998: el sistema crediticio y las Administraciones Públicas han sido demandantes netos de financiación exterior, por cantidades elevadas (casi cuatro billones de pesetas en el caso del sistema crediticio y 1,5 billones de pesetas en el de

CUADRO 7

Estado. Ejecución presupuestaria y financiación

mm y %

	Liquidación			Avance de liquidación			Liquidación		
	1997	1998	Variación porcentual	1997 ENE-SEP	1998 ENE-SEP	Variación porcentual	1997 ENE-NOV	1998 ENE-NOV	Variación porcentual
	1	2	3 = 2/1	4	5	6 = 5/4	7	8	9 = 8/7
1. Ingresos no financieros	16.640	17.449	4,9	12.096	12.753	5,4	15.300	16.562	8,2
Impuestos directos	7.882	7.320	-7,1	5.874	5.359	-8,8	7.246	7.139	-1,5
<i>IRPF</i>	5.540	5.058	-8,7	4.403	3.889	-11,7	5.217	4.804	-7,9
<i>Sociedades</i>	2.095	2.119	1,2	1.261	1.362	8,0	1.801	2.209	22,7
<i>Otros</i>	247	143	-42,1	210	108	-48,5	228	-126	-44,7
Impuestos indirectos	6.253	6.982	11,7	4.668	5.241	12,3	5.903	6.675	13,1
<i>IVA</i>	4.004	4.388	9,6	2.974	3.281	10,3	3.840	4.249	10,7
<i>Especiales</i>	2.065	2.344	13,5	1.555	1.776	14,2	1.893	2.197	16,0
<i>Tráfico exterior</i>	111	131	18,0	81	95	17,3	102	119	17,2
<i>Otros</i>	73	119	64,3	58	89	54,3	68	110	60,8
Otros ingresos netos	2.505	3.147	25,6	1.554	2.153	38,6	2.151	2.748	27,7
2. Pagos no financieros	18.688	18.817	0,7	13.625	13.598	-0,2	16.747	16.712	-0,2
Personal	2.992	3.042	1,7	2.156	2.187	1,4	2.605	2.662	2,2
Compras	390	391	0,2	285	275	-3,2	344	348	1,3
Intereses	3.596	3.367	-6,4	2.593	2.442	-5,8	3.317	3.091	-6,8
Transferencias corrientes	10.018	9.826	-1,9	7.362	7.308	-0,7	8.987	8.910	-0,9
Inversiones reales	847	1.079	27,5	611	638	4,4	732	762	4,2
Transferencias de capital	846	1.112	31,5	619	749	21,0	763	937	22,8
3. Déficit de caja (3 = 1 - 2) (a)	-2.049	-1.369	-33,2	-1.529	-845	-44,7	-1.447	-149	-89,7
4. Otros pagos no financieros	16	—	—	159	-8	—	-59	20	—
Intereses	15	—	—	158	-18	—	-55	3	—
Otros gastos	1	—	—	1	10	—	-4	17	—
5. Pagos no financieros totales (2 + 4)	18.704	—	—	13.783	13.591	-1,4	16.689	16.732	0,3
6. Financiación neta (6 = 1 - 5 = 7 - 8)	-2.065	—	—	-1.687	-837	-50,4	-1.389	-170	-87,8
7. Variación neta de activos financieros	-322	—	—	139	2.974	—	303	2.621	—
Depósitos en el Banco de España	-893	—	—	-361	2.459	—	-281	1.942	—
Activos frente al Crédito Oficial	22	—	—	16	9	-44,2	18	10	-44,7
Otros activos netos	549	—	—	483	506	4,6	567	669	18,0
8. Variación neta de pasivos financieros	1.743	—	—	1.826	3.811	108,7	1.692	2.790	64,9
Créditos del Banco de España	-39	—	—	0	0	—	0	0	—
Emisión neta de valores negociables (b)	2.695	—	—	2.241	2.967	32,4	2.302	1.668	-27,5
<i>Pagarés del Tesoro</i>	0	—	—	0	0	—	0	0	—
<i>Letras del Tesoro</i>	-1.254	—	—	-45	-1.590	—	-1.115	-1.800	61,4
<i>Deuda a medio y largo plazo</i>	3.949	—	—	2.286	4.557	99,3	3.417	3.467	1,5
Deuda asumida	-21	—	—	-6	-29	—	-6	-49	—
Valores no negociables	-850	—	—	-850	0	-100,0	-850	0	—
Préstamos exteriores	466	—	—	516	863	67,1	490	1.156	135,7
Préstamos en pesetas	-195	—	—	-195	0	-100,0	-195	0	—
Resto (c)	-312	—	—	121	10	-91,7	-48	16	—

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

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

(b) En términos efectivos.

(c) Incluye emisión de moneda, depósitos y desfases, y préstamos asumidos en pesetas y moneda extranjera.

las AAPP). Por el contrario, los otros sectores residentes (que incluyen, entre otros, las familias, las empresas y otras instituciones financieras, como los fondos de inversión y de pensiones) siguen financiando, en términos netos, al resto del mundo, tanto a través de inversiones directas y de cartera, como mediante préstamos y depósitos en el exterior.

4.4. Ejecución y financiación del Presupuesto del Estado (5)

El déficit de caja del Estado acumulado hasta el mes de noviembre de 1998 se situó en 149 mm, un 89,7 % inferior al del mismo período del año precedente; este porcentaje de caída es superior al establecido en el presupuesto para el conjunto del año (-27,6 %), e incluso al previsto en el avance de liquidación del año 1998 que se incluye en el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 1999 (-33,2 %). Dicha reducción del déficit de caja se debió tanto a la disminución de los pagos no financieros (-0,2 %) como, sobre todo, al incremento de los ingresos no financieros (8,2 %). Como ya se señaló en informes anteriores, la comparación del Presupuesto del Estado y su ejecución durante el año 1998 con lo ocurrido el año anterior debe realizarse teniendo en cuenta, en primer lugar, la entrada en vigor del acuerdo de financiación autonómica para el período 1997-2001, que, entre otras medidas, establece la cesión del 15 % del IRPF a las Comunidades Autónomas de régimen común que aceptaron el acuerdo (todas excepto Andalucía, Extremadura y Castilla-La Mancha) y, en segundo lugar, los pagos efectuados en los primeros meses de 1997 correspondientes al Real Decreto-Ley 12/1996, de 26 de julio, que afectaron, sobre todo, a las compras de bienes y servicios y a las inversiones reales realizadas por el Estado.

En el marco de la Contabilidad Nacional, por su parte, el déficit acumulado hasta noviembre se redujo en una magnitud ligeramente inferior al déficit de caja (-76,5 %), lo que lo situó en los 249 mm. A continuación se hará mención, sin embargo, al desglose de la información en términos de caja, por ser esta la que se encuentra disponible.

En el período enero-noviembre, los ingresos no financieros aceleraron su ritmo de avance

en relación con los primeros nueve meses del año, debido a la recuperación de la recaudación de los impuestos directos, que aminoraron su caída hasta situarse en el -1,5 %, y, en menor medida, a la favorable evolución de los impuestos indirectos (13,1 %). Los otros ingresos netos sufrieron, sin embargo, una desaceleración, aunque siguieron creciendo a tasas elevadas (27,7 %). De esta forma, el incremento de la recaudación de los impuestos y de los otros ingresos netos se encontraba, en noviembre, por encima de lo previsto en el avance de liquidación para el conjunto del año.

La recuperación de los impuestos directos se debió, sobre todo, a un mejor comportamiento tanto del IRPF (-7,9 %) como del Impuesto sobre Sociedades (22,7 %). La evolución del IRPF sigue estando marcada por la cesión del 15 % de este impuesto a las Comunidades de régimen común, por el adelanto de las devoluciones en relación con el año precedente (997 mm se devolvieron entre junio y noviembre de este año, frente a 739 mm en el mismo período del año anterior), y por la caída registrada en los ingresos por retenciones sobre rendimientos del capital. De hecho, si se eliminan los dos primeros efectos, la recaudación del IRPF muestra una tasa de crecimiento del 6,7 %. Con todo, el porcentaje de caída de este impuesto hasta noviembre se encuentra por debajo de lo previsto en el avance de liquidación (-8,7 %). La aceleración de los ingresos por el Impuesto sobre Sociedades, por su parte, se justifica por el fuerte incremento del pago fraccionado de octubre en relación con el del año anterior, como consecuencia de la buena evolución de los beneficios empresariales, así como por los ingresos procedentes de las plusvalías generadas en los procesos de privatización. En este sentido, si se corrigen las diferencias entre uno y otro año causadas por los ingresos de privatizaciones, la tasa de crecimiento de este impuesto se reduciría al 14,2 %. El aumento del Impuesto sobre Sociedades hasta noviembre sigue contrastando, no obstante, con la reducción presupuestada para el conjunto del año (-10,5 %), e incluso con la tasa de crecimiento recogida en el avance de liquidación (1,2 %). Por último, el fuerte descenso de la recaudación de los otros impuestos directos (-44,7 %) se explica por el ingreso extraordinario, que tuvo lugar en 1997, por el gravamen de revalorización de activos.

La recaudación de los impuestos indirectos se aceleró ligeramente en relación con los primeros nueve meses del año, impulsada por la buena evolución tanto del IVA como de los impuestos especiales, que mantienen tasas de crecimiento (10,7 % y 16 %, respectivamente) superiores a las presupuestadas y a las previs-

(5) Según las cifras avanzadas recientemente por el Gobierno, el déficit de caja no financiero del Estado en 1998 ha ascendido a 1.144 mm, un 45,6 % menos que en 1997. Este importante descenso ha superado ampliamente las previsiones presupuestarias para ese año, así como el avance de liquidación que acompañaba a los Presupuestos Generales del Estado para 1999.

tas en el avance de liquidación, reflejando el buen comportamiento del consumo y el dinamismo de las importaciones procedentes de países ajenos a la UE. Este último aspecto afecta también a los ingresos por tráfico exterior (17,2 %), procedentes, sobre todo, de la Tarifa Exterior Común. La evolución de los otros impuestos indirectos (que experimentaron una tasa de aumento del 60,8 %), refleja el incremento del tipo impositivo de las primas de seguro, que se elevó a principios de año desde el 4 % hasta el 6 %.

El resto de los ingresos no financieros, con una tasa de avance del 27,7 %, presentó una desaceleración en relación con la tasa de crecimiento registrada hasta septiembre. No obstante, el aumento de recaudación por este concepto fue superior al previsto en el avance de liquidación (25,6 %) y contrasta con la caída presupuestada para el conjunto del año (-3,1 %). De este conjunto de ingresos no financieros destacan: en primer lugar, el incremento hasta noviembre de las tasas y otros ingresos (53,2 %), debido a los ingresos obtenidos por las diferencias entre los valores de reembolso y de emisión de deuda pública (que crecen más de un 200 % con respecto al mismo período del año anterior); en segundo lugar, el aumento de los ingresos patrimoniales (16 %), como consecuencia del incremento de los beneficios ingresados por el Banco de España (13,2 %), de los mayores ingresos procedentes de la enajenación de empresas públicas y de los ingresos relativos a la ordenación de la telefonía móvil (este último concepto fue contabilizado en julio en el capítulo de tasas y otros ingresos). Las transferencias corrientes, por su parte, presentaron una elevada tasa de crecimiento (47,6 %), motivada, básicamente, por el incremento de los ingresos procedentes del ONLAE (Organismo Nacional de Loterías y Apuestas del Estado) y por el aumento de las transferencias procedentes de las Comunidades Autónomas del País Vasco, Navarra y Madrid, tras las modificaciones introducidas en sus modelos de financiación. Finalmente, las transferencias de capital, que incluyen los ingresos recibidos de los Fondos Estructurales y del Fondo de Cohesión de la UE, crecieron un 20,5 %.

En cuanto al análisis de los pagos no financieros, su tasa de variación acumulada hasta septiembre fue del -0,2 %, que es inferior a la prevista en el avance de liquidación (0,7 %), pero superior a la fijada en los presupuestos (-2,9 %). En realidad, todas las partidas incluidas en los pagos no financieros, salvo la correspondiente a gastos de personal, presentaron, hasta noviembre, tasas de variación superiores a las presupuestadas para el conjunto del año. Por su parte, las diferencias entre las tasas

de crecimiento de los pagos no financieros efectuados hasta noviembre y los incluidos en el avance de liquidación para el conjunto del año se deben, fundamentalmente, a los pagos de capital (inversiones reales y transferencias de capital), que han avanzado, hasta noviembre, muy por debajo de lo previsto. En cuanto a los pagos de naturaleza corriente, tanto los gastos de personal como las compras de bienes y servicios se situaron por encima de lo fijado en el avance de liquidación. En el caso de los gastos de personal, los pagos al personal en activo crecieron solamente un 1,1 %, mientras que los pagos por clases pasivas y por cotizaciones sociales lo hicieron en un 3,2 % y en un 7,9 %, respectivamente. Las compras aumentaron un 1,3 % —algo más de un 8 % si se eliminan los efectos del Real Decreto-Ley 12/1996—, cifra que supera la cuantía inicialmente presupuestada para el conjunto del año. Los pagos por intereses disminuyeron un -6,8 %, debiendo tenerse en cuenta que este año se ha autorizado una ampliación de crédito en este capítulo por importe de 210 mm para la realización de amortizaciones anticipadas y de canjes de deuda. Finalmente, los pagos por transferencias corrientes cayeron un 0,9 %, lo que se convierte en un incremento del 5,5 % una vez que se eliminan los efectos de la cesión de la tarifa autonómica del IRPF. Debe recordarse que uno de los mayores volúmenes de transferencias se dirige a la Seguridad Social para la financiación del INSALUD, que presentó un aumento hasta noviembre cercano al 10 %, como consecuencia del proceso de asunción por el Estado de los gastos de la sanidad, que culminará en 1999.

Por lo que respecta a la Seguridad Social, se dispone de información completa de la ejecución hasta septiembre, referida exclusivamente al Sistema. Estos datos reflejan un saldo no financiero del Sistema de la Seguridad Social de 352 mm, que contrasta con el saldo negativo del mismo período del año precedente (-75 mm) y con el previsto para el conjunto del año (-119 mm). Los ingresos no financieros presentaron una tasa de crecimiento del 10,9 %, que, aunque siguió reduciéndose paulatinamente desde la finalización del primer trimestre del año (19,5 %), continúa siendo muy superior a la previsión presupuestaria (5,8 %), debido principalmente a la favorable evolución de las transferencias corrientes procedentes del Estado (21,5 %). Las cotizaciones sociales, por su lado, crecieron un 5,6 %, siete décimas por encima de la previsión presupuestaria. En cuanto a los pagos no financieros, su tasa de crecimiento (6 %) se mantuvo ligeramente por encima de lo presupuestado (5,2 %), debido, sobre todo, al fuerte crecimiento de las compras y del gasto farmacéutico (10,7 % y 12,5 %, respectivamente, frente al 6,1 % y al 0,1 % previstos en

el Presupuesto). Las prestaciones por incapacidad temporal también presentaron una tasa de variación (-0,4 %) muy superior a la prevista.

En lo relativo al INEM, se dispone de información sobre las cotizaciones sociales percibidas hasta junio, que crecieron en dicho período un 8,2 % respecto al mismo período del año precedente, y de las prestaciones por desempleo pagadas hasta noviembre, observándose una caída del 7,3 %. Ambas circunstancias parecen explicarse por la buena evolución del empleo. Por último, las bonificaciones para fomento del empleo siguieron creciendo a un ritmo elevado.

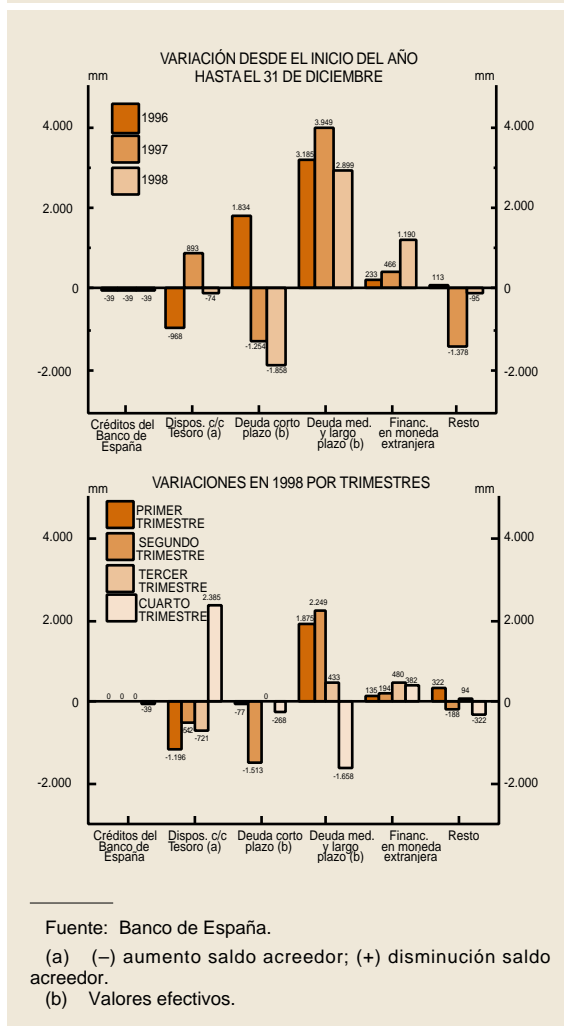
Durante el período octubre-diciembre de 1998 ha continuado el proceso de reducción de los tipos de interés de los instrumentos de deuda pública, en consonancia con la evolución de los mercados monetarios y los mercados de deuda a medio y largo plazo. La volatilidad que han mantenido los mercados bursátiles internacionales impulsó la actividad de los mercados de valores públicos, que han recogido una parte de los fondos que huían de posiciones más arriesgadas. Junto a esto, el impacto de la crisis financiera sobre las perspectivas de crecimiento en Europa ha propiciado una política monetaria menos restrictiva y, en definitiva, menores tipos de interés de los valores a corto plazo.

En este contexto bajista, el Tesoro recortó considerablemente los tipos de emisión. Las colocaciones de deuda en el mercado fueron, sin embargo, inferiores a las amortizaciones, por cuanto el Tesoro utilizó el elevado saldo acumulado a lo largo del año en su depósito en el Banco de España para cubrir esas amortizaciones y el déficit público correspondiente al período en cuestión, tal como se observa en el gráfico 23.

En el conjunto del año, la emisión de deuda pública a medio y largo plazo ha vuelto a ser el principal instrumento de financiación del Estado, con unas colocaciones netas de 2,9 billones de pesetas. También fue relevante la financiación en moneda extranjera, que sobrepasó el billón de pesetas, aunque, en buena medida, estos pasivos se han convertido automáticamente en financiación en moneda nacional con la introducción del euro, pues, en una gran proporción, correspondían a emisiones en ecus. Por su parte, el saldo de letras del Tesoro se redujo en 1,9 billones en 1998. Esta estructura de emisión de deuda ha supuesto, de nuevo, un aumento en la vida media de la deuda pública en España, que ha pasado de 3,5 años a finales de 1997 a 4,5 años al final del tercer trimestre de 1998. Finalmente, el saldo del depó-

GRÁFICO 23

**Financiación del Estado
Distribución por instrumentos**



sito en el Banco de España, que es, en última instancia, la partida que equilibra las colocaciones en los mercados con el déficit de caja del Estado, aumentó ligeramente en el conjunto del año.

El saldo de letras del Tesoro se redujo el último trimestre del año en 353 mm, aunque, a diferencia de trimestres anteriores, se registró una colocación positiva de las letras a seis meses y un flujo negativo de letras a doce y dieciocho meses. En el conjunto del año, solo el saldo de las letras a dieciocho meses aumentó (en 1.472 mm), mientras que el saldo de letras a seis y doce meses se redujo, respectivamente, en 775 y 2.699 mm. En cuanto a los tipos de emisión, en el período octubre-diciembre de 1998 el Tesoro recortó los tipos marginales en unos 100 puntos básicos, hasta el 2,70 % para las letras a seis meses, y en torno a los 60-80 puntos básicos, para los plazos de emisión de doce y dieciocho meses, hasta el 2,9 %-3 %.

La fuerte demanda registrada en las subastas de deuda a medio y largo plazo permitió al Tesoro continuar realizando recortes en los tipos de interés de bonos y obligaciones, en consonancia con los rendimientos negociados en el mercado. Las colocaciones brutas ascendieron a 1.568 mm en el conjunto del trimestre (aproximadamente el 54 % de las cantidades solicitadas), aunque esta cantidad fue inferior a las amortizaciones registradas, que en este trimestre alcanzaban unos importes muy elevados (algo más de 3 billones de pesetas). Asimismo, se emitieron 608 mm en bonos y obligaciones a través de operaciones de canje de deuda antigua. Las disminuciones de los tipos de emisión en el último trimestre del año han totalizado movimientos a la baja de unos 40-50 puntos básicos para todas las referencias entre tres y quince años. Para el conjunto del año, la emisión de bonos y obligaciones ha estado muy repartida entre los distintos plazos, y hay que destacar que se produjeron colocaciones netas superiores al billón de pesetas en las emisiones de mayor plazo, que son las obligaciones a quince y treinta años.

La incorporación de España a la Tercera Etapa de la Unión Económica y Monetaria ha supuesto la redenominación de todo el saldo de deuda pública a euros. Este proceso ha exigido la introducción de algunos cambios en el funcionamiento de la Central de Anotaciones de Deuda del Estado, que se comentan con detalle en el artículo de Regulación Financiera de este Boletín. De la misma forma, todas las nuevas emisiones han pasado a denominarse en la moneda única.

En las subastas celebradas en el período transcurrido hasta el 22 de enero se han producido algunos cambios reseñables en los tipos de interés fijados y en la demanda registrada. En el caso de las letras del Tesoro se ha registrado un aumento de 20 puntos básicos en el tipo marginal de las letras a seis meses en relación con la última subasta de 1998, con lo que se sitúa en el 2,9 %, lo que está más en línea con las rentabilidades negociadas en los mercados monetarios a plazos similares. Los tipos de interés de las letras a doce y dieciocho meses se han reducido ligeramente. Como ha sido habitual a lo largo de 1998, la emisión neta en las subastas de enero ha sido negativa: frente a unas amortizaciones de 7.339 millones de euros (1.221 mm), solo se han colocado 4.037 millones de euros (672 mm).

Por lo que respecta a la primera subasta de bonos y obligaciones en euros, se han registrado nuevos descensos en los tipos de interés de emisión: en comparación con la subasta de diciembre de 1998, los tipos fijados se han reducido entre 20 puntos básicos para las obligacio-

nes a diez años y 45 puntos básicos para los bonos a cinco años. La cantidad total emitida ha ascendido a 3.776 millones de euros (628 mm), que resulta muy superior a las amortizaciones previstas en enero, que se elevan a 311 millones de euros (52 mm). También hay que destacar la fuerte demanda registrada: se realizaron peticiones por valor de 7.730 millones de euros (1.286 mm), que es una cantidad significativamente superior a la de meses anteriores.

Con datos hasta noviembre, el principal demandante de los valores de deuda del Estado durante 1998 han sido los fondos de inversión, que han absorbido casi la totalidad del aumento registrado en el saldo de deuda pública. El saldo en poder de no residentes se mantuvo invariado, mientras que el sistema crediticio ha reducido el saldo de su cartera a vencimiento de deuda del Estado. La distribución del saldo en circulación adquirido a vencimiento era la siguiente a finales del mes de noviembre de 1998: casi el 40 % estaba en poder de inversores institucionales (fondos de inversión, fondos de pensiones y empresas de seguros), un 37 % estaba en poder del sistema crediticio —la mayoría del cual se encontraba cedido a otros sectores—, un 17 % en las carteras de los no residentes y el 6 % restante en poder de las empresas no financieras y las familias.

4.5. Evolución monetaria y financiera

A lo largo del último trimestre del año los mercados financieros españoles han recuperado una cierta normalidad tras la inestabilidad que habían experimentado en el trimestre anterior, como consecuencia de la crisis financiera internacional. La favorable evolución de la inflación y las finanzas públicas nacionales, junto con la reducción del grado de restricción monetaria en Estados Unidos y en los principales países europeos, impulsaron dicho proceso de normalización. En este contexto y en el marco del proceso de convergencia de los tipos de interés entre los países que se han incorporado a la Unión Monetaria Europea (UME), el Banco de España redujo en este trimestre su tipo de intervención en tres ocasiones, por una cuantía total de 125 puntos básicos, hasta situarlo en el 3 %, nivel en el cual se fijó el tipo de interés de inicio de la Unión Monetaria. Esto permitió que continuaran los descensos en las rentabilidades negociadas en los mercados nacionales, de forma más acusada en el corto plazo, y que se produjera una importante recuperación de los mercados bursátiles tras la fuerte caída que habían registrado en el tercer trimestre del año.

En el mercado interbancario de depósitos, las reducciones en el tipo de intervención hasta

GRÁFICO 24

Curva de rendimiento por plazos

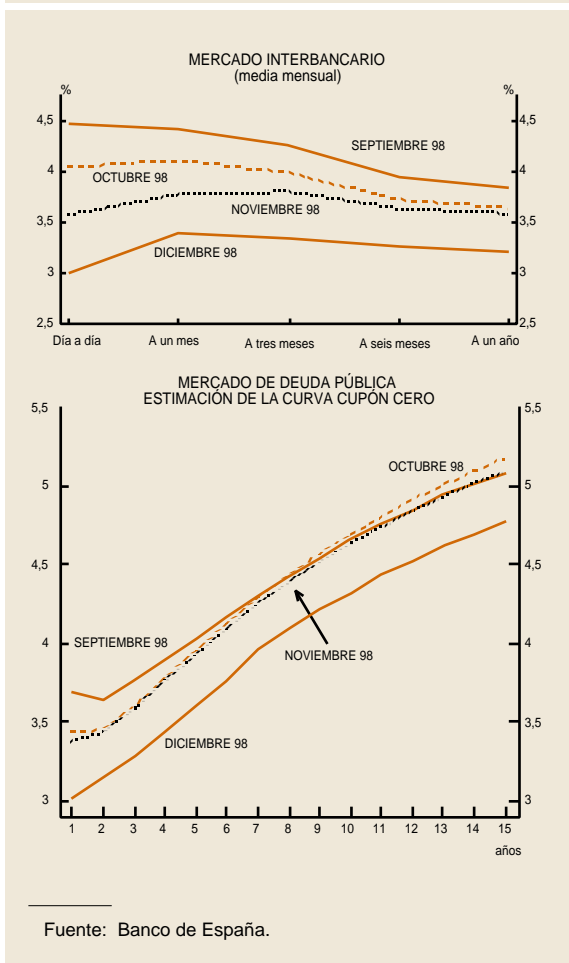
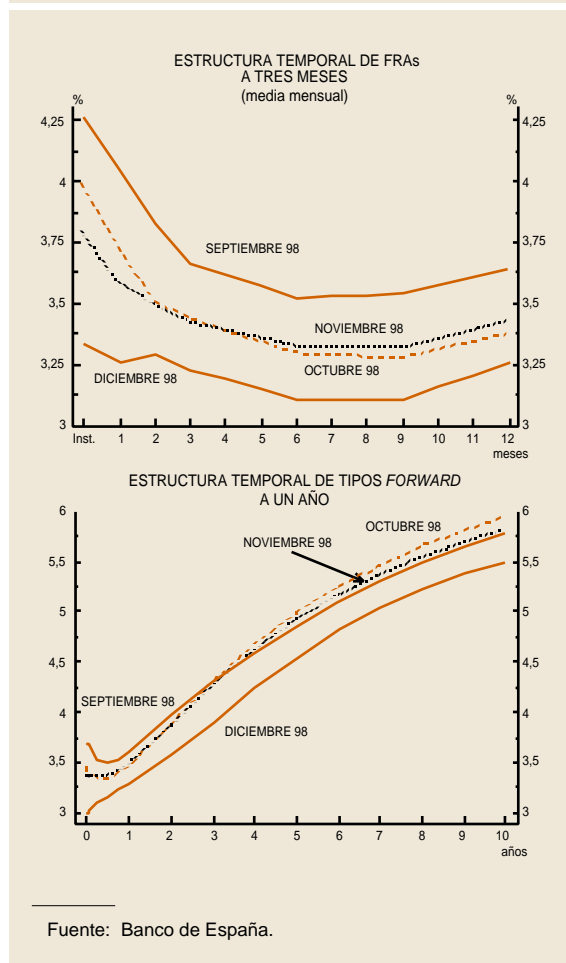


GRÁFICO 25

Evolución tipos forward



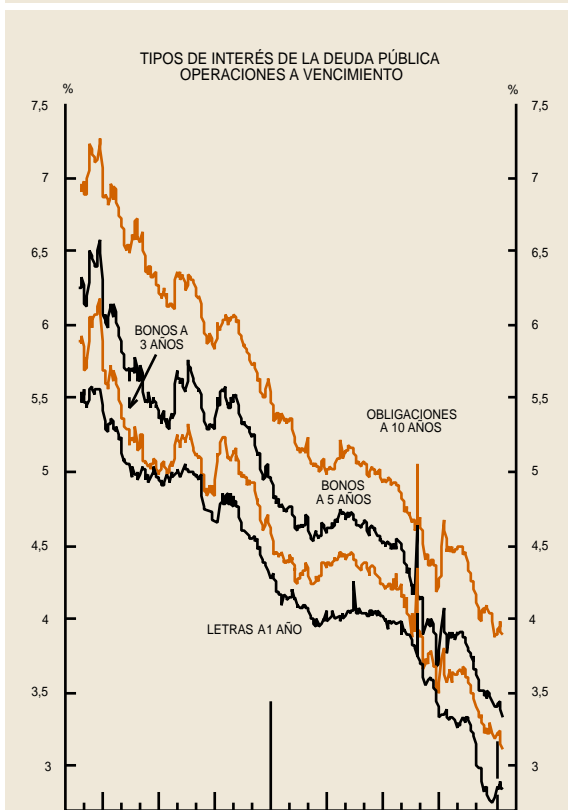
el nivel de convergencia de la Unión Monetaria propiciaron descensos muy importantes en las rentabilidades negociadas, más acusados en los plazos más cortos (véase gráfico 24). Así, respecto a los niveles observados en el mes de septiembre, se han producido descensos decrecientes con el plazo, comprendidos entre los 150 puntos básicos para las operaciones a un día y los 60 puntos básicos correspondientes al plazo de doce meses. Estos movimientos determinaron un descenso muy importante de la pendiente negativa de la curva de rendimientos de este mercado, llevando a la misma a mostrar una pendiente ligeramente positiva a final de año, con tipos comprendidos entre el 3 % y el 3,4 %, correspondientes a los plazos de un día y un mes, respectivamente. El descenso de rentabilidades en el mercado interbancario, en combinación con el menor descenso de los tipos de interés en Alemania, se tradujo en una disminución del diferencial de la peseta a tres meses de 0,8 puntos porcentuales desde septiembre, hasta situarse en un nivel prácticamente nulo en la fecha de inicio de la Unión

Monetaria. En los días transcurridos de enero, y como ya se ha mencionado en el apartado 3.2 del presente Informe, los tipos interbancarios en la zona del euro (EURIBOR) se han reducido adicionalmente en comparación con el mes de diciembre, situándose al cierre de este Boletín a unos niveles ligeramente superiores al del tipo de intervención semanal del Banco Central Europeo, que se ha mantenido inalterado en el 3 %.

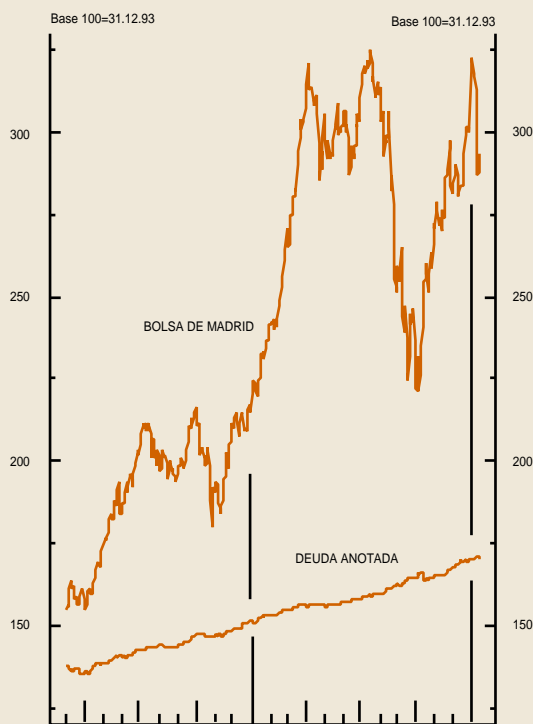
Por su parte, los tipos de interés negociados en los mercados secundarios de deuda anotada han continuado a lo largo del último trimestre de 1998 la trayectoria de descenso que venían experimentando durante todo el año. En el conjunto del trimestre, los recortes acumulados se cifraron en 50 puntos básicos para los bonos a tres y cinco años y en torno a 35 puntos básicos para las referencias a diez, quince y treinta años. En la parte transcurrida de enero ha continuado el descenso de las rentabilidades negociadas, de forma más acusada en los plazos más largos. Tras estos descensos, los tipos ne-

GRÁFICO 26

Tipos de interés y rendimiento de los mercados de valores



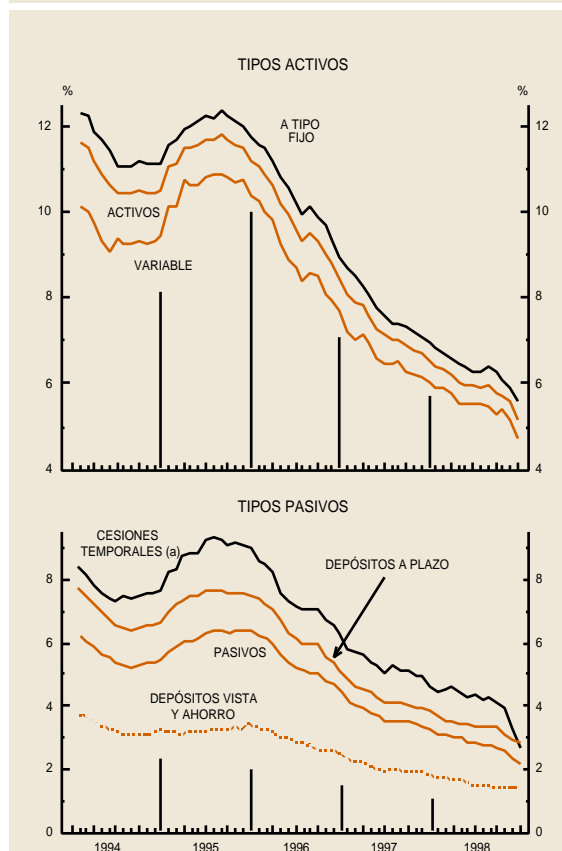
ÍNDICES TOTALES DE RENTABILIDAD DE LOS MERCADOS DE VALORES



Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 27

Tipos de interés sintéticos de bancos y cajas



Fuente: Banco de España.

(a) No incluye las realizadas con pagarés del Tesoro.

gociados en este mercado se sitúan al cierre de este Informe entre el 2,9 % y 4,7 %, correspondientes a los plazos de tres y treinta años, respectivamente. De esta forma, la curva de rendimientos por plazos del mercado de deuda —curva cupón cero— ha experimentado un descenso en su nivel y la pendiente negativa que mantenía hasta el plazo de dos años ha desaparecido (véase gráfico 25). Esta evolución ha permitido, a su vez, que el diferencial de rentabilidad a largo plazo con Alemania se redujera a lo largo del trimestre, desde los 40 puntos básicos, hasta el nivel en que se sitúa en la fecha de cierre de este Boletín, ligeramente por debajo de los 20 puntos básicos.

En cuanto a la negociación en los mercados secundarios de deuda anotada, la recuperación de los mercados bursátiles ha propiciado un descenso muy importante de los volúmenes negociados, en contraposición a los elevados crecimientos observados en los dos trimestres anteriores. Así, las cantidades negociadas dismi-

nuyeron un 15 %, como consecuencia de la fuerte caída de las operaciones realizadas con la deuda a medio y largo plazo (-18,4 %), que fue compensada ligeramente por el aumento de la negociación de las letras del Tesoro. Por agentes, tanto la actividad con terceros como la desarrollada entre titulares experimentaron una importante contracción.

En línea con lo ocurrido en los mercados secundarios de deuda, los tipos de emisión de los valores del Estado en el mercado primario experimentaron importantes descensos en el último trimestre de 1998. Así, el tipo marginal de las letras del Tesoro se redujo entre 60 y 100 puntos básicos en el caso de las letras a seis y dieciocho meses, respectivamente, y los tipos correspondientes a las referencias de deuda a tres, cinco, diez y quince años descendieron en torno a 40 puntos básicos, mientras que el de las obligaciones a treinta años aumentó ligeramente. Estas reducciones han continuado en las subastas de deuda a medio y largo plazo de enero, mientras que se ha producido un mínimo repunte en las correspondientes a las letras del Tesoro. Con todo, los tipos marginales de emisión se sitúan actualmente en torno al 2,9 % para los distintos segmentos del mercado de letras, y entre el 3,2 % y el 4,8 % para las referencias a tres y treinta años, respectivamente. Por su parte, la emisión neta fue negativa tanto para las letras del Tesoro como para la deuda a medio y largo plazo, por una cuantía global de 1.830 mm.

Por su parte, en los mercados primarios de valores privados, hay que destacar el dispar comportamiento entre las emisiones de renta fija y las correspondientes a renta variable. Así, con información disponible hasta noviembre, las emisiones netas de renta fija retomaron los niveles del primer semestre del año, tras el descenso registrado en el tercer trimestre. La emisión neta superó los 200 mm, como resultado de las emisiones realizadas por el sector de empresas no financieras, 375 mm, mientras que el resto de sectores, entidades de crédito y no residentes, registraron colocaciones netas negativas. Por su parte, las emisiones de renta variable se mantuvieron en un nivel similar al del trimestre precedente, con unas colocaciones netas en torno a 40 mm.

Los mercados de futuros y opciones registraron un importante descenso en sus volúmenes de negociación (-20 %) como resultado de la fuerte caída experimentada en los mercados de futuros y del descenso más moderado del volumen de contratación en el mercado de opciones. Excepto los contratos vinculados al índice IBEX35, que se mantuvieron en niveles similares a los del tercer trimestre, los demás ti-

pos de contratos registraron descensos muy acusados en el número medio de contratos realizados en el período octubre-diciembre.

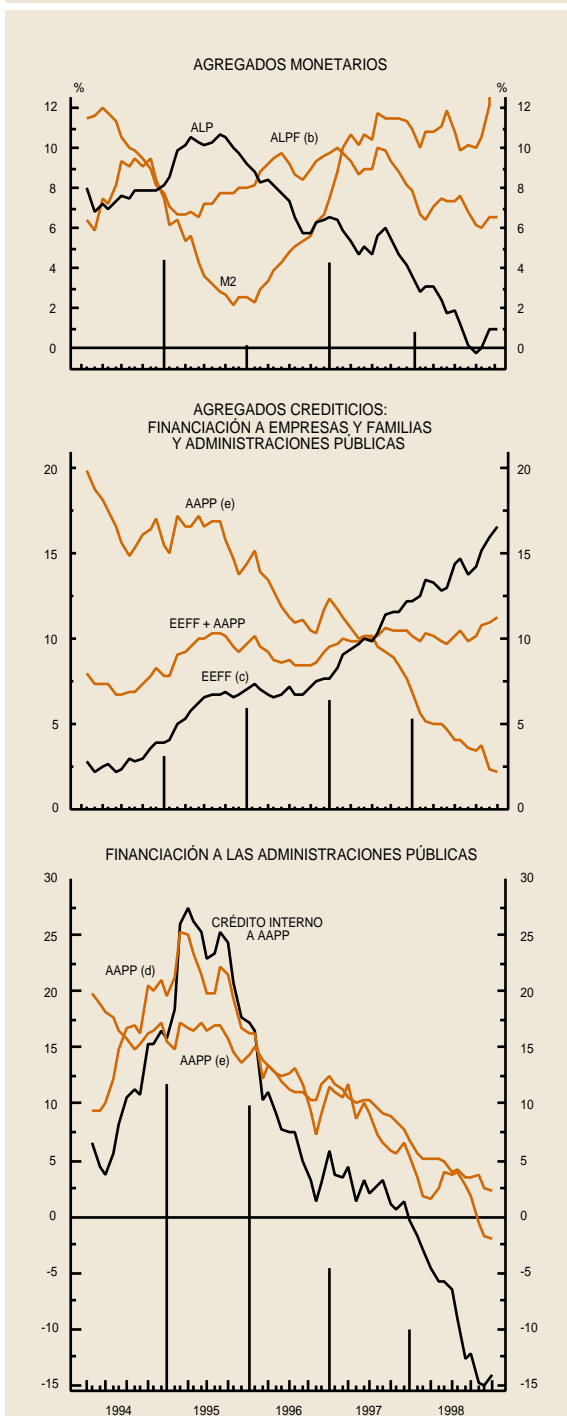
En cuanto a la evolución de los mercados secundarios de renta variable, tras la fuerte inestabilidad y la caída en las cotizaciones que habían tenido lugar en el trimestre anterior, las reducciones de tipos de interés en Europa y Estados Unidos favorecieron una recuperación de las cotizaciones bursátiles hacia los niveles previos al desplome de las bolsas. Esta recuperación se ha producido en un entorno de cierta volatilidad, como consecuencia de las realizaciones de beneficios que han ido teniendo lugar a lo largo del trimestre, lo que ha conllevado que los volúmenes medios de negociación en los mercados secundarios de renta variable durante el período octubre-diciembre se hayan mantenido en niveles similares a los del trimestre anterior, siendo estos sensiblemente inferiores a los del primer semestre del año 1998.

En concreto, el índice general de la Bolsa de Madrid, tras el mínimo anual que registró a comienzos de octubre, experimentó en este trimestre una revalorización del 35 %, similar a la registrada desde comienzo de año (véase gráfico 26). Esta tendencia alcista continuó durante la primera semana de enero, tras el inicio de la Unión Monetaria, pero, posteriormente, como consecuencia de la crisis brasileña, hubo un importante ajuste a la baja en las cotizaciones. Finalmente, en los días previos al cierre de este Boletín, el anuncio de la fusión entre el Banco de Santander y el Banco Central Hispano provocó una recuperación importante de los niveles de cotización.

La trayectoria bajista de las rentabilidades en los mercados monetarios y de deuda pública permitió que se retomase la trayectoria de descenso de los tipos activos y pasivos sintéticos de bancos y cajas de ahorros, que se había visto ligeramente frenada en el trimestre anterior (véase gráfico 27). Con la información disponible hasta el mes de diciembre, los tipos de las operaciones de activo han registrado descensos acumulados durante el período de 65 puntos básicos, con un mayor descenso de las operaciones realizadas a tipo fijo que las llevadas a cabo a tipo variable. Por su parte, los tipos de las operaciones de pasivo experimentaron una reducción sensiblemente superior a la del período julio-septiembre, con un descenso acumulado de 50 puntos básicos, resultado de un importante recorte de 145 puntos básicos en el tipo de las cesiones y algo más moderado, 47 puntos básicos, en el caso de los depósitos a plazo, permaneciendo inalterado el correspondiente a los depósitos de ahorro y a la vista. Por grupos de entidades, el descenso de los tipos

GRÁFICO 28

Agregados monetarios y crediticios: T1,12 (a)



Fuente: Banco de España.

- (a) Tasa interanual sobre las series originales.
- (b) ALP más fondos de inversión de renta fija, menos valores emitidos por las AAPP y pertenecientes a ALP.
- (c) Crédito interno a EEFF más pagarés de empresa y créditos directos exteriores.
- (d) Crédito interno a AAPP más cartera en firme de deuda en poder del público.
- (e) Crédito interno a AAPP más cartera en firme de deuda en poder del público y financiación exterior directa.

ofrecidos, tanto para la remuneración del pasivo como para las operaciones activas, ha sido ligeramente superior en los bancos que en las cajas de ahorros.

Respecto a la evolución de los agregados monetarios en el último trimestre del año, se ha producido una cierta aceleración respecto a los ritmos de crecimiento de los meses precedentes, tanto de los agregados más amplios como de los más estrechos. Este comportamiento puede venir determinado por una mayor preferencia de los agentes por materializar parte de su riqueza en posiciones más líquidas. Así, la ausencia de tensiones inflacionistas, junto a la crisis bursátil de los meses de verano y las medidas fiscales aprobadas por el gobierno (reducción de la retención fiscal sobre los depósitos a plazo a más de dos años) podrían estar propiciando una cierta reorientación de las preferencias del público hacia los depósitos. El crecimiento que han experimentado los depósitos a plazo en el trimestre, después de los descensos que venían observándose en los últimos años, así como el mantenimiento de las elevadas tasas de expansión de los depósitos a la vista y de ahorro, parecen avalar estos hechos. Por otro lado, la nueva fiscalidad de los fondos de inversión (retenciones a cuenta de las plusvalías y desaparición de los coeficientes de actualización) parece haber afectado de forma muy importante a los FIAMM, que han sufrido una significativa reducción de su patrimonio en el mes de diciembre, como consecuencia de los reembolsos que se han producido para aprovechar la fiscalidad existente en 1998.

Esta evolución ha determinado que durante el último trimestre de 1998 haya permanecido la disparidad entre el mayor dinamismo de los agregados monetarios estrechos —M1 y M2— y el lento crecimiento de los agregados amplios tradicionales —M3 y ALP—. Por su parte, el agregado ALPF ha mostrado un comportamiento similar al del resto de agregados monetarios, exhibiendo unos crecimientos interanuales en el trimestre ligeramente superiores a los observados en el mes de septiembre. Con esta evolución, ALPF ha terminado el año con una tasa de crecimiento interanual del 6,5 %, que es similar a la observada a comienzos de año (véanse gráfico 28 y cuadro 8).

Respecto a la evolución de los fondos de inversión, con información provisional procedente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) correspondiente al mes de diciembre, se estima que el patrimonio de los fondos de inversión aumentó 2.012 mm en el cuarto trimestre, después de la reducción que, como consecuencia de la crisis bursátil, tuvo lugar en

CUADRO 8

Agregados monetarios y crediticios (a)

	1997				1998			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
AGREGADOS MONETARIOS:								
ALPF	9,3	9,0	9,3	7,9	7,0	7,3	6,2	6,5
ALP	5,3	4,7	5,5	3,7	3,1	1,8	-0,2	1,0
M3	2,3	2,7	3,1	3,5	3,5	2,7	1,4	1,4
M2	10,8	10,4	11,5	11,0	10,8	10,8	10,1	13,7
M1	12,5	10,9	12,6	12,4	11,4	12,2	10,9	15,5
AGREGADOS CREDITICIOS:								
Financiación a AAPP y EEFF	9,9	10,0	10,6	10,1	10,1	10,1	10,1	11,2
Financiación a AAPP (b)	10,7	10,3	9,0	6,9	5,0	4,0	3,4	2,2
<i>Crédito interno</i>	4,3	2,1	1,1	-0,3	-4,6	-6,4	-12,0	-14,0
Financiación a EEFF (c)	9,4	9,9	11,5	12,1	13,2	13,9	14,2	16,6
<i>Crédito interno</i>	10,3	10,3	12,1	13,1	13,6	13,9	14,0	16,2
PRO MEMORIA:								
Cartera en firme de deuda a medio y largo plazo en manos del público	2.708	2.548	1.742	1.971	1.804	3.133	4.018	3.111
Fondos de inversión	7.880	8.397	9.110	8.324	9.196	8.450	6.124	6.714
<i>FIM</i>	5.940	7.117	8.206	7.652	9.073	9.088	7.147	8.545
<i>FIAMM</i>	1.940	1.280	904	672	123	-638	-1.023	-1.831

Fuente: Banco de España.

(a) Tasas interanuales de la serie fin de trimestre, excepto los fondos de inversión y la cartera de deuda, que recogen variaciones interanuales en miles de millones de pesetas.

(b) Crédito interno más cartera en firme de deuda a medio y largo plazo en manos del público más financiación exterior directa.

(c) Crédito interno más pagarés de empresa más créditos directos exteriores.

el período julio-septiembre. Las participaciones en fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM) se redujeron en 659 mm, debido, fundamentalmente, a los reembolsos que hubo durante el mes de diciembre con el fin de tratar de aprovechar las ventajas fiscales que hasta dicho mes ha tenido la inversión colectiva. Por su parte, los fondos de inversión mobiliaria (FIM), una vez resuelta la crisis bursátil del trimestre anterior, han vuelto a presentar un fuerte incremento en este período. Así, su patrimonio aumentó 2.670 mm, de los que 1.460 correspondieron a fondos de renta fija nacionales y el resto a los fondos de renta variable nacional e internacional. Se estima que en torno al 30 % del crecimiento del patrimonio de los FIM se debe a la revalorización que han tenido en este último trimestre.

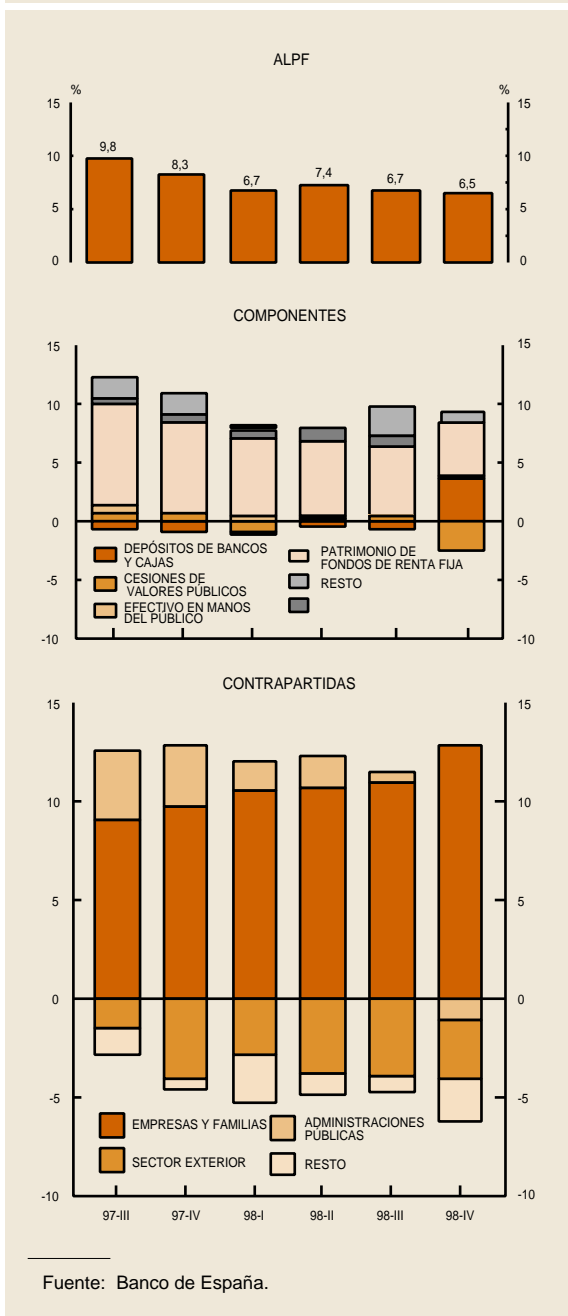
Por lo que se refiere a la evolución de los ALP, se han expandido en el período octubre-diciembre a tasas algo superiores a las observadas en el trimestre anterior, lo que ha situado su expansión interanual en el 1 % en diciembre, que, no obstante, sigue estando 2 puntos porcentuales por debajo de la tasa registrada a comienzos de año. El análisis de los compo-

nentes de ALP muestra que los mayores ritmos de avance que ha experimentado el agregado a lo largo del trimestre se han debido al importante crecimiento de los depósitos de bancos y cajas, que han presentado una tasa de crecimiento interanual en diciembre del 7,2 %, lo que supone 5 puntos porcentuales más que al final del trimestre precedente.

La clasificación de los depósitos por su naturaleza confirma lo señalado anteriormente, siendo destacable la importante moderación que ha tenido lugar en los ritmos de contracción que venían experimentando los depósitos a plazo. Así, estos han caído en diciembre a un ritmo interanual del 5,8 %, frente a las contracciones superiores al 10 % que venían exhibiendo desde mediados de 1997. Asimismo, los depósitos a la vista y de ahorro continúan mostrando ritmos de crecimiento interanuales muy elevados, con unas tasas en diciembre del 24,9 % y 11 %, respectivamente. Esta evolución ha determinado que los agregados monetarios más estrechos continúen mostrando un considerable dinamismo, con ritmos de crecimiento interanual de M1 y M2 del 15,5 % y 13,7 %, respectivamente.

GRÁFICO 29

Crecimiento de ALPF y contribuciones
Datos medios trimestrales. Crecimientos interanuales



En cuanto al resto de los componentes de ALP, los valores del Estado a corto plazo en manos del público han tenido un comportamiento similar al del trimestre anterior. Así, este componente ha experimentado un importante descenso en el cuarto trimestre, por una cuantía de 2.290 mm. Esto se ha debido a la disminución, tanto de las cesiones de deuda como del saldo de letras del Tesoro en poder del público, por una cuantía de 1.942 mm y 348 mm, respectivamente. Por su parte, el efectivo en manos del público ha mantenido a lo largo del

trimestre el perfil de desaceleración que venía mostrando durante el año, de tal forma que su crecimiento interanual en diciembre se ha situado en el 0,7 %.

Por lo que se refiere a las contrapartidas de los ALP, el crédito interno a empresas y familias ha aumentado su ritmo de expansión en relación con el tercer trimestre, con un significativo avance de su tasa de crecimiento interanual, que se ha situado en diciembre en el 16,2 %, lo que supone un aumento de 3 puntos porcentuales desde comienzos de año (véase gráfico 29). Estos datos reflejan que las reducciones en los tipos de interés están teniendo un efecto claramente expansivo sobre la demanda de crédito por parte de las empresas y familias.

De acuerdo con los datos disponibles hasta el tercer trimestre del año, el análisis del crédito concedido al sector privado según su finalidad señala que, tanto el crédito destinado hacia actividades productivas, que creció en el trimestre un 13 %, como el orientado a las personas físicas, que mostró una expansión del 23,4 %, mantienen los elevados ritmos de crecimiento observados en trimestres precedentes. Entre las actividades productivas, la financiación concedida al sector de la construcción y al sector servicios ha experimentado una expansión ligeramente superior a la concedida al resto de actividades productivas. No obstante, el crédito concedido a estos sectores mostró, en todos los casos, tasas cercanas o superiores al 10 %. Por su parte, entre las rúbricas de la financiación a personas físicas, el crédito para la adquisición de bienes duraderos mostró, al igual que en el trimestre anterior, un crecimiento muy elevado (37,3 %), mientras que la financiación para la adquisición de vivienda y para otras finalidades mantuvo el elevado dinamismo que viene mostrando a lo largo del año.

Por lo que se refiere al crédito concedido a las Administraciones Públicas, en este período ha tenido lugar una nueva desaceleración, situándose su ritmo de expansión interanual al final del año en el 2,2 %. Esta evolución ha venido determinada por una nueva contracción de la financiación otorgada por los sectores residentes (-2.430 mm), que fue compensada por un aumento de 1.217 mm de la financiación obtenida del exterior y por la disminución del depósito del Tesoro en el Banco de España por una cuantía de 1.365 mm. La favorable evolución del crédito al sector público hay que enmarcarla en un contexto de reducción del déficit público y, por tanto, de menores necesidades de financiación por parte de dicho sector.

29.1.1999.