

---

# Evolución reciente de la economía española

## 1. EVOLUCION DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

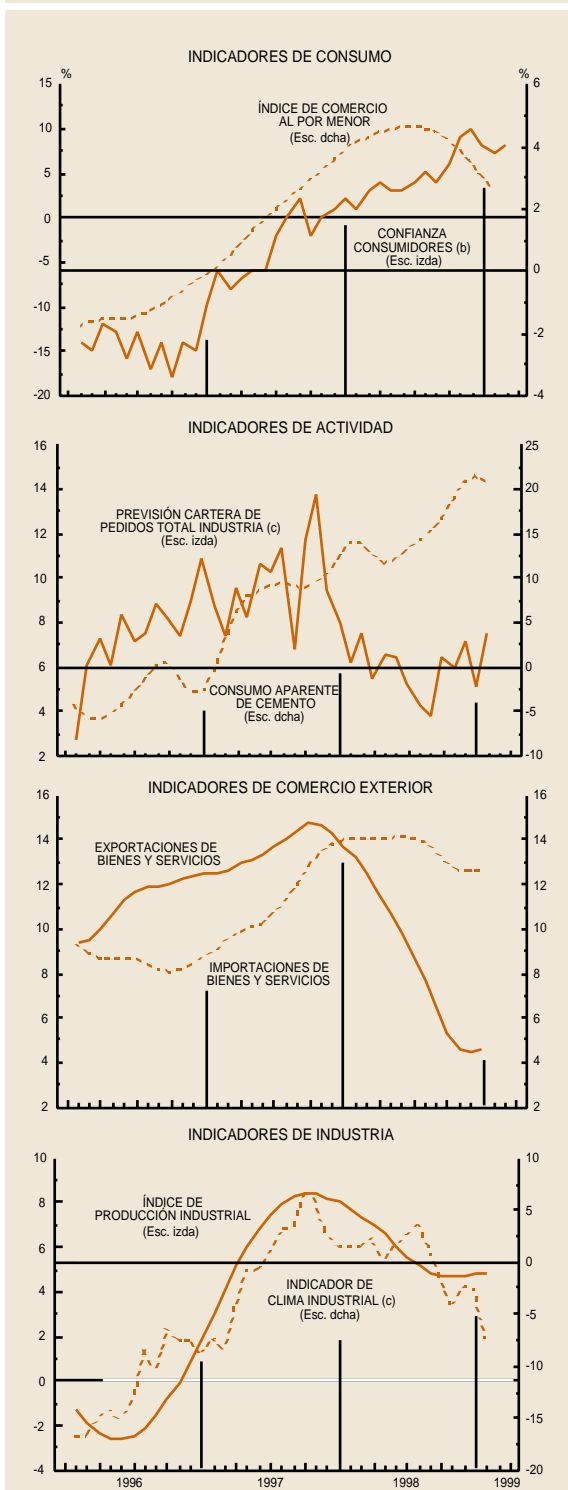
Los datos coyunturales más recientes, correspondientes a los primeros meses de 1999, se han situado dentro de las tendencias ya mostradas por las cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del cuarto trimestre de 1998, que apuntaban hacia una expansión elevada de la inversión en construcción y una cierta moderación en las tasas de crecimiento del consumo privado, junto con una suave —pero continua— desaceleración de la inversión en equipo; por su parte, los datos iniciales de comercio exterior tienden a intensificar la pérdida de ritmo de las exportaciones. En cuanto a la actividad productiva, ha continuado el debilitamiento de las expectativas y de la actividad en la industria, mientras que los indicadores de empleo han mantenido un tono sostenido. Por último, respecto a la evolución de los salarios, los primeros datos sobre la negociación colectiva para el año en curso incorporan un incremento medio de las tarifas salariales en torno a tres décimas inferior al observado en 1998.

La información recibida sobre el comportamiento del consumo privado indicaría una ligera pérdida de impulso al inicio de 1999. El índice general de ventas de la encuesta del comercio al por menor intensificó su desaceleración en enero, mes en el que experimentó un crecimiento interanual del 0,2 % en términos reales, frente al incremento del 4,9 % registrado en el cuarto trimestre de 1998 (véase gráfico 1); a su vez, el indicador de confianza del comercio al por menor retrocedió en febrero por cuarto mes consecutivo, confirmando una tendencia descendente. La producción industrial de bienes de consumo —especialmente, la de alimentos— también mostró en enero un tono más deprimido que en meses precedentes, acorde con el de otros indicadores referidos a la actividad en ese sector, como el indicador de clima industrial. En cambio, las ventas de automóviles volvieron a registrar en febrero tasas de crecimiento elevadas (22,4 %), manteniéndose el fuerte dinamismo en el mercado de particulares (19,8 %); por su parte, el indicador de confianza de los consumidores se elevó ligeramente en ese mismo mes, aunque sin retornar a los niveles observados cuatro o cinco meses antes, destacando la mejora en la percepción de la situación económica general que tienen los consumidores.

Los indicadores de inversión en bienes de equipo han continuado dando muestras de desaceleración. La producción industrial de bienes de equipo registró en enero una tasa interanual de crecimiento del 3 %, destacando la pérdida de dinamismo, en este primer mes del año, del

GRÁFICO 1

Indicadores de demanda y actividad (a)

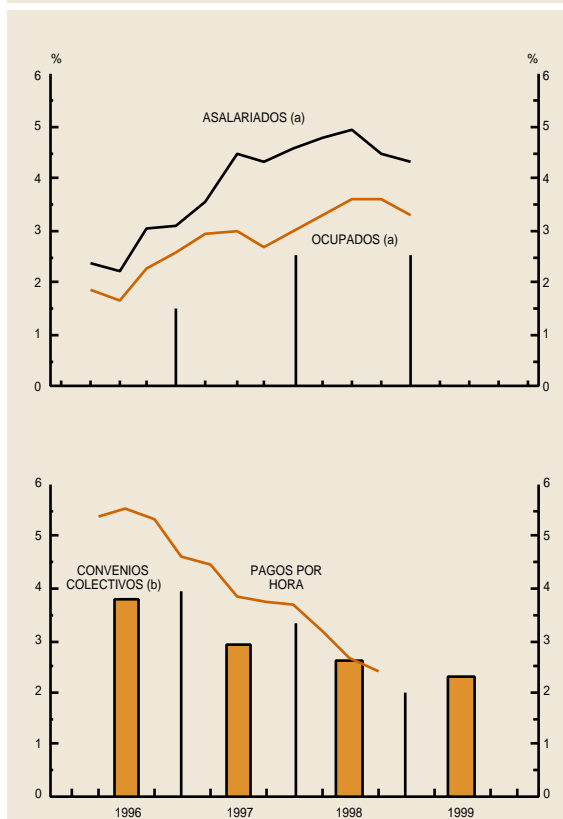


Fuentes: Comisión de la Unión Europea, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Industria, OFICEMEN, Dirección General de Aduanas y Banco de España.

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

GRÁFICO 2

Empleo y salarios  
Tasas de variación interanuales



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

- (a) Series de la EPA corregidas del efecto del cambio censal.
- (b) Para el año 1999 el dato corresponde a los convenios registrados hasta el 28 de febrero.

componente de maquinaria y otro material de equipo. Además, el indicador de confianza referido a la industria de bienes de equipo registró un descenso importante en enero. Por último, según los datos recogidos en el otoño de 1998 por la Encuesta sobre Inversiones, que publica semestralmente el Miner, se ha producido una significativa revisión a la baja en el aumento de la inversión previsto para 1999, en relación con el crecimiento estimado para 1998.

En cuanto a la inversión en construcción, la mayor parte de los indicadores aparecidos en los primeros meses de 1999 han tendido a confirmar el mantenimiento de los altos ritmos de crecimiento para este agregado. Entre los indicadores de consumos intermedios, el consumo aparente de cemento registró un incremento del 19,6 % en enero, en línea con el avance observado el trimestre anterior, mientras que la producción de materiales de construcción creció un 2,2 % en el mismo período. Respecto a los indicadores de empleo, los afiliados a la Se-

guridad Social intensificaron su ritmo de avance al registrar un incremento del 17,2 % en enero, a la vez que se mantuvo en febrero la caída interanual del paro registrado. También los indicadores adelantados han presentado un elevado dinamismo, tanto por lo que se refiere a la licitación oficial, que alcanzó un aumento nominal del 50,8 % con datos acumulados hasta el mes de octubre de 1998, como a la edificación, pues los visados de dirección de obra mostraron un avance muy intenso de la superficie a construir, tanto en edificios residenciales como no residenciales, según la información aparecida hasta noviembre.

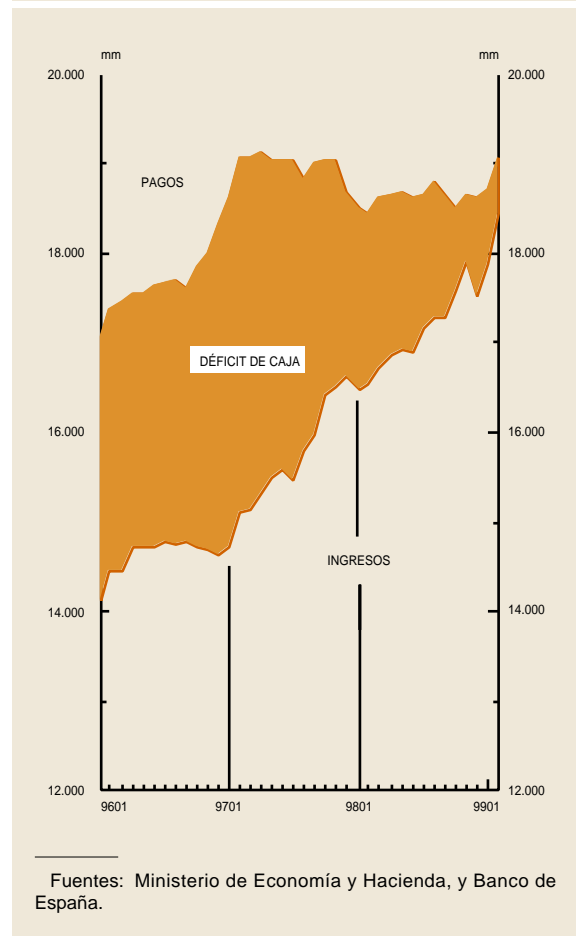
Las últimas cifras disponibles sobre exportaciones e importaciones de bienes, correspondientes a datos provisionales del mes de enero, han reflejado, en el caso de las exportaciones, un descenso significativo, en relación con enero de 1998, y, en el caso de las importaciones, un ligero incremento, todo ello en términos nominales. Estas cifras, que han podido verse afectadas por problemas estadísticos y por la irregularidad que caracteriza a los datos del primer mes del año, parecen confirmar, en cualquier caso, que las ventas al exterior mantienen un perfil de desaceleración notable, que no afecta únicamente a las dirigidas a economías emergentes, sino que también se observa en las destinadas a la UE.

En enero, la actividad industrial mostró un nuevo debilitamiento respecto a los últimos meses de 1998, especialmente centrado en las actividades no energéticas. En ese mes, el índice de producción industrial registró una tasa de variación del 2,3 % —siendo del 0,6 % en el componente no energético—, y el indicador de clima industrial presentó un ligero deterioro. En línea con la actividad, el empleo en la industria ha seguido dando síntomas de desaceleración, y tanto los afiliados, con datos hasta enero, como el paro registrado, en febrero, mostraron un menor dinamismo.

Al margen de la industria, los últimos datos confirman un ritmo estable en la creación de empleo. En febrero, las afiliaciones a la Seguridad Social mantuvieron el fuerte dinamismo de los meses anteriores, con un incremento del 5,9 %, que alcanzó el 6,5 % en el colectivo de no autónomos; y el paro registrado disminuyó en 284.000 personas respecto al mismo mes del año anterior, descenso solo ligeramente inferior al observado en enero.

Los incrementos salariales pactados en los primeros convenios referidos al año 1999, con datos hasta el 28 de febrero, alcanzaron una media del 2,3 %, tres décimas por debajo del 2,6 % registrado en 1998. En su mayor parte se trata de convenios revisados, que fijaban las subidas

GRÁFICO 3  
Ingresos y pagos líquidos del Estado  
Déficit de caja. Totales móviles de 12 meses

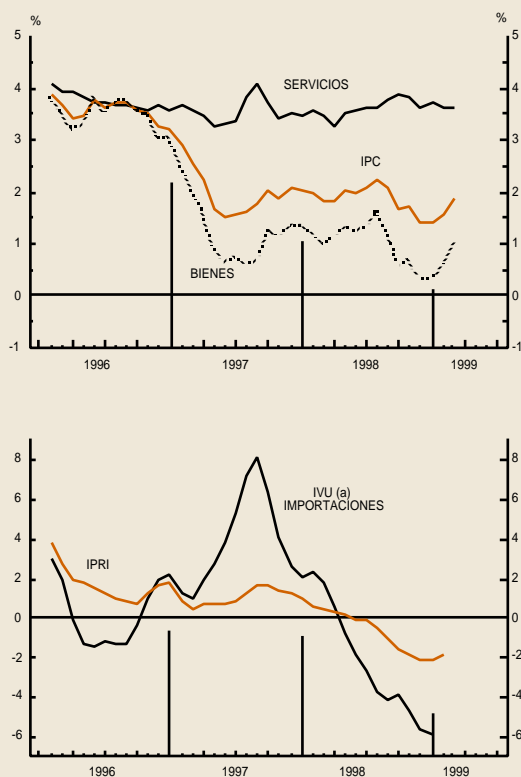


salariales para 1999 en función de alguna referencia de precios; la escasa información sobre convenios nuevos firmados para el año en curso es todavía poco informativa, aunque parece apuntar hacia una mayor moderación de los salarios. A nivel desagregado, no se han observado grandes divergencias en el crecimiento de las tarifas entre los diferentes sectores, registrándose los incrementos más elevados en los servicios y en la construcción, y los más reducidos en la industria, aunque los datos son todavía poco representativos, especialmente en la construcción, debido al escaso número de trabajadores afectados.

La ejecución del Presupuesto del Estado en los dos primeros meses de 1999 se ha saldado con un superávit de caja acumulado de 414 mm, frente al déficit de 74 mm de igual período del ejercicio anterior (véase gráfico 3). El cambio de signo en el saldo se debió al fuerte crecimiento de los ingresos, cuya tasa de variación acumulada fue del 29 %, mientras que la tasa de variación de los pagos fue del 13,4 %. A pesar del escaso período de tiempo transcurrido,

GRÁFICO 4

### Índices de precios Tasas de variación interanuales



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Tasa de variación interanual de la tendencia.

se aprecian síntomas de fortaleza en la evolución de los ingresos. Debe tenerse en cuenta, no obstante, que este aumento de los ingresos se ha debido, en gran medida, al ingreso de dividendos del Banco de España generados por plusvalías, que no tendrán reflejo como ingresos corrientes en las cuentas de la contabilidad nacional, donde estas operaciones se registran como operaciones financieras.

## 2. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS EN ESPAÑA

El IPC experimentó un crecimiento mensual del 0,1 % en febrero, frente a la caída del -0,2 % de febrero de 1998, por lo que su tasa de variación interanual se elevó en tres décimas, hasta el 1,8 % (véase gráfico 4). Por su parte, el índice de precios de servicios y bienes elaborados y energéticos (IPSEBENE) aumentó ligeramente su tasa de crecimiento interanual, hasta el 2,3 %. Por componentes, los precios de los servicios mantuvieron su ritmo interanual en el 3,6 %, con un incremento inter-

mensual del 0,3 %. Los precios de los bienes industriales continuaron mostrando un comportamiento muy favorable, si bien elevaron su ritmo de variación intermensual hasta el 0,4 %. Este aumento fue consecuencia de la evolución de los precios energéticos (a pesar de mantener tasas de crecimiento negativas), ya que los precios de los restantes bienes industriales registraron un aumento interanual del 1,5 %, idéntico al observado en enero. Por su parte, los precios de los alimentos, especialmente los de los no elaborados, tuvieron un comportamiento alcista, que explica el aumento experimentado por la tasa interanual del índice general.

En febrero, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) español elevó su tasa de variación interanual hasta el 1,8 %, mientras que en la UEM esta tasa se mantuvo en el 0,8 %, idéntica al mes anterior, de forma que el diferencial de inflación con esta área repuntó ligeramente, hasta un punto porcentual. El incremento de la brecha de inflación, con datos hasta enero, fue más acusado en el componente de bienes, con una ampliación de una décima, hasta el 0,3 %, mientras que en el de servicios el diferencial quedó situado en 1,8 puntos porcentuales.

Por lo que se refiere a los precios al por mayor, en general siguen mostrando una evolución muy favorable. El índice de precios industriales (IPRI) registró en enero un descenso interanual del 1,8 %, similar al del mes anterior. Por componentes, los precios de los bienes intermedios mantuvieron una fuerte caída, mientras que los de bienes de consumo mostraron, por segundo mes consecutivo, un ligero repunte, y los de bienes de equipo mantuvieron su tasa de crecimiento, ligeramente superior a la observada hace un año. Respecto a los precios agrícolas, el índice de precios percibidos por el agricultor registró una tasa de variación interanual del -5,2 % en el mes de noviembre, sensiblemente inferior a la de octubre. No se dispone de información sobre el comportamiento de los precios del comercio exterior al comienzo del año.

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

Por lo que respecta al entorno exterior del área del euro, los últimos datos referidos a los Estados Unidos confirman la continuidad del alto ritmo de actividad que viene mostrando esta economía. Así, en febrero de 1999, han aumentado una vez más el índice de directores de compras (NAPM), la confianza de los consumidores y el empleo no agrícola. Por su parte, en enero, la producción industrial creció un

1,7 % en términos interanuales y las viviendas iniciadas alcanzaron el máximo de los últimos 12 años. Las previsiones más recientes de diversos organismos privados cifran el crecimiento del primer trimestre del año entre un 2,5 % y un 3 % interanual.

En cambio, la economía japonesa ha seguido mostrando síntomas de marcada debilidad. Los resultados macroeconómicos del último trimestre de 1998 han confirmado un crecimiento interanual negativo (-2,8 %), al igual que en los cuatro trimestres anteriores, lo que supone un período de recesión de una duración sin precedentes. Por su parte, la producción industrial de enero reflejó una nueva caída interanual (-7,9 %). Ante esta situación, el Banco de Japón decidió, a principios de marzo, realizar una importante inyección de liquidez. Como notas positivas, destacan la mejora experimentada por la encuesta de sentimiento empresarial o la estabilización de la cotización del yen frente al dólar, que en parte ha sido reflejo de la repatriación de fondos al cierre del año fiscal. En cualquier caso, estos indicios positivos no permiten, por ahora, augurar una clara recuperación de la actividad en el año en curso.

En el Reino Unido se ha revisado recientemente a la baja la tasa de crecimiento del PIB del cuarto trimestre de 1998, del 1,3 % al 1,1 %. El impacto de la crisis internacional y el de la pérdida de competitividad acumulada por la fortaleza de la libra esterlina en los últimos tres años se han hecho notar, con cierta intensidad, en la producción de manufacturas, mientras que los indicadores referidos a los servicios muestran un mayor dinamismo.

En el área latinoamericana, aunque los temores a un contagio generalizado de la crisis brasileña no se han visto confirmados, los datos de contabilidad nacional del cuarto trimestre de Brasil y Argentina han reflejado tasas negativas de crecimiento interanual del PIB (-1,9 % y -0,5 %, respectivamente) y, a corto plazo, no hay perspectivas de un cambio sustancial de la situación; en particular, en el propio Brasil la previsión oficial para este año contempla una caída del PIB de un 4 %.

Por último, en los mercados financieros los tipos de interés a tres meses de Estados Unidos se mantuvieron, en febrero y durante los días transcurridos del mes de marzo, en el 4,9 %, mientras que los correspondientes a Japón sufrieron una significativa caída (del 0,25 % al 0,08 %); tras el repunte experimentado en febrero, los tipos de interés a diez años de Estados Unidos fluctuaron sin tendencia definida en un rango del 5,2 %-5,5 %, mientras que los de Japón hicieron lo propio entre un

1,5 %-1,8 %. Asimismo, a lo largo del mes de marzo el dólar se ha estabilizado, tanto frente al euro (alrededor de los 1,1 dólares/euro) como frente al yen (en un rango de 117 a 121 yenes/dólar), lo que ha interrumpido las tendencias observadas en los dos primeros meses de 1999. En el período transcurrido de marzo, el índice Dow Jones aumentó un 4,3 %, aunque con oscilaciones significativas.

Por lo que respecta al área del euro, en marzo, EUROSTAT publicó los primeros resultados provisionales de los agregados macroeconómicos de la UEM, correspondientes al cuarto trimestre de 1998, según los cuales el PIB del área creció un 2,4 % interanual. Este resultado supone una desaceleración significativa respecto al trimestre precedente, que se inscribe dentro de una dinámica de ralentización progresiva de la actividad del área en el transcurso del año, como consecuencia de las crecientes contribuciones negativas de las exportaciones netas al crecimiento del PIB, así como de una pérdida de impulso de la inversión. Esta última se debió, en buena parte, a la notable caída experimentada por la contribución de la inversión en existencias al crecimiento del PIB, y también a una menor inversión en capital fijo. A su vez, el consumo privado mostró un creciente dinamismo, siendo su tasa de aumento en el conjunto de 1998 (un 3 %) superior a la esperada.

El indicador de producción industrial más reciente, referido a diciembre, reflejó un acusado deterioro (véase cuadro 1), que afectó en menor o mayor medida a la práctica totalidad de sus componentes; conviene matizar, en todo caso, que los resultados deben analizarse con cautela, por basarse en información relativamente volátil y no corregida del efecto de la estacionalidad. Por otra parte, los resultados de la encuesta acerca del grado de utilización de la capacidad productiva referidos al primer trimestre de 1999, aunque reflejan un cierto descenso, se sitúan todavía por encima de la media de los últimos diez años. Las encuestas mensuales de febrero han mostrado un deterioro adicional de la confianza industrial, a raíz del comportamiento de las carteras de pedidos, especialmente los exteriores. En cambio, la confianza de la construcción continúa en los niveles máximos desde 1991, y la de los consumidores está estabilizada desde enero en el máximo histórico. Los indicadores mensuales de consumo más recientes parecen corroborar la fortaleza del mismo; concretamente, la matriculación de turismos aumentó en enero un 5,1 %.

Según las cifras definitivas de comercio exterior correspondientes a noviembre de 1998, el superávit comercial del área acumulado desde

## Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	1998			1999		
	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR (e)
<b>ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):</b>						
Índice de Producción Industrial	3,3	2,8	-0,2	—	—	—
Comercio al por menor	1,9	4,0	—	—	—	—
Matriculaciones de turismos nuevos	1,2	15,3	7,3	5,1	—	—
Confianza de los consumidores	-13	-2	-1	0	0	—
Confianza industrial	-5	-8	-9	-9	-11	—
IAPC	0,9	0,8	0,8	0,8	—	—
<b>VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):</b>						
M3	4,8	4,6	4,5	5,7	—	—
M1	8,3	8,6	9,4	14,9	—	—
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	7,0	7,0	7,0	7,8	—	—
<i>AAPP</i>	2,1	1,3	1,5	0,8	—	—
<i>Otros sectores residentes</i>	9,0	9,2	9,1	10,5	—	—
EONIA (c)	3,66 %	3,40 %	3,09 %	3,14 %	3,12 %	2,90 %
EURIBOR a tres meses (c)	3,72 %	3,63 %	3,27 %	3,13 %	3,09 %	3,07 %
Rendimiento bonos a diez años	4,25 %	4,24 %	3,95 %	3,82 %	3,98 %	4,26 %
Tipo de cambio dólar/euro (d)	1,194	1,164	1,172	1,161	1,111	1,091

Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

(b) Tasas de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales. En el caso del tipo de interés EONIA, la información hasta diciembre de 1998 corresponde a datos fin de período, y a partir de entonces, a medias del período.

(c) Hasta diciembre de 1998, estas series se construyen como media de los datos de los países de la UEM ponderados por los respectivos PIB nacionales.

(d) Hasta diciembre de 1998 se representa el tipo de cambio dólar/ecu.

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

enero del mismo año se redujo un 6,1 % respecto al mismo período de 1997. Sin embargo, la ganancia de competitividad derivada de la relativa debilidad mostrada por el euro desde comienzos de 1999 hasta el 22 de marzo (de un 4,5 % en términos de medias mensuales entre diciembre y marzo) podría tener una incidencia positiva en el sector exterior en los meses venideros.

En enero de 1999, la inflación del área del euro, medida en términos de la tasa interanual del IAPC, fue del 0,8 %, al igual que en noviembre y diciembre de 1998 (véanse cuadro 1 y gráfico 5). En particular, cabe destacar la favorable contribución del componente energético del índice, en un entorno de descenso de los precios del petróleo en los mercados mundiales. En cambio, el componente de precios de los servicios continuó mostrando una tasa relativamente más elevada, del 1,7 %, que, no obstante, supone una cierta desaceleración frente a los meses precedentes. Si se excluye Luxemburgo, en enero se produjo una ligera

disminución, respecto al mes de diciembre, de la dispersión de las tasas de inflación entre países. El dato de crecimiento interanual del IAPC de Luxemburgo (-1,4 %) refleja un cambio metodológico, con efecto desde enero de 1999, consistente en que han dejado de neutralizarse en el índice las rebajas de enero. Sin este efecto, la inflación en ese país habría sido de un 0,3 %

La tasa de paro del área del euro, basada en datos armonizados de EUROSTAT, se redujo dos décimas en enero, hasta el 10,6 % de la población activa. Ello supuso una evolución positiva frente a los tres meses anteriores, en los que el paro se mantuvo en el 10,8 %. No obstante, la evolución positiva del paro pudo deberse, en parte, a factores climáticos que podrían no repetirse en febrero.

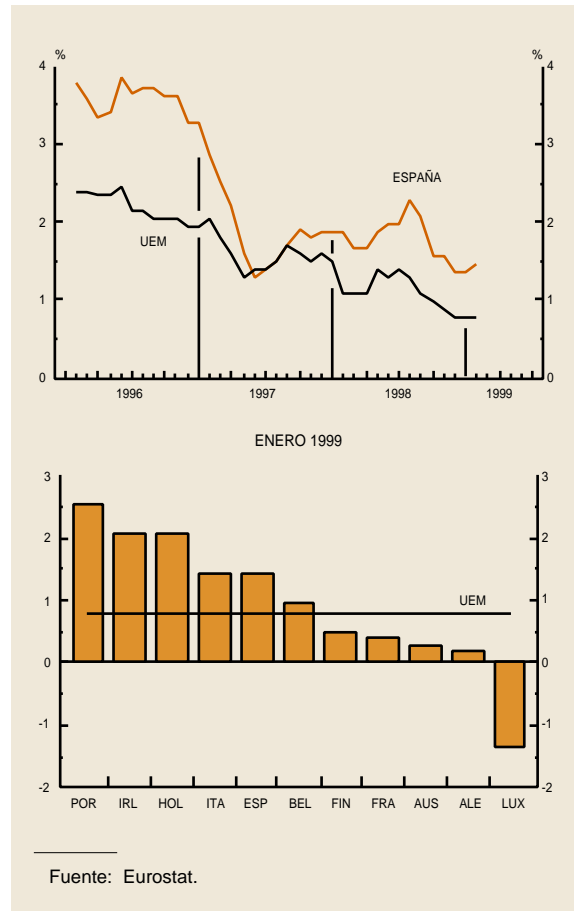
Finalmente, los datos provisionales referidos a las finanzas públicas del conjunto del área del euro reflejan unos resultados más favorables que lo previsto (un déficit público de un 2,1 %

del PIB del área, frente al 2,3 % previsto por la Comisión Europea), gracias, en buena medida, a la reducción en la carga de intereses y al crecimiento económico. Por países, una parte significativa de la mejora viene explicada por los favorables resultados de Alemania (2,1 % del PIB, frente al 2,7 % previsto), que se explican, parcialmente, por la realización de beneficios extraordinarios derivada de la revalorización de las reservas de divisas del Bundesbank. Puesto que, para el conjunto del área, los datos de 1998 no reflejan progresos generalizados en el ámbito de la consolidación fiscal, persiste, por tanto, en muchos países la necesidad de realizar esfuerzos suplementarios que permitan mantener el margen de maniobra necesario, ante la posibilidad de que la materialización de unas condiciones económicas más adversas que las previstas pueda poner en peligro el cumplimiento de los límites establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Durante el último mes, las condiciones monetarias, financieras y cambiarias en el área del euro han venido condicionadas, como se ha mencionado con anterioridad, por el mantenimiento de unas expectativas de moderación de los precios a medio plazo, en un entorno caracterizado por la aparición de nuevos síntomas de ralentización económica en el área y por una revisión al alza de las previsiones de crecimiento de la economía norteamericana. Dicha revisión ha propiciado un aumento de los tipos de interés estadounidenses, especialmente en los plazos medios y largos, y una tendencia depreciatoria del euro frente al dólar en el conjunto del período. La trayectoria de los tipos a largo plazo en Estados Unidos, junto con otros factores, como la incertidumbre sobre el tono de la política presupuestaria en el área del euro, ha provocado un repunte de las rentabilidades a medio y largo plazo en los mercados europeos. Estos desarrollos, sumados al comportamiento reciente de los agregados monetarios y crediticios en el área del euro en enero y la ausencia de presiones inflacionistas en el área, han determinado que el BCE haya mantenido el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en el 3 %.

Los indicadores monetarios del área del euro han registrado, durante enero, incrementos significativos (véase cuadro 1). Así, la tasa de crecimiento interanual del agregado M3 correspondiente a enero de 1999 aumentó hasta el 5,7 %, frente al 4,5 % registrado en el mes anterior; mientras que la media móvil de los tres últimos meses se elevó hasta el 4,9 %, ligeramente por encima del dato correspondiente a diciembre (del 4,7 %) y del valor de referencia establecido por el BCE para el crecimiento anual (4,5 %). Este incremento se basó en la

GRÁFICO 5  
Índices armonizados de precios de consumo  
Tasas de variación interanuales

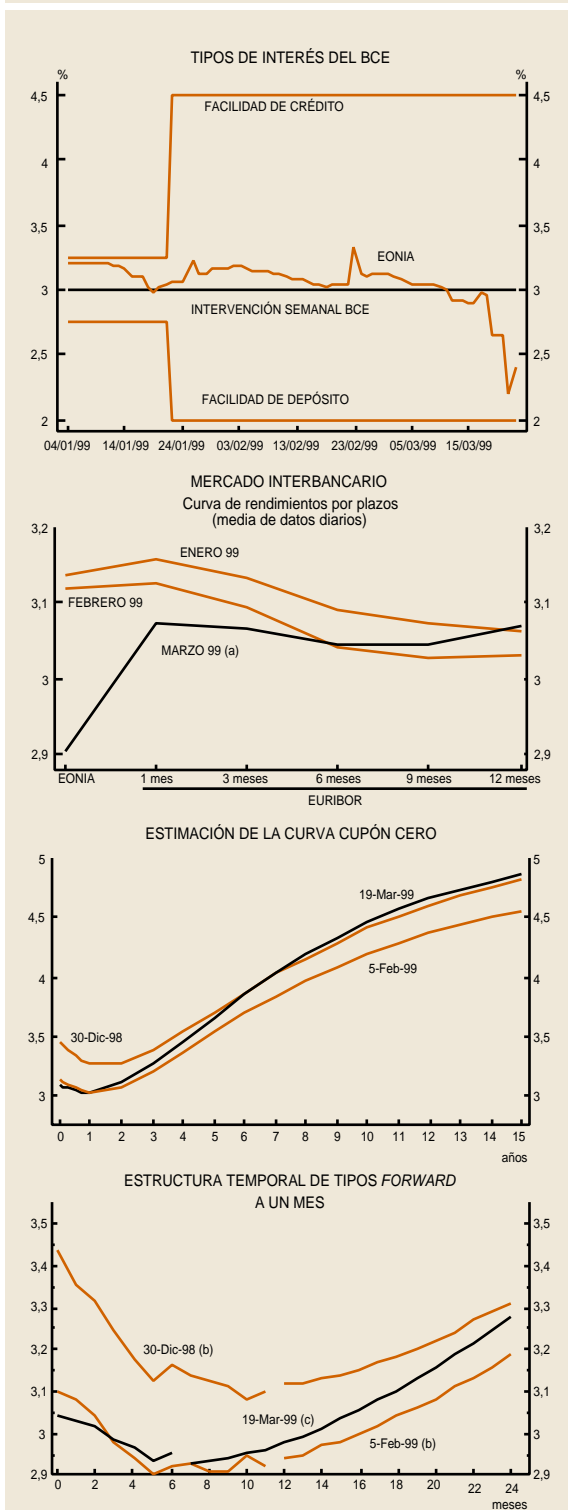


aceleración registrada por los agregados más estrechos y, en particular, por el empuje de los depósitos a la vista, que mostraron una tasa interanual de variación en enero del 18,3 %, frente a un aumento del 11,4 % en diciembre.

La aceleración observada en la demanda de activos muy líquidos refleja el nivel actual de los tipos de interés en el área —históricamente bajos—, a lo que pueden haberse unido los problemas de adaptación que, para el conjunto de los inversores, han supuesto la creación de la UME y la volatilidad de los mercados financieros internacionales. Es probable que estos factores hayan contribuido a reducir el coste de oportunidad de mantener depósitos a corto plazo y a hacerlos, en consecuencia, más atractivos. Sin embargo, esa expansión también representa un incremento en la capacidad de gasto de los agentes, lo que plantea la necesidad de prestar una atención especial a la evolución de la cantidad de dinero en los próximos meses. Por el lado de las contrapartidas, la aceleración de M3 en enero viene explicada por el crecimiento del crédito de las IFM al sector privado, que aumentó desde el 9,1 % en di-

GRÁFICO 6

Tipos de interés en el área del euro



Fuentes: Banco de España y BCE.

- (a) Media del mes hasta la última información disponible.
- (b) Implícitos hasta 11 meses en los tipos EURIBOR y estimados a partir de la curva cupón cero para horizontes mayores.
- (c) Implícitos hasta 6 meses en los tipos EURIBOR y estimados a partir de la curva cupón cero para horizontes mayores.

ciembre de 1998 hasta el 10,5 %, lo que refleja las favorables condiciones de financiación que para las empresas no financieras y familias supone el actual nivel de tipos de interés y permite matizar otras señales que apuntan a la desaceleración de la actividad económica en el área del euro. En contraste con esta tendencia, la financiación otorgada por las IFM a las Administraciones Públicas mostró ritmos de variación aún más moderados que en meses anteriores, al experimentar en enero un incremento del 0,8 % en tasa interanual, por debajo de la tasa observada en el mes anterior (1,5 %).

El Consejo de Gobierno del BCE ha mantenido durante los meses de febrero y marzo las condiciones monetarias del área en los mismos términos en que se habían fijado con anterioridad. En concreto, las operaciones principales de financiación efectuadas durante febrero y la parte transcurrida de marzo, ocho en total hasta el 23 de marzo, han continuado realizándose a un tipo de interés fijo del 3 %, mientras que los tipos correspondientes a las facilidades marginales de crédito y depósito han permanecido en el 4,5 % y el 2 %, respectivamente (véase gráfico 6). Además, el BCE celebró, el 24 de febrero, su segunda operación de financiación a más largo plazo, que se realizó como subasta a tipo variable con vencimiento a tres meses, en la que se fijó un tipo de interés del 3,04 %, ligeramente inferior a la rentabilidad negociada, en esa misma fecha, en el mercado interbancario. En su reunión del 4 de marzo, el Consejo de Gobierno del BCE decidió modificar el procedimiento de adjudicación de estas operaciones a más largo plazo, de forma que, a partir de la subasta realizada el 24 de marzo, se han empezado a efectuar mediante el procedimiento a tipo variable, a un tipo de interés múltiple. En este tipo de subastas, cada solicitud que el BCE acepta se adjudica al tipo de interés que cada una de ellas ofreció. Anteriormente, la subasta se realizaba a un tipo único, de forma que todas las solicitudes aceptadas se adjudicaban al tipo de interés marginal.

El mantenimiento de las condiciones monetarias en el área en el conjunto del período ha favorecido una evolución relativamente estable de los tipos interbancarios en los plazos más cortos. En concreto, los tipos interbancarios hasta seis meses han registrado una ligera tendencia bajista, propiciando que, con la última información disponible, las rentabilidades se situasen muy próximas al tipo de interés de las operaciones principales (3 %) (véase gráfico 6).

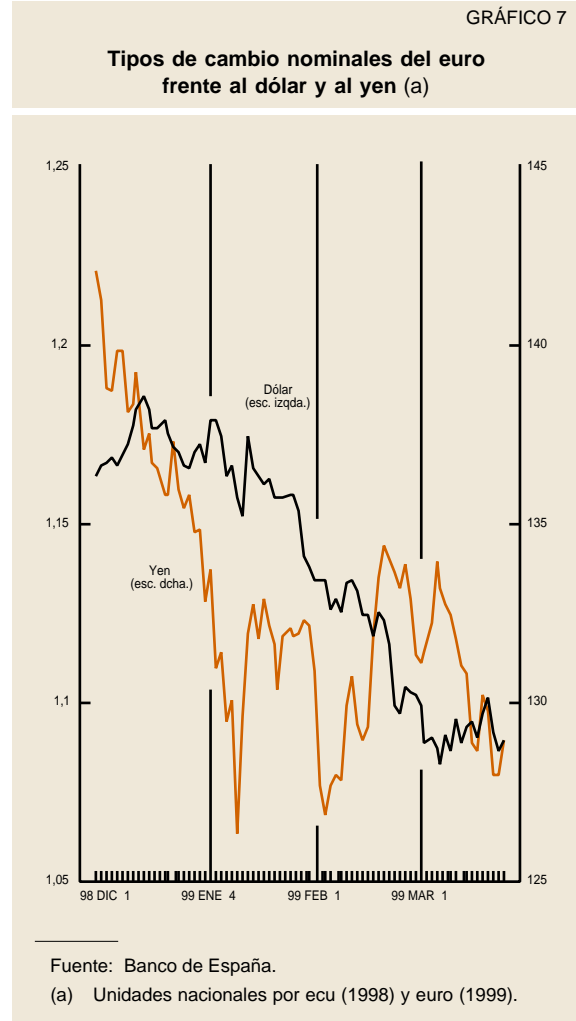
La evolución de los tipos de interés a un día, tal como se miden a través del índice EONIA, se ha visto afectada por el efecto de la finaliza-



ción de los períodos de mantenimiento del coeficiente de caja (1). Las características del coeficiente de caja del Eurosistema —en concreto, el largo desfase entre la base de cómputo y el período de mantenimiento, junto con la existencia de un mecanismo de promediación, de forma que el coeficiente ha de cumplirse con la media de los datos diarios de activos de caja— permite que la evolución de los tipos de interés interbancarios sea relativamente estable. Sin embargo, la necesidad de ajustar definitivamente los requerimientos del coeficiente el último día del período de mantenimiento puede inducir una elevada volatilidad de los tipos interbancarios a un día y un mayor recurso a las facilidades permanentes. Así, el 23 de febrero el tipo interbancario a un día registró un alza de cerca de 30 puntos básicos respecto al dato del día anterior, hasta el 3,34 %, mientras que la apelación a la facilidad de crédito durante ese día se elevó a 23 miles de millones de euros, lo que representa más de un 60 % del acceso a esta facilidad en el conjunto de febrero. Este incremento del tipo a un día, que no se trasladó al resto de plazos del mercado interbancario, se compensó con rapidez en los días posteriores, favorecido, además, por la mayor inyección de fondos por parte del Eurosistema en las operaciones de financiación efectuadas en el segundo período de mantenimiento del coeficiente de caja. De hecho, el EONIA se situó por debajo del 3 % a partir del 11 de marzo, que reflejaba la situación de exceso de liquidez en el mercado. Esto permitió a las entidades finalizar el segundo período de mantenimiento del coeficiente en una clara posición excedentaria, lo que determinó que el 22 de marzo, un día antes de su finalización, el tipo interbancario a un día se redujese hasta el 2,19 %, elevándose la apelación a la facilidad de depósito durante los días 21 y 22 del mes a 10 miles de millones de euros, un 60 % del acceso total a esta facilidad desde comienzos de febrero.

Por otro lado, los tipos de interés a largo plazo en el área del euro han invertido, desde el mes de febrero, la tendencia bajista que mantenían desde el comienzo de 1998, condicionados por el efecto derivado de la revisión de las expectativas de crecimiento en los Estados Unidos, la depreciación del euro frente al dólar y las dudas sobre la orientación de las políticas presupuestarias en algunos países europeos, si bien desde el inicio de marzo se ha invertido, en parte, esta tendencia. En concreto,

(1) Conviene recordar que la longitud del primer período de mantenimiento del coeficiente de caja del Eurosistema ha sido excepcionalmente larga (54 días), desde el 1 de enero al 23 de febrero. Los períodos de cumplimiento sucesivos tendrán una duración de un mes completo, comenzando el día 24 y finalizando el día 23 del mes siguiente.



desde el inicio de febrero y hasta el 4 de marzo el tipo a diez años se elevó 50 puntos básicos, hasta el 4,31 %; mientras que en los días posteriores se registró una cierta recuperación del precio de los bonos, de forma que el día 23 de marzo las rentabilidades se situaban en el 4,14 %. Ello ha determinado, asimismo, que la curva de rendimientos por plazos del mercado de deuda —curva cupón cero— haya registrado un desplazamiento hacia arriba desde el inicio de febrero, especialmente evidente en los plazos más largos. De forma similar, los tipos de interés esperados (*forward* implícitos), que, hasta el inicio de febrero, anticipaban recortes de los tipos de interés a corto plazo cercanos a los 20 puntos básicos para los próximos cinco meses, han registrado una corrección al alza, de forma que el descenso esperado de tipos para los próximos meses es de apenas 10 puntos básicos (véase gráfico 6). Pese a esta evolución alcista, las fuertes subidas de los tipos de interés de la deuda estadounidense han conducido a una ampliación del diferencial entre los tipos a diez años en Estados Unidos y los tipos comparables en el área del euro en más de 25 puntos básicos desde finales de enero y hasta el

## Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1997	1998	1999		
	DIC	DIC	ENE	FEB	MAR (a)
<b>BANCARIOS:</b>					
Tipo sintético pasivo	3,22	2,08	2,05	1,96	...
Tipo sintético activo	6,54	5,15	5,14	5,20	...
<b>TESORO:</b>					
Subasta de letras a doce meses (b)	4,47	2,95	2,89	2,90	2,98
Subasta de bonos a tres años	4,90	3,54	3,23	3,16	3,51
Subasta de obligaciones a diez años	5,78	4,632	3,96	3,96	4,40
<b>MERCADOS SECUNDARIOS (c):</b>					
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,50	2,88	2,82	2,86	2,92
Deuda pública a diez años	5,64	4,08	3,88	4,02	4,25
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,31	0,20	0,19	0,18	0,22
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	42,22	37,19	0,71	2,61	-0,10
Pagarés de empresa	4,80	3,26	...	...	...
Obligaciones privadas	5,48	4,29	4,05	4,18	...

Fuente: Banco de España.

(a) Media de datos diarios, hasta el 23 de marzo.

(b) Tipo de interés marginal.

(c) Medias mensuales.

(d) Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

16 de marzo, situándose en esa fecha en niveles cercanos a los 125 puntos básicos.

En cuanto a la evolución del tipo de cambio del euro, desde el inicio de febrero han continuado las mismas tendencias que habían caracterizado la evolución de los mercados cambiarios desde la creación de la UME, persistiendo la tendencia depreciatoria frente al dólar y la volatilidad frente al yen, si bien desde comienzos de marzo la cotización frente al dólar parece haberse estabilizado (véase gráfico 7). Como se ha señalado, el debilitamiento del euro frente al dólar podría explicarse, fundamentalmente, por la fortaleza que, según distintos indicadores, muestra la economía estadounidense y, en menor medida, por la aparición de síntomas de debilidad de las economías europeas. En concreto, el día 23 de marzo la cotización del euro se situaba en 1,090 dólares, nivel similar al registrado al inicio del mes, aunque un 3,8 % por debajo del existente a comienzos de febrero y más de un 7 % inferior al nivel con el que el euro inició su cotización el 4 de enero. Mientras, el tipo de cambio del euro frente al yen ha continuado experimentando a lo largo de febrero grandes fluctuaciones, aunque desde la primera semana de marzo viene registrando una ligera tendencia a la depreciación. Así, con la información correspondiente al

23 de marzo, registraba una cotización de 129 yenes por euro, lo que representa una depreciación del euro del 3 % en el período transcurrido de 1999.

En cuanto a los mercados bursátiles, su evolución ha estado condicionada por la situación de los mercados financieros internacionales y, en especial, por la transmisión de un elevado grado de volatilidad desde los mercados de Estados Unidos. En efecto, si bien la mejora de las condiciones económicas en este país supone un potencial efecto alcista sobre las cotizaciones bursátiles, la subida de los tipos de interés de la deuda a medio y largo plazo favorece una trasvase de renta variable hacia renta fija y ejerce, por tanto, un efecto a la baja sobre las cotizaciones. Con todo, el índice Dow Jones Euro Stoxx amplio se situaba el 23 de marzo cerca de un 1 % por debajo del nivel alcanzado a finales de enero, después de que durante la primera quincena de febrero las cotizaciones disminuyeran en casi un 5 %.

#### 4. FLUJOS Y MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

El mantenimiento del tono de la política monetaria por parte del BCE, en un contexto de

CUADRO 3

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

	1999	1997	1998		1999	
	FEB (b)	DIC	NOV	DIC	ENE	FEB
1. Activos financieros líquidos (2 + 3) = (4 + 7)	536,3	8,3	6,5	6,2	7,2	5,1
2. Medios de pago	236,0	11,9	13,2	14,3	16,9	12,2
3. Otros activos financieros	300,3	5,9	2,0	0,6	0,5	0,1
4. Familias (5 + 6)	445,8	6,9	6,7	6,4	6,4	4,6
5. Medios de pago	181,5	7,4	9,	11,5	13,0	10,4
6. Otros activos financieros	46,7	6,6	4,8	3,1	2,3	1,0
7. Empresas no financieras (8 + 9)	90,4	15,6	5,8	5,3	11,1	7,3
8. Medios de pago	54,5	32,3	26,8	24,4	31,5	18,3
9. Otros activos financieros	2,1	1,9	-14,8	-15,1	-10,7	-5,9
<b>PRO MEMORIA:</b>						
10. Fondos de inversión (11 a 13) (c)	195,0	48,4	42,5	39,3	34,9	26,6
11. FIAMM	44,5	4,4	-6,9	-10,4	-12,6	-14,5
12. FIM de renta fija	105,4	31,5	26,9	25,6	24,0	22,2
13. Resto de fondos de inversión	45,1	12,5	22,5	24,1	23,5	18,9

Fuente: Banco de España.

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

(b) Saldo en miles de millones de euros.

(c) Variación interanual del saldo.

ausencia de presiones inflacionistas, ha marcado el comportamiento de los mercados financieros nacionales durante el mes de febrero y los días transcurridos de marzo. Así, los tipos de interés de los mercados monetarios y de deuda pública registraron movimientos similares a los de los otros países de la UEM, situándose el diferencial a diez años de la deuda española respecto al bono alemán en torno a 22 puntos básicos el día 23 de marzo. Por otra parte, el proceso de caída de los tipos de interés bancarios, evaluado a partir del tipo sintético de las operaciones activas, se ha detenido en febrero, como consecuencia, fundamentalmente, del aumento de los tipos del crédito a tipo variable, lo que refleja, probablemente, la pujanza de la demanda de crédito. Sin embargo, por el lado del pasivo de bancos y cajas de ahorros, los tipos de los depósitos han registrado reducciones adicionales en febrero, de forma que se ha producido un aumento del margen entre tipos activos y pasivos de estas entidades, que sitúa esta variable en niveles similares a los observados a inicios de 1998. Los mercados bursátiles, tras acusar en los primeros días de marzo el efecto de las perturbaciones descritas en el apartado anterior, recuperaron la senda suavemente ascendente observada con anterioridad, de forma que el Índice General de la Bolsa de Madrid se situaba, el día 23 de mar-

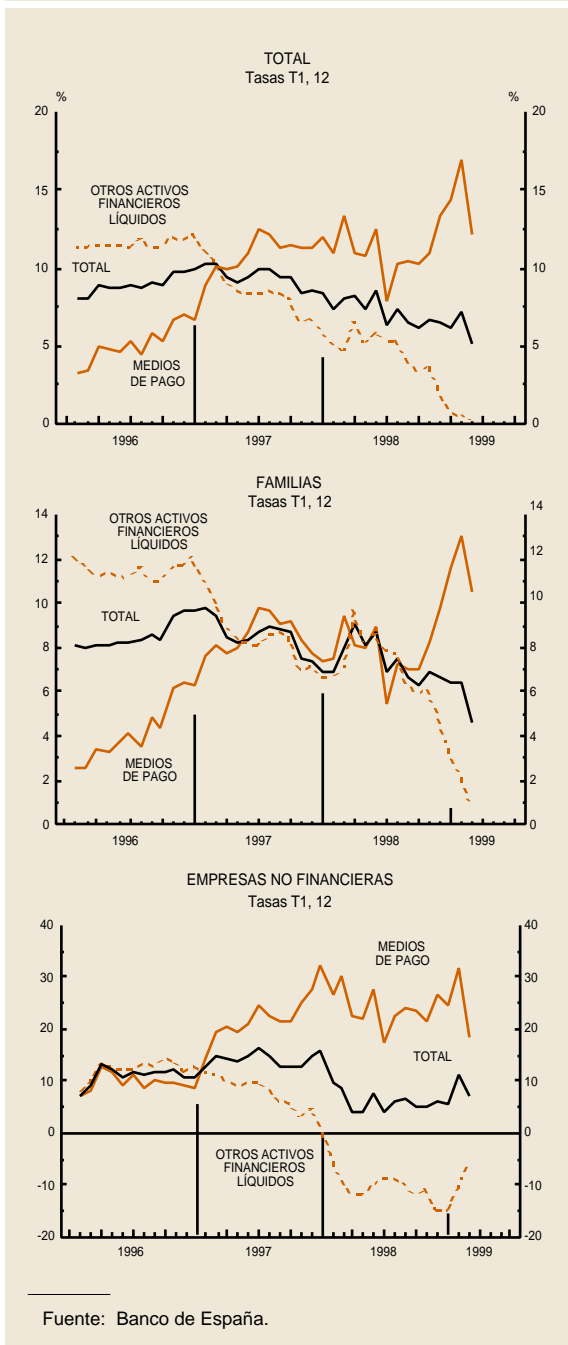
zo, a un nivel similar al de finales de 1998 (véase cuadro 2).

La evolución y distribución de las carteras de activos financieros líquidos de los agentes privados no financieros nacionales se han caracterizado durante el mes de febrero por el mantenimiento de las pautas observadas en los últimos meses: elevados avances de las posiciones más líquidas frente a moderados crecimientos del resto de activos financieros líquidos. Tal como se observa en el cuadro 3 y en el gráfico 8, las posiciones activas líquidas de las familias experimentaron durante el mes de febrero un ritmo de crecimiento interanual del 4,6 %, que se desglosa en un avance del 10,4 % de los activos denominados «medios de pago» (esto es, efectivo, depósitos a la vista y de ahorro) y del 1 % para el resto de activos financieros líquidos en poder de las familias [depósitos a plazo, cesiones, valores emitidos por el sistema crediticio, fondos monetarios (FIAMM) y fondos de inversión en renta fija].

Respecto a los medios de pago, son los depósitos a la vista los que continúan mostrando una mayor fortaleza, aunque han reducido sensiblemente su ritmo de avance interanual respecto a meses anteriores. Concretamente, los depósitos a la vista crecieron alrededor de un

GRÁFICO 8

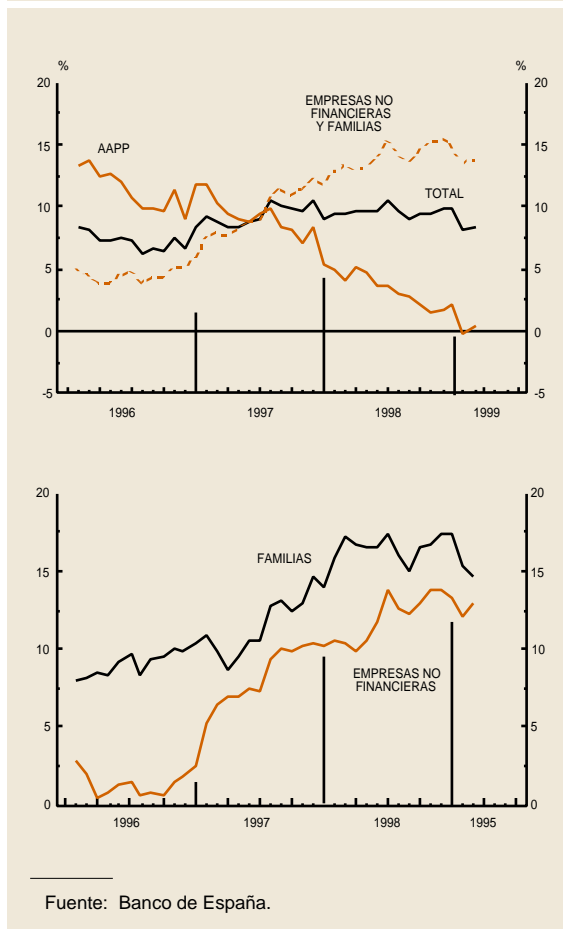
**Activos financieros líquidos (AFL) de las familias y empresas no financieras**



16 % en febrero, frente a las tasas del 20 %-30 % observadas en meses anteriores, y los depósitos de ahorro experimentaron una tasa interanual del 13,5 %, que es ligeramente superior a la observada en enero. En cuanto al resto de activos líquidos en poder de las familias, son las participaciones en fondos monetarios y de renta fija las que explican su reducida tasa de avance, pues han continuado su proceso de desaceleración iniciado en 1998. Observando la evolución más reciente, parece que el proce-

GRÁFICO 9

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



so de sustitución en las carteras desde depósitos a plazo hacia participaciones en estos fondos de inversión se ha detenido, como consecuencia, probablemente, de los reducidos niveles de tipo de interés existentes y también del cambio de fiscalidad, que ha aproximado el tratamiento que reciben estos activos. Respecto a la composición de la cartera de fondos de inversión de las familias, durante el mes de febrero, los fondos monetarios han sufrido un retroceso de 2.100 millones de euros, mientras que los fondos de inversión mobiliaria en renta fija nacional han aumentado en unos 1.100 millones. Por su parte, el resto de fondos de inversión no incluidos en la agrupación «Activos financieros líquidos de familias», que son, básicamente, fondos de renta variable e internacionales, experimentaron una cierta reducción, si bien continúan mostrando ritmos de avance interanual sostenidos. Con esta evolución, se aprecia, de nuevo, una cierta dicotomía en las preferencias de las familias que, por un lado, demandan instrumentos de ahorro tradicionales, que ofrecen una rentabilidad segura no muy inferior a la de los otros activos a mayor plazo

CUADRO 4

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

	1999	1997	1998		1999	
	FEB (b)	DIC	NOV	DIC	ENE	FEB
1. Financiación total (2 + 3 + 4)	801,6	9,1	9,8	9,8	8,0	8,4
2. Familias	226,4	13,9	17,4	17,4	15,3	14,7
3. Empresas no financieras	277,8	10,1	13,8	13,2	12,2	12,9
4. Administraciones Públicas	297,3	5,3	1,6	2,1	-0,1	0,4

Fuente: Banco de España.

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

(b) Saldo en miles de millones de euros.

y, por otro, en un entorno de tipos de interés históricamente reducidos que suponen un escaso incentivo al ahorro, parece que aumenta el atractivo de los fondos de renta mixta y variable, que, aunque sometidos a mayor riesgo, pueden proporcionar rentabilidades superiores.

Por lo que se refiere a las carteras de activos financieros líquidos de las empresas no financieras, en el mes de febrero han tenido un comportamiento menos expansivo que en el mes de enero, con una tasa de avance interanual del 7,3 % (véase cuadro 3). Un análisis desagregado muestra que los medios de pago han presentado un crecimiento interanual del 18,3 %, frente a un -5,9 % por parte de los otros activos líquidos, siendo lo más destacable la reducción de las diferencias anteriormente observadas entre ambas tasas de variación. De todas formas, como se puede observar comparando la parte superior e inferior del gráfico 8, hay que destacar que el grado de volatilidad de los activos de las empresas es mucho más elevado que el de los activos de las familias, lo que, en buena medida, viene explicado por el distinto tipo de motivaciones que determina la demanda de activos líquidos de uno y otro sector. Así, mientras que las familias demandan estos activos para financiar sus necesidades de consumo y como medio de mantener riqueza, la demanda de las empresas no financieras viene determinada, fundamentalmente, por su gestión de tesorería y no específicamente por sus decisiones de gasto. Además, el volumen de activos líquidos de las familias es cinco veces superior al de los activos de las empresas.

La financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes en el mes de febrero se ha desacelerado en comparación con los últimos datos del año anterior, que estaban en tor-

no al 10 %, mientras que actualmente se sitúa alrededor del 8 %. La desagregación de la financiación al sector privado permite observar que, en este mes, la financiación a las familias y a las empresas no financieras se acerca en términos de su tasa de crecimiento interanual: un 14,7 % y un 12,9 %, respectivamente (véase gráfico 9). No obstante, mientras que la financiación a las familias (que incorpora los créditos concedidos por entidades de crédito residentes en España y por otras no residentes) ha desacelerado su ritmo de avance, que permanece en niveles todavía elevados, en el caso de las empresas no financieras (donde se incluyen, además de los componentes señalados para las familias, los valores de renta fija emitidos) persiste el proceso de aceleración que se viene observando desde principios del año 1998.

Por su parte, la desagregación por finalidades del crédito bancario, proveniente de estados trimestrales bancarios, con la última información disponible, referida al cuarto trimestre de 1998, refleja que el crédito a actividades productivas sigue siendo el más importante en el activo de bancos y cajas, pues representa en torno al 55 % del mismo, frente al restante 45 % concedido a personas físicas. Dentro del primero, el concedido al sector servicios (en volumen, el más cuantioso), junto con el dirigido a la construcción, han sido los que más han crecido, con tasas interanuales próximas al 20 %. Por su parte, dentro del crédito concedido a personas físicas (que no coincide totalmente con el sector de familias mencionado anteriormente), la partida más importante, que es el crédito destinado a la adquisición de vivienda, parece que se ha desacelerado, si bien continúa mostrando tasas interanuales de avance cercanas al 20 %. El crédito concedido para la adquisición de bienes duraderos, aunque de reducida importancia en el balance de estas enti-

dades, presenta ritmos de crecimiento incluso más altos.

Finalmente, la financiación recibida por las Administraciones Públicas continúa mostrando en el mes de febrero un avance muy moderado, concretamente del 0,4 % en términos interanuales, resultado de la disminución del crédito bancario y la contracción del saldo de valores a corto plazo, frente al aumento de la colocación

neta de valores a medio y largo plazo. En esta línea, el saldo vivo de los valores del Estado experimentó también una evolución distinta por plazos: mientras que las letras del Tesoro registraron una colocación neta negativa de 777 millones de euros en febrero, la deuda a medio y largo plazo incrementó su saldo, en términos netos, en 3.594 millones de euros.

25.3.1999.