

---

# Informe trimestral de la economía española

## 1. Rasgos básicos

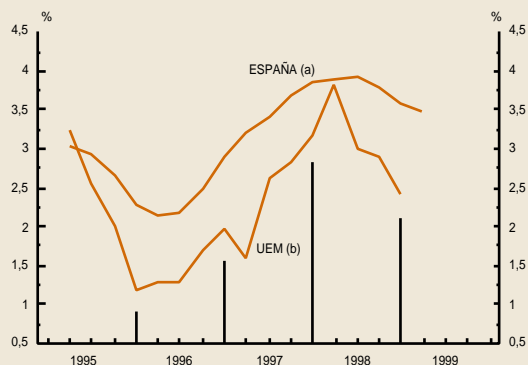
La economía española ha iniciado su camino dentro de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en unas condiciones favorables. El crecimiento de la producción y del empleo en 1998 ha sido, por tercer año consecutivo, notablemente superior al de la mayoría de países del área, mientras que los niveles de estabilidad alcanzados —déficit público reducido, baja tasa de inflación y excedente en las cuentas exteriores— seguían proporcionando un entorno adecuado para el desenvolvimiento de la actividad de los agentes privados, apoyada en una situación financiera saneada. Sin embargo, la extensión de los efectos de la crisis financiera internacional y su impacto sobre las exportaciones de mercancías empezaron a debilitar la confianza de los empresarios, que han revisado a la baja sus planes de inversión y están ajustando los ritmos de producción industrial, mientras que los consumidores mantienen unos niveles de confianza y gasto más elevados y estables. Como consecuencia de todo ello, el crecimiento de la economía se ha desacelerado ligeramente, aunque se mantiene significativamente por encima del conjunto de la zona del euro, y el patrón de la demanda final ha tendido a bascular hacia la demanda interna —y, dentro de ella, hacia el consumo y la construcción—, en detrimento de las exportaciones.

En este marco, se ha producido un rebrote en la tasa de variación interanual del índice de precios de consumo (IPC) en los primeros meses de 1999, que, aunque tiene algunos elementos transitorios, refleja también la persistencia de tasas de crecimiento elevadas en los precios de algunas ramas, sobre todo de servicios, y se ha ampliado el diferencial con la zona del euro. El mantenimiento de un ritmo de crecimiento superior al de los países de nuestro entorno, bajo las condiciones monetarias comunes de la UEM, requiere evitar que el rebrote de los precios se traduzca en un deterioro de la competitividad de la economía, para lo cual es imprescindible extremar el control de los costes interiores y del gasto de las Administraciones Públicas, a la vez que se aumenta el grado de flexibilidad de los mercados de bienes, servicios y factores productivos.

La situación económica en el entorno exterior de la zona del euro ha mejorado ligeramente en el primer trimestre de 1999, como consecuencia de la revisión al alza de las previsiones de crecimiento para Estados Unidos, de los signos de recuperación en algunas economías asiáticas emergentes y de los menores riesgos de contagio de la crisis financiera brasileña. Sin embargo, persisten factores negativos, como las secuelas de la crisis de Brasil sobre la actividad real en Latinoamérica o la ausencia de síntomas firmes de recuperación en Japón, a

GRÁFICO 1

**Producto interior bruto**



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

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

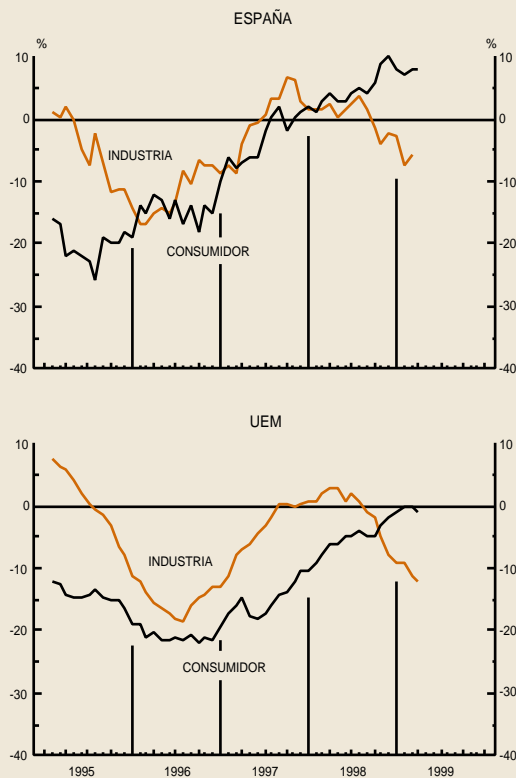
(b) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

los que habría que añadir la subida de los precios del crudo de petróleo, que empieza a incidir en las tasas de inflación de los países industrializados.

En la UEM, el crecimiento del producto interior bruto (PIB) real fue del 2,9 % en el promedio de 1998, confirmándose una pérdida de dinamismo en el cuarto trimestre del año (véase gráfico 1). Persiste la dicotomía entre los niveles de confianza de consumidores y empresarios (gráfico 2), así como entre la aportación al crecimiento de la demanda interna —sustentada, básicamente, por el consumo privado— y la contribución negativa de la demanda exterior neta. La tasa de aumento del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), después de estabilizarse durante los últimos meses, tuvo un repunte moderado en el mes de marzo —hasta alcanzar el 1 %—, debido, básicamente, al impacto alcista de los precios energéticos, ya que tanto los precios de los servicios como los de los bienes industriales no energéticos se han desacelerado recientemente. En cuanto al déficit público, el resultado del año 1998 fue mejor de lo previsto (2,1 % del PIB), a lo que han contribuido el crecimiento económico y la caída experimentada por los tipos de interés.

GRÁFICO 2

**Indicadores de confianza**



Fuentes: Comisión Europea y Ministerio de Industria y Energía.

Las condiciones monetarias y financieras prevalecientes en la zona del euro en los tres primeros meses del año fueron una prolongación de las tendencias observadas en los principales países miembros durante 1998. Los tipos de interés reales alcanzaron unos niveles históricamente bajos, mientras que tanto el agregado monetario más estrecho (M1) como la financiación a empresas y familias registraron incrementos interanuales elevados. Por su parte, el crecimiento anual del agregado M3, que es el principal indicador de carácter monetario para definir la estrategia de política monetaria del Eurosistema, se situó en febrero ligeramente por encima del valor de referencia del 4,5 %. Esta evolución, junto con la ausencia de riesgos inflacionistas significativos y la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento para el conjunto del área, llevó al Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) a reducir en 50 puntos básicos el tipo de las operaciones preferenciales el pasado 7 de abril, hasta situarlo en el 2,5 %.

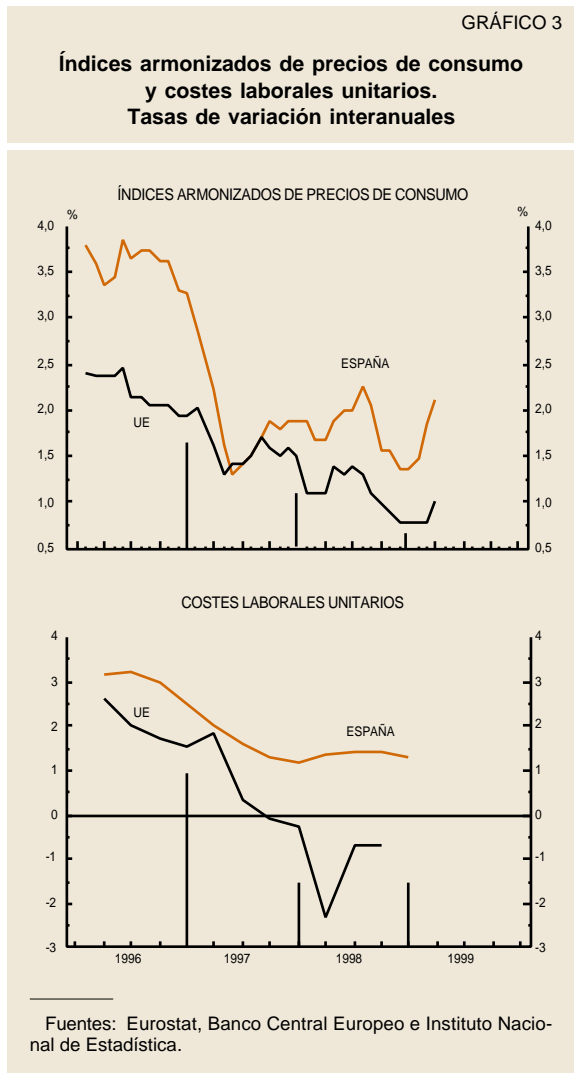
En este entorno internacional, no exento de incertidumbre y menos proclive al crecimiento, la economía española ha mantenido un ritmo de expansión notable durante el primer trimestre de 1999. Se estima que el PIB real habrá alcanzado una tasa de crecimiento interanual del orden del 3,5 % en ese período, que prolonga la suave desaceleración que se registró en el segundo semestre del año pasado. La deman-

da nacional podría repetir la tasa del cuarto trimestre de 1998 (4,9 %), o reducirla en alguna décima porcentual, mientras que se espera una ampliación de la aportación negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del producto. Desde la óptica de las ramas productivas, el hecho más destacado es la pérdida de ritmo de la producción industrial, ya que las ramas manufactureras son las más castigadas por la caída que están experimentando las exportaciones de mercancías; los servicios, sin embargo, conservan un tono más sostenido, al que contribuyen de forma destacada las actividades relacionadas con el turismo. La construcción, por su parte, es el sector más dinámico de la economía en este momento.

Entre los componentes de la demanda nacional, ya se ha destacado la fortaleza del consumo privado, cuya tasa de variación interanual en el primer trimestre de 1999 se estima que tendió a estabilizarse en un valor próximo al 3,5 %, no muy distinto al del período precedente. Este crecimiento del consumo se ha sustentado en un aumento de la renta disponible real similar al del pasado año, siendo difícil valorar, por el momento, la incidencia en dicha variable de la reforma del impuesto sobre la renta de las personas físicas. Aunque la tasa de ahorro de los hogares se ha estabilizado, su capacidad de financiación se ha venido reduciendo, debido al fuerte aumento de la inversión en vivienda, en un contexto en el que el descenso en los tipos de interés y las ganancias de riqueza de los últimos años favorecen su endeudamiento.

Dentro de la formación bruta de capital, ya se ha mencionado el momento expansivo que atraviesa la inversión en construcción, tanto privada como pública. Por su parte, la inversión en equipo ha continuado desacelerándose, aunque sus tasas de crecimiento son todavía elevadas; a ello contribuye la favorable situación financiera de las empresas, con un ritmo de generación de recursos elevado y unas condiciones muy favorables para la financiación externa, así como el nivel que mantienen las carteras de pedidos internas. Es posible que, en su conjunto, el incremento real de la formación bruta de capital fijo en el primer trimestre del año en curso haya sido del orden del 9 %, a lo que habría que añadir una nueva contribución positiva al crecimiento del producto de la variación de existencias.

En cuanto a la demanda externa, las exportaciones de mercancías han registrado un descenso real considerable en los dos primeros meses del año, según los datos facilitados por el departamento de Aduanas. Aunque el crecimiento de los ingresos por turismo y otros servicios sigue siendo muy elevado, parece difícil

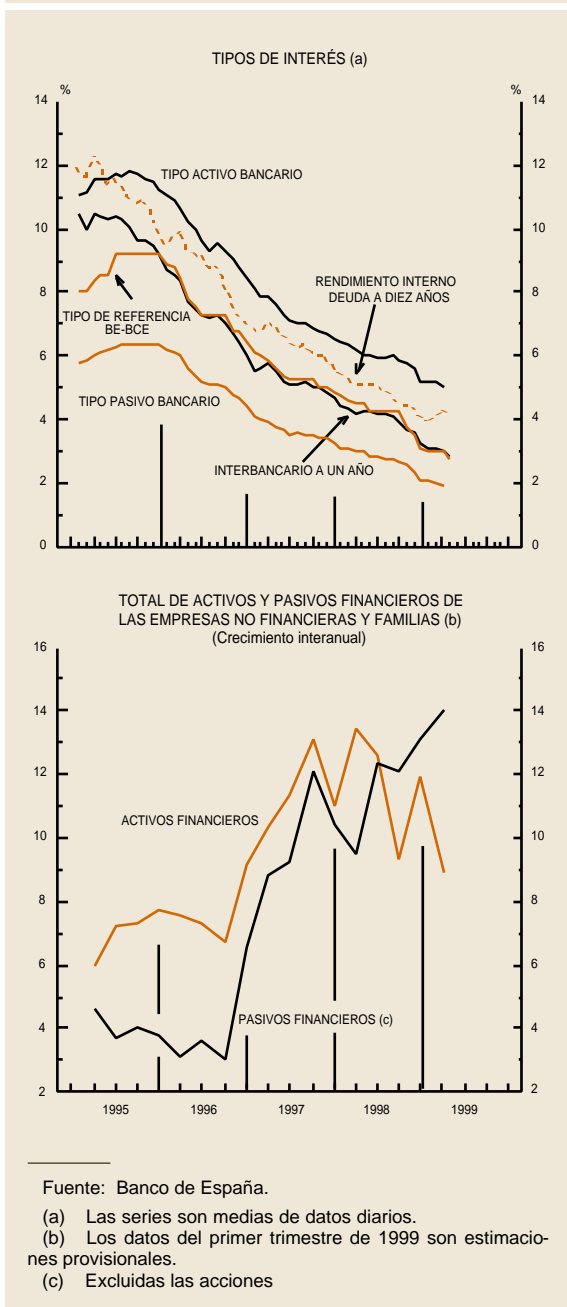


que la tasa de variación tendencial de las exportaciones de bienes y servicios en términos reales, coherente con las tasas estimadas por la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), se aproxime al 5 % en el primer trimestre de 1999. Las importaciones, por su parte, han reducido su ritmo de crecimiento de forma mucho más moderada, ya que siguen estando determinadas por el tono expansivo, aunque decreciente, de la demanda final de la economía, así como por el notable descenso que han experimentado los precios de los bienes importados.

En este contexto, el crecimiento del empleo ha continuado siendo elevado, con una ligera tendencia a la desaceleración, acorde con la evolución del producto. Las negociaciones salariales, aún poco representativas, apuntan hacia un moderado recorte en el crecimiento de los salarios en relación con el año precedente. Ello facilitaría un menor ritmo de crecimiento de los costes laborales unitarios, que, hasta el momento, se ha situado por encima del observado en los países de la UEM (véase gráfico 3).

GRÁFICO 4

**Tipos de interés**



El rebrote que se ha producido en la tasa de crecimiento interanual del IPC a lo largo del primer trimestre del año se ha extendido, prácticamente, a todos sus componentes, con la excep-

ción de los bienes industriales no energéticos. La aceleración ha sido más intensa en los alimentos, mientras que en el caso del componente energético ha comenzado a hacerse patente el aumento experimentado por los precios del crudo de petróleo en los mercados internacionales, por lo que se han atenuado apreciablemente sus variaciones interanuales negativas. Los precios de los servicios, por último, registraron una tasa de crecimiento (del 3,8 %) que prácticamente dobla la observada en el conjunto de la UEM. Como consecuencia de estos movimientos, el diferencial con el área, calculado con los índices armonizados, sigue ampliándose.

Los datos sobre el déficit del Estado en el primer trimestre de 1999 se encuentran condicionados por numerosos factores que dificultan su valoración: cambios en el calendario de devoluciones de algunos impuestos, acumulación extraordinaria de pagos de intereses, etc., registrándose aumentos muy elevados tanto en los ingresos como en los pagos. Cuando el análisis de las cifras se realiza teniendo en cuenta estos factores, su evolución resulta compatible con el objetivo de reducción del déficit establecido en el Programa de Estabilidad y Crecimiento.

Finalmente, los datos sobre financiación a empresas y familias del primer trimestre del año siguen registrando tasas de variación elevadas (en torno al 14 %-15 %), que son muy superiores al crecimiento nominal de la economía. Por lo que respecta a los activos financieros del sector, los medios de pago en poder de estos agentes, que incluyen el efectivo, los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro, siguieron aumentando a tasas superiores al 14 % en este período. Por el contrario, un conjunto más amplio de activos financieros líquidos, que incluye, además de los medios de pago, los depósitos a plazo, las cesiones temporales y las participaciones en fondos de inversión, entre otros, registró tasas de expansión moderadas (por encima del 5 % en el trimestre), similares a las experimentadas en 1998. En conjunto, el total de activos financieros de empresas y familias creció a un ritmo próximo al 7 % en el primer trimestre de 1999, lo que supone una moderada desaceleración con respecto a los resultados del último trimestre de 1998 (véase gráfico 4).



## 2. El entorno exterior del área del euro

Durante los meses transcurridos de 1999 se ha observado una mejoría en las expectativas para la economía mundial en su conjunto, en comparación con el mayor pesimismo reinante a finales del año anterior. A ello han contribuido varias circunstancias: en primer lugar, la fuerte revisión al alza de las previsiones de crecimiento de Estados Unidos, tras el dinamismo mostrado por esta economía en el último trimestre de 1998 y en el primero de 1999. En segundo lugar, hay signos cada vez más firmes de que buena parte de las economías del sudeste asiático pudieran estar ya registrando tasas de crecimiento del PIB positivas, después de las agudas contracciones sufridas por algunas de ellas en 1997-1998. Finalmente, hay que reseñar que los efectos de contagio financiero de la crisis brasileña han sido, hasta el momento, limitados, con lo que parece desactivarse, en alguna medida, uno de los focos principales de inestabilidad de finales del año pasado y principios de 1999.

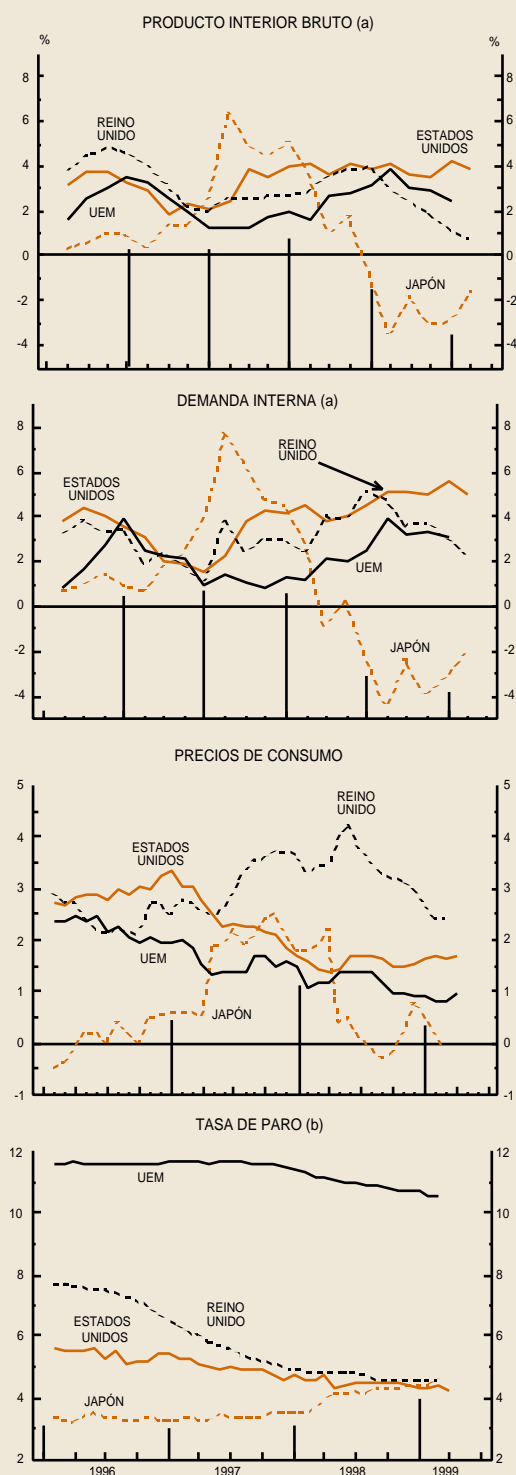
No obstante, en el panorama del entorno exterior del área del euro para 1999 persisten elementos negativos. En concreto: las consecuencias de la crisis de Brasil sobre la actividad real en el conjunto de los países latinoamericanos van a ser significativas, siendo previsible que muchos de estos países presenten tasas de crecimiento negativas en 1999. Así, las previsiones para los dos países más importantes, Brasil y Argentina, indican una contracción esperada del PIB en 1999 de alrededor de un 4 % en el primer caso, y de un 1,5 % en el segundo. Por su parte, otros países, como Méjico y Chile, registrarán probablemente un crecimiento positivo de la producción, aunque menor que el correspondiente a 1998. Por otro lado, en Japón no se ven signos inequívocos del final de la recesión, pese a que la subida de la bolsa y la mejora en las opiniones de los empresarios pudieran ser interpretadas como indicios de que el final de la crisis pudiera no estar lejos. Por último, debe destacarse que los precios de los productos energéticos, cuya reducción en los trimestres anteriores contribuyó de modo determinante al descenso generalizado de la inflación en los países industrializados, han comenzado una trayectoria ascendente —el precio del barril de petróleo, en dólares, ha aumentado más de un 40 % desde finales de febrero— que podría, en el futuro cercano, propiciar alzas en otros precios y costes.

La economía estadounidense ha continuado creciendo a un ritmo muy elevado durante el primer trimestre de 1999, aunque, probablemente, a una tasa algo más moderada que en el cuarto trimestre de 1998 (véase gráfico 5); en este último período, el PIB creció un 6 % en tasa intertrimestral anualizada, resultado al que



GRÁFICO 5

Principales indicadores macroeconómicos  
Tasas de variación



Fuentes: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

- (a) Los datos del primer trimestre de 1999 son una previsión, salvo el PIB del Reino Unido, que es una estimación.
- (b) Porcentaje de la población activa.

contribuyeron, en alguna medida, factores extraordinarios, tales como el buen clima, un crecimiento inesperado de las exportaciones y la finalización de la conflictividad laboral en la industria del automóvil. Según se refleja en los indicadores más recientes, la desaparición de dichos factores en los meses transcurridos de 1999 no ha mermado significativamente el dinamismo de la demanda interna. Así, a lo largo del primer trimestre, las ventas al por menor se incrementaron fuertemente; el índice de directores de compras creció de manera continuada, a un ritmo compatible con un aumento de la producción de las manufacturas entre un 4 % y un 5 % anual; y el número de viviendas unifamiliares iniciadas y autorizadas siguió creciendo. No obstante, otros indicadores han señalado una posible moderación de la actividad. Este ha sido el caso de los nuevos pedidos de bienes duraderos, que, en febrero, disminuyeron por primera vez desde octubre del año anterior, y del empleo no agrícola, que aumentó en 46.000 personas en marzo, frente al descenso de 297.000 registrado en febrero. Con todo, en marzo la tasa de paro se situó en el 4,2 %, frente al 4,4 % registrado en febrero.

A pesar de la pujanza que mantiene la demanda interna, del nuevo descenso del paro y del incremento del precio del petróleo, sigue sin apreciarse signo alguno de presiones inflacionistas. Los precios de consumo han seguido mostrando una evolución muy moderada, que se resume en una tasa interanual de crecimiento en marzo de un 1,7 % (2,1 % si se excluyen la energía y los alimentos). Por otra parte, el crecimiento de los salarios se redujo en dicho mes (3,6 % de aumento interanual, frente al 4,1 % de febrero).

La fortaleza de la demanda interna, junto con el efecto contractivo de la caída de la demanda mundial sobre las exportaciones, ha continuado favoreciendo el incremento del déficit por cuenta corriente que, en 1998, alcanzó un 2,7 % del PIB. El déficit comercial de febrero se situó en un nuevo récord de 19.400 millones de dólares. El creciente déficit exterior es, asimismo, reflejo del aumento de las necesidades de financiación del sector privado, cuyo origen principal se encuentra en la continua caída de la tasa de ahorro de las familias que, en los últimos meses de 1998 y los primeros de 1999, ha llegado a situarse en niveles cercanos a cero o incluso negativos. En el recuadro 1 se analiza el aumento del déficit exterior de Estados Unidos en relación con los incrementos de los superávits de la Unión Europea (UE) y de Japón.

La evolución positiva de la economía norteamericana en los meses transcurridos de 1999 ha determinado una revisión sustancial al alza

RECUADRO 1

**Crecimiento de los desequilibrios externos entre las principales economías**

Un rasgo sobresaliente de la evolución económica internacional durante los últimos años ha sido, sin duda alguna, el notable aumento de las diferencias entre los saldos de las balanzas corrientes de las principales áreas y, en particular, entre Estados Unidos, Japón y la Unión Europea (UE). Así, mientras que en EEUU el saldo por cuenta corriente ha pasado del -0,8 % del PIB en 1992 al -2,7 % en 1998, el de la UE, que en 1992 era del 1,1 % del PIB, se ha situado en el 1,1 % en el último año. Por su parte, Japón ha mantenido en los últimos años saldos positivos, alcanzando el 3,2 % del PIB en 1998. Así, el progresivo crecimiento del déficit corriente estadounidense en el período 1992-1998 ha sido paralelo al paulatino aumento del saldo positivo global de la UE y, sobre todo, al mantenimiento de un elevado excedente en la balanza corriente japonesa (véase gráfico adjunto).

Desde el punto de vista de las economías nacionales, hay que señalar que el déficit exterior de Estados Unidos responde a los rasgos específicos del actual ciclo de crecimiento —el más prolongado de las últimas décadas— de dicha economía, basado en un fuerte y sostenido impulso de la demanda interna y en la extraordinaria capacidad de financiación externa de que dispone este país. Por su parte, el paulatino aumento del excedente externo de la UE se explica, asimismo, por la composición del crecimiento de los últimos años, basado en mayor medida en la demanda externa que en la interna. No puede descartarse que la UE tenga también una propensión estructural a importar relativamente baja, como consecuencia de un menor *output* potencial constreñido por una insuficiente flexibilidad de la estructura productiva. Finalmente, la profunda recesión económica que está atravesando Japón en los años recientes se ha traducido en una ampliación sustancial del tradicional superávit externo de dicha economía, por la vía de la ralentización y posterior descenso de las importaciones del país, más que por efecto de una fuerte expansión exportadora.

Varios son los factores que podrían inducir una cierta preocupación ante el nivel alcanzado por los distintos saldos exteriores. En primer lugar, el fuerte protagonismo que desempeñan los Estados Unidos como comprador neto al resto del mundo y, en particular, a los países asiáticos en crisis, que ha llevado a las autoridades norteamericanas a demandar una mayor contribución del resto de los países industrializados, muy especialmente de la UE, en la superación de la crisis de las economías emergentes. Sin embargo, del análisis de las importaciones asiáticas de Estados Unidos y de la UE se desprende que, si bien el primer país compra más cantidad de productos asiáticos, la UE ha aumentado en mayor medida sus importaciones de Asia en 1998 que lo que lo ha hecho Estados Unidos. Además, la propia posición cíclica de Estados Unidos explica su mayor volumen de importaciones. Y, finalmente, no debe olvidarse que los datos actuales del sector exterior de la UE, obtenidos a través de la agregación de las estadísticas nacionales de balanzas de pagos, no son suficientemente fiables y tienden a sobrevalorar el superávit europeo.

Un segundo motivo de preocupación podría ser la incidencia sobre la estabilidad del tipo de cambio del dólar de un déficit exterior norteamericano creciente. Sin embargo, tras la liberalización generalizada de los flujos internacionales de capitales en los últimos años, la importancia de los saldos comerciales sobre la evolución del tipo de cambio se ha reducido sensiblemente. El tamaño y la volatilidad de los flujos financieros aparecen, cada vez más, como los elementos determinantes de las variaciones de los precios en los mercados cambiarios.

En general, en el mundo actual, con tipos de cambio flexibles y movimientos de capital liberalizados, resulta complejo establecer conclusiones normativas directas de la existencia de un determinado saldo exterior. El saldo por cuenta corriente refleja la discrepancia entre el ahorro y la inversión nacionales y, por lo tanto, responde a decisiones temporales tomadas por los agentes, en respuesta a los estímulos existentes. Otra cosa es que la situación del sector exterior, en conjunción con otros indicadores, contenga información sobre la situación y perspectivas de la economía, y sobre la situación financiera de empresas y familias que pueda resultar relevante para la política económica.

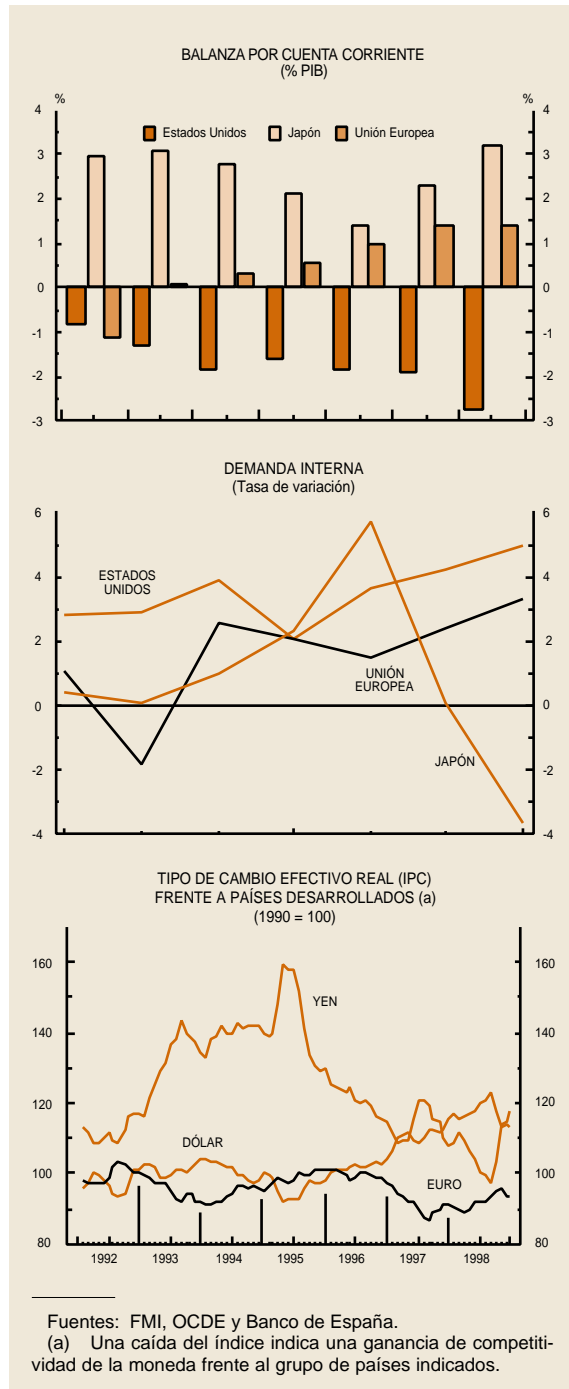
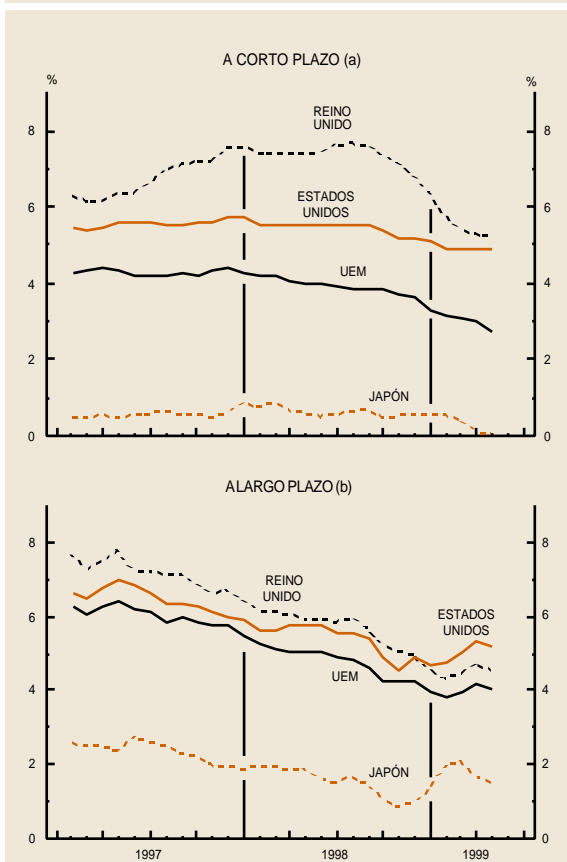




GRÁFICO 6

**Tipos de interés**



Fuente: Banco de España.

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

de las previsiones de crecimiento para el conjunto del año que, por lo general, apuntan hacia tasas ligeramente superiores al 3 %. Sin embargo, hay dos factores en la situación actual de Estados Unidos que pueden suponer un cierto riesgo de inestabilidad. El primero es la ya mencionada baja tasa de ahorro de las familias y su recurso, cada vez más intenso, al endeudamiento para financiar la expansión del consumo. El segundo, estrechamente relacionado con el anterior, es el alto nivel de las cotizaciones bursátiles, que ha generado un efecto riqueza que ha contribuido al crecimiento del consumo y del endeudamiento del sector privado. Ante esta situación, es indudable que una eventual corrección brusca de las cotizaciones bursátiles podría provocar una revisión profunda de las decisiones de consumo que ocasione una contracción abrupta de la demanda. No obstante, aunque este escenario no puede ser

descartado, resulta más probable el escenario alternativo de desaceleración suave, asociada a la propia madurez del ciclo económico.

En Japón siguen sin vislumbrarse signos inequívocos de que la recesión haya tocado fondo, pese a la mejora de algunos indicadores. El PIB del último trimestre de 1998 se redujo un 0,8 % intertrimestral (-2,8 % interanual), y ello a pesar del fuerte aumento de la inversión pública, que no fue capaz de contrarrestar las fuertes caídas del consumo y de la inversión privados. Durante los primeros meses de 1999, los principales indicadores han confirmado el estado recesivo de la economía (nuevas caídas de la producción industrial, de la construcción de viviendas y del consumo de las familias), aunque ha habido una mejora parcial en algunos de ellos, como es el caso de las opiniones empresariales, lo que denota un menor pesimismo de las empresas. Asimismo, es destacable la subida reciente de la bolsa, que podría estar, no obstante, relacionada con los nuevos planes de reestructuración y de fusiones en la industria. Estos planes, si bien a medio plazo deben contribuir a mejorar la salud financiera de las empresas y las expectativas de beneficio, a corto plazo podrían conllevar reajustes de plantilla que impliquen un aumento del paro, que en febrero ascendió al 4,6 % de la población activa. Los indicadores de consumo para el primer trimestre continúan mostrando un perfil negativo: las ventas al por mayor volvieron a disminuir en febrero un 2,2 % interanual (-3,9 % en enero). Esta debilidad del consumo sigue estando acompañada por tasas de crecimiento casi nulas o negativas de los precios: en marzo, la tasa interanual de crecimiento del IPC fue del -0,4 %, y los precios de producción han seguido descendiendo entre un 4 % y un 5 %, en tasas interanuales, en los dos primeros meses del año.

En cuanto a los países de la UE que no son miembros de la UEM, cabe destacar la evolución de la economía del Reino Unido, que terminó el año 1998 con una fuerte desaceleración, cuyo origen principal se encuentra en la contracción de las exportaciones como consecuencia de la crisis de las economías emergentes y de la fuerte apreciación de la libra. Los indicadores económicos referidos a los primeros meses de 1999 han mostrado una situación similar a la del último trimestre de 1998, si bien los índices de confianza industrial y de los consumidores han mejorado ligeramente, situándose este último por encima de su media histórica. Los efectos de la desaceleración de la actividad sobre los precios no se hicieron notar hasta bien avanzado el año 1998, pues los salarios nominales mostraron hasta entonces un fuerte dinamismo, en un mercado de trabajo caracterizado por una

tasa de paro estabilizada en el nivel más bajo de los últimos 18 años (4,6 %). Desde el mes de septiembre, los salarios se desaceleraron y los precios de consumo fueron acercándose hacia tasas de crecimiento cercanas al objetivo de inflación (2,5 %). Así, en febrero de 1999 el incremento interanual del IPC, excluidos los pagos por hipotecas, fue del 2,4 %, si bien en marzo volvió a repuntar hasta el 2,7 %.

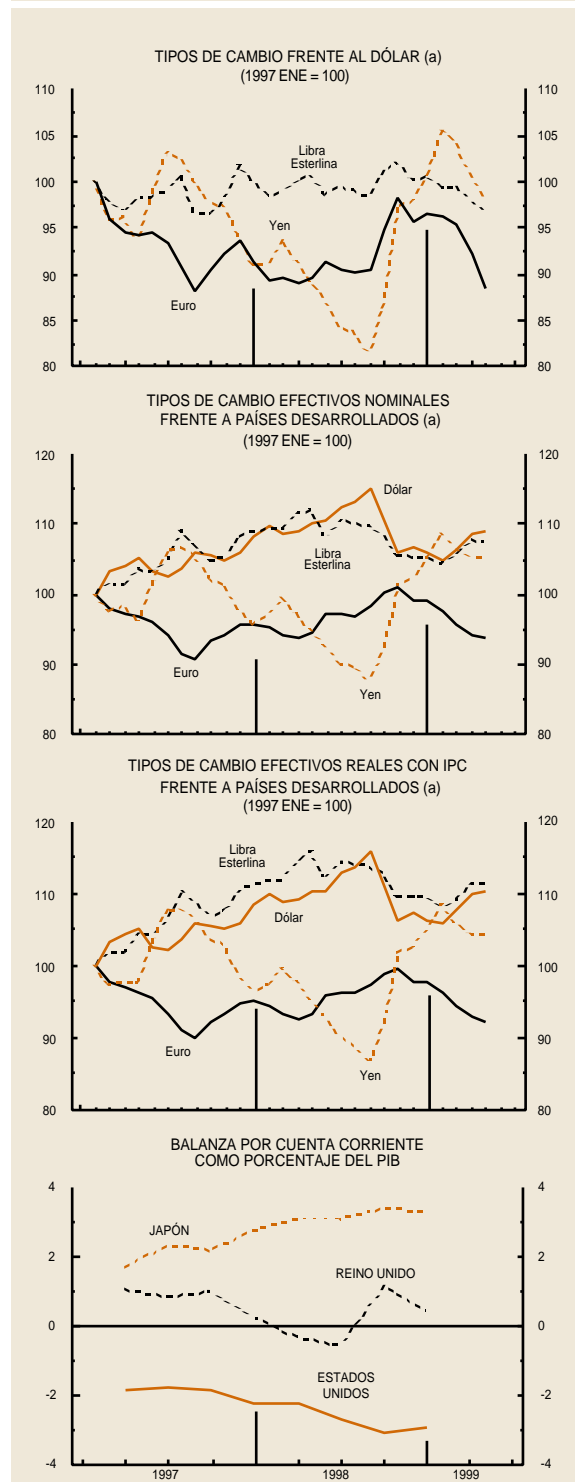
En lo que respecta a las políticas económicas, hay que destacar que los países anglosajones han proseguido sus programas de consolidación fiscal, de forma que Estados Unidos registró en 1998 un superávit relativamente elevado (del 1,3 % del PIB), que probablemente se mantendrá en los próximos años. En el Reino Unido, asimismo, el conjunto de las Administraciones Públicas cerró el año con un saldo positivo (0,6 % del PIB). En Japón, por su parte, las cuentas públicas reflejaron los efectos de los sucesivos programas fiscales de reactivación y reestructuración bancaria: el déficit público de 1998 ascendió al 5,4 % de PIB y se espera que supere el 8 % del PIB en 1999 (si se excluyera el superávit de la Seguridad Social, estas cifras serían del 7,7 % y del 10,3 % del PIB, respectivamente).

Por lo que se refiere a la política monetaria, en Estados Unidos, la Reserva Federal mantuvo el tipo de interés de los fondos federales en el 4,75 %, en un contexto de aceleración de las magnitudes monetarias y crediticias, que acompañaban al fuerte ritmo de crecimiento de la actividad. Por su parte, el Banco de Japón volvió a reducir, el 12 de febrero, su tipo de descuento, del 0,25 % al 0,15 %. Finalmente, dadas la desaceleración de la economía británica y la reducción de las tensiones inflacionistas, el Banco de Inglaterra volvió a recortar en dos ocasiones, en febrero y en abril, su tipo de intervención, hasta situarlo en el 5,25 %.

En Estados Unidos, los cambios en las expectativas de crecimiento y la percepción de una mayor estabilidad financiera han tenido un reflejo en los mercados monetarios y financieros. Así, mientras los tipos de interés a corto plazo se han mantenido estables, los tipos a largo se han incrementado en 0,5 puntos porcentuales entre diciembre y mediados de abril, con el consiguiente aumento de la pendiente de la curva de rendimientos, reflejando las expectativas de los mercados sobre un posible tensionamiento de los tipos de interés a medio y largo plazo. En el Reino Unido, por el contrario, pese a las sucesivas bajadas de los tipos oficiales y de corto plazo, se han observado reducciones más pronunciadas de los tipos a largo, configurando una curva de rendimientos con una pendiente ligeramente negativa. En Ja-

GRÁFICO 7

**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 efectivos de los países del área del euro.

pón, aunque el mercado ha corregido, en parte, la subida de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo que ocasionó las dificultades del Tesoro para financiarla, la curva de rendimientos sigue presentando una pendiente positiva, con un diferencial entre el bono a diez años y el tipo a tres meses de más de un punto porcentual (véase gráfico 6).

En cuanto a los mercados cambiarios (véase gráfico 7), hay que resaltar la fortaleza del dólar frente a las demás monedas, debida, en gran medida, al dinamismo de la economía de

Estados Unidos. Pese a ello, la fuerte apreciación del yen frente a la moneda estadounidense, que se inició en agosto de 1998, se ha corregido tan solo parcialmente: entre agosto y enero, el yen se había apreciado cerca de un 20 % frente al dólar, y desde entonces hasta mediados de abril se ha depreciado un 6 %. Por su parte, la libra esterlina ha seguido una evolución marcada, en parte, por los movimientos de tipos de interés; desde que el Banco de Inglaterra comenzó, en octubre de 1998, a reducir los tipos de intervención, hasta abril de 1999, la libra esterlina se había depreciado un 5 % frente al dólar.

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

#### 3.1. Evolución económica

A lo largo de los meses transcurridos de 1999, la actividad económica del área del euro ha seguido una pauta similar a la registrada en el último trimestre de 1998. Así, ha persistido la atonía del sector industrial, ligada a la caída generalizada de las exportaciones, mientras que en el sector servicios el nivel de actividad sigue siendo muy elevado, apoyado en el fuerte dinamismo que mantiene el consumo. La inflación continúa en niveles bajos, aunque ya en el mes de marzo el aumento del precio del petróleo ha inducido un repunte de dos décimas en el incremento interanual del IAPC, que se ha situado en el 1 %; en el mercado de trabajo, la tasa de paro ha permanecido estabilizada en el nivel alcanzado en enero (10,5 % de la población activa).

Tras la última revisión por parte de Eurostat de la contabilidad nacional de la UEM, se ha confirmado que, en el cuarto trimestre de 1998, se acentuó la pérdida de dinamismo de la actividad ya mostrada en el trimestre anterior, debida a una desaceleración adicional del sector exterior y de algunos componentes de la inversión —concretamente la inversión en existencias, aunque también, en menor medida, la inversión en capital fijo—. Sin embargo, el consumo privado mostró una evolución muy positiva, que quedó reflejada en tasas de crecimiento progresivamente más elevadas. Así, la fortaleza resultante de la demanda interna permitió que el crecimiento del PIB alcanzase un 2,9 % en el conjunto del año, superior al de los siete años precedentes (véase gráfico 5).

En lo que respecta a los primeros meses del año, las encuestas de confianza disponibles hasta el mes de marzo reflejan la permanencia de la dicotomía aparecida en la segunda mitad de 1998 entre la evolución de la confianza industrial y la de los consumidores. La primera mostró un deterioro adicional durante el primer trimestre de 1999, que la sitúa claramente por debajo de la media de los últimos diez años, mientras que la segunda se mantuvo en registros máximos desde 1985, fecha desde la que se elabora el indicador (véase cuadro 1).

La evolución adversa de la confianza industrial se ha debido en gran medida al deterioro adicional de los pedidos y, en particular, de los procedentes del exterior. Conviene matizar, en cualquier caso, que las caídas del índice de confianza industrial y de las carteras de pedidos entre el primer trimestre de 1999 y el último de 1998 han sido de menor cuantía que los descensos de estos indicadores producidos entre el tercer y el cuarto trimestre del pasado año. Por su parte, el indicador que recoge la valoración del nivel de existencias se ha estabilizado. Estos indicios, junto con la tímida re-

CUADRO 1

## Área del Euro. Indicadores cualitativos

	1989-1998	1998	1998				1999	1998			1999		
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar (p)
ENCUESTA MENSUAL (SALDOS DE RESPUESTAS):													
Confianza industrial	-8	-1	2	2	-1	-7	-11	-5	-8	-9	-9	-11	-12
<i>Valoración pedidos</i>	-18	-5	-2	-1	-4	-13	-20	-10	-14	-15	-16	-20	-23
<i>Pedidos exteriores</i>	-20	-7	-1	-3	-5	-17	-24	-13	-18	-21	-20	-25	-28
<i>Valoración stocks</i>	11	9	7	7	8	11	14	10	11	13	14	15	14
Confianza construcción	-24	-19	-25	-22	-13	-15	-9	-17	-14	-14	-9	-9	-9
<i>Valoración pedidos</i>	-32	-25	-33	-28	-19	-21	-17	-23	-21	-20	-19	-18	-15
Confianza minoristas	-7	-2	-2	-4	-1	-3	-3	-1	-4	-4	0	-4	-6
Confianza consumidores	-15	-5	-8	-5	-5	-2	0	-3	-2	-1	0	0	-1
Índice de sentimiento económico (base 1985 = 100)	101,2	104,0	103,8	104,9	104,4	103,6	104,2	103,3	103,8	103,8	104,5	104,2	104,0
ENCUESTA TRIMESTRAL:													
Utilización cap. productiva (grado en %)	81,7	83,2	82,8	83,4	83,7	82,8	81,9						

Fuente: Comisión Europea.

cuperación en enero de la producción industrial —que creció un 1,7 %, en tasa interanual— y la mejora del entorno internacional, señalan la posibilidad de que el proceso de desaceleración del sector industrial tienda a amortiguarse en los próximos meses.

En lo que concierne a la construcción, el índice de confianza continúa estabilizado en niveles elevados, superiores a los de los siete años precedentes y comparables a los alcanzados en 1991. En este sector, resulta particularmente positiva la evolución reciente de los pedidos de nueva construcción. Estos resultados, que todavía no se han reflejado en los datos de producción del sector —que, en el conjunto del área, mantiene tasas interanuales negativas—, podrían constituir un indicio adelantado de una cierta recuperación de la inversión residencial en el futuro cercano.

Los indicadores de consumo disponibles —las ventas al por menor y las matriculaciones de turismos— reflejan, con alguna matización, la continuidad de la fortaleza del consumo, en línea con el mantenimiento de un alto nivel de confianza. Así, en junio, las ventas al por menor se desaceleraron ligeramente, mientras que las matriculaciones de automóviles crecieron en febrero a una tasa interanual del 5,6 % (5,1 % en enero). En cualquier caso, la evolución de las matriculaciones en el conjunto del área esconde evoluciones muy dispares en los distintos países. Por ejemplo, mientras que en Austria las matriculaciones se redujeron en fe-

brero un 7,3 % interanual, en Portugal aumentaron un 42,8 %. No obstante, la confianza de los minoristas ha mostrado un significativo deterioro a lo largo del trimestre, aunque se sitúa todavía por encima de la media de los últimos diez años, evolución que contrasta con la información que proporcionan los indicadores de consumo nacional.

Sobre la evolución del sector exterior, por el momento se dispone únicamente de la balanza comercial del área del euro hasta diciembre, mes en el que se agudizó la desaceleración de las exportaciones observada en períodos anteriores. Así, el superávit comercial acumulado en el año 1998 (1,4 % del PIB) fue inferior en un 7 % al correspondiente a 1997. No obstante, la ganancia de competitividad acumulada por el euro desde comienzos del año, junto con la mejoría de las condiciones externas del área, podría contribuir en los próximos meses a una recuperación de la aportación al crecimiento del sector exterior (véase gráfico 7). En efecto: en el transcurso del primer trimestre de 1999 el euro mostró cierta debilidad frente a las principales monedas, particularmente frente al dólar, cuyo valor se vio fortalecido por la buena marcha de la economía estadounidense y por los efectos de la crisis de los Balcanes. Así, el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las divisas de los principales socios comerciales de la UEM se ha depreciado, entre diciembre de 1998 y la primera mitad de abril, un 5 %, lo que ha supuesto una ganancia de competitividad en torno al 6 % en ese mismo período.

En cuanto a la sincronía cíclica de los países del área del euro, según las estimaciones de la «brecha de producción» de la OCDE referidas a 1998, el PIB de la mayoría de los países del área habría aumentado menos que su potencial. Tan solo los países que han mostrado en los años precedentes un crecimiento sensiblemente superior al de la media del área —como ha sido el caso en Irlanda, Holanda, Finlandia y Portugal— han crecido en 1998 por encima de su potencial (véase gráfico 8). Por el contrario, Italia y Alemania fueron los países que crecieron menos en 1998, claramente por debajo de su producto potencial, debido a la fuerte contracción de sus exportaciones.

En los dos primeros meses de 1999, la inflación del área del euro, medida a partir de la tasa de variación del IAPC, se mostró estable. En ambos meses, el IAPC creció un 0,8 % interanual, al igual que en noviembre y diciembre de 1998 (véase gráfico 9). En marzo, sin embargo, creció a una tasa interanual del 1 %, como consecuencia, fundamentalmente, del aumento de los precios energéticos, que pasaron a registrar una tasa interanual negativa del -2,8 % (-4,2 % en febrero).

El mantenimiento de un moderado pero continuo proceso de creación de empleo a lo largo del año pasado y de los primeros meses de 1999 ha contribuido a una reducción significativa de la tasa de desempleo media de los países del área del euro. Así, pese a la reciente desaceleración económica y la disminución de la confianza empresarial, y a los preocupantes resultados de las negociaciones salariales en algunos países, la tasa de paro del área, medida en términos armonizados, descendió tres décimas en enero, hasta el 10,5 % de la población activa, y se mantuvo en dicho nivel en febrero (véase gráfico 5).

Por lo que respecta a la política fiscal de los países miembros de la Unión Monetaria, cabe señalar, en primer lugar, la consecución de unos resultados globales del área para el ejercicio 1998 que han sido significativamente mejores que lo previsto. Así, se estima que el déficit público observado haya alcanzado un 2,1 % del PIB, lo que supone una cierta mejora respecto al año precedente (véase cuadro 2). Sin embargo, conviene recordar que dicha mejora de los resultados se ha debido, en buena medida, a factores coyunturales como la favorable contribución de la caída de los tipos de interés a la reducción del coste de servicio de la deuda y el robusto crecimiento económico de 1998. Así, resulta significativo que entre 1997 y 1998 se produjera una ligera disminución del superávit primario desde el 2,5 % al 2,4 % del PIB.

GRÁFICO 8

Output gap y PIB en la UEM

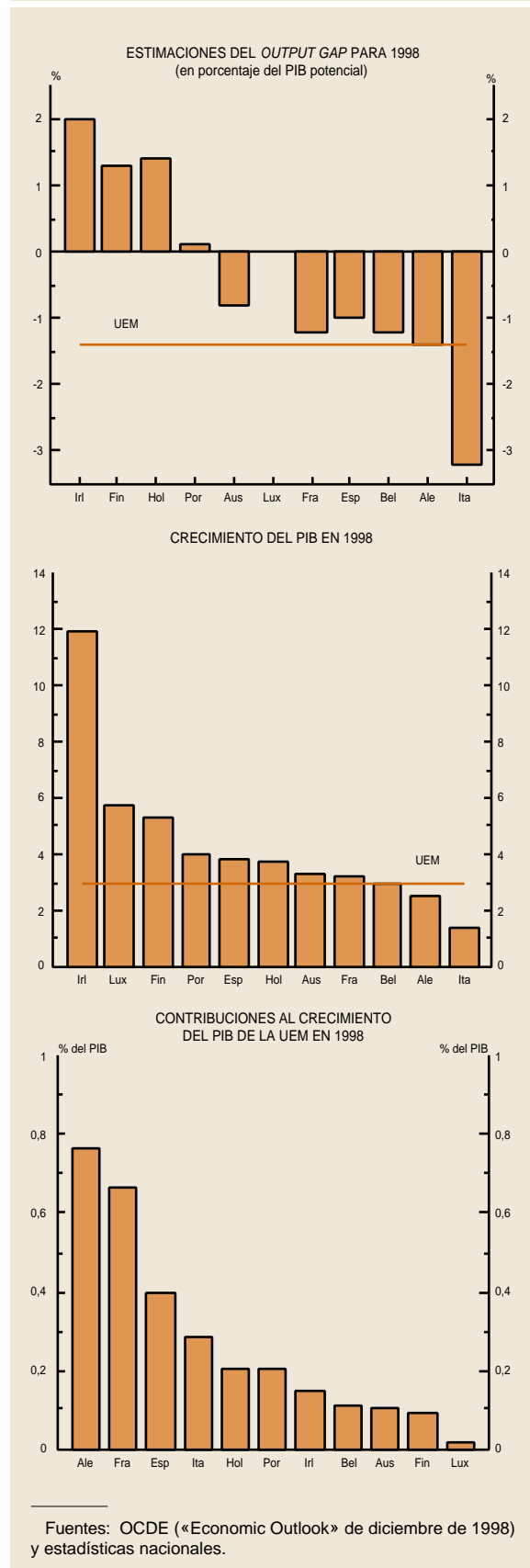
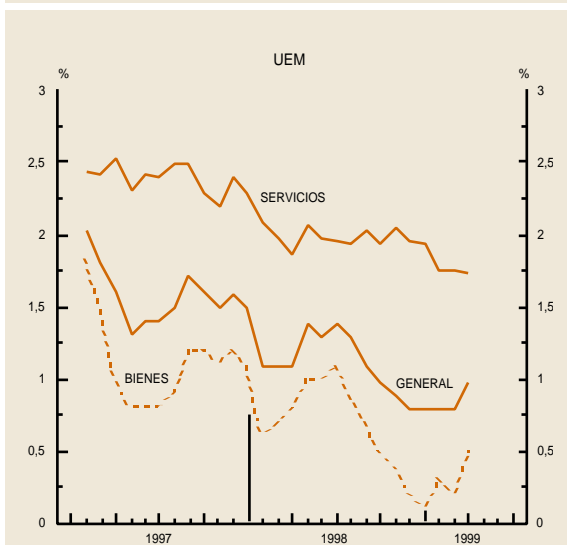


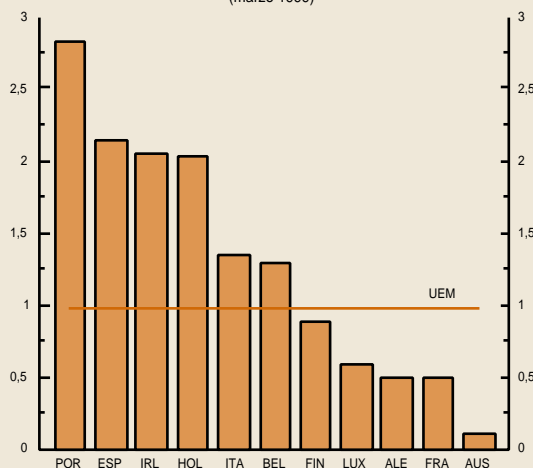


GRÁFICO 9

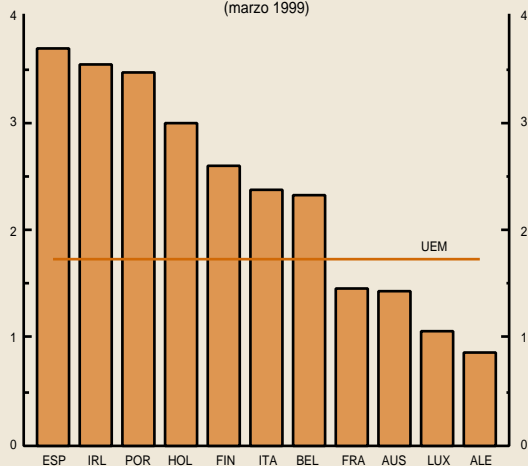
**Índices armonizados de precios de consumo  
Tasas de variación interanuales**



**ÍNDICE GENERAL DE PRECIOS DE CONSUMO  
(marzo 1999)**



**SERVICIOS  
(marzo 1999)**



Fuente: Eurostat.

El hecho de que el saldo de las Administraciones Públicas de los países del área haya descendido, más como consecuencia de una situación económica favorable que como resultado de un progreso efectivo en el terreno de la consolidación fiscal, vuelve a poner de relieve la necesidad de ahondar en el proceso de reducción de los desequilibrios presupuestarios estructurales, de forma que todos los países del área puedan cumplir los compromisos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los efectos negativos que la desaceleración económica puede tener sobre las previsiones de déficit público de este año en algunos países ponen de relieve la relativa facilidad con la que puede perderse margen de maniobra en el terreno de la política fiscal cuando la situación económica se hace desfavorable, y hace patente la necesidad de lograr saldos estructurales que, incluso en circunstancias adversas, garanticen el cumplimiento de los límites al déficit público acordados por los Estados miembros.

**3.2. Evolución monetaria y financiera**

En la segunda mitad de 1998 se definieron los elementos básicos de la estrategia de política monetaria del Eurosistema. El objetivo de mantenimiento de la estabilidad de precios se concretó en un aumento interanual del IAPC en el conjunto del área inferior al 2 %. Asimismo, se anunció que las decisiones de política monetaria se tomarían en función de la evaluación global de un conjunto amplio de variables con propiedades de indicadores adelantados de los precios, entre las cuales se otorgaba un papel predominante a los agregados monetarios. Asimismo, se decidió que la instrumentación de esta estrategia de política monetaria se llevara a cabo de forma descentralizada a través de los bancos centrales nacionales y que se basaría, fundamentalmente, en operaciones de mercado abierto. Estas se realizarían a través de las operaciones principales de financiación, que se celebrarían semanalmente, y de las operaciones de financiación a más largo plazo, de adjudicación mensual. Además, existirían unas facilidades permanentes, que estarían siempre a disposición de las entidades, y cuyos tipos de interés limitarían las fluctuaciones de los tipos de interés a corto plazo. Este esquema se complementó con el establecimiento de un coeficiente de caja del 2 %, remunerado a tipos de interés de mercado.

Dentro de este marco, el Consejo de Gobierno del BCE fijó, a finales de 1998, y para el inicio de la Unión Monetaria, los tipos de interés de las facilidades de crédito y depósito en el 4,5 % y el 2 %, respectivamente, y el tipo de interés de las operaciones principales en el 3 %. No obstante, se acordó estrechar transitoria-

CUADRO 2

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

	1994	1995	1996	1997	1998 (e)
Bélgica	-4,9	-4,0	-3,1	-1,9	-1,3
Alemania	-2,6	-3,3	-3,4	-2,7	-2,1
España	-6,2	-7,1	-4,5	-2,6	-1,8
Francia	-5,8	-4,9	-4,1	-3,0	-2,9
Irlanda	-1,5	-2,1	-0,3	1,1	2,3
Italia	-9,2	-7,7	-6,6	-2,7	-2,7
Luxemburgo	2,7	1,8	2,8	2,9	2,1
Países Bajos	-3,8	-4,0	-2,0	-0,9	-0,9
Austria	-5,0	-5,1	-3,7	-1,9	-2,1
Portugal	-6,0	-5,7	-3,3	-2,5	-2,3
Finlandia	-6,6	-4,6	-3,1	-1,2	1,0
PRO MEMORIA:					
UEM					
Saldo primario (a)	0,3	0,7	1,3	2,5	2,4
Saldo total (a)	-5,1	-5,0	-4,1	-2,5	-2,1
Deuda pública	70,8	74,8	76,1	75,4	73,6

Fuente: BCE.  
 (a) Déficit (-) / superávit (+).  
 (e) Estimación.

mente la banda de las facilidades permanentes durante las tres primeras semanas de enero entre el 2,75 % y el 3,25 %, con objeto de facilitar la adaptación de las entidades a los cambios que implicaba el comienzo de la Tercera Etapa, tales como la puesta en marcha del nuevo sistema de pagos interbancarios TARGET y la conversión al euro de un gran número de operaciones financieras.

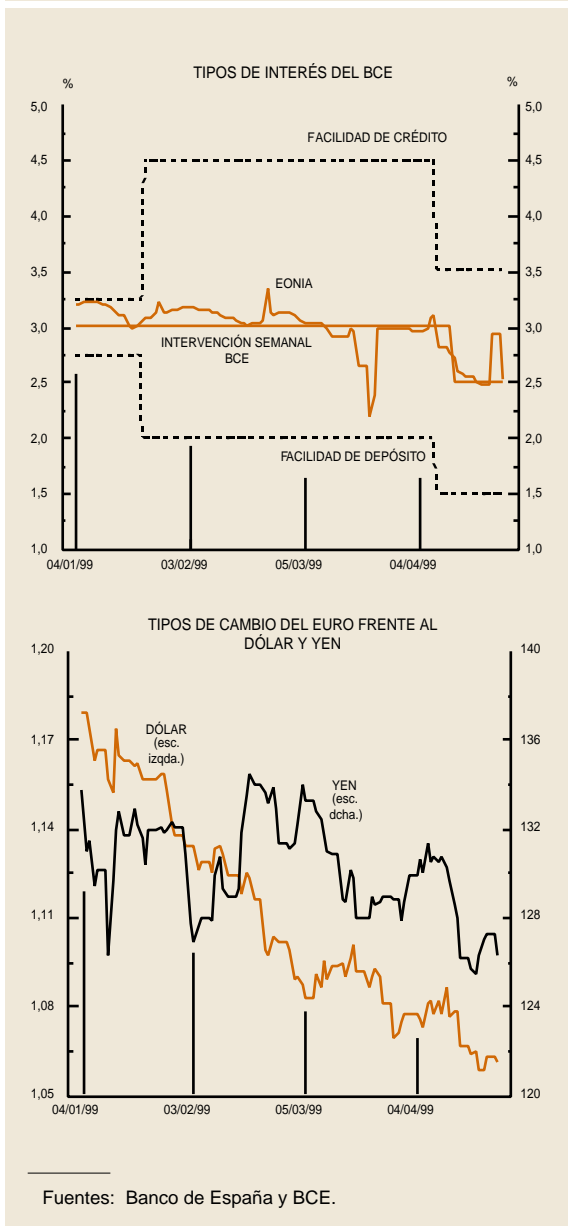
A lo largo del período transcurrido de 1999, el Consejo de Gobierno del BCE ha analizado en sus reuniones la situación económica del área del euro y ha valorado si era aconsejable un cambio en el tono de la política monetaria única, teniendo en cuenta, en todo momento, los indicadores que estaban disponibles sobre la evolución monetaria, financiera y del sector real de la economía. Durante el primer trimestre, el tipo de las operaciones principales de financiación se mantuvo en su nivel inicial del 3 % y, con la excepción de las tres primeras semanas, los tipos de las facilidades permanentes de crédito y depósito permanecieron en el 4,5 % y el 2 %, respectivamente. En la primera reunión del Consejo de Gobierno del BCE de abril, celebrada el día 8, se decidió reducir 50 puntos básicos el tipo de interés de las operaciones principales, situándolo en el 2,5 %, y se recortaron también los tipos de las facilidades permanentes de crédito y depósito hasta el 3,5 % y el 1,5 %, respectivamente (véase gráfico 10). Esta decisión se basó en una evaluación de la situación económica que se caracte-

rizaba por una desaceleración del ritmo de actividad en el conjunto del área y por una tasa de inflación muy baja respecto a la cual no se vislumbraban, además, riesgos que pudieran poner en peligro el objetivo de estabilidad de precios del Eurosistema. Según se ha comentado con anterioridad en este informe, los indicadores del sector real han mostrado en los últimos meses una situación de lento deterioro y esto ha conducido a una corrección a la baja de las perspectivas de crecimiento en el área del euro y a unas expectativas más pesimistas de las empresas. Aunque los datos monetarios y financieros no ofrecían una imagen tan negativa de la situación económica, tampoco parecían señalar la existencia de riesgos inflacionistas. Finalmente, el Consejo de Gobierno del BCE juzgó que la estabilidad de precios estaba firmemente asentada en el actual y previsible contexto económico y financiero y que una reducción de los tipos de interés resultaba apropiada para la situación de la zona del euro en su conjunto y coherente con la estrategia adoptada. La disminución de los tipos de las facilidades permanentes ha supuesto, además, una reducción de la amplitud de la banda de tipos de interés y la introducción de una posición simétrica de los extremos de la banda respecto al tipo de las operaciones principales de financiación.

Tal como estaba previsto, el Eurosistema ha venido suministrando durante estos primeros meses de 1999 el grueso de la liquidez demandada por las entidades a través de las operaciones

GRÁFICO 10

**Tipos de interés del BCE  
y tipos de cambio del euro**



principales de financiación. Mediante estas operaciones, que tienen frecuencia semanal, se ha inyectado en torno al 70 % de la liquidez concedida a las entidades, lo que, en el periodo de mantenimiento que acabó el 23 de abril, representa en torno a 130 mil millones de euros, y se han realizado mediante subastas a un tipo fijo anunciado previamente a las entidades. El 30 % restante se ha inyectado mediante las operaciones de financiación a más largo plazo, de frecuencia mensual, que se han venido realizando mediante subastas a tipo de interés variable y, hasta el mes de marzo, con adjudicación a un tipo único (subasta holandesa). El día 4 de marzo, el Consejo de Gobierno del BCE decidió que

la adjudicación de estas subastas a largo plazo, cuyos tipos de interés no constituyen ninguna señal de política monetaria, se realizaría a tipo múltiple, de forma que cada petición aceptada debería pagar el tipo de interés solicitado y no el marginal. Adicionalmente, las entidades han podido acceder a las facilidades permanentes de crédito y depósito para obtener financiación adicional o colocar el exceso de reservas al final del día. Los tipos de interés de estas facilidades contienen un significativo elemento penalizador y su utilización ha estado muy limitada a momentos específicos, especialmente al final de los periodos de mantenimiento del coeficiente de caja, que es cuando el mecanismo de promediación del coeficiente pierde su potencial estabilizador. En el periodo de mantenimiento que terminó el 23 de abril, el uso medio diario de ambas facilidades solo representó el 1 % de la liquidez concedida mediante las operaciones de mercado abierto regulares.

La celebración de subastas a tipo fijo en las operaciones principales de financiación ha permitido señalar claramente la orientación de la política monetaria, pero, al mismo tiempo, ha originado algunas dificultades en la distribución de la liquidez. Como el Eurosistema desea inyectar un volumen determinado de fondos mediante estas subastas, el anuncio de un tipo fijo ha conducido a que las entidades soliciten más liquidez de la necesaria, previendo que el resto del sector va a desarrollar un comportamiento similar, con lo que, al final, el BCE ha tenido que realizar un fuerte racionamiento en la asignación de las cantidades. Este resultado presentó algunos problemas para las entidades que no estaban acostumbradas al racionamiento en las operaciones que antes realizaban con sus respectivos bancos centrales nacionales, pues tuvieron que acudir al mercado interbancario para satisfacer sus necesidades de liquidez, donde el coste de la liquidez era, por lo general, superior al correspondiente a la subasta. Para aliviar esta situación, el Eurosistema flexibilizó los volúmenes de liquidez inyectada a través de las subastas semanales, de forma que se relajaron las presiones que existían sobre los tipos de interés interbancarios. Así, por ejemplo, el tipo de interés a un día (EONIA), que, hasta finales de febrero, se situó por encima del tipo de las operaciones principales (3 %), tendió a mantenerse, a partir de entonces, en general, en torno a dicho nivel.

Con respecto a la evolución de los agregados monetarios, que, como se ha mencionado, constituyen una pieza esencial en el análisis del Eurosistema, en los dos primeros meses de 1999 se han mantenido, en líneas generales, las pautas de comportamiento observadas en 1998 en el conjunto de los países miembros (véase gráfi-

co 11). El agregado monetario de referencia en el área, M3, mostró ritmos de crecimiento interanuales en enero y febrero del 5,6 % y 5,2 %, respectivamente. La media móvil del crecimiento interanual de este agregado en los tres últimos meses para los que se dispone de información se situó en el 5,1 %, ligeramente por encima del valor de referencia establecido por el Consejo de Gobierno del BCE (4,5 %). La aceleración registrada por M3 se debió, fundamentalmente, al fuerte ritmo de expansión de los activos financieros más líquidos. En concreto, el agregado monetario más estrecho (M1) mostró tasas de crecimiento mucho más elevadas, con un crecimiento interanual en febrero del 12 %. Este fuerte crecimiento, que en todo caso fue inferior al registrado en enero, pudo estar influido, además de por el bajo nivel de los tipos de interés, por factores especiales relacionados con el nacimiento de la moneda única y con los desplazamientos en las carteras a los que ha dado lugar.

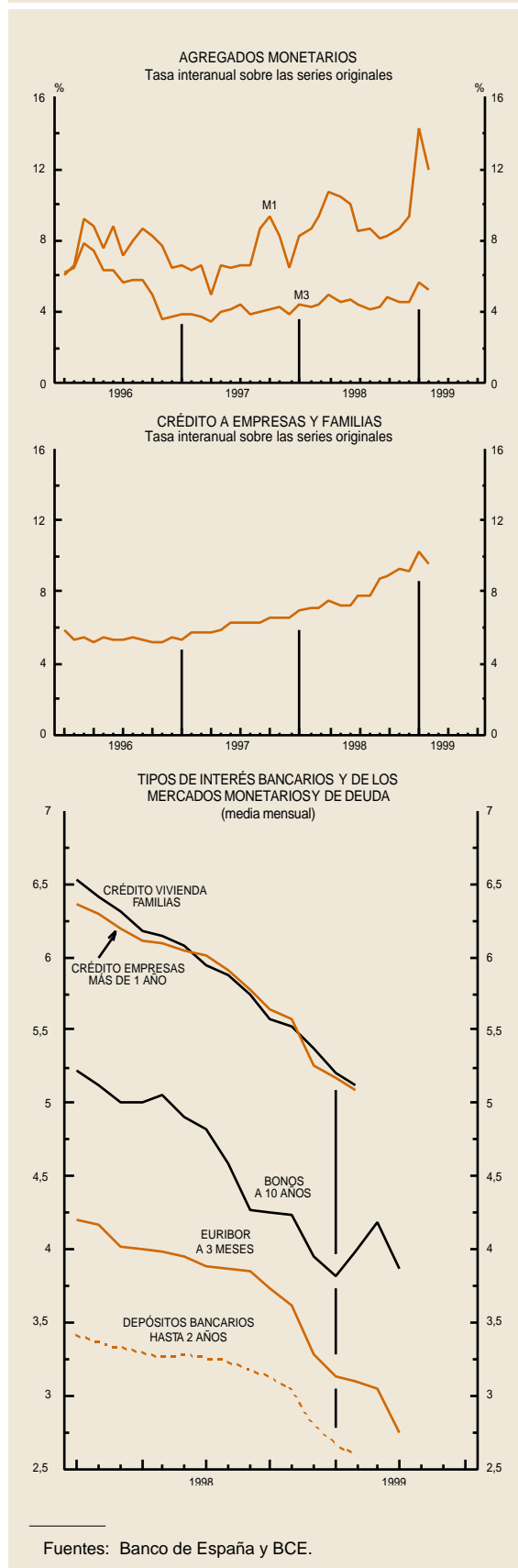
En cuanto a los agregados crediticios, el crédito total a los residentes del área —incluyendo la concesión de préstamos y las compras de renta fija y acciones por parte de las Instituciones Financieras y Monetarias (IFM)— continuó mostrando altos ritmos de crecimiento. En términos interanuales, en febrero se registró una tasa de expansión de este agregado del 7,4 %. Esta evolución fue fruto, como en el pasado reciente, de un avance muy reducido de la financiación a las AAPP, que en términos interanuales se situó en febrero en el 2,2 %, y de un fuerte incremento del crédito a los otros sectores residentes —que se compone, sobre todo, de empresas y familias—, que en dicho mes fue del 9,5 % (véase gráfico 11).

Los pasivos de las IFM no incluidos en M3 mostraron en los dos primeros meses del año crecimientos moderados, fruto de su desigual comportamiento. Así, mientras que los valores de renta fija a más de dos años registraron tasas relativamente elevadas —en febrero, en términos interanuales, un 6,8 %—, los depósitos a largo plazo mantuvieron ritmos de avance poco significativos. Por su parte, la evolución de los activos y pasivos exteriores de las IFM continuó experimentando una fuerte variabilidad, aunque se mantuvo la pauta iniciada en 1998 de disminución de la posición exterior neta de estas entidades.

La evolución de los tipos de interés en el mercado interbancario europeo, los denominados EURIBOR, vino marcada por la gradual revisión a la baja de las expectativas de tipos de interés que tuvo lugar como consecuencia del deterioro de las perspectivas de crecimiento en el conjunto del área del euro y de la favorable evolución de los precios. Esta revisión a la baja

GRÁFICO 11

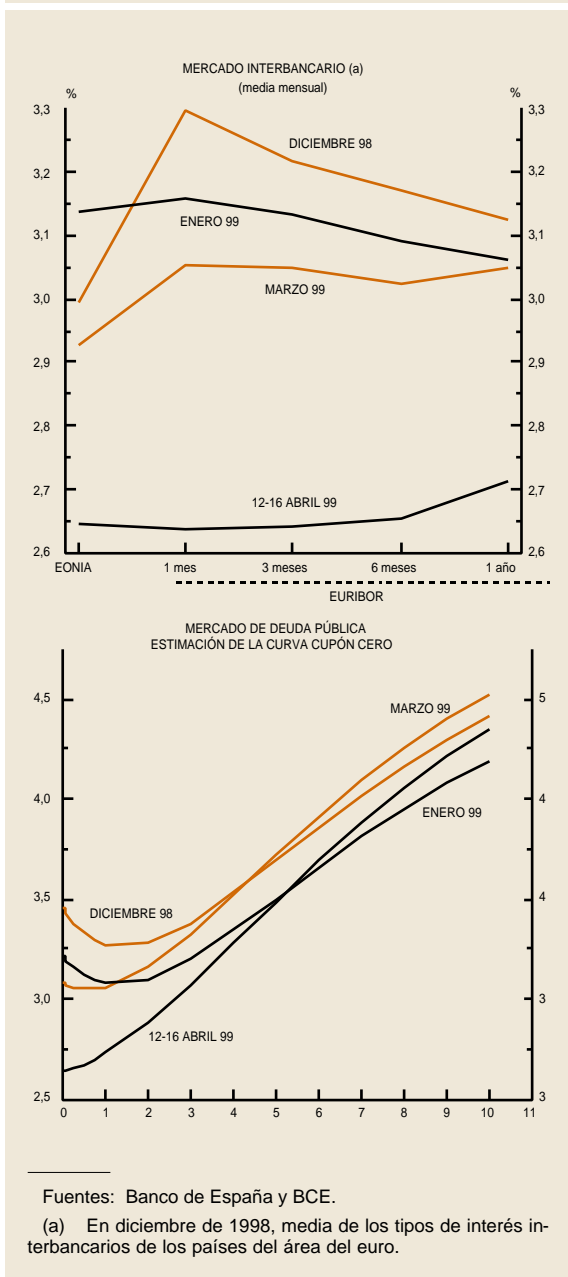
**Agregados monetarios y crediticios y tipos de interés en el área del euro**



Fuentes: Banco de España y BCE.

GRÁFICO 12

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



de los tipos de interés esperados se reflejó en desplazamientos de la curva de rendimientos (véase gráfico 12), sobre todo en los plazos más cortos, y en la evolución de los tipos de interés de las operaciones de futuros. Así, los tipos a tres meses de los contratos de futuros en euros con vencimiento en junio y septiembre se redujeron en torno a 25 puntos básicos desde finales de febrero hasta principios del mes de abril.

Aunque los tipos de interés a más largo plazo experimentaron algún episodio alcista a lo largo del primer trimestre del año, en general se mantuvieron bastante estables, en torno a

los niveles alcanzados a finales de 1998 (véase gráfico 11). Esos incrementos estuvieron asociados, fundamentalmente, a factores externos, ligados a la revisión al alza de las expectativas de crecimiento de la economía americana y a ciertos aumentos en los tipos de interés de los bonos japoneses. En este sentido, el recorte de 50 puntos básicos del tipo de intervención del Eurosistema, anunciado el 7 de abril, al ser de una magnitud probablemente superior a la esperada por los mercados, se reflejó en un movimiento a la baja en los tipos a largo plazo en torno a 10 puntos básicos. Como consecuencia de los movimientos anteriores, los tipos de los bonos a 10 años se estabilizaron a mediados de abril en torno al 4 %.

Los tipos de interés del crédito bancario, especialmente relevantes en las decisiones de gasto y financiación de las empresas no financieras y de las familias, prosiguieron su trayectoria descendente en los primeros meses de 1999 (véase gráfico 11). En el mes de febrero, último mes para el que se dispone de información, tanto el tipo de interés medio en el área del euro del crédito a más de un año concedido a las empresas como el crédito a familias para la compra de vivienda, se situaron en el 5,1 %, lo que supone 1,2 puntos porcentuales menos que los niveles observados un año antes. Los movimientos en los tipos de interés en el área del euro se reflejaron en un aumento de los diferenciales a corto y largo plazo frente a Estados Unidos, aunque no parece que esta evolución explique, completamente, la progresiva apreciación del dólar frente al euro, que, desde enero a mediados de abril, ha alcanzado un 10 % (véase gráfico 10). Este proceso parece estar más relacionado con las diferentes perspectivas de crecimiento de las economías americana y europea y, probablemente, con la evolución del conflicto en los Balcanes.

Los mercados de renta variable en el área del euro han participado, en general, del aumento de volatilidad sufrido por los mercados internacionales. A principios de enero se registraron alzas generalizadas en los mercados del área que, posteriormente, se corrigieron en parte, mientras que, a partir del mes marzo, las cotizaciones volvieron a retomar, en general, una trayectoria ligeramente alcista. En cualquier caso, no se vislumbró, a lo largo del primer trimestre del año, una tendencia clara en las bolsas europeas. En este sentido, el aumento, entre finales de febrero y los primeros días de abril, de un 4 % en el índice general EURO STOXX contrasta con la tendencia claramente alcista observada en los mercados estadounidense y japonés, como consecuencia, probablemente, de la distinta evolución de las perspectivas de crecimiento de las economías implicadas.



## 4. La economía española

### 4.1. Demanda

Según las estimaciones provisionales del Instituto Nacional de Estadística (INE), la demanda nacional de la economía española acentuó su carácter expansivo en 1998, registrando un crecimiento real del 4,9 % en el promedio del año, muy superior al 2,9 % observado en el ejercicio precedente. Todos los componentes de la demanda intensificaron sus tasas de aumento. Destaca la aceleración que experimentaron el gasto en construcción y el consumo privado, así como la expansión de la inversión en equipo; sin embargo, mientras que el gasto en construcción fue adquiriendo mayor firmeza conforme avanzaba el año, el consumo privado y la inversión en equipo registraron una suave desaceleración en el segundo semestre, igual que el gasto de consumo de las Administraciones Públicas, por lo que el conjunto de la demanda nacional tendió a estabilizar su ritmo de aumento. Por su parte, la contribución de la demanda exterior neta, que se había tornado negativa en el último trimestre de 1997, amplió su carácter contractivo en el transcurso de 1998, restando 1,2 puntos porcentuales al crecimiento del producto en el promedio del año. Este resultado refleja la intensa desaceleración que experimentaron las exportaciones, como consecuencia del debilitamiento de los mercados internacionales, incluidos los europeos, mientras que las importaciones mantuvieron un dinamismo notable, que solo cedió ligeramente en los últimos meses del ejercicio.

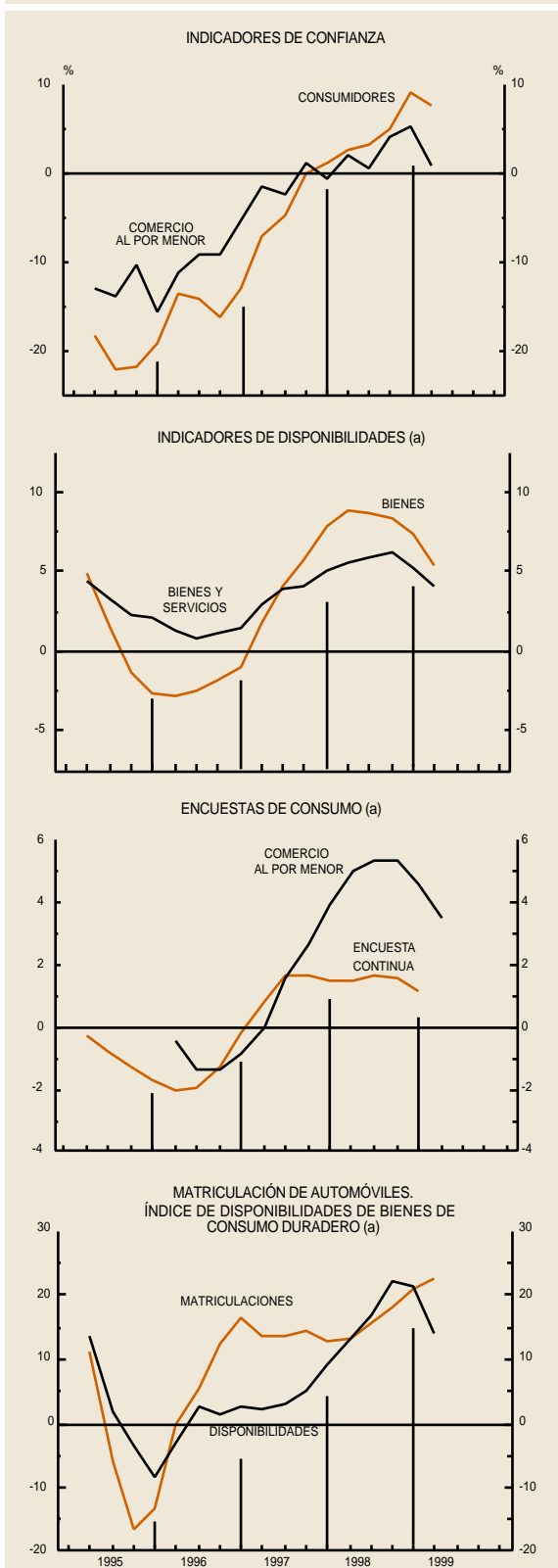
La información coyuntural disponible para los primeros meses de 1999 tiende a consolidar las líneas de comportamiento que mostraban los principales componentes de la demanda al término de 1998, estimándose que la demanda nacional pudo reducir en alguna décima porcentual su tasa de crecimiento interanual. En concreto, se estima que el consumo privado y la inversión en equipo volvieron a registrar tasas de crecimiento real elevadas, aunque mantienen la tendencia hacia una moderada desaceleración; por el contrario, el gasto en construcción intensificó, una vez más, su ritmo de aumento. La aportación negativa de la demanda externa al crecimiento real del producto podría haberse ampliado en ese período, como consecuencia de la debilidad de las exportaciones, mientras que las importaciones se vieron sostenidas por las pautas más firmes de la demanda final de la economía.

La mayoría de los indicadores disponibles sobre la evolución del consumo privado tuvo un comportamiento expansivo durante el primer trimestre de 1999, aunque no superior al observado en el trimestre precedente. En el gráfico 13 se observa que el índice de disponibilidad



GRÁFICO 13

Indicadores de consumo privado



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

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

des de bienes y servicios de consumo, con información aún muy parcial, tendió a moderar su ritmo de avance como consecuencia de la pérdida de pulso de los componentes alimenticio y de bienes de consumo duradero, a pesar, en este último caso, de la extraordinaria pujanza que experimentó la matriculación de automóviles, cuya tasa de variación interanual alcanzó un valor del 23,3 %, ligeramente superior a la observada en el último trimestre de 1998. A su vez, el índice general de ventas del comercio al por menor registró también una desaceleración en los dos primeros meses del año, en consonancia con el deterioro de la confianza que se aprecia en las encuestas de opinión realizadas a los empresarios de esta rama. Asimismo, los productores de este tipo de bienes han mostrado en los últimos meses un empeoramiento adicional en su percepción sobre la evolución presente de la demanda, aunque se muestran más optimistas con respecto a su evolución futura.

El crecimiento del consumo privado en tasas ligeramente superiores al 3,5 % se encuentra justificado por la contribución de sus principales factores determinantes y no implica cambios apreciables en la tasa de ahorro de los hogares; sin embargo, como luego se verá, el fuerte aumento de su inversión en vivienda está disminuyendo su capacidad de financiación sensiblemente y aumentando su apelación al endeudamiento, ante el descenso experimentado por los tipos de interés y las ganancias de riqueza acumuladas. En concreto, el ritmo de avance de la renta disponible de las familias sigue siendo elevado, ya que el menor crecimiento de la remuneración de los asalariados —fruto de la paulatina desaceleración de las tarifas salariales, en un contexto de aumento del empleo ligeramente decreciente— se ha visto compensado por la rebaja de retenciones sobre las rentas del trabajo derivada de la reforma fiscal introducida a principios del presente año, que ha supuesto un aumento de la capacidad de gasto difícil de cuantificar por el momento. Por otro lado, los descensos acumulados por los tipos de interés continúan impulsando la demanda de algunos bienes de consumo duradero y, en especial, el de automóviles, al abaratar sustancialmente sus condiciones de financiación. Finalmente, los consumidores mantienen un grado de optimismo muy elevado, según se desprende de las encuestas de opinión realizadas a estos agentes.

Según las estimaciones de la CNTR, el consumo público registró un incremento interanual del 1,2 % en términos reales durante el cuarto trimestre de 1998, prolongando el perfil de desaceleración iniciado al principio del año. En el primer trimestre de 1999, este ritmo de creci-

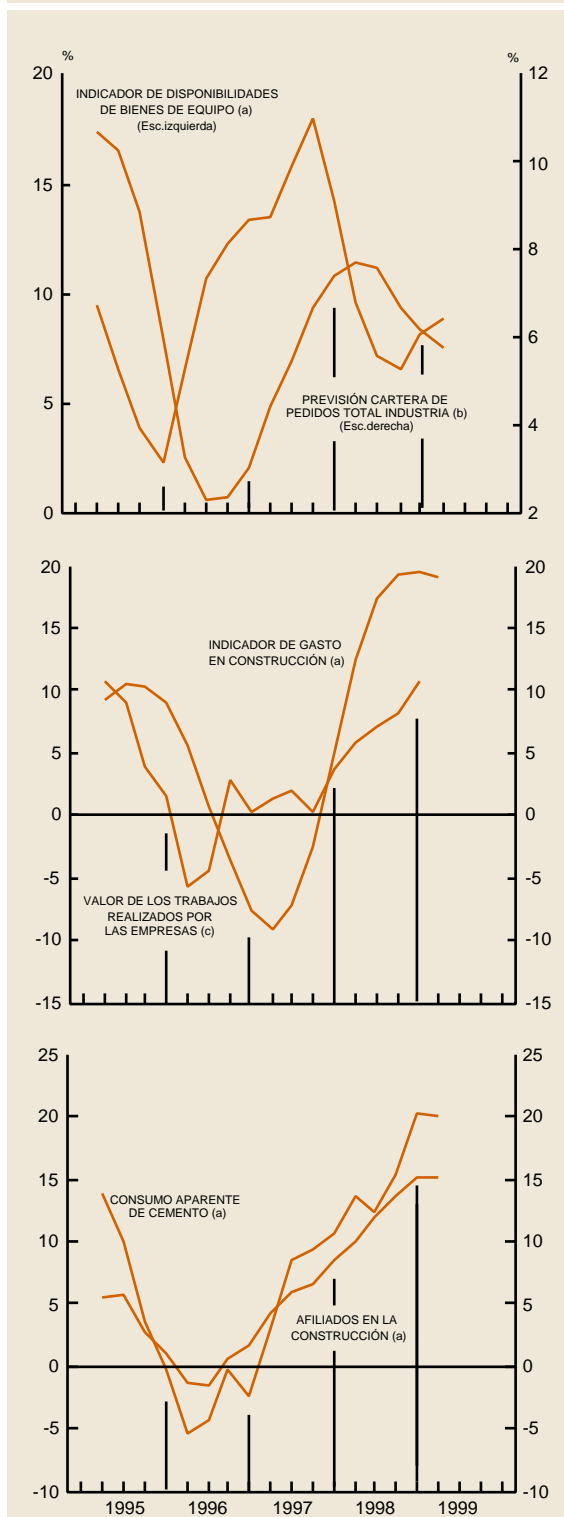
miento ha continuado, debido al tono moderado que mantiene la remuneración de los asalariados de las Administraciones Públicas en términos reales, como consecuencia del reducido aumento del empleo público; en términos nominales, la remuneración de los asalariados experimentó una cierta desaceleración, en comparación con el trimestre precedente. Por su parte, las compras netas de bienes y servicios atenuaron ligeramente su ritmo de crecimiento real, mientras que el consumo de capital fijo registró una aceleración, en consonancia con el mayor dinamismo que mostró la inversión pública en 1998.

La formación bruta de capital fijo parece haber detenido en el primer trimestre de 1999 la senda de aceleración que venía registrando desde finales de 1996, ya que, en contraste con lo sucedido en el ejercicio precedente, el mayor vigor de la inversión en construcción no parece que haya compensado plenamente la moderación que ha vuelto a experimentar el componente de bienes de equipo, tal como muestra la mayoría de los indicadores disponibles (véase gráfico 14). Este es el caso del índice de disponibilidades, que ha prolongado su trayectoria descendente en los primeros meses del año como consecuencia del menor dinamismo de la producción interior de este tipo de bienes, ya que las importaciones siguen creciendo a tasas elevadas. Asimismo, el indicador de confianza de la industria productora de bienes de equipo registró un deterioro adicional en los dos primeros meses del año, en comparación con el último trimestre de 1998. Finalmente, los planes de inversión para 1999 del conjunto de la industria han experimentado una notable revisión a la baja, según se desprende de la encuesta semestral de inversiones que elabora el Ministerio de Industria y Energía, correspondiente al otoño de 1998, que ha arrojado una previsión de crecimiento de la inversión del 4 % en términos reales, para el conjunto de 1999, frente al 8 % estimado para el ejercicio precedente.

En cualquier caso, la favorable situación financiera en que se encuentran las empresas españolas, derivada tanto de su elevada capacidad de generación de recursos como de los sucesivos recortes de los tipos de interés, que han abaratado sustancialmente los costes de financiación externa, en conjunción con la fortaleza de la demanda interna, justifican el dinamismo que aún sigue mostrando la inversión en equipo —con incrementos interanuales superiores al 10 %—, pese a la intensa desaceleración que han registrado las ventas en los mercados exteriores. Esta situación queda recogida en las cifras de la Central de Balances correspondientes al cuarto trimestre de 1998, período en

GRÁFICO 14

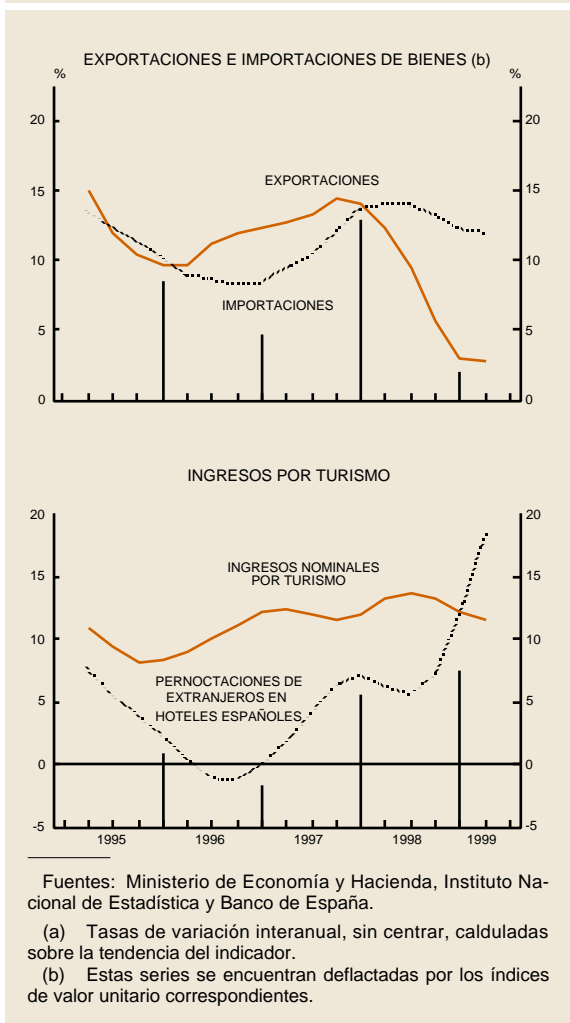
**Indicadores de formación bruta de capital fijo**



Fuentes: Ministerio de Fomento, Oficemen y Banco de España.  
 (a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.  
 (b) Nivel, tendencia.  
 (c) 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.

GRÁFICO 15

Comercio exterior (a)



el que las *ratios* de rentabilidad de las empresas mantuvieron niveles muy elevados, similares a los observados en los trimestres precedentes.

Según los datos de la CNTR, la inversión en construcción cobró un mayor vigor en el cuarto trimestre de 1998, registrando un crecimiento interanual del 7,8 %. Los indicadores más recientes, referidos al primer trimestre del año actual, muestran que este agregado registró un comportamiento muy expansivo en ese período, por lo que, aunque se aprecian algunos síntomas de moderación en el proceso de aceleración que viene produciéndose de forma ininterrumpida desde finales de 1996, es posible que haya alcanzado ritmos de crecimiento claramente por encima del 8 %. En concreto, los indicadores contemporáneos de consumos intermedios y de empleo de esta rama registraron tasas de crecimiento muy elevadas en los primeros meses del año, similares a las obser-

vadas en el trimestre precedente. Así, el consumo aparente de cemento creció un 18,9 % en los meses de enero y febrero, frente al 19,8 % observado en el cuarto trimestre de 1998, mientras que el número de afiliados a la Seguridad Social y el paro registrado presentaron un comportamiento muy favorable. En esta misma línea, la opinión de los constructores sobre los niveles actuales de producción prolongó su perfil ascendente en los dos primeros meses del año, aunque se aprecia un leve deterioro en las opiniones sobre los niveles de contratación y de producción futuros.

El dinamismo que sigue mostrando la inversión en construcción se ve refrendado por la evolución tendencial estimada a partir de los indicadores adelantados. Así, la información referida a la edificación del sector privado —licencias concedidas por los ayuntamientos y visados de los colegios de arquitectos— mostró un comportamiento muy expansivo en 1998. La mejora de la capacidad de gasto de los hogares y la saneada situación financiera de las empresas, junto con el abaratamiento que ha experimentado el coste de financiación de la adquisición de viviendas, justifican la pujanza de este segmento del gasto. Por su parte, la obra pública ha adquirido también un notable vigor, según se desprende de las cifras de licitación oficial, que aumentó un 49,6 % en 1998 (frente al 2,1 % observado el año anterior), en consonancia con el incremento que han experimentado las dotaciones presupuestarias para la ampliación y mejora de infraestructuras.

En 1998, el nivel de existencias experimentó un progresivo aumento, aportando tres décimas al crecimiento del producto real en el último trimestre. La caída de los precios de las materias primas y de los tipos de interés ha propiciado un descenso del coste de mantenimiento de *stocks* que debe de haber impulsado al alza los niveles deseados de existencias; esta tendencia podría haberse prolongado en el primer trimestre de 1999, al no apreciarse cambios sustanciales en sus factores determinantes. Adicionalmente, la información procedente de la encuesta de coyuntura industrial, correspondiente a los dos primeros meses del año, señala que el porcentaje de empresarios que mantiene un nivel de *stocks* superior al deseado permanece estabilizado en niveles similares a los observados a finales de 1998. De este modo, la aportación de este agregado al crecimiento del producto podría haberse mantenido en el primer trimestre del año.

Según las estimaciones de la CNTR, la aportación negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB se intensificó en el cuarto trimestre de 1998, como consecuencia

de la intensa desaceleración que registraron las exportaciones, mientras que las importaciones mantuvieron tasas de crecimiento real elevadas, aunque decrecientes (véase gráfico 15). La información disponible para el primer trimestre de 1999 señala que la detracción de la demanda exterior neta real al crecimiento del producto podría haberse acentuado —superando los 1,4 puntos porcentuales estimados por el INE para el trimestre precedente—, debido a la acusada debilidad de las ventas al exterior y al dinamismo de las importaciones, sostenidas por la fortaleza de la demanda interna y por la caída que experimentaron los precios de los bienes procedentes del exterior.

Las exportaciones de bienes registraron una tasa de variación interanual negativa en el último trimestre de 1998 en términos reales, según las cifras facilitadas por el Departamento de Aduanas, algo que no sucedía desde 1986. La información más reciente señala que las exportaciones han vuelto a experimentar un comportamiento muy deprimido, registrando una caída interanual del  $-0,3\%$ , en los meses de enero y febrero. Este resultado es consecuencia de la debilidad de las ventas destinadas a los países de la UE, en línea con la ralentización de la actividad económica que han experimentado estos países en los meses más recientes, así como de los abultados descensos de las dirigidas a las economías emergentes del sudeste asiático y de América Latina, y a los países en transición de Europa del Este. Por grupos de productos, todos los componentes registraron tasas de variación real negativas en ese mes, a excepción de las exportaciones de bienes de equipo, que mantienen un crecimiento notable. En contraste con el progresivo debilitamiento de las exportaciones de bienes, los ingresos por turismo continuaron mostrando un elevado dinamismo en los primeros meses del año: las cifras de ingresos de la balanza de pagos aumentaron un  $16,1\%$  en los dos primeros meses de 1999, en tanto que las entradas de turistas y los viajeros extranjeros alojados en hoteles presentaron ritmos de avance considerables hasta el mes de marzo. La depreciación que ha experimentado el euro en los primeros meses del año y los elevados niveles de confianza que mantienen los consumidores europeos explican este resultado.

Por lo que se refiere a las importaciones, su tasa de crecimiento real se situó en el  $8,3\%$  en los meses de enero y febrero, cifra idéntica a la observada en el trimestre precedente. Las compras de bienes de equipo y de bienes de consumo no alimenticio han mostrado un ritmo de crecimiento sostenido, mientras que las de bienes intermedios no energéticos conservan un tono muy moderado, en consonancia con el de-

bitamiento de la actividad industrial; por su parte, las importaciones de productos intermedios energéticos mantuvieron un tono expansivo, impulsadas por la caída que experimentaron sus precios en los primeros meses del año. Finalmente, los pagos por turismo continúan aumentando con fuerza.

## 4.2. Producción y empleo

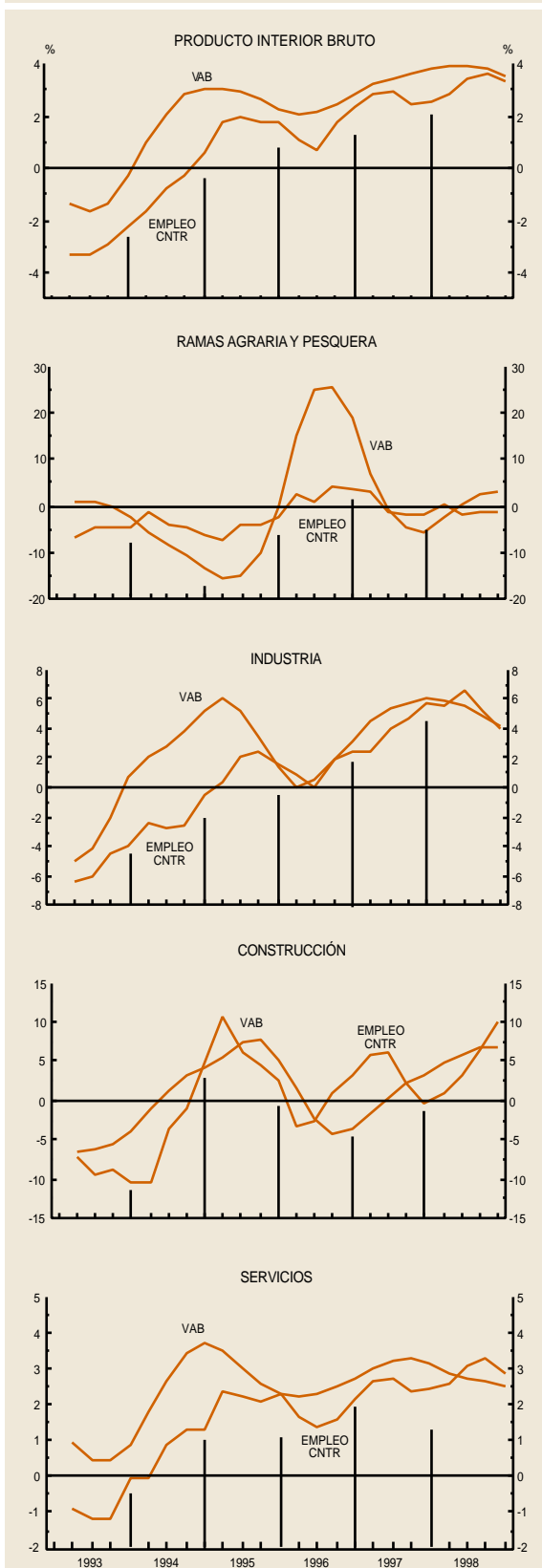
La modesta desaceleración experimentada por el PIB real en la segunda mitad de 1998, según la estimación provisional del INE, se ha prolongado durante el primer trimestre de 1999, de forma que su tasa de variación interanual en términos reales habrá sido del orden del  $3,5\%$  en este período, una décima menos que en el trimestre precedente y tres décimas por debajo del resultado alcanzado en el promedio del pasado ejercicio. Desde la óptica de las ramas productivas, esta ligera pérdida de ritmo se debe, básicamente, al comportamiento de la actividad industrial, ligado, a su vez, a los efectos de la crisis internacional sobre el sector exportador. La construcción no ha abandonado, como ya se ha dicho, su senda de expansión creciente, y los servicios muestran una mayor estabilidad, aunque dentro de una tendencia de ligera desaceleración. En este contexto, el crecimiento del empleo continúa siendo notable, habiéndose cerrado el año 1998 con una tasa de crecimiento del  $3,3\%$ , según la estimación de la CNTR, algo inferior a la que se registraba al comienzo de ese ejercicio (véase gráfico 16). Esta tónica de suave desaceleración en el ritmo de creación de puestos de trabajo, similar a la que se aprecia en el producto real, parece confirmarse con los indicadores disponibles para los primeros meses del año en curso.

La actividad primaria prolongó en el cuarto trimestre de 1998 el proceso de avance que venía observando desde el principio de ese año. Sin embargo, la escasa pluviosidad registrada en el segundo semestre hizo que los incrementos fueran cada vez menores, situándose el ritmo interanual de crecimiento del valor añadido bruto, en el último trimestre de 1998, en el  $3,1\%$ , de acuerdo con la estimación de la CNTR. La desfavorable climatología incidió especialmente en la producción agrícola, sobre todo en aquellos cultivos que maduran en la segunda parte del año, como los frutales o el viñedo. Estas tendencias parecen mantenerse, en líneas generales, al comienzo del año actual, aunque el impacto de la climatología adversa sobre la actividad del sector se ha agravado.

Como ya se ha dicho, la caída experimentada por las exportaciones de productos industriales ha afectado principalmente a la actividad

GRÁFICO 16

**Valor añadido bruto y empleo por ramas de actividad  
Tasas de variación**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

industrial, excluida la construcción, por lo que el valor añadido bruto generado por esta rama disminuyó ligeramente su ritmo de crecimiento a lo largo de 1998, aunque manteniendo un tono elevado. La información correspondiente a los primeros meses del año actual prolonga esta pauta de desaceleración. En efecto, el crecimiento acumulado por el índice de producción industrial (IPI) en el promedio de enero y febrero ha sido del 2,2 %, que contrasta con el aumento del 4,8 % registrado en el último trimestre de 1998, ambas tasas homogeneizadas por el diferente número y distribución de los días laborables. También el indicador de clima industrial alcanzó, en el mes de febrero de 1999, uno de los valores más bajos de los dos últimos años, fruto, en buena medida, del deterioro de la cartera de pedidos.

La pérdida de dinamismo que se aprecia en los datos del IPI se extiende a todos sus componentes, aunque con distinta intensidad. Destaca la notable reducción que han experimentado las tasas de crecimiento interanual del índice de producción de bienes de consumo (0,3 % acumulado hasta el mes de febrero, frente al 5,6 % del cuarto trimestre de 1998, ambas en términos homogéneos), especialmente en el agregado de bienes alimenticios, aunque este retroceso afecta también al resto de sus componentes, incluidos los bienes de consumo duradero. De menor intensidad es la desaceleración en la producción de bienes de equipo, y prácticamente inapreciable la de los bienes intermedios, aunque, en este caso, se encuentra atenuada por el repunte en la producción energética. Atendiendo a las ramas de origen de los productos, la industria metálica es la que conserva una mayor pujanza.

Tal como se analizó desde la óptica de la demanda, la firmeza que caracteriza a la actividad constructora se acentuó a lo largo de 1998. Este elevado vigor se ha originado en el crecimiento experimentado por la obra civil y la edificación residencial, y cabe esperar que se mantenga en el futuro inmediato, dado que la información coyuntural disponible para el primer trimestre del año, referente a la evolución del consumo aparente de cemento y el número de afiliados a la Seguridad Social, continúa registrando nuevos avances.

El ritmo de crecimiento del valor añadido en la rama de servicios se caracteriza por una mayor estabilidad: la suave desaceleración que se aprecia desde finales de 1997, común a sus dos componentes —servicios destinados a la venta y no destinados a la venta— es de menor entidad. En la información disponible para el primer trimestre de 1999, aunque es todavía muy escasa, no se aprecian cambios significati-



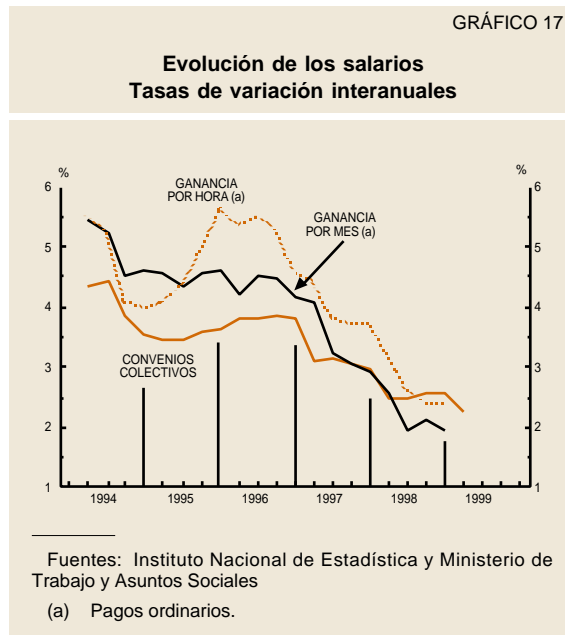
vos. Cabe esperar que la moderada desaceleración que se observa en algunas ramas se vea atenuada por la pujanza de otras, como la hostelería y las telecomunicaciones, según se desprende de los datos de empleo disponibles y de los indicadores relacionados con la actividad turística.

El empuje mostrado por la generación de empleo a lo largo de 1998, coherente con la fortaleza de la actividad productiva y la moderación en el crecimiento de los costes laborales por asalariado, perdió intensidad en el cuarto trimestre del año, período en el que se registró, según los datos de la CNTR, un incremento del número de ocupados del 3,3 % en términos interanuales, tasa inferior en tres décimas a la registrada en el trimestre anterior. Esta evolución menos dinámica vino precedida por la desaceleración de los asalariados en el tercer trimestre, si bien este colectivo mantuvo un ritmo de crecimiento elevado (4,3 % al final de 1998), mientras que el de no asalariados registró en la segunda mitad del año un leve aumento en relación con igual período de 1997, tras año y medio de caídas.

Los datos disponibles para el primer trimestre de 1999, relativos a las afiliaciones a la Seguridad Social y a las estadísticas de paro registrado, anticipan que continuará la moderada desaceleración en el número de puestos de trabajo creados a lo largo de este período, en consonancia con la evolución de la actividad económica y su descomposición entre las principales ramas productivas. Así, el número de altas en la Seguridad Social parece haberse atenuado, con datos del mes de marzo; aunque la información desagregada cubre solo el mes de febrero, las afiliaciones en la construcción y en los servicios mantuvieron un notable dinamismo, mientras que en la industria se confirma el tono desacelerador que se inició el pasado verano. En cuanto a los datos del paro registrado, el ritmo de caída del primer trimestre (del 13,8 %) resultó similar al de finales de 1998, apreciándose una mayor intensidad de este proceso de reducción en las ramas agrarias y de servicios, y un menor empuje en la industria; la construcción conservó el intenso ritmo de caída del paro experimentado en el pasado ejercicio.

#### 4.3. Costes y precios

Según la Encuesta de Salarios, el aumento de la ganancia media por persona y hora en el concepto de pagos ordinarios, durante el cuarto trimestre de 1998, fue del 2,4 %, en relación con el mismo período del año anterior. En el conjunto del año, el crecimiento medio de este concepto fue del 2,6 %, inferior en más de un punto por-



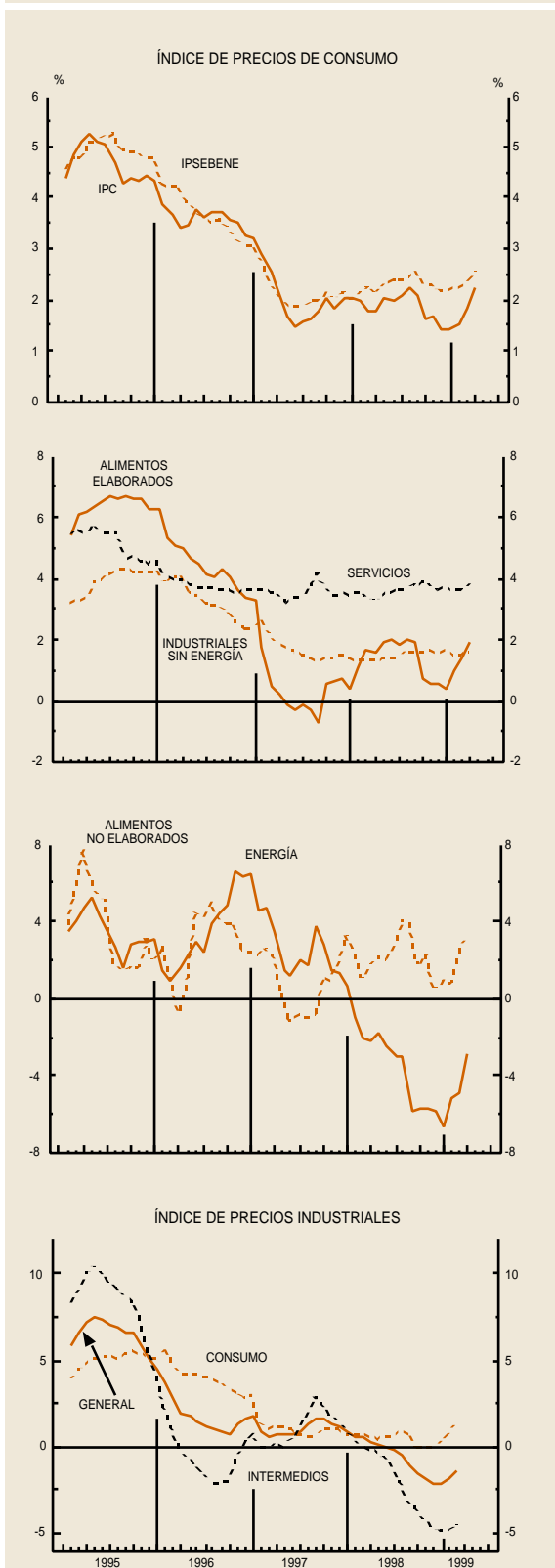
centual al experimentado el año precedente (3,9 %). Como viene siendo habitual, el aumento de las ganancias por persona y mes fue algo menor (1,9 % en el cuarto trimestre y 2,1 % en la media del año), como consecuencia de la incorporación de trabajadores con jornadas más reducidas. Por ramas de actividad, el mayor incremento de las ganancias por persona y hora en el cuarto trimestre se produjo en la construcción (3,5 %), rama en la que, además, se fue definiendo un perfil de ligera aceleración a lo largo del año, seguido de los servicios (2,9 %) y de la industria (2 %), sector, este último, en el que se registró una marcada contención salarial durante 1998. Una característica de la evolución de los salarios en este año fue la disminución generalizada de la deriva salarial. Este fenómeno se relaciona con diversos factores, entre los que cabe destacar la incorporación de nuevos trabajadores con salarios más reducidos, la eliminación, en algunas ramas, de la retribución por antigüedad o el menor crecimiento del número de horas extraordinarias trabajadas.

El incremento medio de las tarifas salariales negociadas en los convenios colectivos registrados hasta el 31 de marzo —que anticipa cuál puede ser la evolución de los salarios en el conjunto del año— fue del 2,3 %, tres décimas por debajo del crecimiento medio observado en 1998 (véase gráfico 17). Este nuevo avance en el proceso de desaceleración salarial, si se confirma, supondría un ligero aumento de los salarios reales, pero inferior al crecimiento previsto en la productividad aparente del trabajo. Hasta esa fecha, el 95 % de los convenios registrados correspondió a revisiones de convenios plurianuales firmados en años precedentes, que



GRÁFICO 18

**Indicadores de precios (a)  
España**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

GRÁFICO 19

**Indicadores de precios (a)  
Unión Monetaria**



Fuentes: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

(a) Los datos del primer trimestre de 1999 son una previsión, salvo el PIB del Reino Unido, que es una estimación.  
(b) Porcentaje de la población activa.

mostraron un aumento del 2,3 %; por su parte, los convenios de nueva firma, escasamente significativos por el momento, presentaron crecimientos más moderados (2 %). Por ramas de actividad, únicamente en los servicios se firmó un número representativo de convenios, registrando un incremento medio del 2,4 %, superior en algunas décimas al de la industria y la construcción.

La mayor parte de los indicadores representativos de la evolución de los precios en la economía española mostró un cierto deterioro en los primeros meses de 1999 (véase gráfico 18). Así, la tasa de variación interanual del IPC se situó, en el mes de marzo, en el 2,2 %, ocho décimas superior a la registrada en el mes de diciembre. Este comportamiento desfavorable se trasladó a su componente más estable, el índice de precios y servicios de bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE), que ya venía registrando tasas de aumento más elevadas que el índice general, y que en el mes de marzo registró un incremento interanual del 2,5 %, tres décimas por encima del crecimiento observado en el mes de diciembre. Por su parte, el IAPC registró en marzo un crecimiento del 2,1 % con respecto al mismo mes del año precedente; dado que las tasas correspondientes a los países que conforman la UEM aumentaron hasta el 1 %, el diferencial continuó ampliándose. Es especialmente significativa la brecha que se registra en el componente de servicios, aunque también tiende a ampliarse la de los bienes industriales no energéticos (véase gráfico 19).

Desde el mes de diciembre de 1998, todos los componentes del IPC, con la única excepción de los bienes industriales no energéticos —que estabilizaron su inflación en el 1,6 %—, elevaron sus ritmos de crecimiento, aunque en mayor medida los más erráticos. Los precios de los alimentos no elaborados registraron un crecimiento interanual del 3,2 % en el mes de marzo, frente al 0,9 % con que se cerró el mes de diciembre; los precios de los bienes energéticos pasaron de registrar tasas negativas del 6,6 % a registros del -2,9 % en ese mismo período, una vez que los precios del petróleo en los mercados internacionales comenzaron a repuntar y se comenzaba a reflejar una reducción de las tarifas eléctricas en estos primeros meses de 1999 inferior a la del año precedente. Por su parte, los precios de los alimentos elaborados elevaron su ritmo de crecimiento desde el 0,4 % hasta el 1,9 %, debido, en parte, al aumento de los precios del tabaco y del aceite de oliva. Por último, los precios de los servicios experimentaron un aumento del 3,8 %, muy por encima de los demás productos, como viene

siendo habitual, y superior el ascenso registrado en diciembre (3,7 %).

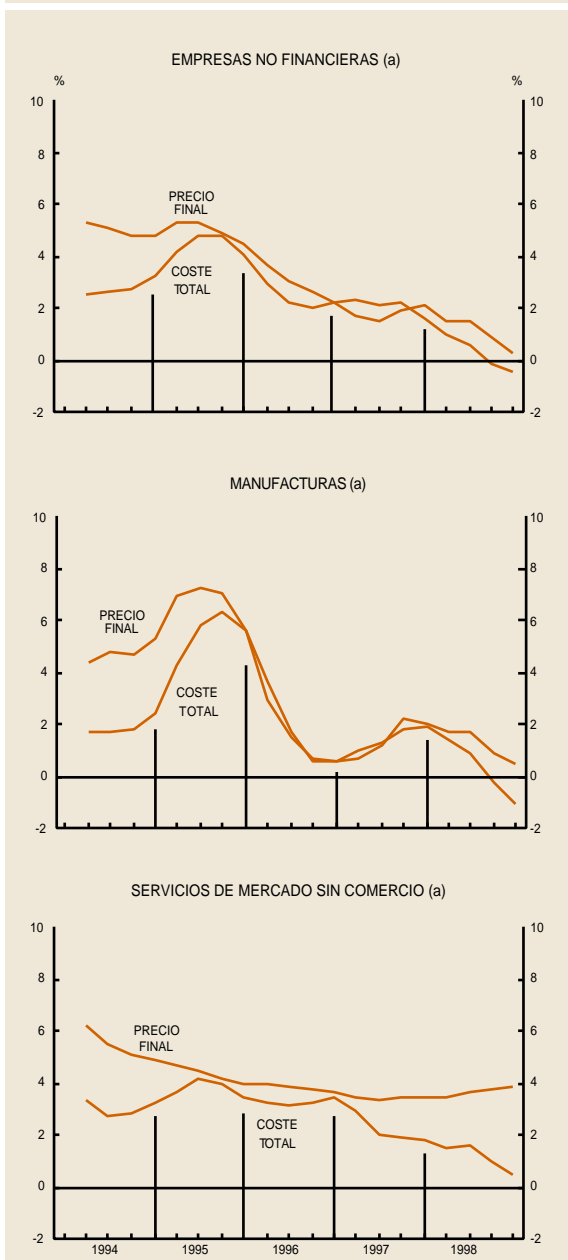
La tasa de variación interanual del índice de precios industriales (IPRI) continuó siendo negativa en el mes de febrero (-1,4 %), aunque con menor intensidad que a finales del año precedente (la variación interanual del mes de diciembre fue del -2,1 %). Este perfil se corresponde, básicamente, con la evolución de los precios de los bienes de consumo alimenticio, que pasaron de disminuir a una tasa del 1,1 % en el mes de diciembre, a aumentar un 1,7 % en el mes de febrero, debido, sobre todo, al comportamiento de los precios del tabaco y del aceite de oliva; también el precio de los bienes intermedios mostró una trayectoria algo menos favorable, con una reducción del 4,6 %, frente al 4,9 % de diciembre. En cambio, la inflación en los bienes de consumo no alimenticio se redujo en dos décimas, hasta situarse en un 1,2 %, y la de los bienes de equipo se mantuvo estabilizada en el 0,3 %. Los precios en origen de los productos agrícolas mostraron una tendencia menos favorable en el cuarto trimestre del año pasado, destacando el perfil alcista de los precios de las hortalizas.

Los índices de valor unitario de las importaciones (IVUM) volvieron a desacelerarse en enero de 1999, al disminuir un 6,6 % con respecto al mismo mes del año precedente. La fuerte reducción de los precios de importación fue consecuencia, sobre todo, de la evolución de los precios de la energía, que todavía no han reflejado el aumento del precio del crudo en los mercados internacionales.

Combinando la información que proporcionan estos indicadores de precios y costes en el marco contable de las tablas *input-output* de la economía española, se pueden obtener indicadores representativos del proceso de formación de precios y, residualmente, de la evolución de los márgenes de explotación (véase gráfico 20). En el cuarto trimestre de 1998, último para el que se dispone de información completa, los precios finales de las empresas no financieras experimentaron una significativa desaceleración, más acusada en los bienes destinados a los mercados de exportación, que estuvo acompañada también de un menor crecimiento de los costes variables, por lo que el margen de explotación unitario se mantuvo prácticamente estabilizado. Dentro de los costes, el coste laboral unitario tuvo una evolución algo menos favorable, asociada a la desaceleración de la productividad aparente que indujo el menor dinamismo de la actividad. No obstante, este comportamiento se vio compensado por el descenso de los costes intermedios, vinculado a la fuerte reducción de los precios de importación.

GRÁFICO 20

Indicadores de precios y costes



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

Por ramas de actividad, se mantuvo el comportamiento diferencial de precios y márgenes en las manufacturas y en los servicios. En las primeras, los precios finales se redujeron en un 1,3 %, condicionados por la disminución de los precios internacionales de los productos con los que compiten y por una presión de la demanda que, aunque elevada, fue inferior a la de los trimestres precedentes. Los costes varia-

bles unitarios también se desaceleraron, aunque en menor magnitud, ya que el mayor dinamismo de los costes laborales unitarios compensó la reducción de los costes de los bienes intermedios. Todo ello determinó una comprensión de los márgenes de explotación en porcentaje sobre su producción. Por su parte, los precios de los servicios mantuvieron ritmos de crecimiento elevados, muy superiores a los de sus costes variables, cuya evolución se asemeja en mayor medida a la del resto de ramas de actividad; en consecuencia, el margen bruto de explotación por unidad de producto continuó ampliándose.

4.4. La actuación del Estado

En el primer trimestre de 1999, el déficit de caja no financiero del Estado se redujo un 3,1 %, en relación con el mismo período de 1998. Este descenso tuvo su origen en un incremento de los ingresos no financieros (23 %) superior al de los pagos (19,2 %) —véase cuadro 3—, lo que contrasta con la previsión presupuestaria de una pequeña reducción de los ingresos (0,5 %) y un ligero aumento de los pagos (1,2 %). Es necesario tener en cuenta la incidencia de ciertos factores extraordinarios para enjuiciar la ejecución del Presupuesto del Estado durante este período. En cuanto a los ingresos no financieros, su abultado crecimiento interanual en el primer trimestre es consecuencia, sobre todo, de la reducción en el volumen de devoluciones de los principales impuestos, ya que el Tesoro, para adaptarse a los nuevos plazos de devolución (en general, seis meses), agilizó su gestión durante los últimos meses de 1998, de manera que las devoluciones pendientes de realización al inicio de 1999 fueron mucho menores que en el año anterior; además, se produjo un ingreso extraordinario de 340 mm correspondientes a las plusvalías afluídas por el Banco de España, el cual superó los 224 mm procedentes de la privatización de Argentaria que se ingresaron en 1998. Por lo que se refiere a los gastos, hay que mencionar la concentración de pagos por intereses en los primeros meses del presente año. En cualquier caso, si se eliminaran estos efectos, se mantendría la mejora del déficit de caja en relación con lo presupuestado, y su reducción respecto al primer trimestre de 1998 podría ser aún mayor.

Los datos publicados en el marco de la Contabilidad Nacional muestran, sin embargo, que el déficit acumulado por el Estado en el primer trimestre de 1999 se situó en 912 mm, un 29,3 % por encima del registrado en el mismo período de 1998. Los gastos se incrementaron un 19,2 %, en línea con los anotados según el

CUADRO 3

## Estado. Ejecución presupuestaria

mm y %

	Liquidación		Presupuesto	Variación porcentual 3=2/1	Liquidación		Variación porcentual 6=5/4
	1998 1	1999 2			1998 ENE-MAR 4	1999 ENE-MAR 5	
<b>1. Ingresos no financieros</b>	<b>17.534</b>	<b>17.445</b>		<b>-0,5</b>	<b>4.064</b>	<b>5.001</b>	<b>23,0</b>
Impuestos directos	7.457	7.431		-0,3	1.370	1.861	35,8
<i>IRPF</i>	4.992	5.201		4,2	1.344	1.678	24,9
<i>Sociedades</i>	2.324	2.082		-10,4	5	158	—
<i>Otros</i>	140	149		5,7	22	25	11,1
Impuestos indirectos	7.015	7.524		7,3	1.885	2.161	14,7
<i>IVA</i>	4.373	4.807		9,9	1.268	1.494	17,8
<i>Especiales</i>	2.391	2.463		3,0	563	603	7,0
<i>Tráfico exterior</i>	132	133		0,8	29	33	16,6
<i>Otros</i>	120	120		0,7	25	31	26,8
Otros ingresos netos	3.063	2.490		-18,7	809	979	20,9
<b>2. Pagos no financieros</b>	<b>18.649</b>	<b>18.867</b>		<b>1,2</b>	<b>4.759</b>	<b>5.674</b>	<b>19,2</b>
Personal	3.053	3.132		2,6	654	656	0,4
Compras	388	340		-12,4	116	133	14,7
Intereses	3.334	3.042		-8,8	1.051	1.593	51,6
Transferencias corrientes	9.906	10.411		5,1	2.411	2.665	10,5
Inversiones reales	898	945		5,3	300	409	36,3
Transferencias de capital	1.071	997		-6,9	228	218	-4,3
<b>3. Déficit de caja (3 = 1 - 2) (a)</b>	<b>-1.114</b>	<b>-1.422</b>		<b>27,6</b>	<b>-695</b>	<b>-673</b>	<b>-3,1</b>
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL (b):							
Ingresos no financieros	17.316	—		—	-3.855	-4.524	17,4
Pagos no financieros	18.550	—		—	4.560	5.436	19,2
<b>Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación</b>	<b>-1.234</b>	<b>-1.164</b>		<b>-5,6</b>	<b>-705</b>	<b>-912</b>	<b>29,3</b>

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) La cifra del presupuesto corresponde a la Administración Central, según contestación del Ministerio de Economía y Hacienda (MEH) al cuestionario de Protocolo sobre Déficit Excesivo.

criterio de caja, mientras que los ingresos experimentaron un crecimiento del 17,4 %, inferior al contabilizado en términos de caja, debido, sobre todo, a los diferentes volúmenes de ingresos por plusvalías y privatizaciones mencionados anteriormente, que no se reflejan como ingresos corrientes cuando se aplican los criterios metodológicos de las Cuentas Nacionales. En cualquier caso, cuando se tienen en cuenta las discrepancias en el calendario de ingresos y pagos que se han mencionado, el resultado del primer trimestre no se aparta del objetivo de déficit público que el Programa de Estabilidad y Crecimiento contempla para 1999. A continuación se hará mención al desglose de la información en términos de caja, por ser esta la que se encuentra disponible (véase cuadro 3).

Dentro de los ingresos, destaca el elevado crecimiento de los impuestos directos, debido, como ya se ha comentado, al menor volumen de devoluciones realizadas tanto en el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) como en el impuesto sobre sociedades. Ade-

más, en el IRPF hay que tener en cuenta que parte de los ingresos por retenciones sobre rendimientos del trabajo procede de las nóminas del mes de diciembre, por lo que no se encuentran afectados por la rebaja en los porcentajes de retención que se deriva del nuevo sistema de cálculo que entró en vigor en enero de 1999. Por todo ello, se espera una desaceleración de la recaudación de este impuesto durante los próximos meses. Por su parte, la recaudación del impuesto sobre sociedades no resultará significativa hasta el mes de abril, fecha de ingreso del primer pago fraccionado, por lo que durante el primer trimestre se vio condicionada por el cambio en el calendario de devoluciones. Recuérdese que la reducción proyectada en este impuesto para el conjunto del año se debe a los ingresos que tuvieron lugar en 1998 por plusvalías afloradas en las privatizaciones de empresas públicas.

Al igual que en los impuestos directos, todas las figuras que componen la imposición indirecta presentaron tasas de crecimiento muy supe-

CUADRO 4

**Balanza de pagos: Resumen (a)**

millones de euros

	ENE-FEB 1998	ENE-FEB 1999
	Ingresos	Ingresos
<b>Cuenta corriente</b>	<b>26.954</b>	<b>26.608</b>
Mercancías	15.357	14.727
Servicios	5.687	6.356
<i>Turismo</i>	3.172	3.683
<i>Otros servicios</i>	2.515	2.673
Rentas	2.011	2.030
Transferencias corrientes	3.899	3.494
<b>Cuenta de capital</b>	<b>1.835</b>	<b>1.675</b>
	Pagos	Pagos
<b>Cuenta corriente</b>	<b>25.778</b>	<b>26.789</b>
Mercancías	17.195	17.540
Servicios	3.726	3.997
<i>Turismo</i>	552	622
<i>Otros servicios</i>	3.174	3.375
Rentas	2.756	3.177
Transferencias corrientes	2.100	2.074
<b>Cuenta de capital</b>	<b>110</b>	<b>106</b>
	Saldos	Saldos
<b>Cuenta corriente</b>	<b>1.176</b>	<b>-181</b>
Mercancías	-1.838	-2.813
Servicios	1.961	2.359
<i>Turismo</i>	2.620	3.061
<i>Otros servicios</i>	-659	-702
Rentas	-745	-1.147
Transferencias corrientes	1.798	1.420
<b>Cuenta de capital</b>	<b>1.725</b>	<b>1.569</b>

Fuente: Banco de España.

(a) Avance provisional.

riores a las previstas en el presupuesto durante el período enero-marzo. La más importante, el impuesto sobre el valor añadido (IVA), también se vio afectada por la reducción en el volumen de devoluciones, mientras que la recaudación de los impuestos especiales incluye un mes más que en 1998 de ingresos por el impuesto sobre la electricidad —dicho impuesto se ingresó por primera vez en febrero del pasado año—; y, entre los otros impuestos indirectos, el que recae sobre las primas de seguro recogió ingresos, en enero de 1998, a un tipo impositivo más bajo. No obstante, y sobre todo en el caso de los impuestos especiales y sobre el tráfico exterior, el dinamismo del consumo y de las importaciones son los factores que explican en mayor medida la evolución favorable de la recaudación los primeros meses del año.

Finalmente, los capítulos presupuestarios que integran el conjunto de los otros ingresos netos del Estado, a excepción de las transfe-

rencias corrientes, que proceden en su mayoría de otras Administraciones Públicas, también registraron en el primer trimestre tasas de variación que excedieron notablemente a las presupuestadas. Destaca el crecimiento de los ingresos patrimoniales, debido al ingreso extraordinario procedente del Banco de España que se mencionó anteriormente, y el de las tasas y otros ingresos, sobre el que incidió una evolución de las primas positivas de emisión mucho más favorable que la prevista en el presupuesto. No obstante, también se espera una desaceleración de este conjunto de ingresos en meses venideros, a medida que se vayan incorporando a la base de comparación los ingresos por la venta de empresas públicas y por canon a las empresas de telefonía móvil que tuvieron lugar en 1998.

En cuanto a los pagos no financieros, todos los capítulos, salvo el de gastos de personal, presentaron en el primer trimestre de 1999 tasas de variación superiores a las presupuestadas para el conjunto del año. En el caso de los pagos por intereses, su elevado crecimiento, superior al 50 %, está ligado, como ya se ha comentado, al distinto calendario de vencimientos de títulos de deuda pública. Dicho calendario se conoce siempre al comienzo del año y, por tanto, la presupuestación de este capítulo se realiza con bastante aproximación. Así pues, su evolución durante los próximos meses tenderá a acercarse a la previsión presupuestaria, que contempla una reducción del 8,8 % en esta rúbrica, ya que, al efecto derivado de los mayores pagos ocasionados en 1998 por la amortización anticipada de deuda, se añaden los efectos arrastrados por la reducción de los tipos de interés acaecida desde finales de 1995 y por los superávits primarios alcanzados en los últimos años. Los pagos por transferencias corrientes también registraron un incremento (10,5 %) notablemente superior al establecido en el presupuesto (5,1 %). Ha de tenerse en cuenta el crecimiento de las transferencias a la Seguridad Social, por la asunción por parte del Estado del coste total de la sanidad —que anteriormente estaba financiado en una cierta cuantía por las cotizaciones sociales—, y a las Comunidades Autónomas, por el traspaso de competencias en materia de enseñanza no universitaria a las comunidades de Aragón, Baleares y La Rioja.

En los gastos de personal se registró un crecimiento del 0,4 % en el primer trimestre, por debajo del 2,6 % previsto en las cifras presupuestarias. En 1999 se ha fijado tanto el incremento salarial de los empleados en activo como la revalorización de las pensiones de clases pasivas en el 1,8 %. Si a esto se añade el aumento del número de pensionistas y el nivel



habitual de los deslizamientos, se concluye que los pagos por este capítulo podrían acelerarse. Así parece indicarlo el crecimiento de las obligaciones reconocidas en el primer trimestre, que se situó en el 1,9 %.

Por último, en los capítulos de compras y de inversiones reales se observan desviaciones significativas respecto al presupuesto, pues se ha consumido ya en torno al 40 % de los créditos presupuestados. Por ello, frente a las previsiones para 1999 de caída del 12,4 % en compras y de crecimiento del 5,3 % en inversiones reales, se registraron en el primer trimestre incrementos del 14,7 % y del 36,3 %, respectivamente. En ambos casos, las desviaciones tienen su origen en obligaciones pendientes de ejercicios anteriores, que son la mayor parte de las reconocidas en el primer trimestre.

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

El saldo de la balanza por cuenta corriente y de capital ascendió a 1.388 millones de euros en los dos primeros meses de 1999, lo que supone un deterioro sustancial frente a los 2.901 millones registrados en el mismo período del año anterior (véase cuadro 4). La debilidad de las exportaciones de mercancías está provocando una ampliación notable del desequilibrio comercial, que no ha podido compensarse por los excelentes resultados de las operaciones turísticas. Por lo que se refiere al resto de las operaciones con el exterior, destaca el descen-

so que experimentó el superávit de transferencias corrientes, como consecuencia del retroceso de los ingresos recibidos en concepto de Fondo Social Europeo (FSE), que refleja cierto retraso en la percepción de los fondos asignados en el presupuesto de la UE; por su parte, el déficit de rentas de inversión registró un deterioro, debido al notable aumento de los pagos del sistema crediticio, aunque los ingresos recibidos por este sector y por el sector privado mostraron un dinamismo sustancial, ligado a la expansión que han experimentado sus activos frente al exterior.

Desde la perspectiva de los flujos de ahorro e inversión de los sectores residentes, se aprecian pautas de comportamiento similares a las observadas en 1998. Así, el deterioro que ha experimentado la capacidad de financiación de la economía en porcentaje del PIB nominal, según se desprende de las cifras de balanza de pagos antes comentadas, se explica por la disminución de la correspondiente a empresas y familias, que no se compensa por la trayectoria descendente que mantienen las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas. A su vez, el descenso de la capacidad de financiación del sector privado es consecuencia de la fuerte expansión de la inversión residencial y de la inversión productiva privada, ya que las tasas de ahorro de familias y empresas, después de la caída que tuvo lugar el año pasado —en porcentaje del PIB y una vez que se tienen en cuenta las transferencias de capital recibidas—, tienden a estabilizarse.



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

*Como ya se comentó en el Boletín económico de febrero de 1999, el nuevo marco creado por el inicio de la UEM ha exigido modificar la información que tradicionalmente se ha venido utilizando para el análisis de las condiciones financieras nacionales. Las modificaciones introducidas se explican en el recuadro 2.*

### 5.1. Los tipos de interés y los mercados financieros

El entorno económico en el que se han desarrollado las decisiones financieras de los agentes económicos en los últimos meses, analizado en apartados anteriores de este Informe ha estado marcado por el mantenimiento en España de un nivel de crecimiento de la actividad económica relativamente elevado en comparación con el resto de economías de la UE, impulsado por una demanda de consumo e inversión más pujante. Respecto a las condiciones monetarias del área del euro, en el primer trimestre no se han registrado cambios significativos en su orientación, si bien han adquirido un carácter más acomodante, como consecuencia de la reducción de los tipos de interés de referencia del BCE llevada a cabo a comienzos de abril y de la depreciación del euro frente al dólar. En todo caso, como se destaca en la sección 3.2 de este Informe, los tipos de interés nominales y reales en el área del euro se sitúan, en la actualidad, en unos niveles históricamente bajos. En España, la convergencia hacia los tipos de interés de inicio de la política monetaria única ha supuesto reducciones significativas respecto a los niveles que prevalecían en años anteriores.

Los mercados financieros españoles han mantenido durante el primer trimestre de 1999 un comportamiento muy similar al del resto de países de la UEM. Como se observa en el cuadro 5, los tipos de interés de los mercados primarios y secundarios de deuda a corto plazo se han mantenido prácticamente inalterados, respecto al último trimestre de 1998, en niveles por debajo del 3 %. Por otra parte, aunque el rendimiento de los bonos a diez años registró un ligero incremento en el primer trimestre, el diferencial de rentabilidad frente a la deuda alemana del mismo plazo se ha mantenido a un nivel similar al mostrado a finales de 1998, en torno a los 20 puntos básicos.

Los tipos bancarios, sin embargo, sí han registrado algunas ligeras correcciones a la baja. En el caso del tipo sintético de los depósitos, la disminución en el primer trimestre respecto al trimestre anterior ha sido de 22 puntos básicos, con lo que el tipo de los depósitos se ha situado

### Presentación del método de análisis de los flujos financieros

El seguimiento de los componentes nacionales de los agregados monetarios y crediticios del área del euro no es un método de análisis apropiado en la nueva situación, pues dichos componentes adolecen de algunos problemas para su utilización en el caso de una economía nacional. En cambio, el análisis de los flujos financieros de la economía española, tanto por instrumentos como por sectores, suministra un marco más exhaustivo para evaluar, desde el punto de vista financiero, la evolución de las decisiones de gasto y ahorro de los distintos agentes económicos, en especial de las empresas no financieras, familias y Administraciones Públicas. La propia naturaleza del ejercicio y las limitaciones en la disponibilidad de información obligan a que el núcleo de este análisis sea de frecuencia trimestral y se base en la información que procede de las cuentas financieras trimestrales de la economía española elaboradas por el Servicio de Estudios del Banco de España.

El Banco de España publica y valora mensualmente la evolución de un conjunto de indicadores financieros, entre los que se encuentran los activos financieros líquidos y la financiación de los sectores económicos más relevantes, que, por sus características, están disponibles con periodicidad mensual a partir de los estados bancarios UME. Aunque estos agregados constituyen una buena parte del total de activos y pasivos financieros, y probablemente la parte más ligada con las decisiones de gasto de los agentes económicos, existen otros instrumentos, como las acciones y los productos de seguro, por el lado del activo, y el crédito interempresarial, por el lado del pasivo, que son relevantes para el análisis más exhaustivo propio de los informes trimestrales de coyuntura.

No obstante, a la hora de utilizar la información incorporada en el seguimiento de la evolución de los mercados y los flujos financieros que se realiza en los informes trimestrales sobre la economía española, en línea con lo enunciado en párrafos anteriores, es necesario considerar algunas matizaciones relacionadas con el horizonte temporal del análisis, las agrupaciones básicas utilizadas y los criterios de valoración de los instrumentos financieros:

- Horizonte temporal del análisis. El período objeto de seguimiento de las condiciones financieras está limitado por la disponibilidad de la información. Las cuentas financieras trimestrales se encuentran disponibles con un retraso de más de un trimestre. Así, por ejemplo, actualmente los últimos datos de las cuentas financieras trimestrales se refieren al cuarto trimestre de 1998. De esta forma, para valorar la evolución del primer trimestre de 1999 se debe hacer una estimación basada en las diversas fuentes de información con las que se cuenta: estados mensuales bancarios UME, Central de Anotaciones del Banco de España, Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), etc. Sobre esta base, se han proyectado los flujos y saldos de los distintos instrumentos financieros de empresas no financieras y familias y de las Administraciones Públicas. En cualquier caso, estas proyecciones tienen un elevado grado de provisionalidad, en la medida en que constituyen una simple aproximación a los flujos financieros trimestrales, que, además, suelen estar sometidos a un elevado grado de revisión, sobre todo en el cierre del año. Por ello, en este primer informe se hace una valoración más detallada de la información disponible sobre el cuarto trimestre de 1998, describiendo con cautela las tendencias que puedan derivarse para el primer trimestre de 1999 sobre la base de los datos con que se cuenta.
- Para el análisis de los flujos financieros de la economía, es muy relevante agrupar los agentes económicos en sectores que respondan a pautas de comportamiento económico similares. En este sentido, los sectores tenedores de activos y pasivos financieros que se utilizan en este informe son las empresas no financieras y familias y las Administraciones Públicas. Además, para examinar quiénes son los emisores de esos activos y pasivos financieros, se han realizado otras dos agrupaciones, que son las entidades de crédito, entre las que se incluye el Banco de España, y los inversores institucionales, que engloba a las empresas de seguros, instituciones de inversión colectiva, y sociedades y agencias de valores.
- Para facilitar el análisis monetario del sector de familias y empresas no financieras se ha procedido a realizar una cierta reagrupación por instrumentos y sectores, con el fin de obtener un conjunto de activos líquidos similar al que ha estado vigente en el análisis monetario tradicional.
- Respecto a los criterios de valoración de los instrumentos financieros, se ha intentado realizar un tratamiento armonizado de todos los activos y pasivos, lo que ha exigido realizar estimaciones para obtener una valoración a precios de mercado, frente al criterio actualmente vigente en las cuentas financieras trimestrales, en que los instrumentos se valoran, en general, a precios contables. Los instrumentos en los que el cambio del criterio de valoración es más relevante son las participaciones en fondos de inversión y las acciones en poder de las empresas y familias. De esta forma, se enriquece el análisis monetario de las cuentas financieras trimestrales, puesto que la valoración a precios de mercado permite evaluar la importancia relativa de las variaciones en las transacciones financieras efectivas y de las revalorizaciones de cartera en la determinación de la posición financiera de los sectores.

**Tipos de interés y mercados financieros nacionales (a)**

	1997 IVTR	1988				1999 I TR
		I TR	II TR	III TR	IV TR	
<b>BANCAARIOS:</b>						
Tipo sintético pasivo	3,22	3,02	2,79	2,67	2,06	1,92
Tipo sintético activo	6,54	6,20	5,93	5,80	5,15	5,01
<b>TESORO:</b>						
Subasta de letras a doce meses (b)	4,47	4,01	4,05	3,67	2,95	2,94
Subasta de bonos a tres años	4,90	4,32	4,35	3,96	3,54	3,51
Subasta de obligaciones a diez años	5,78	5,14	5,05	4,75	4,32	4,40
<b>MERCADOS SECUNDARIOS:</b>						
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,50	4,05	4,06	3,64	2,88	2,91
Deuda pública a diez años	5,64	5,09	5,02	4,47	4,08	4,25
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,31	0,18	0,22	0,43	0,20	0,22
Pagarés de empresa	4,80	4,41	4,02	4,16	3,26	...
Obligaciones privadas	5,48	5,06	4,96	4,35	4,29	3,93
Índice General de la Bolsa de Madrid (c)	42,22	40,49	39,66	8,72	37,19	-0,12

Fuente: Banco de España

(a) Datos medios diarios del último mes del trimestre.

(b) Tipo de interés marginal.

(c) Variación porcentual acumulada del Índice desde comienzos de año

en el 1,9 %, mientras que el tipo sintético de las operaciones activas se ha rebajado en una cuantía similar (14 puntos básicos), hasta el 5 %, a pesar de registrarse una intensa demanda de crédito. En marzo de 1999, la disminución de los tipos sintéticos activos y pasivos respecto al mismo mes del año anterior ascendía a 1,1 puntos porcentuales. En consecuencia, el diferencial entre ambos tipos, que puede servir de indicador de la evolución del margen de intermediación bancario, se ha mantenido ligeramente por encima de los 3 puntos porcentuales.

Al igual que otros mercados europeos, la Bolsa española ha experimentado también una elevada volatilidad, muy condicionada por la evolución de los mercados internacionales, principalmente de los Estados Unidos, de manera que, al final del primer trimestre, las cotizaciones se mantenían en un nivel muy próximo al del cierre de 1998.

## 5.2. Los flujos financieros del conjunto de la economía

A lo largo de 1998 se ha observado una caída del ahorro financiero neto de la nación, derivada de una rápida disminución del ahorro privado, que no ha sido compensada totalmente por la mejora del ahorro financiero del sector de las Administraciones Públicas (véase cuadro 6). Con información del cuarto trimestre de 1998, el ahorro financiero neto de la nación

acumulado en cuatro trimestres se cifra en un 0,9 % del PIB, frente al 1,6 % registrado a finales de 1997. En cualquier caso, hay que señalar que, desde una perspectiva temporal más amplia, la economía española ha pasado de registrar tradicionalmente un ahorro financiero neto negativo frente al resto del mundo, a mostrar un ahorro positivo en los últimos años.

Por sectores, son las familias las que han experimentado una mayor disminución de su ahorro financiero neto, debido, sobre todo, al rápido crecimiento relativo de sus pasivos financieros. Por su parte, el ahorro financiero neto de las empresas no financieras ha mostrado una reducción más lenta, hasta alcanzar el -1,7 % del PIB. En el caso de las Administraciones Públicas, el saneamiento presupuestario ha promovido una progresiva recuperación de su ahorro.

A diferencia del ahorro financiero, que representa flujos —esto es, las nuevas operaciones activas y pasivas—, la riqueza o posición financiera mide los saldos de los activos y pasivos financieros y, por tanto, incluye, además, otros flujos, asociados, en buena medida, a las ganancias o pérdidas de capital derivadas de la revalorización de las carteras de valores en poder de los agentes económicos. En este sentido, en el cuadro 6 puede observarse cómo la riqueza financiera neta de la nación se ha mantenido de forma estable, en una posición deudora, en torno al 20 % del PIB. La riqueza finan-

CUADRO 6

**Ahorro y posición financiera**

	AHORRO FINANCIERO EN % DEL PIB (DATOS ACUMULADOS DE CUATRO TRIMESTRES)						
	Media 1988-1992	Media 1993-1997	1997	1998			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
Ahorro financiero de la nación	-3,0	0,5	1,6	1,4	1,0	1,2	0,9
Empresas no financieras y familias	-0,4	5,1	3,4	2,9	1,9	1,6	1,9
<i>Empresas no financieras</i>	-4,2	0,9	1,2	-1,4	-2,5	-2,0	-1,7
<i>Familias</i>	3,8	6,0	4,6	4,3	4,4	3,7	3,6
Instituciones de crédito (a)	1,6	0,9	0,6	0,7	0,9	0,7	0,7
Inversores institucionales (b)	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2
Administraciones Públicas	-4,0	-5,6	-2,6	-2,3	-1,9	-1,3	-1,8
	POSICIÓN FINANCIERA EN % DEL PIB (DATOS DEL CUARTO TRIMESTRE)						
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Posición financiera de la nación	-17,4	-20,0	-20,2	-18,9	-18,5	-19,0	-20,5
Empresas no financieras y familias	41,5	50,2	55,4	61,7	71,6	81,0	90,5
<i>Empresas no financieras (c)</i>	-17,9	-17,7	-14,7	-12,1	-7,7	-5,9	-2,1
<i>Familias</i>	59,4	67,9	70,1	73,9	79,2	86,9	92,6
Instituciones de crédito (a) (c)	13,0	14,7	13,5	12,6	13,4	14,9	15,0
Inversores institucionales (b)	-1,2	-1,2	-1,0	-0,9	-0,6	-0,5	-0,6
Administraciones Públicas	-36,7	-44,1	-48,4	-52,6	-55,0	-54,7	-52,4

Fuente: Banco de España.

(a) Definido según la 1ª directiva bancaria.  
 (b) Empresas de seguro, instituciones de inversión colectivas, y sociedades y agencias de valores.  
 (c) Excluidas las acciones del pasivo.

ciera neta de las familias ha crecido significativamente en los últimos años y representa el 93 % del PIB a finales de 1998. Asimismo, las empresas no financieras han ido saneando su tradicional posición deudora neta, hasta alcanzar un 2 % del PIB en 1998.

El análisis de los flujos financieros intersectoriales reviste también gran relevancia para analizar la actividad económica y financiera de los agentes económicos. En estos últimos años, el cambio fundamental en las relaciones de la economía española con el resto del mundo ha sido la mayor internacionalización en las decisiones financieras de los agentes, que ha conducido a las empresas a invertir en el exterior y a los inversores institucionales a canalizar una parte importante del ahorro de las familias en activos extranjeros. Por otro lado, este comportamiento ha exigido que las entidades de crédito recurrieran intensamente al crédito exterior para cubrir la brecha entre el incremento de la demanda de financiación de las empresas y familias, y la expansión de los depósitos bancarios. Estos hechos vienen, en definitiva, a reflejar que el ligero aumento observado en el ahorro

financiero neto de la nación, que ha pasado del 0,5 % del PIB en la media del período 1993-1997 al 0,9 % del PIB en 1998, ha sido insuficiente para cubrir el fuerte incremento de los activos exteriores de la economía española.

La información parcial de 1999 sobre la evolución de la Balanza de Pagos, que corresponde al mes de enero, confirma el mantenimiento de la tendencia de variación de flujos apuntada más arriba, aunque, en términos netos, y al contrario de lo ocurrido en 1998, el mes de enero se saldó con una entrada neta de capitales (véase cuadro 7). Las salidas de capital por inversiones directas e inversiones en cartera continuaron registrando saldos significativos, mientras que, de nuevo, el grueso de las entradas de capital se contabilizó mediante la financiación solicitada por las entidades de crédito españolas en el exterior. En todo caso, hay que destacar que los cambios registrados con la incorporación de España a la UEM obligan a analizar con cautela las cifras proporcionadas por la Balanza de Pagos. Así, debe tenerse en cuenta que la financiación interbancaria captada por las entidades españolas a través del sis-

CUADRO 7

## Detalle de la cuenta financiera de la Balanza de Pagos

Millones de euros

	1997	1998	1998 ENE	1999 ENE
<b>SALDO DE LA CUENTA FINANCIERA</b>	<b>-2.756</b>	<b>-990</b>	<b>-620</b>	<b>287</b>
<b>VARIACIÓN DE PASIVOS FRENTE AL EXTERIOR</b>	<b>34.479</b>	<b>65.681</b>	<b>21.394</b>	<b>28.172</b>
<b>Inversiones</b>	<b>16.689</b>	<b>25.506</b>	<b>2.420</b>	<b>372</b>
Excluidos valores negociables	5.621	10.152	1.326	69
Valores negociables	11.068	15.353	1.094	303
<i>Administraciones Públicas</i>	9.952	4.125	396	-343
<i>Otros sectores residentes</i>	1.183	8.469	845	295
<i>Sistema crediticio</i>	-67	2.760	-147	351
<b>Otras inversiones</b>	<b>17.790</b>	<b>40.176</b>	<b>18.974</b>	<b>27.801</b>
Administraciones Públicas	21	866	-74	-319
Otros sectores residentes	544	4.319	579	1.863
Sistema crediticio	17.226	34.991	18.469	26.257
Del cual:				
<i>Préstamos y depósitos a largo plazo</i>	3.090	11.462	1.263	303
<i>Depósitos a corto plazo y cesiones temporales</i>	14.135	23.529	17.207	25.953
<b>VARIACIÓN DE ACTIVOS FRENTE AL EXTERIOR</b>	<b>37.236</b>	<b>66.671</b>	<b>22.014</b>	<b>27.886</b>
<b>Inversiones</b>	<b>25.328</b>	<b>57.293</b>	<b>3.343</b>	<b>4.214</b>
Otros sectores residentes	19.890	44.627	3.339	3.142
Sistema crediticio	5.454	12.863	4	1.072
<b>Otras inversiones</b>	<b>1.555</b>	<b>21.625</b>	<b>19.083</b>	<b>28.817</b>
Administraciones Públicas	331	388	92	57
Otros sectores residentes	12.392	17.668	12.892	3.635
Sistema crediticio	-11.168	3.569	6.099	25.126
Del cual:				
<i>Préstamos y depósitos a corto plazo y adquisiciones temporales</i>	-13.113	2.452	6.091	20.492
<b>Activos de reserva</b>	<b>10.352</b>	<b>-12.248</b>	<b>-413</b>	<b>-5.146</b>

Fuente: Balanza de Pagos. Banco de España

tema TARGET, que se contabiliza como una entrada de capital, se ve totalmente compensada con los activos frente al exterior que contabiliza el Banco de España por esas transferencias y que constituyen una salida de capital del mismo importe. En este sentido, las cifras de entradas y salidas de capital pueden estar, hasta cierto punto, infladas por el funcionamiento de ese sistema de pagos. De igual forma, la caída en el saldo de activos de reserva en el Banco de España en enero de 1999, que asciende a algo más de 5.000 millones de euros, se explica, en gran medida, por la transferencia de reservas realizada al BCE, frente al que, en contrapartida, el Banco de España contabiliza un activo de la misma magnitud.

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

En 1998 y la parte transcurrida de 1999, los activos y los pasivos financieros de las familias y empresas no financieras han ido describiendo una trayectoria divergente, con una desacelera-

ción de las tasas de crecimiento de los activos y una expansión progresivamente más rápida de los pasivos de esos agentes, tal como se observa en el gráfico 21. Por el lado de los activos financieros se observa que, en el primer trimestre de 1999, mostraron una tasa interanual de crecimiento del 9 % y que se ha producido una cierta polarización de la demanda, orientada, preferentemente, hacia los activos de menos riesgo y menor rentabilidad, y hacia los que resultan más arriesgados, pero también más rentables. En efecto, los agregados que más crecen son los medios de pago, a tasas próximas al 15 %, y los activos financieros totales, mientras que los denominados activos líquidos, que agrupan, junto con los medios de pago, otros activos líquidos, como los depósitos a plazo, las cesiones temporales o las participaciones en fondos de inversión de renta fija, se han ido desacelerando hacia ritmos de crecimiento muy moderados, en torno al 5 % (véase también cuadro 8).

Los pasivos financieros han mostrado una intensa expansión en el mismo período, aunque



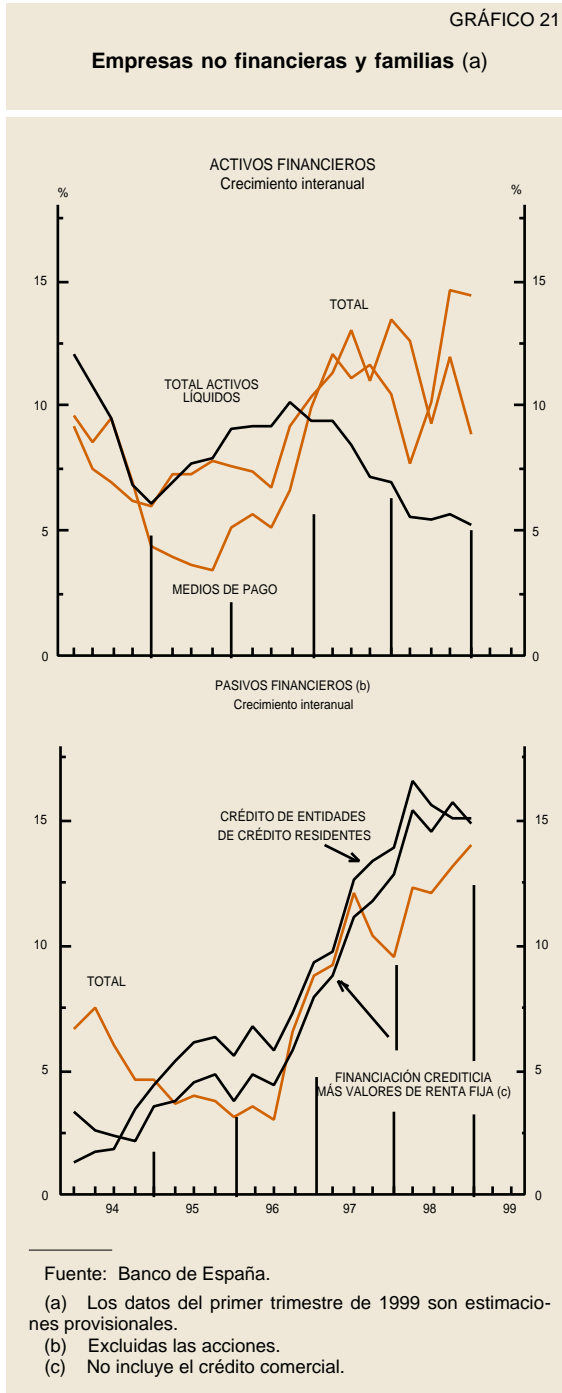
en el caso de la financiación crediticia, que incluye el crédito bancario y los recursos captados mediante la emisión de valores, se observa que la aceleración, que comenzó a finales de 1996, se ha detenido en el primer trimestre de 1999, manteniéndose en tasas próximas al 15 %.

En cualquier caso, la evolución reciente de los agregados de activos y pasivos financieros del sector privado comentada anteriormente pone de manifiesto que las condiciones monetarias y financieras de la economía española siguen siendo relativamente holgadas.

### 5.3.1. Flujos financieros de las familias

La evolución reciente de los flujos financieros del sector familias ha estado condicionada por una progresiva disminución del ritmo de crecimiento de las operaciones activas y por un notable incremento de los pasivos financieros, basado en un crecimiento muy elevado del crédito concedido por las instituciones de crédito. Sin embargo, en 1998 este menor ahorro financiero se ha visto compensado por la revalorización neta acumulada a lo largo del año en acciones y participaciones en fondos de inversión, y que representa en torno a un 4 % del PIB. De esta forma, el efecto de la revalorización de las carteras ha sido un factor dominante en la determinación del perfil de la posición financiera neta de las familias durante 1998 (véase gráfico 22). En efecto, el mantenimiento de la tendencia alcista de los mercados bursátiles durante todo el año 1997 y primer trimestre de 1998, que, en el caso de la Bolsa de Madrid, duplicaron su valor respecto a finales de 1996, se quebró bruscamente durante el tercer trimestre, cuando sufrieron un fuerte retroceso, debido a la crisis de los mercados financieros internacionales. Esto supuso un reajuste significativo en el valor de las carteras de las familias: en el tercer trimestre, por ejemplo, la cartera de acciones de las familias sufrió una pérdida en torno a un 15 % de su valor. Durante el último trimestre del año se produjo una cierta recuperación, que, sin embargo, no ha continuado durante el primer trimestre de 1999.

En relación con la evolución de los activos financieros de las familias, en el gráfico 22 se observa que, durante el primer trimestre de 1999, parece acentuarse la tendencia hacia una progresiva desaceleración del crecimiento de los activos, con una tasa de expansión interanual del 6,4 % en dicho periodo, frente a un crecimiento medio del 11 % en 1998. En esta evolución, los instrumentos más líquidos (efectivo y depósitos) son los únicos que han registrado a lo largo del primer trimestre una moderada aceleración en términos de la contribución



al crecimiento de los activos financieros. Los medios de pago, que comprenden el efectivo y los depósitos a la vista y de ahorro, han mantenido su ritmo de crecimiento en los dos últimos trimestres en torno al 9 %. Por componentes, son los depósitos a la vista de las familias los que han crecido con más intensidad, mientras que el efectivo mantiene la misma tónica desde hace varios trimestres, con ritmos de avance prácticamente nulos. Respecto a los otros depósitos, se ha producido una recuperación de los depósitos a plazo, basada en el mejor tratamiento fiscal concedido a los depósitos a plazo

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

	Saldo último trimestre (a) (b)	Tasas T1,4					
		1997		1998			1999 (b)
		IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
<b>FAMILIAS Y EMPRESAS NO FINANCIERAS:</b>							
<b>Activos financieros totales</b>	<b>1.197,0</b>	<b>11,0</b>	<b>13,4</b>	<b>12,6</b>	<b>9,3</b>	<b>11,9</b>	<b>8,9</b>
Activos financieros líquidos	542,0	7,1	6,9	5,6	5,5	5,7	5,3
<i>Medios de pago</i>	240,6	11,6	10,5	7,7	10,2	14,6	14,4
<i>Otros activos financieros líquidos</i>	301,4	4,2	4,6	4,1	2,3	-0,6	-1,0
Resto de activos financieros	655,0	15,0	19,8	19,4	13,0	17,9	12,0
<b>Pasivos financieros totales</b>	<b>803,0</b>	<b>10,4</b>	<b>9,5</b>	<b>12,3</b>	<b>12,1</b>	<b>13,1</b>	<b>14,0</b>
Financiación bancaria más valores de renta fija	509,9	11,8	12,9	15,3	14,5	15,7	14,8
<i>Crédito de entidades de crédito residentes</i>	413,3	13,3	13,8	16,6	15,6	15,1	15,0
Resto de pasivos financieros	293,1	8,2	4,2	7,4	8,1	8,9	12,6
<b>FAMILIAS:</b>							
<b>Activos financieros totales</b>	<b>782,7</b>	<b>11,7</b>	<b>14,8</b>	<b>11,9</b>	<b>7,4</b>	<b>10,8</b>	<b>6,4</b>
Activos financieros líquidos	453,2	6,6	6,7	4,7	5,1	4,2	3,5
<i>Medios de pago</i>	180,1	7,2	7,8	5,2	6,8	9,3	9,2
<i>Otros activos financieros líquidos</i>	273,0	6,3	6,0	4,4	4,0	1,1	0,0
Resto de activos financieros	329,5	21,1	29,4	24,3	11,3	21,8	10,7
<b>Pasivos financieros totales</b>	<b>326,4</b>	<b>10,6</b>	<b>9,5</b>	<b>10,8</b>	<b>11,4</b>	<b>13,7</b>	<b>13,2</b>
Financiación bancaria más valores de renta fija	228,6	13,9	16,8	17,4	16,5	18,3	15,2
<i>Crédito de entidades de crédito residentes</i>	206,2	14,5	17,6	18,2	17,2	19,1	15,9
Resto de pasivos financieros	97,7	4,3	-3,7	-1,6	1,4	4,3	8,8
<b>EMPRESAS NO FINANCIERAS:</b>							
<b>Activos financieros totales</b>	<b>414,3</b>	<b>9,7</b>	<b>10,7</b>	<b>13,9</b>	<b>13,1</b>	<b>14,1</b>	<b>13,8</b>
Activos financieros líquidos	88,8	9,9	8,3	10,5	7,8	14,1	15,3
<i>Medios de pago</i>	60,5	31,5	21,3	16,9	23,6	34,4	33,2
<i>Otros activos financieros líquidos</i>	28,4	-10,6	-6,2	2,3	-10,4	-14,1	-10,3
Resto de activos financieros	325,5	9,7	11,3	14,9	14,6	14,1	13,4
<b>Pasivos financieros totales</b>	<b>476,7</b>	<b>10,3</b>	<b>9,5</b>	<b>13,4</b>	<b>12,5</b>	<b>12,8</b>	<b>14,6</b>
Financiación bancaria más valores de renta fija	281,3	10,2	9,8	13,8	13,0	13,7	14,5
<i>Crédito de entidades de crédito residentes</i>	207,1	12,3	10,4	15,1	14,1	11,4	14,1
Resto de pasivos financieros	195,4	10,4	9,0	12,8	11,8	11,5	14,6

Fuente: Banco de España.

(a) Miles de millones de euros.

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

superior a dos años. En cualquier caso, los flujos financieros generados por este conjunto de instrumentos más líquidos mantienen una contribución modesta al crecimiento del total de activos financieros. De hecho, el componente formado por los denominados activos financieros líquidos ha seguido mostrando tasas moderadas y decrecientes, en el entorno del 3,5 %, en el primer trimestre de 1999.

En términos de contribución, son las participaciones en fondos de inversión y las acciones las que han tenido una mayor contribución al crecimiento de los activos financieros de las familias en los dos últimos años, si bien ambos instrumentos han moderado sus ritmos de cre-

cimiento en los últimos trimestres. En efecto, el valor total de la cartera de fondos de inversión creció en el cuarto trimestre de 1998 un 25 % en tasa interanual, mientras que esta tasa podría reducirse hasta el 11 % en el primer trimestre de este año. Los factores que están incidiendo en esta desaceleración tienen que ver, por un lado, con el peor comportamiento de los mercados bursátiles, tanto nacionales como internacionales, que han reducido las plusvalías acumuladas en estos instrumentos. Por otro lado, la propia incertidumbre bursátil, junto con el reducido nivel de los actuales tipos de interés, ha desincentivado la inversión de los agentes en estos instrumentos. Además, los cambios introducidos en enero de 1999 en el tratamiento

fiscal de los fondos de inversión, que reducen el atractivo que tenían para los inversores, especialmente en comparación con los depósitos bancarios, también han podido influir en un desplazamiento de la demanda de activos desde participaciones en fondos hacia depósitos. Así, la evidencia existente apunta a que las suscripciones netas de participaciones en fondos de inversión observadas en el último trimestre de 1998, y que ascendían a 7.500 millones de euros, se han reducido significativamente en los primeros meses de 1999.

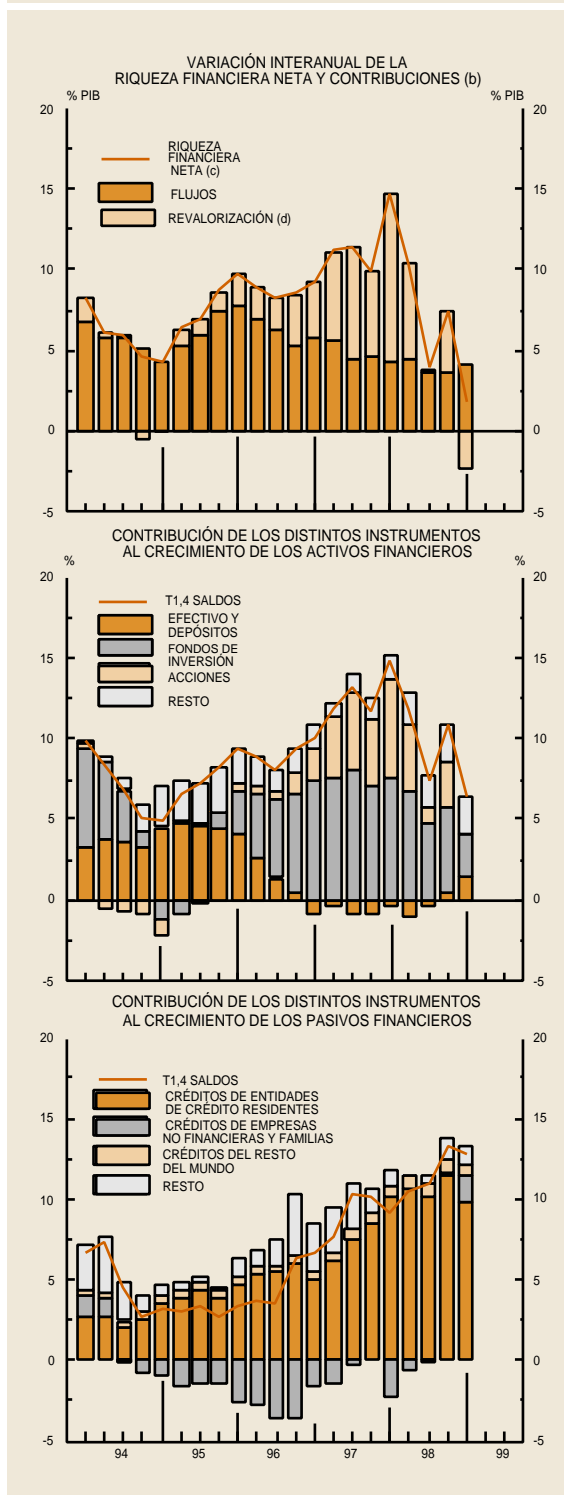
Otro de los instrumentos que mantiene una mayor contribución al crecimiento de la cartera de activos financieros de las familias durante los últimos trimestres son las acciones. Tras las perturbaciones que registraron durante los meses de verano los mercados bursátiles, los inversores privados y, en concreto, las familias han mostrado una actitud de cautela en cuanto a las adquisiciones de nuevos valores, registrándose un moderado flujo positivo en el último trimestre de 1998. En cualquier caso, el aumento de las cotizaciones bursátiles durante el cuarto trimestre alivió la posición financiera de las familias, pues permitió recuperar una gran parte de las pérdidas del tercer trimestre y que 1998 terminara con una significativa revalorización de sus carteras. La evolución de los mercados durante los tres primeros meses de 1999 se ha caracterizado por el estancamiento en los niveles de finales de año, con un aumento de la volatilidad que ha podido desincentivar la toma de nuevas posiciones en este mercado.

Por otra parte, los pasivos financieros de las familias han registrado un elevado crecimiento en los dos últimos años, a unas tasas superiores, especialmente en 1998, a las mostradas por los activos. En el primer trimestre de 1999 se ha mantenido esa intensa expansión, con una tasa de crecimiento interanual del 13 %. El componente dominante es el crédito otorgado por las entidades de crédito residentes (véase gráfico 22). En este caso, sí se observa una cierta moderación en sus ritmos de avance, pues, frente a la tasa interanual de crecimiento del 19 % que alcanzó en el último trimestre de 1998, en el primer trimestre de 1999 el ritmo de expansión se ha desacelerado hasta el 16 %.

La notable expansión que viene mostrando el crédito bancario en los últimos trimestres puede estar obedeciendo a la confluencia de algunos factores complementarios a los determinantes fundamentales de la demanda de crédito de las familias, que son el crecimiento de la renta disponible y la evolución de los tipos de interés. En efecto, el notable incremento registrado en los pasivos financieros podría estar vinculado al crecimiento también elevado de la

GRÁFICO 22

Familias (a)

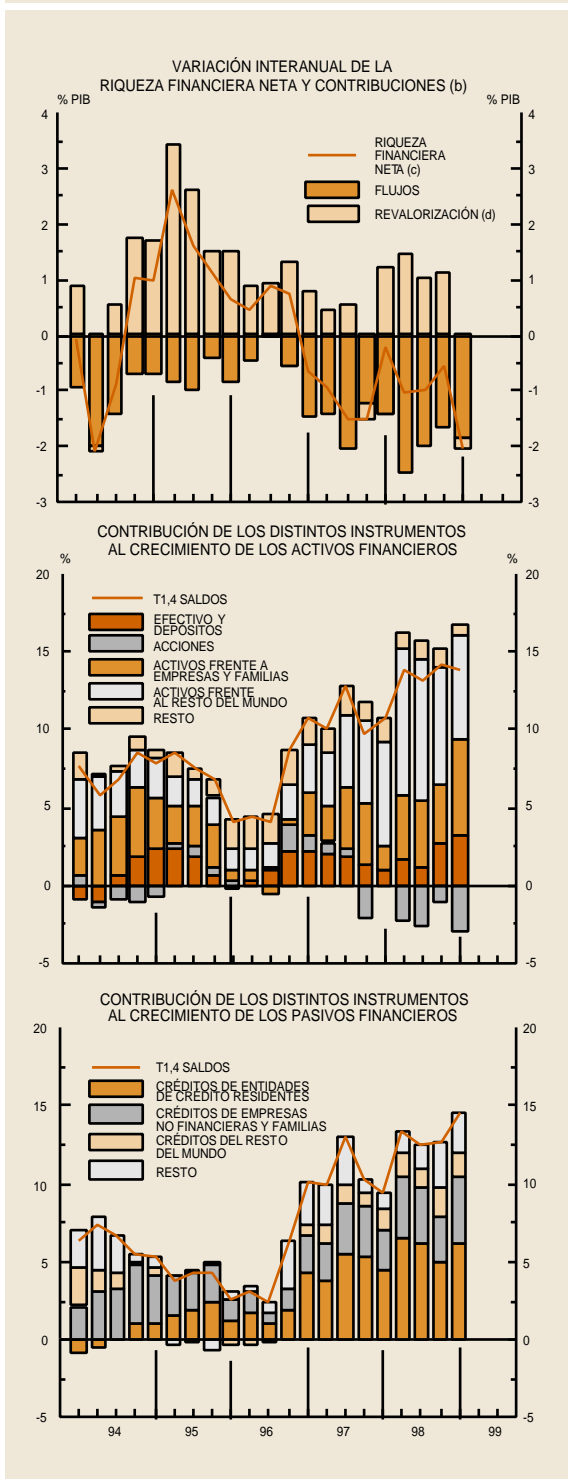


Fuente: Banco de España.

- (a) Los datos del primer trimestre de 1999 son estimaciones provisionales.
- (b) Los datos de flujos y revalorización son acumulados en cuatro trimestres.
- (c) Calculada con una estimación del activo para aproximarlo a una valoración a precios de mercado.
- (d) Diferencia entre la variación del saldo y el flujo.

GRÁFICO 23

**Empresas no financieras (a)**



Fuente: Banco de España.

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

riqueza financiera del sector en los dos últimos años, fruto, en buena medida, de la favorable evolución de los mercados bursátiles. En primer lugar, podría suponerse que las familias han financiado parte de la adquisición de activos financieros, por ejemplo, procedentes de algunas de las privatizaciones que se han llevado a cabo en el pasado, mediante crédito bancario. En segundo lugar, la mayor acumulación de activos financieros por efecto de la propia revalorización de las carteras ha podido relajar las restricciones financieras de las familias y animarlas a incrementar sus niveles de endeudamiento para financiar bienes de consumo o la adquisición de vivienda.

La información trimestral de los balances bancarios sobre el destino del crédito concedido por bancos y cajas, correspondiente al cuarto trimestre de 1998, muestra que la financiación concedida a las personas físicas (que no coincide exactamente con la definición de familias que se ha analizado a lo largo del epígrafe) se concentra, básicamente, en el crédito concedido para la adquisición de vivienda, que, aunque parece haberse desacelerado en relación con trimestres anteriores, aún mantiene tasas en torno al 17 %. El crédito concedido para la adquisición de bienes duraderos, si bien solo supone un 5 % del total de la financiación concedida por las entidades de crédito, continúa creciendo a tasas muy elevadas en los últimos trimestres. El crédito destinado a otros fines (entre los que se encuentran la adquisición de activos financieros, ocio, educación, etc.) también ha exhibido un crecimiento muy elevado.

**5.3.2. Flujos financieros de las empresas no financieras**

La evolución reciente de los flujos financieros de las empresas no financieras muestra que, en comparación con lo que sucede en las familias, el efecto de revalorización presenta una menor relevancia en la trayectoria de la posición financiera de este sector en los últimos años, frente a lo que son los flujos financieros derivados de transacciones. Abundando en la comparación frente al sector familias, conviene también señalar que la demanda de activos de las empresas obedece a factores diferentes de los de las familias, lo que supone que sus saldos sean mucho más variables. Así, la demanda de activos financieros líquidos por parte de las empresas está más asociada a su gestión de tesorería que a sus decisiones de gasto. Además, el volumen de activos líquidos es solo la quinta parte del de las familias, lo que contribuye a que sus tasas de variación sean más volátiles.

Teniendo en cuenta estas cautelas, hay que señalar que los activos financieros de las empresas no financieras han mantenido el ritmo de avance acelerado con el que cerró el año, con una tasa de crecimiento del 14,6 % en el primer trimestre de 1999. Los activos líquidos han registrado una contribución creciente al total de los activos financieros y, dentro de estos, son los medios de pago los que vienen registrando mayores tasas de crecimiento (véase gráfico 23). Entre los instrumentos que más han contribuido al crecimiento de los activos financieros destacan los propios activos frente a las empresas y familias y los activos frente al resto del mundo, que se han materializado, principalmente, en un incremento de los flujos de inversiones exteriores directas. En efecto, como ya se ha comentado anteriormente, las empresas españolas vienen incrementando notablemente sus inversiones exteriores, especialmente en Iberoamérica. Un aspecto que conviene también resaltar es la evolución registrada, en los últimos trimestres, en la cartera de acciones de las empresas, pues, como se observa en el gráfico 23, desde finales de 1997 ha contribuido negativamente al crecimiento de los activos. Este episodio es reflejo, en parte, de las privatizaciones de empresas públicas englobadas dentro del grupo Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) que han tenido lugar a lo largo de 1998, lo que ha supuesto que las acciones anteriormente contabilizadas en el sector de empresas, al pertenecer la SEPI a este sector, hayan pasado a considerarse dentro del sector que las adquirió, como familias o instituciones de crédito.

Por su parte, los pasivos financieros de las empresas mantienen un ritmo de crecimiento elevado y creciente, con una tasa interanual en el primer trimestre de 1999 cercana al 15 % (véase gráfico 23). Aparte de la financiación obtenida a través de las entidades de crédito, que ha mantenido un crecimiento medio en torno al 13 % en 1998 y al 14 % en el primer trimestre de 1999, hay que destacar la contribución significativa que los otros canales de financiación han registrado a lo largo de los últimos trimestres. En concreto, hay que destacar la apelación a la financiación exterior y al crédito empresarial, que configuran casi la mitad del crecimiento total de los pasivos financieros de este sector. Uno de los factores explicativos de los elevados ritmos de crecimiento del crédito puede estar asociado a la importante toma de posiciones en el exterior a través de inversiones directas, pues estas podrían estar siendo financiadas a través del crédito bancario, ya sea de entidades de crédito residentes o no residentes. De hecho, durante 1998 las empresas españolas adquirieron casi 10.000 millones de euros de acciones y participaciones emitidas por empresas

extranjeras, que puede aproximar, en alguna medida, la inversión directa exterior, lo que representa el 2 % del PIB, mientras que el flujo de crédito procedente del resto del mundo se elevó en 1998 a más de 8.000 millones de euros.

En cuanto a la información sobre financiación a empresas clasificada por actividades productivas, los últimos datos trimestrales procedentes de los balances bancarios, que corresponden a finales de 1998, ponen de manifiesto que el crédito concedido por bancos y cajas a los sectores de construcción y servicios registra tasas interanuales de crecimiento próximas al 20 %, acentuándose su crecimiento en relación con el tercer trimestre. Por su parte, la financiación concedida al sector industrial mantiene una tasa interanual de avance del 11 %.

#### 5.4. *Flujos financieros de las Administraciones Públicas*

En 1998, las necesidades de financiación para el conjunto de las Administraciones Públicas se situaron en el 1,8 % del PIB, 0,8 puntos por debajo de los niveles del año anterior. La trayectoria descendente de los datos trimestrales acumulados del ahorro financiero neto parece estar en línea con los objetivos establecidos en el Pacto de Estabilidad, consistentes en alcanzar una posición presupuestaria próxima al equilibrio en un horizonte temporal cercano. Para 1999 se prevé que dicha magnitud mejore en torno a dos décimas más del PIB. Por su parte, la posición financiera neta (activos-pasivos) de las Administraciones Públicas es deudora, y a finales de 1998 se situaba en el 52 % del PIB.

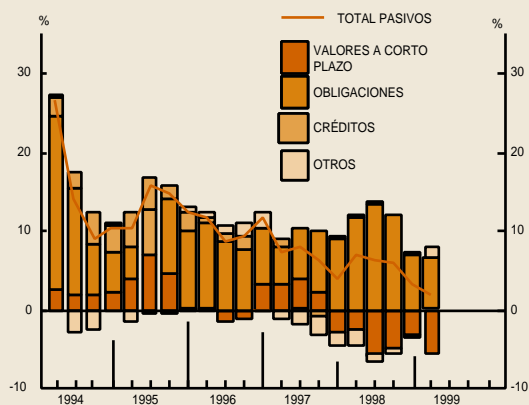
A lo largo del período transcurrido de 1999, se ha mantenido el esquema de financiación del déficit que estuvo vigente durante la mayor parte de 1998, de manera que los instrumentos a largo plazo han continuado siendo la fuente principal de captación de pasivos (véase gráfico 24). En concreto, las emisiones netas de obligaciones han superado las propias necesidades de financiación del período, lo que ha permitido continuar con la reducción de los saldos de los instrumentos a corto plazo y alargar la vida media de los saldos de deuda en circulación. Pese a la presencia de cierta inestabilidad en los mercados financieros, que impulsaron al alza las rentabilidades de los mercados secundarios de deuda en febrero y marzo, se registró una demanda significativa de valores del Estado, lo que permitió que el Tesoro realizara un nuevo ajuste a la baja en los tipos de emisión.

Por lo que respecta a las emisiones de letras del Tesoro, en el período enero-abril han



GRÁFICO 24

**Crecimiento de los pasivos de las Administraciones Públicas T 1,4 y contribuciones**



Fuente: Banco de España.

sido negativas en 7.500 millones de euros, a pesar de que la emisión bruta se elevara a 14.400 millones. Las amortizaciones se concentraron en el tramo de valores a dieciocho meses, mientras la emisión neta de letras a doce meses fue positiva. El clima de descensos en los tipos de interés de los mercados monetarios ha favorecido la disminución del coste de financiación de los instrumentos a corto plazo. En el conjunto del período, el movimiento a la baja de los tipos marginales de emisión ha supuesto un descenso de unos 30 puntos básicos para los tramos de doce y dieciocho meses, en relación con los existentes a finales de 1998, quedando situados en torno al 2,6 % para ambos plazos; y de unos 20 puntos básicos en el plazo de los seis meses, hasta quedar fijado en el 2,5 %. Respecto a la periodicidad de las subastas de letras de Tesoro durante 1999, debe señalarse que el Tesoro ha modificado la frecuencia de las subastas de las de seis meses, pasando a ser cada cuatro semanas (antes eran quincenales), alternándose con las de doce y dieciocho, que se realizarán cada dos semanas.

En cuanto a las emisiones de bonos y obligaciones, el volumen de recursos captados en las cuatro primeras subastas mensuales de 1999 ascendió a 13.432 millones de euros, si bien esta fuerte emisión se verá parcialmente reducida por la amortización de 6.188 millones,

que tendrá lugar el 30 de abril. La elevada demanda de este tipo de instrumentos permitió al Tesoro instrumentar recortes en los tipos marginales, que han totalizado un descenso acumulado de unos 45 puntos básicos para los bonos a tres y cinco años, y de unos 20 puntos básicos para las obligaciones a diez y quince años, en relación con los fijados en el mes de diciembre. Así, en la subasta correspondiente al mes de abril los tipos marginales quedaron fijados en el 3,10 %, 3,38 %, 4,12 % y 4,55 % para cada uno de los plazos entre tres y quince años. De igual forma, la cómoda situación financiera del Tesoro se ha manifestado a través de las reducciones sucesivas de los objetivos de colocación, cuyos importes para la subasta de abril se han situado en niveles mínimos para este año.

Los recursos obtenidos en los mercados de valores han permitido cubrir con holgura las necesidades financieras del primer trimestre de 1999, en torno a los 5.100 millones de euros. Como consecuencia de ello, una pequeña parte de los requerimientos financieros del Tesoro ha debido ser cubierta mediante la apelación a su cuenta corriente en el Banco de España, por importe de 62 millones de euros, con lo que el saldo disponible en dicha cuenta a finales de marzo se situaba en torno a los 10.000 millones de euros.

Esta estructura de financiación ha supuesto que el porcentaje de obligaciones sobre el total de pasivos en circulación haya ido creciendo de forma continuada durante los últimos trimestres, desde un 54 % a finales de 1997 hasta un 59 % en el cuarto trimestre de 1998. Por contra, el peso de los instrumentos a corto plazo se ha ido reduciendo y ha pasado, en igual período, del 20 % al 16 %. Asimismo, el componente de créditos, de especial importancia para la financiación del subsector de Administraciones Territoriales, ha reducido su porcentaje en el total de pasivos, a lo largo de 1998, en un punto porcentual, situándose, en el cuarto trimestre de 1998, en el 16 %. Como resultado de esta estructura de financiación, a lo largo de 1998 se ha producido una ampliación de la vida media de los pasivos en circulación. Con datos relativos a la deuda anotada del Estado, la vida media se ha incrementado desde 3,5 años a finales de 1997, a alrededor de cinco años en la actualidad.

26.4.1999.