

---

# Evolución reciente de la economía española

## 1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

La información coyuntural aparecida en el último mes, relativa en su mayor parte al cierre del tercer trimestre de 1999, es coherente con un comportamiento del sector real como el descrito en el último «Informe trimestral de la economía española» (1). Los distintos indicadores disponibles tienden a confirmar que la demanda interna mantuvo en ese período un ritmo de variación similar, al menos, al registrado en la primera parte del año, mientras que las exportaciones siguieron reanimándose, permitiendo una aportación algo menos negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del producto. Desde la óptica de la actividad productiva, la información recibida refleja la recuperación de la actividad industrial, mientras que se observa una cierta estabilidad en las tasas de crecimiento del empleo. La evolución de los salarios en 1999 no ofrece novedades, permaneciendo en el 2,3 % el incremento medio pactado de las tarifas salariales.

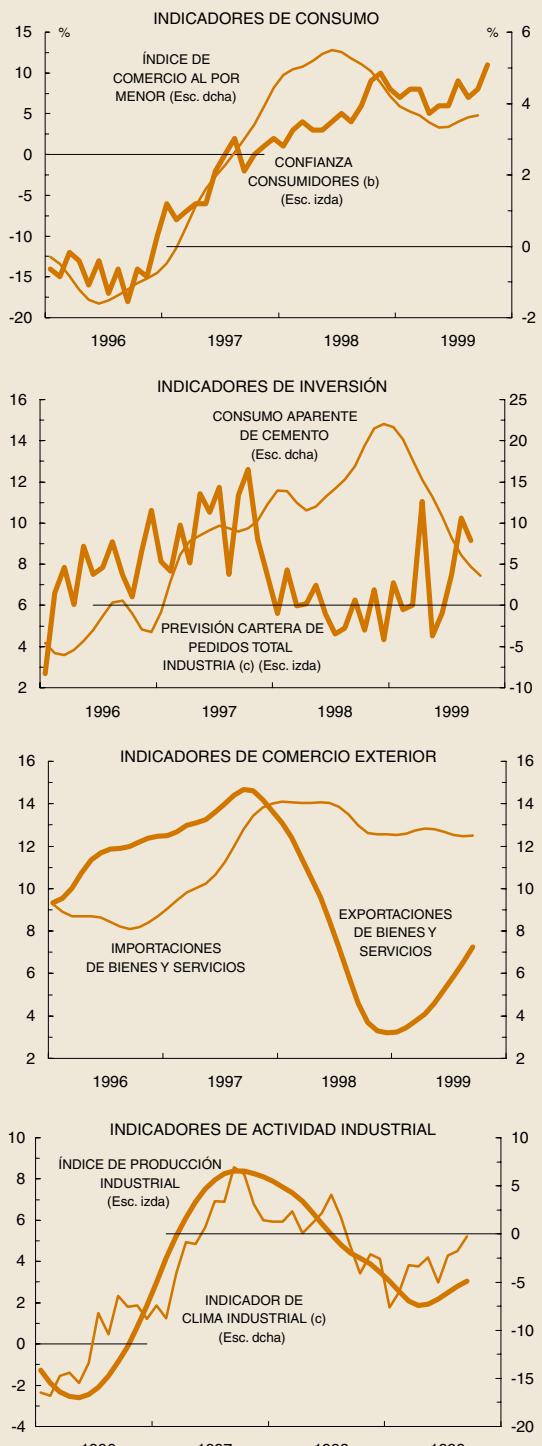
La mayor parte de los indicadores de consumo han elevado su ritmo de crecimiento en los últimos meses. El índice general de ventas del comercio al por menor mantuvo en septiembre el dinamismo ganado a partir del mes de junio, y cerró el tercer trimestre con un crecimiento interanual del 4,7 %, por encima del registrado en el primer semestre del año. Las ventas de alimentos mostraron un tono algo más bajo que el resto de los bienes de consumo, aunque también se han recuperado, tras el retroceso observado en primavera. El índice de disponibilidades de bienes de consumo registró, asimismo, un perfil ascendente en el tercer trimestre, destacando, como en el caso del indicador de ventas, un avance más moderado de las disponibilidades alimenticias. Dentro del consumo no alimenticio, las disponibilidades de material de transporte experimentaron, sin embargo, una desaceleración en los meses de verano que también se ha observado en la evolución de las matriculaciones de automóviles. La desaceleración de las matriculaciones se ha prolongado en el mes de octubre, último dato publicado, aunque su incremento acumulado en los diez primeros meses del año es todavía del 19,6 %. El indicador de confianza de los consumidores, que en los meses de verano recuperó el nivel medio alcanzado al inicio del año, registró un nuevo avance en el mes de octubre, alcanzando un máximo histórico. La mejora se ha extendido a las series de expectativas de gasto para los próximos meses. Aunque de forma menos marcada, el indicador de confianza del comer-

---

(1) Véase el *Boletín económico* de octubre de 1999.

GRÁFICO 1

Indicadores de demanda y actividad (a)



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

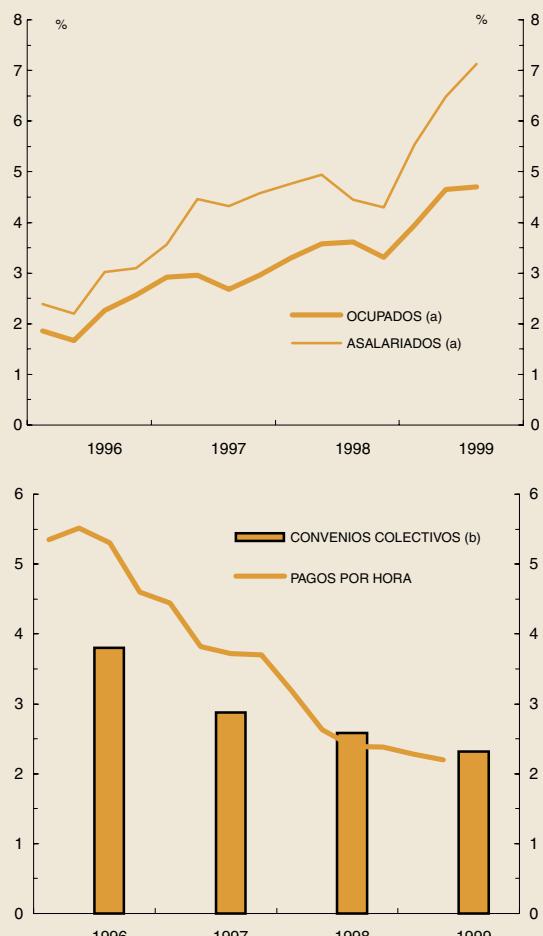
(a) Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

(b) Nivel serie original.

(c) Serie del Ministerio de Industria. Nivel serie ajustada de estacionalidad.

GRÁFICO 2

Empleo y salarios  
Tasas de variación interanuales



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

(a) Series de la EPA corregidas del efecto del cambio censal.

(b) Para el año 1999 el dato corresponde a los convenios registrados hasta el 31 de octubre.

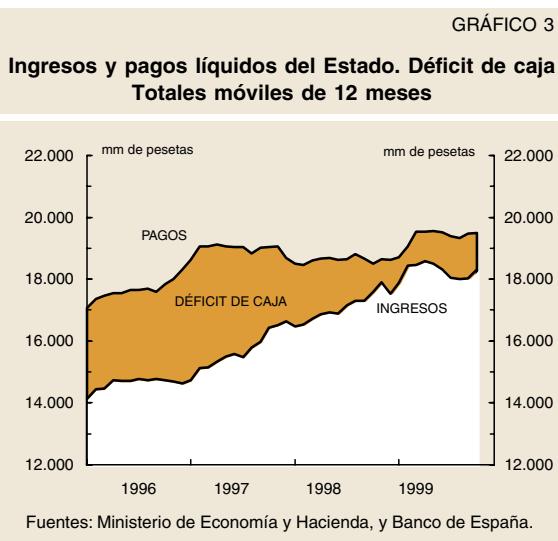
cio al por menor mantiene una tendencia al alza desde que registrara un ligero retroceso al inicio del año; sin embargo, el indicador de clima industrial correspondiente a los productores de bienes de consumo solo ha mostrado una tímidamente recuperación en septiembre.

El índice de disponibilidades de bienes de equipo, elaborado con información prácticamente completa para el tercer trimestre, ha experimentado un crecimiento acumulado del 11 % en el período enero-septiembre. Aunque en términos de tasas interanuales este indicador ha mostrado una ralentización de su crecimiento en los meses más recientes, su tendencia es de moderada recuperación a partir de las tasas ya elevadas, cercanas al 10 %, que viene

registrando desde 1998. A nivel desagregado, continúa destacando el aumento significativamente mayor de las disponibilidades de material de transporte, frente al resto de bienes de equipo. Por su parte, el indicador de clima industrial del sector —publicado por el MINER— mostró una ostensible mejora en septiembre, como consecuencia de las favorables expectativas sobre producción y cartera de pedidos.

La información sobre el gasto en construcción apunta hacia una moderación de los altos ritmos de crecimiento registrados en la primera mitad del año. Entre los indicadores contemporáneos, el consumo aparente de cemento aumentó un 4,9 % en el tercer trimestre, frente al incremento del 13,3 % acumulado en el período transcurrido del año, como consecuencia de la fuerte desaceleración que viene sufriendo desde el segundo trimestre. Por su parte, la producción de materiales para la construcción continuó creciendo a un ritmo del 4,9 % en septiembre, similar al acumulado en el año, mientras que los indicadores de empleo en el sector han mostrado evoluciones dispares en el período de verano —un crecimiento sustancial, según la EPA, y un comportamiento más en línea con los indicadores de actividad, las afiliaciones y el paro registrado—. Aunque el indicador de confianza del sector de la construcción se recuperó algo en octubre del fuerte deterioro sufrido en agosto, su nivel actual es sustancialmente inferior al registrado al inicio del año. En cualquier caso, las opiniones relativas a la contratación siguen mostrando saldos positivos y los indicadores adelantados del gasto en construcción han frenado, en el segundo trimestre, el deterioro que venían sufriendo desde mediados de 1998.

Con los datos de comercio exterior disponibles hasta el mes de septiembre, las exportaciones han seguido la senda de moderada recuperación iniciada en el segundo trimestre, como consecuencia de las mejoras registradas en el contexto económico internacional. El crecimiento real de las exportaciones acumulado hasta el mes de septiembre se situó en el 3,9 %, muy inferior al 12,6 % registrado por las importaciones, que, por su parte, han consolidado los avances logrados en los meses anteriores. Sin embargo, los distintos ritmos de crecimiento de las exportaciones y las importaciones han propiciado un aumento del déficit comercial, de forma que, aunque ha mejorado el saldo de ingresos por turismo, la balanza por cuenta corriente presentó un saldo deficitario de 3.245 millones de euros (540 mm de pesetas) en los ocho primeros meses del año, frente al superávit de 2.620 millones de euros (436 mm de pesetas) obtenido en el mismo período del año anterior. Por su parte, el saldo de la balanza de capital

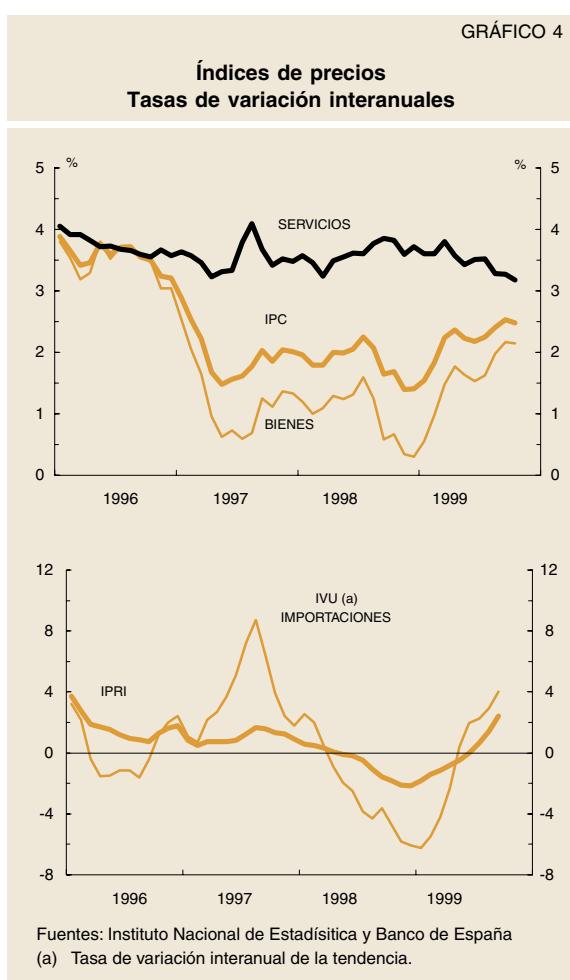


registró un superávit de 3.663 millones de euros (609 mm de pesetas), algo inferior al obtenido en los ocho primeros meses de 1998.

Entre los indicadores de actividad, el índice de producción industrial registró una tasa de variación interanual del 3,7 % en septiembre, que se transforma en un 3,2 % cuando se tienen en cuenta los efectos calendario. Aunque este dato ha corregido algo a la baja la aceleración sufrida por este indicador en agosto, ha venido a confirmar también que la actividad industrial se mantiene en una senda de recuperación sostenida. Por componentes, ha sido precisamente la producción de bienes intermedios y de bienes de consumo —la que más se aceleró en agosto— la que mayor corrección experimentó en septiembre, aunque la pauta de recuperación es clara en todos ellos. La encuesta de coyuntura industrial publicada por la CE ha recogido una elevación del indicador de confianza industrial en los meses de septiembre y octubre, como consecuencia de la mejora de las expectativas de producción. Sin embargo, en el tercer trimestre todavía tuvo lugar una reducción del grado de utilización de la capacidad productiva en la industria, que los empresarios del sector esperan que se revierta en el último trimestre del año.

Según la Encuesta de Población Activa (EPA), en el tercer trimestre de 1999 el empleo creció un 4,7 %, en relación con el mismo período del año anterior, tasa que coincide con la registrada en el segundo trimestre (2). El empleo ha continuado avanzando a ritmos elevados con posterioridad, según se desprende del incremento de las afiliaciones totales a la Segu-

(2) En otro artículo de este Boletín se comentan con mayor detalle los resultados de la EPA del tercer trimestre.



ridad Social del mes de octubre (un 5,7 %), tasa superior a la media del tercer trimestre (5,5 %). Sin embargo, debido al fuerte aumento de la población activa, la EPA ha contabilizado en el tercer trimestre un descenso en el número de desempleados muy inferior al de trimestres anteriores. En consecuencia, el recorte de la tasa de paro fue de solo dos décimas, en relación con el trimestre anterior, hasta quedar situada en el 15,4 %. Por su parte, el número de parados registrados en el INEM aumentó en octubre con mayor intensidad que hace un año, por lo que, pese a la reducción del paro en todos los sectores, dicho proceso mantiene su progresiva ralentización.

En relación con los salarios, los convenios colectivos firmados hasta el 31 de octubre incorporan un incremento salarial medio del 2,3 %, similar al dato de septiembre, sin que se haya producido tampoco un avance importante en el número de trabajadores afectados. Dos aspectos merecen ser destacados. En primer lugar, las escasas divergencias que se aprecian tanto entre los incrementos pactados en los convenios de nueva firma y en los revisados como entre las distintas ramas de actividad,

pues tan solo el sector agrícola mantiene una desviación significativa respecto a la media, con un incremento del 2,6 %. En segundo lugar, cabe reiterar que las cláusulas de salvaguardia, que afectan al 65 % de los trabajadores sometidos a convenio en 1999, pueden tener un efecto significativo sobre el crecimiento de las remuneraciones en el primer trimestre del próximo año.

La ejecución del presupuesto del Estado hasta el mes de octubre se saldó con un déficit de solo 92 mm de pesetas, ligeramente superior al registrado en el mismo período del año 1998. Este resultado contrasta con el aumento de 335 mm de pesetas que se registraba hasta el pasado mes de septiembre. Por el lado de los ingresos, se ha corregido el efecto del adelanto de las devoluciones del IRPF en 1999, y su ritmo de crecimiento se ha elevado hasta el 5,2 %, tasa similar a la prevista en el Avance de Liquidación incluido en el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para el próximo año. En el caso de los gastos, aunque su tasa de crecimiento se ha reducido hasta el 5,7 %, todavía se observa un ritmo superior al 4,3 % previsto en el Avance, debido a los diferentes calendarios de pagos por intereses que se derivan de los vencimientos de la deuda pública en 1998 y 1999.

## 2. PRECIOS

Tanto el índice general de precios de consumo (IPC) como el IPSEBENE —agregado que excluye los componentes del IPC con mayor variabilidad— mantuvieron sus ritmos de crecimiento interanual en el 2,5 % y 2,3 %, en el mes de octubre, respectivamente. A pesar de la estabilidad que recogen estas cifras, el comportamiento de los diferentes componentes del IPC no fue homogéneo.

Dentro del conjunto de bienes de consumo, los precios de los bienes industriales redujeron su tasa de variación interanual hasta el 2,4 %, como consecuencia de la desaceleración de los precios energéticos, que moderaron su ritmo de avance interanual hasta el 7,8 %, desde el 9,4 % registrado en septiembre; el origen de este recorte fue el descenso del precio de la bombona de butano, que el gobierno aprobó en octubre. Los precios de los bienes industriales no energéticos también moderaron ligeramente su ritmo de crecimiento interanual en ese mes, hasta el 1,3 %. Por su parte, los precios de los productos alimenticios registraron un repunte, debido a la aceleración de los precios de los alimentos no elaborados, que, tras tres meses de registros negativos, situaron su tasa interanual en el 0,8 %; mientras, los precios de los alimentos elaborados han mantenido un creci-

miento prácticamente estabilizado entre el 2,3 % y el 2,4 % en los siete últimos meses. Por último, los precios de los servicios incluidos en el IPC redujeron su tasa de variación interanual en una décima, en el mes de octubre, quedando situada en el 3,2 %. Cabe destacar la reducción experimentada por los precios de los servicios turísticos y por los del transporte aéreo y marítimo.

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) redujo su tasa de crecimiento interanual hasta el 2,4 % en el mes de octubre, si bien los distintos componentes mostraron comportamientos próximos a los del IPC nacional. Puesto que la tasa de variación interanual de dicho índice en la UEM se elevó hasta el 1,4 %, el diferencial de inflación entre España y la zona del euro se redujo en tres décimas, hasta un punto porcentual. Por componentes, la reducción del diferencial ha descansado, principalmente, en el mejor comportamiento relativo de los precios de los productos energéticos en dicho mes, así como en los servicios y en los bienes industriales no energéticos.

En cuanto a los precios al por mayor, el índice de precios industriales (IPRI) correspondiente al mes de septiembre registró un crecimiento del 2,4 % respecto al mismo mes del año anterior. Además de la aceleración que vienen sufriendo los precios de los productos intermedios energéticos, a lo largo de todo el año, cabe destacar el repunte de precios en la producción y tratamiento de derivados de las carnes, que, unido al fuerte ritmo de avance de los precios del aceite, explica la aceleración del componente de bienes de consumo alimenticio. El índice de precios percibidos por el agricultor recogió en agosto los recortes de precios habituales en los meses centrales del año, y acrecentó ligeramente su ritmo de descenso interanual hasta el 5,4 %. En el ámbito exterior, la tasa de variación interanual de los precios de las importaciones, en el mes de agosto, ha confirmado el repunte iniciado en junio, destacando el aumento de los precios de los bienes intermedios energéticos. Por su parte, la reducción de los precios de los bienes exportados vino fuertemente inducida por el anómalo descenso experimentado por los precios de los bienes de equipo.

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

El entorno exterior de la zona del euro ha seguido mostrando señales, en general, positivas. En Estados Unidos, ha continuado el fuerte ritmo de expansión de la actividad económica (el PIB aumentó un 4,2 % en tasa interanual

y un 5,5 % en tasa intertrimestral anualizada, durante el tercer trimestre), si bien los componentes de la demanda interna más sensibles a la evolución de los tipos de interés han comenzado a mostrar síntomas incipientes de desaceleración, en tanto que las exportaciones han manifestado un comportamiento más expansivo. La inflación, aunque ha repuntado ligeramente en los últimos meses, se mantiene en tasas moderadas: en octubre, el incremento interanual de los precios de consumo fue del 2,6 %, que se reduce al 2,1 % si se excluyen los precios de los alimentos y de la energía. Asimismo, los diversos indicadores de costes laborales tienden a confirmar que el persistente tensionamiento del mercado de trabajo —en octubre, la tasa de paro se redujo nuevamente hasta el 4,1 %— ha ejercido, por el momento, un impacto limitado sobre los precios de consumo, como consecuencia, fundamentalmente, de las ganancias de productividad registradas. No obstante, ante el fuerte crecimiento de la demanda y la presión que esta ejerce sobre la capacidad instalada, la Reserva Federal decidió, el 16 de noviembre, elevar en un cuarto de punto el tipo de interés objetivo de los fondos federales hasta el 5,5 %, nivel en el que se encontraba a finales de septiembre de 1998, cuando los mercados financieros internacionales acusaban el recrudecimiento de la crisis financiera de las economías emergentes.

En Japón, el dato de crecimiento interanual del PIB en el segundo trimestre ha sido revisado a la baja, desde el 1,1 % estimado previamente hasta el 0,9 %. Aunque la revisión ha afectado ligeramente a la demanda interna privada, esta se debe, en su mayor parte, a la corrección al alza de la tasa de expansión de las importaciones. Recientemente, el gobierno ha anunciado un nuevo conjunto de medidas de estímulo a la actividad, consistente básicamente en aumentos del gasto público en infraestructuras y de las subvenciones a la pequeña empresa. En septiembre, los precios de consumo han vuelto a registrar un incremento interanual negativo (-0,2 %). En cuanto al Reino Unido, la recuperación de la actividad está teniendo lugar a un ritmo más intenso del anticipado con anterioridad. Aunque la inflación permanece estabilizada en tasas cercanas al 2 %, las condiciones del mercado de trabajo y la fuerte revalorización de los activos inmobiliarios indujeron al Banco de Inglaterra a elevar su tipo de interés básico, el pasado 4 de noviembre, en un cuarto de punto, hasta el 5,5 %.

En los mercados financieros, la confirmación del mantenimiento de un crecimiento de la producción sostenido en ausencia de presiones inflacionistas significativas en Estados Unidos

CUADRO 1

## Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	1999				
	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT
	NOV (c)				
<b>ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):</b>					
Índice de Producción Industrial	1,0	0,4	2,6		
Comercio al por menor	4,3	2,7	2,4		
Matriculaciones de turismos nuevos	7,8	10,4	5,3	1,8	
Confianza de los consumidores	-5	-3	-4	-4	-2
Confianza industrial	-9	-7	-7	-5	-3
IAPC	0,9	1,1	1,2	1,2	1,4
<b>VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):</b>					
M3	5,3	5,8	5,7	6,1	
M1	11,4	13,9	12,8	13,0	
Crédito a los sectores residentes					
Total	7,8	7,7	7,9	7,9	
AAPP	0,0	0,2	0,2	1,3	
Otros sectores residentes	10,9	10,6	10,8	10,5	
EONIA	2,56 %	2,52 %	2,44 %	2,43 %	2,49 %
EURIBOR a tres meses	2,63 %	2,68 %	2,70 %	2,73 %	3,38 %
Rendimiento bonos a diez años	4,53 %	4,86 %	5,06 %	5,24 %	5,47 %
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	1,44	1,02	0,97	0,76	0,72
Tipo de cambio dólar/euro	1,038	1,035	1,060	1,058	1,071
Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.					
(a) Tasas de variación interanual, excepto en los indicadores de confianza.					
(b) Tasas de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales.					
(c) Media del mes hasta la última información disponible.					

parece haber impulsado la recuperación del dólar y de los mercados bursátiles desde mediados de octubre, así como el descenso de los tipos de interés a largo plazo que tuvo lugar a continuación. En concreto, entre el 15 de octubre y el 18 de noviembre, el índice Dow Jones aumentó un 10,2 %, el dólar se apreció casi un 5 % frente al euro —frente al yen ha permanecido estabilizado— y los rendimientos de la deuda pública a diez años, tras alcanzar el 6,33 % el 25 de octubre, llegaron a situarse muy próximos al 6 %, aunque tras la subida de los tipos de interés oficiales de la Reserva Federal han repuntado ligeramente.

En la zona del euro, de acuerdo con los indicadores más recientes, la actividad económica ha continuado fortaleciéndose en los meses transcurridos del segundo semestre de 1999. Las tasas de variación de la producción industrial experimentaron aumentos apreciables durante los meses de verano en todos los componentes, con la excepción de los bienes de capital, cuya evolución suele, no obstante, seguir a la del resto de bienes con un cierto retraso. La mejora de los resultados de la encuesta de confianza industrial en octubre, que confirma los progresos de los dos meses precedentes,

es tanto más significativa si se tiene en cuenta que los avances de este indicador han sido más intensos en los componentes que tienen tradicionalmente una mayor capacidad informativa acerca de las tendencias futuras. Asimismo, el comportamiento del componente referido a los pedidos procedentes del exterior del área confirma la recuperación de las exportaciones ya reflejada en los datos de contabilidad nacional del segundo trimestre. Por último, el índice de directores de compras ha progresado igualmente de modo sostenido hasta el mes de octubre, lo que constituye un aval adicional de la mejora del clima empresarial. Por su parte, los indicadores referidos a la evolución del consumo privado mantienen una evolución favorable. Entre ellos destaca muy especialmente la confianza de los consumidores, que, tras haber experimentado un cierto retroceso en los meses centrales del año, ha aumentado de forma apreciable en octubre. En el mercado de trabajo, la tasa de paro de la zona del euro permaneció, entre julio y septiembre, en el 10 % de la población activa. Finalmente, los superávit de la balanza por cuenta corriente y de la balanza de bienes acumulados en los ocho primeros meses del año ascendieron a 36,4 y 66,7 mm de euros, respectivamente; en comparación

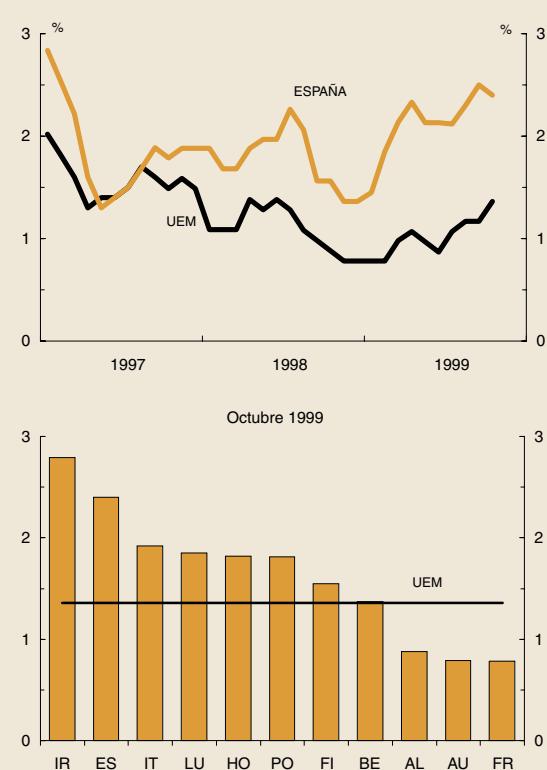
con idéntico período de 1998, ambos saldos positivos sufrieron un descenso, que cabe atribuir, principalmente, a la disminución del valor de las exportaciones.

La inflación de la zona del euro continúa siendo muy moderada, si bien el ritmo de crecimiento de los precios de consumo ha mostrado en meses recientes una suave aceleración, como consecuencia del encarecimiento del componente de bienes energéticos y, en menor medida, de la atenuación del ritmo de descenso de los precios de los alimentos no elaborados. De este modo, la tasa interanual de crecimiento del IAPC se situó, en octubre, en el 1,4 % (cinco décimas por encima del mínimo alcanzado en el mes de junio). La diferencia máxima entre las tasas de inflación nacionales sigue siendo de dos puntos porcentuales: en octubre, Francia y Austria fueron los países con menor crecimiento de los precios (0,8 % de incremento interanual), mientras que la mayor tasa la registró Irlanda (2,8 %). Por su parte, los precios de producción industrial han reflejado también el alza del coste de la energía, aumentando en septiembre un 1,7 %, en tasa interanual, lo que supone un incremento de 4,5 puntos porcentuales desde principios de año.

Tras el moderado descenso observado en el mes de octubre, el precio del petróleo en los mercados internacionales ha repuntado con intensidad en noviembre. Este encarecimiento, unido a la posibilidad de que no se haya completado todavía la repercusión de las elevaciones del precio del crudo observadas en los últimos meses sobre los diferentes componentes del IAPC, podría suponer nuevos repuntes de la inflación en la zona del euro a lo largo de los próximos meses.

En el contexto descrito, continuaron en octubre las expectativas de subidas de tipos de interés a corto plazo en la zona del euro, que se habían venido manifestando desde el mes de mayo. El 4 de noviembre, el Consejo de Gobierno del BCE anunció una subida de 50 puntos básicos del tipo de interés de las operaciones principales de financiación, que se situó en el 3 %, y una elevación simultánea de los tipos de las facilidades permanentes de crédito y depósito, que se establecieron en el 4 % y el 2 %, respectivamente, manteniéndose así la amplitud del corredor definido para los tipos de interés a corto plazo alrededor del tipo central de intervención (véase gráfico 6). Con la adopción de esta medida, el BCE pretende atajar los posibles riesgos para la estabilidad de precios en un marco de fortalecimiento de la recuperación económica y de condiciones monetarias relativamente holgadas en el área del euro.

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



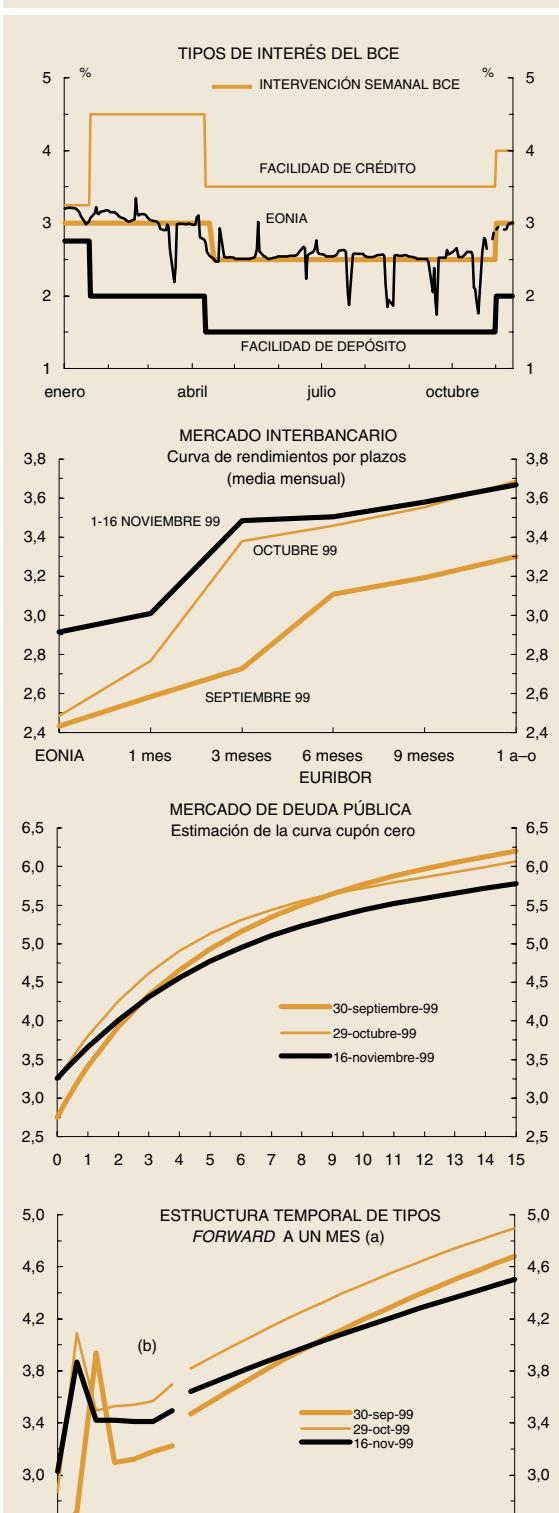
Fuente: Eurostat.

Por lo que respecta a estas condiciones, en el mes de septiembre, último mes para el que se dispone de información, los agregados monetarios y crediticios del área mostraron pautas de comportamiento similares a las observadas en meses anteriores. El agregado monetario M3 registró un crecimiento anual en dicho mes del 6,1 %, con lo que la media móvil de tres meses de la tasa de crecimiento interanual de este agregado se situó en el 5,9 %, casi 1,5 puntos porcentuales por encima de su valor de referencia (4,5 %). Si bien al dinamismo del crecimiento monetario en el mes de septiembre contribuyeron ciertos factores de naturaleza transitoria, relacionados con desplazamientos en las carteras de los agentes, las favorables perspectivas de crecimiento y los relativamente bajos tipos de interés continuaron siendo sus determinantes fundamentales. Entre los componentes de M3, sigue destacando la fuerte expansión de los depósitos a la vista, con tasas interanuales en torno al 15 %, lo que determina que el agregado M1 presente incrementos interanuales del 13 %.

Por el lado de las contrapartidas de M3, en septiembre la expansión del crédito a los residentes en la zona fue consecuencia, funda-

GRÁFICO 6

Tipos de interés en la zona del euro



Fuente: Banco de España y BCE.

(a) Implicitos hasta 6 meses en los tipos EURIBOR y estimados con la curva cupón cero para horizontes mayores.

(b) Los tipos esperados con horizonte entre 2 y 3 meses se ven afectados por distorsiones asociadas al efecto 2000.

GRÁFICO 7

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



Fuente: Banco de España.

(a) Unidades nacionales por euro.

mentalmente, y como en meses anteriores, del fuerte dinamismo del crédito al sector privado, que experimentó una tasa de crecimiento interanual del 10,5 %, ligeramente inferior a la de agosto (10,8 %). Por su parte, el crédito a las AAPP mantuvo su evolución moderada, con un crecimiento interanual del 1,3 %, algo superior al registrado en agosto (0,2 %). Asimismo, en términos mensuales, la posición de las IFM frente al exterior mejoró por tercer mes consecutivo, si bien en términos anuales esta posición mostró un deterioro de 239 mm de euros, como consecuencia de los flujos de inversión directa y de cartera en el exterior por parte de los residentes en el área.

Respecto a la estructura temporal de tipos de interés, hasta el 26 de octubre los tipos de interés a corto y a largo plazo experimentaron ascensos, como consecuencia de las expectativas de subidas en los tipos de intervención del Eurosistema y de la incertidumbre sobre la evolución de los mercados financieros, tanto en el área como en Estados Unidos. A partir de entonces, si bien los tipos a más corto plazo siguieron incrementándose hasta el día 4 de noviembre, fecha del movimiento en los tipos de

CUADRO 2

## Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1997	1998		1999		
	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT	NOV (a)
<b>BANCARIOS:</b>						
Tipo sintético pasivo	3,2	2,1	1,6	1,7	1,7	...
Tipo sintético activo	6,5	5,2	4,7	4,7	4,9	...
<b>TESORO:</b>						
Subasta de letras a doce meses (b)	4,5	3,0	3,1	3,2	3,5	3,5
Subasta de bonos a tres años	4,9	3,5	4,3	4,3	4,6	4,6
Subasta de obligaciones a diez años	5,8	4,3	5,3	5,3	5,5	5,4
<b>MERCADOS SECUNDARIOS (c):</b>						
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,5	2,9	2,9	3,0	3,3	3,3
Deuda pública a diez años	5,6	4,1	5,2	5,3	5,6	5,3
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,31	0,20	0,28	0,26	0,25	0,23
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	42,2	37,2	1,5	-1,2	0,3	8,1
Pagarés de empresa	4,9	3,4	3,2	3,2	3,6	...
Obligaciones privadas	5,5	4,3	5,0	5,1	5,5	...

Fuente: Banco de España.

(a) Media de datos diarios, hasta el 24 de noviembre.  
(b) Tipo de interés marginal.  
(c) Medias mensuales.  
(d) Variación porcentual acumulada del índice a lo largo del año.

intervención, los tipos a más largo plazo pasaron a experimentar descensos significativos. Este movimiento en los tipos a largo plazo pudo deberse tanto a una reducción de la incertidumbre sobre el tono que la política monetaria del Eurosystema iba a mantener —al publicarse, el día 27 de octubre, los datos de crecimiento monetario del mes de septiembre— como al contagio de las disminuciones mostradas por los tipos de interés de los bonos estadounidenses, como consecuencia de la publicación, el día 28 de octubre, de datos más positivos de lo esperado sobre la evolución de los precios en aquella economía.

Por lo que respecta a los mercados monetarios, el tipo EONIA se mantuvo, como es habitual en los últimos meses, en niveles ligeramente superiores al tipo de interés de las operaciones principales de financiación, para descender por debajo de este en los últimos días del período de mantenimiento del coeficiente de caja. El tipo interbancario a tres meses aumentó, por su parte, desde finales de septiembre y hasta el 4 de noviembre algo más de 40 puntos básicos, para después mostrar una suave tendencia a la baja, hasta situarse, el día 16 de noviembre, en el 3,5 %, aproximadamente 0,75 puntos por encima del nivel medio registrado en septiembre. Por lo que se refiere a los mercados a largo plazo, los tipos de interés de las obligaciones a

diez años —que alcanzaron niveles del 5,6 % a mediados de octubre—, a partir del día 27 de octubre mostraron una trayectoria descendente, situándose en el 5,1 % el día 11 de noviembre. No obstante, este movimiento a la baja de los tipos de interés a largo plazo se ha revertido en los últimos días, como consecuencia de la información recibida sobre la continuada pujanza de la economía estadounidense, el asentamiento de unas expectativas más favorables para el crecimiento económico en la UEM y el nivel más elevado que están alcanzando los precios del petróleo. Como resultado de los movimientos descritos, se ha producido una reducción de la pendiente de la curva de rendimientos, y el diferencial a largo plazo frente a Estados Unidos, que fluctuó en torno a los 70 puntos básicos durante el mes de octubre, ha aumentado alrededor de 20 puntos básicos, situándose en torno a los 90 puntos básicos en la media de los días transcurridos de noviembre.

Los movimientos en los tipos de intervención del Eurosystema fueron acompañados de una revisión a la baja de los tipos de interés esperados por los mercados, que se reflejó en un desplazamiento hacia abajo de la curva de rendimientos (véase gráfico 6), lo que puede interpretarse como un reconocimiento de la efectividad de este endurecimiento de la política monetaria en términos de la evolución futura de la

CUADRO 3

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

	1999	1997	1998	1999		
	SEP (b)	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP
1. Activos financieros líquidos (2 + 3) = (4 + 7)	545,1	7,1	5,4	3,2	3,8	4,3
2. Medios de pago	257,1	11,6	14,8	17,4	17,0	17,4
3. Otros activos financieros	288,1	4,2	-1,1	-7,0	-5,6	-5,1
4. Familias (5 + 6)	447,0	6,5	3,6	0,3	0,8	1,2
5. Medios de pago	194,0	7,0	8,9	13,9	13,8	14,2
6. Otros activos financieros	253,1	6,2	0,4	-8,2	-7,3	-6,9
7. Empresas no financieras (8 + 9)	98,1	10,7	15,3	18,7	20,4	21,0
8. Medios de pago	63,1	32,9	36,7	29,8	28,3	28,2
9. Otros activos financieros	35,0	-9,7	-13,5	2,7	8,5	10,0
<b>PRO MEMORIA:</b>						
10. Fondos de inversión (11 a 13) (c)	194,0	48,4	39,3	7,1	12,7	10,8
11. FIAMM	41,9	4,2	-10,3	-10,1	-10,1	-10,1
12. FIM de renta fija	91,1	31,6	25,6	-12,0	-11,4	-12,5
13. Resto de fondos de inversión	60,9	12,5	24,1	29,2	34,2	33,4

Fuente: Banco de España.

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

(b) Saldo en miles de millones de euros.

(c) Variación interanual del saldo.

inflación. Por otro lado, las medidas adoptadas se vieron acompañadas de una reducción de la volatilidad de los precios en los mercados de renta variable del área, que también se produjo, aunque en menor medida, en Estados Unidos. El índice general Dow Jones EURO STOXX se situó, el 15 de noviembre, un 8,8 % por encima del nivel medio mantenido en septiembre.

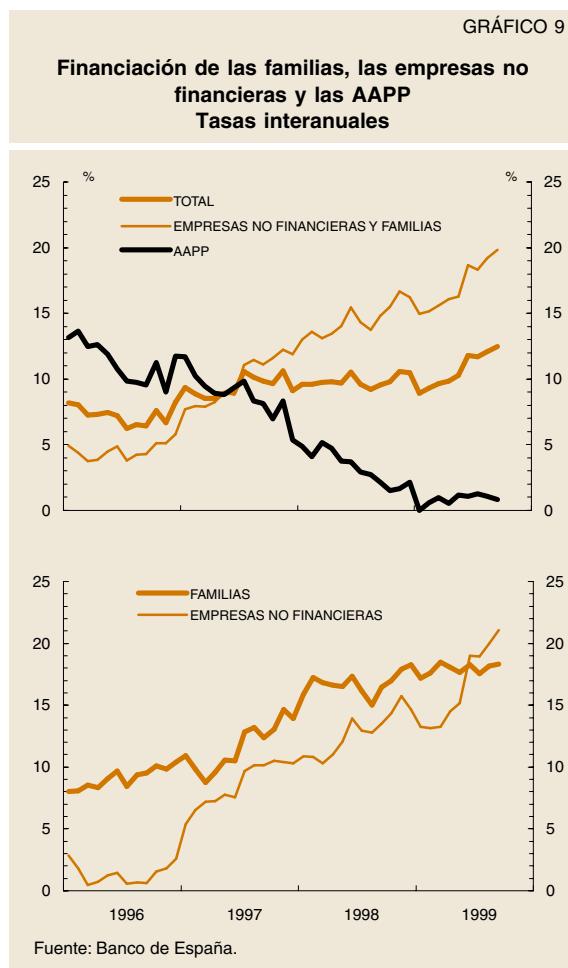
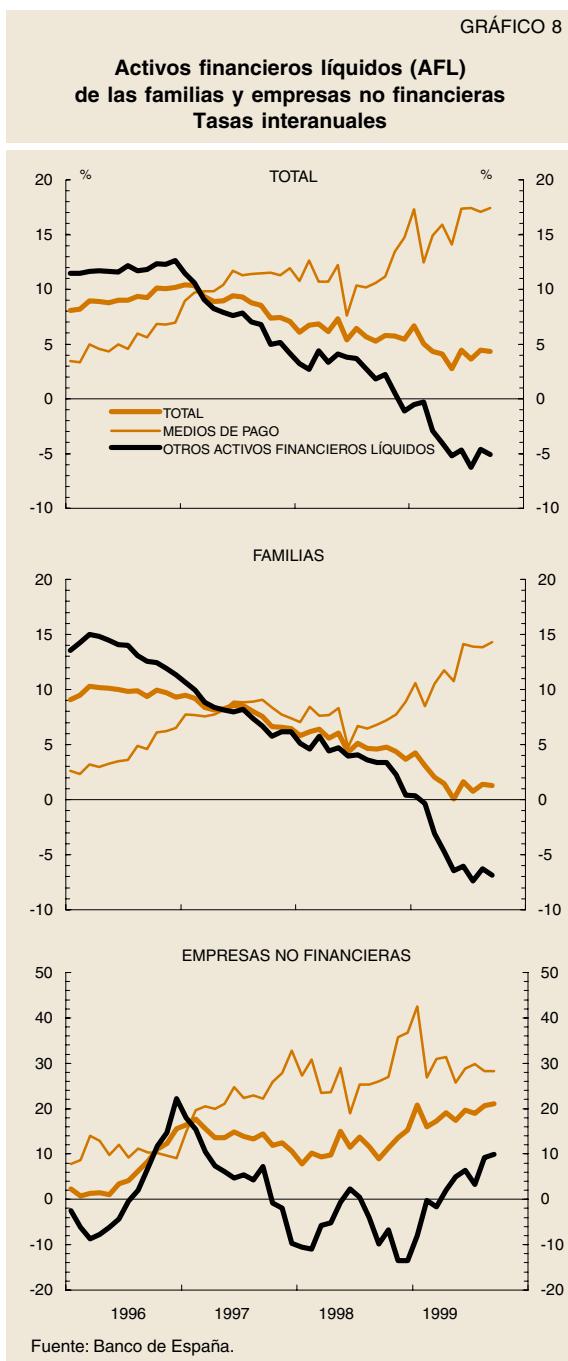
Por su parte, durante la mayor parte del mes de octubre el euro mostró una suave tendencia a la apreciación respecto al dólar, situándose por encima de 1,05 dólares por euro, si bien, desde entonces, se ha depreciado, registrando a mediados de noviembre un nivel alrededor de 1,02. El tipo de cambio frente al yen experimentó una trayectoria similar, de forma que el tipo efectivo nominal del euro frente a los países desarrollados presentaba, el 15 de noviembre, una depreciación del 2,6 % respecto al nivel medio mantenido en septiembre.

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

Durante el mes de octubre, la tónica dominante en los mercados financieros nacionales fue la continuación del proceso de aumentos generalizados de los tipos de interés, en un entorno de expectativas alcistas en los Estados

Unidos y Europa (véase cuadro 2). Sin embargo, desde finales de octubre los tipos de interés a largo plazo han experimentado descensos significativos, hasta alcanzar niveles similares a los del mes de agosto, mientras que la trayectoria de los tipos a corto plazo se ha estabilizado.

Por lo que se refiere a los tipos de interés bancarios, la última información disponible, que corresponde al mes de octubre, pone de manifiesto que las entidades financieras continúan trasladando la subida de los tipos de interés de los mercados financieros tanto a los tipos de las operaciones pasivas como, sobre todo, a los de las operaciones activas. Los tipos sintéticos de las operaciones de crédito y de depósito aplicados por los bancos a su clientela aumentaron, respectivamente, 15 y 5 puntos básicos en octubre, en comparación con el mes anterior, con lo que el diferencial entre esos tipos sintéticos ha aumentado ligeramente en relación con el mínimo histórico que se alcanzó en los meses centrales del año. En el caso de los créditos, tanto los concedidos a tipo variable —cuya evolución viene automáticamente ligada a la evolución de los mercados monetarios— como los otorgados a tipo fijo han experimentado aumentos en su coste de alrededor de 30-40 puntos básicos en el último trimestre. Los tipos pasivos, por su parte, solo han mostrado incrementos muy modestos.



año en el mercado español de renta variable es inferior a la de las principales bolsas internacionales.

En este contexto, los activos financieros líquidos experimentaron un crecimiento interanual, en el mes de septiembre, del 4,3 %, algo superior al del mes anterior. Como se puede observar en el gráfico 8, el desglose de este agregado en «medios de pago» y en «otros activos financieros líquidos» ha mantenido en septiembre las tendencias apuntadas en anteriores informes: crecimientos altos y sostenidos de los medios de pago, en torno al 17,5 %, y ritmos de avance negativos, en torno al 5 %, en el caso del resto de activos líquidos.

Por instrumentos, los depósitos a la vista son los que presentan un comportamiento más dinámico, con tasas interanuales de expansión del 25 %, mientras que los depósitos de ahorro, que desde primeros de año han venido creciendo a tasas cada vez más elevadas, alcanzan ya un ritmo del 17 %. Por su parte, el efectivo ha crecido un 5,7 % a lo largo de los últimos doce meses en las carteras de las empresas no financieras y familias.

Las tendencias señaladas anteriormente afectaron a los mercados bursátiles nacionales, que mostraron un comportamiento desigual a lo largo del mes de octubre, con considerables caídas en la primera parte del mes e importantes revalorizaciones posteriormente. Así, la Bolsa finalizó el mes de octubre con ligeras ganancias, que se ampliaron a lo largo de la parte transcurrida de noviembre, de forma que el Índice General de la Bolsa de Madrid alcanzaba el día 24 una revalorización acumulada en lo que va de año del 8,1 % (véase cuadro 2). Con todo, la rentabilidad acumulada a lo largo del

CUADRO 4

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

	1999	1997	1998	1999		
	SEP (b)	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP
1. Financiación total (2 + 5)	876,3	9,1	10,5	11,7	12,1	12,5
2. Empresas no financieras y familias (3 + 4)	572,8	11,9	16,2	18,3	19,2	19,8
3. Familias	252,1	13,9	18,3	17,5	18,2	18,3
4. Empresas no financieras	320,7	10,3	14,7	19,0	20,0	21,0
5. Administraciones Públicas	303,6	5,3	2,2	1,3	1,1	0,8

Fuente: Banco de España.

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

(b) Saldo en miles de millones de euros.

La evolución descendente de los otros activos líquidos es el resultado de una menor demanda de participaciones en fondos de inversión, tanto FIAMM como FIM de renta fija, y de un desplazamiento hacia otros activos. Entre estos, hay que destacar la mayor preferencia que parecen mostrar las empresas y familias por los depósitos a plazo, que, desde el mes de julio, muestran avances interanuales positivos y crecientes, alcanzando una tasa del 4,1 % en el mes de septiembre. Al contrario que en los meses anteriores, la demanda de fondos de renta variable e internacionales permaneció estancada en septiembre, pese al todavía relativamente reducido nivel de los tipos de interés y a las buenas perspectivas empresariales.

Por sectores, del análisis de los activos financieros líquidos de las familias, tal como puede observarse en el cuadro 3 y el gráfico 8, se deriva una tendencia similar a la del sector privado no financiero en su conjunto, aunque con tasas más suavizadas (hay que tener en cuenta que las tenencias de las familias en este tipo de activos representan un 82 % del total del sector privado). Así, se observa un elevado avance de los medios de pago, de un 14 % —algo superior al de meses anteriores—, y un crecimiento negativo del resto de activos líquidos, de casi el 7 %, que, en su conjunto, determinan un aumento de la tasa de crecimiento interanual en septiembre del 1,3 %.

Por lo que respecta a las empresas no financieras, su cartera de activos financieros líquidos ha seguido aumentando en septiembre a un intenso ritmo interanual (21 %). Por instrumentos, son los medios de pago (con un avance interanual del 28 %) los componentes más dinámicos en este período. Por su parte, los otros activos líquidos parecen haber recuperado

do un alto ritmo de crecimiento, alcanzando en este mes una tasa interanual del 10 %.

Por su parte, la financiación obtenida por los sectores residentes de la economía ha mantenido, durante el mes de septiembre, el ritmo de expansión moderadamente acelerado de los últimos meses, situándose en el 12,5 % en tasa interanual. Esta evolución fue resultado del crecimiento elevado y sostenido de la financiación concedida a empresas no financieras y familias (casi un 20 %, en términos interanuales, en septiembre) y, en contraposición, de avances prácticamente nulos de la financiación obtenida por las Administraciones Públicas (véanse cuadro 4 y gráfico 9).

Un análisis más pormenorizado del sector privado permite observar que, en este mes, la financiación otorgada a las familias por parte de las entidades financieras (que recoge los créditos intermediados por entidades de crédito, tanto residentes como no residentes) mantuvo un elevado crecimiento, de algo más del 18 %, tasa sobre la que parece haberse estabilizado el avance de este agregado, mientras que la obtenida por las empresas no financieras (que, además del crédito bancario, incluye la emisión de valores de renta fija) continuó creciendo a ritmos cada vez mayores, alcanzando un 21 %.

Finalmente, la financiación recibida por las Administraciones Públicas ha estabilizado su ritmo de crecimiento a lo largo del año 1999 entre el 0,5 % y el 1,5 % en términos interanuales, situándose, en el mes de septiembre, en el 0,8 %. Este comportamiento se refleja en una contracción del saldo en términos interanuales de los valores a corto plazo y del crédito bancario, y en un incremento en las colocaciones ne-

tas de valores a medio y largo plazo. Respecto a la evolución más reciente en los mercados de deuda, en los meses de octubre y noviembre las emisiones brutas de deuda a medio y largo plazo fueron muy similares a las amortizaciones realizadas. Sin embargo, la continuación del proceso de canjes permitió emitir más de 3 mm de euros en bonos a tres y cinco años en

los procesos de renovación de la deuda antigua. Asimismo, durante el mes de octubre y el período transcurrido de noviembre se han producido emisiones netas positivas de letras del Tesoro, especialmente en el segmento de 18 meses.

24.11.1999.