
Evolución reciente de la economía española

1. EVOLUCION DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

Los datos de la CNTR (1) publicados recientemente indican que en el tercer trimestre de 1999 la economía española siguió creciendo con una fortaleza notable, como ya se anticipaba en el último «Informe trimestral de la economía española» (2). El PIB aumentó un 3,7 %, en relación con el mismo trimestre de 1998, una décima más que en el período inmediatamente anterior. Esta aceleración se sustentó en una aportación del sector exterior al crecimiento del PIB menos negativa que en la primera mitad del año (de -1,1 puntos porcentuales, frente a -1,5 puntos en el primer semestre), como consecuencia de la clara recuperación de las exportaciones y del leve recorte experimentado por la tasa de crecimiento de las compras al exterior. Por el contrario, la demanda nacional redujo algo su notable dinamismo (quedando en una tasa interanual del 4,8 %), al haberse moderado el crecimiento de la inversión en bienes de equipo y del gasto en construcción —que, no obstante, crecen a ritmos notables—, así como el del gasto en consumo final de las AAPP, mientras que el consumo privado mantuvo un ritmo de avance similar al de trimestres anteriores (4,2 %). Por ramas de actividad cabe destacar la recuperación del valor añadido industrial y la estabilidad, dentro de tasas elevadas, de la actividad en los servicios de mercado. El empleo ha mantenido la suave tendencia a la desaceleración observada desde el comienzo del año, lo que ha dado lugar a una cierta recuperación de las ganancias de productividad. Además, la remuneración por asalariado ha seguido registrando incrementos relativamente moderados, de forma que los costes laborales unitarios han seguido desacelerándose.

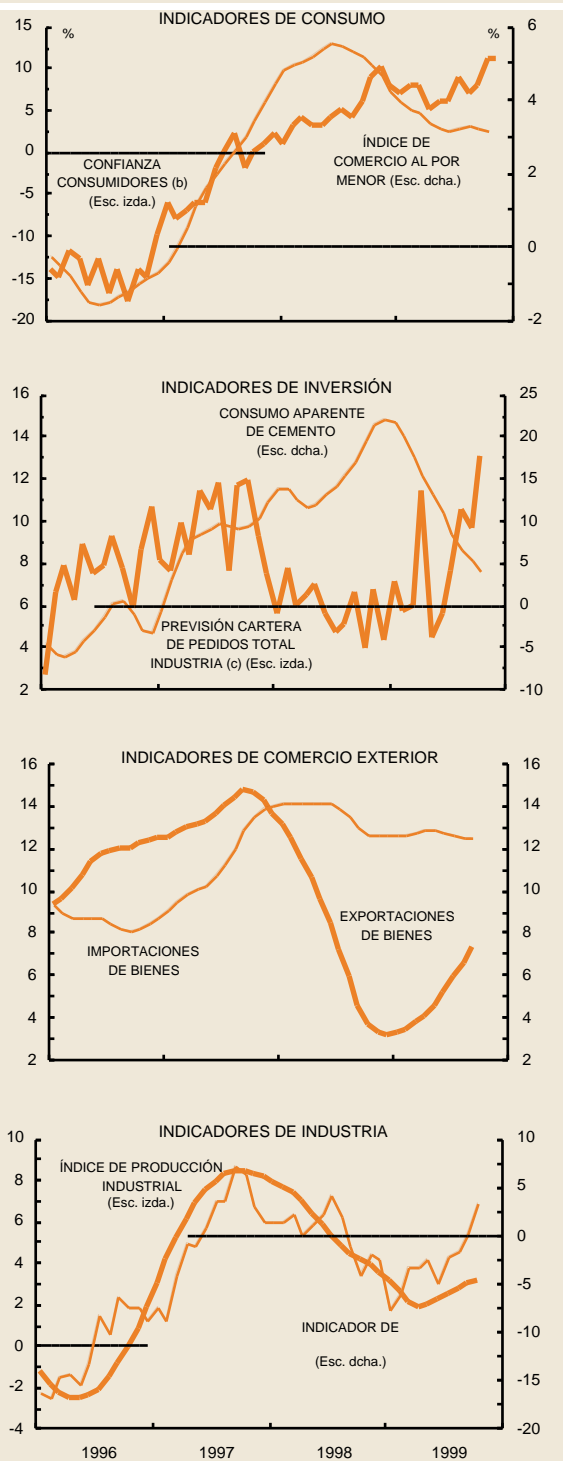
Entre la nueva información recibida sobre la evolución del consumo privado, referida, en su mayor parte, al cuarto trimestre del año, cabe destacar el buen comportamiento de los indicadores de confianza. Las opiniones de los consumidores, que registraron una mejora intensa en octubre, ratificaron en noviembre ese mayor optimismo, especialmente en lo relativo a la oportunidad de realizar compras de bienes duraderos y a la valoración de la situación económica del país. El elevado nivel de confianza de los consumidores se ha trasladado a las actividades productivas directamente relacionadas con el consumo, de forma que tanto el indicador de confianza del comercio al por menor

(1) En este artículo se hará referencia a los datos cíclicotendencia de la CNTR siempre que no se indique otra cosa. Cuando se mencione el empleo, se estará haciendo alusión a los puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

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

GRÁFICO 1

Indicadores de demanda y actividad (a)

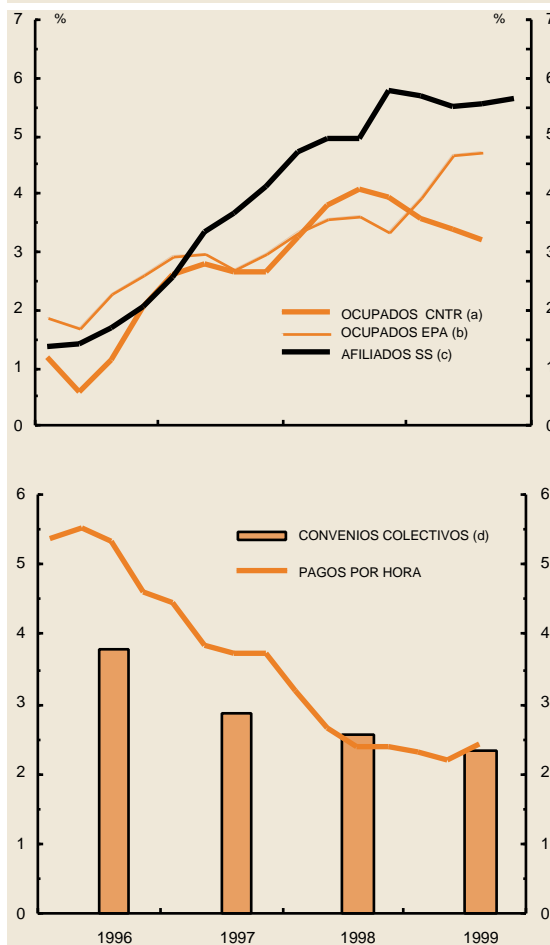


Fuentes: Comisión de la Unión Europea, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Industria, OFICEMEN, Departamento de Aduanas y Banco de España.

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

GRÁFICO 2

Empleo y salarios
Tasas de variación interanuales



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

- (a) Series ciclo-tendencia de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.
- (b) Series EPA corregidas del efecto del cambio censal 1995-96.
- (c) Cuarto trimestre de 1999; se corresponde con el crecimiento medio de octubre y noviembre.
- (d) Sin incluir cláusula de salvaguarda. Para el año 1999, el dato corresponde a los convenios registrados hasta el 31 de octubre.

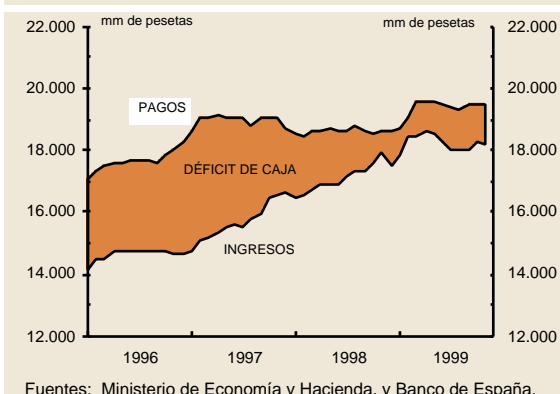
como las opiniones de los productores de bienes de consumo experimentaron ganancias importantes, según los datos más recientes (noviembre y octubre, respectivamente). Los indicadores con una relación más próxima con el gasto de los hogares han tendido, sin embargo, a frenar sus procesos expansivos en los meses más recientes. El indicador de disponibilidades de bienes de consumo, con información muy escasa para el cuarto trimestre, apunta en esa dirección, destacando el tono retraído del consumo de alimentos, en tanto que el consumo no alimenticio y, dentro de este, de los productos duraderos registran una mayor pujanza. Siguiendo estas pautas, la encuesta de comercio

al por menor interrumpió en octubre la senda de recuperación iniciada en junio. En octubre, el índice general de ventas registró un crecimiento interanual del 2 %, en términos reales; las compras alimenticias mostraron una evolución más desfavorable, mientras que las ventas de los restantes productos crecieron a ritmos cercanos al 3 %, destacando los bienes de equipo para el hogar, que mantuvieron el mayor dinamismo (4,1 %). Por su parte, las matriculaciones de automóviles, estimadas a partir del avance de ANFAC, aumentaron un 13 % en noviembre, respecto al mismo mes de 1998, prosiguiendo su paulatina desaceleración dentro de tasas de crecimiento elevadas.

La suave moderación mostrada por la inversión en bienes de equipo en el tercer trimestre, según la CNTR, también quedó reflejada en el índice de disponibilidades de estos bienes. Para el cuarto trimestre de 1999, la información disponible es muy escasa. Por un lado, la producción interior de bienes de equipo experimentó una variación interanual negativa en octubre, que ha dejado el incremento acumulado en los diez primeros meses del año en el 3,2 %, significativamente por debajo del registro alcanzado hasta el tercer trimestre; cabe destacar, sin embargo, la fortaleza de la producción de material de transporte. Por otro lado, el indicador de clima industrial referido a los productores de bienes de equipo —publicado por el MINER— volvió a registrar un aumento en octubre, que consolidó la mejora de septiembre, destacando el alza de la cartera de pedidos y el del valor de la producción.

Los últimos datos de la CNTR han modificado sustancialmente la evolución estimada de la inversión en construcción, que ahora presenta un perfil de la desaceleración a lo largo de los tres primeros trimestres de 1999, semejante al que muestra el valor de los trabajos realizados según la encuesta coyuntural de la industria de la construcción. La información proporcionada por esta encuesta indica que, en el tercer trimestre, la pérdida de empuje fue más intensa en el componente de obra civil, mientras que la edificación siguió creciendo a buen ritmo (9,6 %, en tasa interanual). Los indicadores contemporáneos de la actividad constructora señalan que la ralentización continuó en la parte final del año. El consumo aparente de cemento alcanzó en octubre una variación interanual negativa, consolidando el proceso de desaceleración que venían mostrando los datos anteriores. Entre los indicadores referidos al empleo, la pérdida de impulso está siendo más lenta, presentando aún tasas de variación interanual considerables —las afiliaciones a la Seguridad Social aumentaron en octubre un 15,8 %, y el paro registrado descendió en no-

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

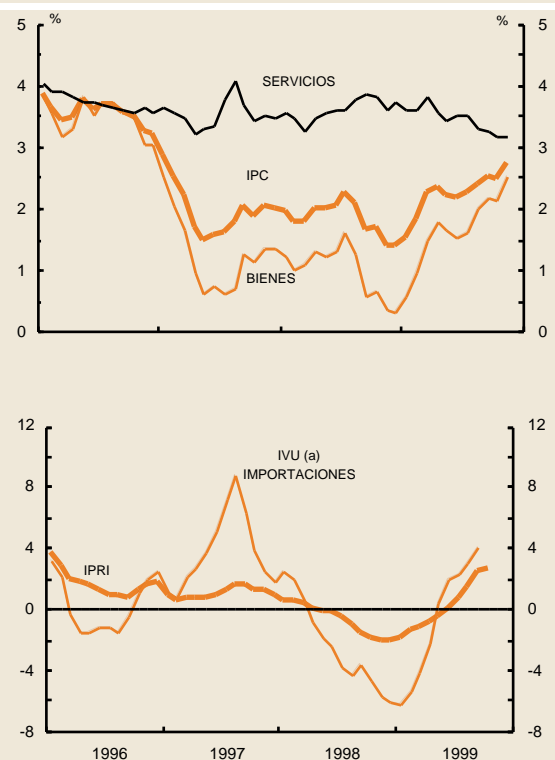


viembre un 12,6 %—. Por su parte, tanto la licitación oficial como las licencias y visados de edificación, indicadores adelantados del gasto, redujeron su ritmo de crecimiento a comienzos del verano (últimos datos publicados), especialmente en obra civil y en edificación no residencial.

Como ya se ha señalado, la demanda exterior neta tuvo una aportación al crecimiento del PIB menos negativa en el tercer trimestre que en los trimestres precedentes, como consecuencia de la recuperación de las exportaciones de bienes, que experimentaron un incremento interanual del 3,9 %, en términos reales, en el conjunto de los nueve primeros meses del año (un 5,8 % en el tercer trimestre), según datos del departamento de Aduanas. Las importaciones han registrado un incremento acumulado del 12,6 % hasta septiembre, y del 11,5 % en el tercer trimestre, también según datos deflactados de Aduanas. La fortaleza de las importaciones es perceptible en todos los grupos de bienes, pero especialmente en los bienes de consumo duradero y en los bienes de equipo. El diferencial en los ritmos de crecimiento de estos agregados, que se reproduce en términos nominales, condujo a un nuevo incremento del déficit comercial a lo largo del tercer trimestre. Teniendo en cuenta el deterioro observado en el saldo negativo de las rentas, y pese a la mejora de los ingresos netos por turismo, el déficit por cuenta corriente se elevó hasta los 5.040 millones de euros (838,6 mm de pesetas) entre enero y septiembre de 1999, frente al superávit de 1.582 millones de euros (263,2 mm de pesetas) contabilizado en el mismo período de 1998. La balanza de capital presentó un saldo positivo de 3.996,8 millones de euros (665 mm de pesetas), en los primeros nueve meses de 1999, ligeramente por debajo del obtenido hace un año.

GRÁFICO 4

Índices de precios Tasas de variación interanuales



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
(a) Tasa de variación interanual de la tendencia.

El VAB de las ramas industriales aumentó un 2,3 % en el tercer trimestre de 1999, según la información de la CNTR, por encima del incremento registrado en la primera mitad del año. Este perfil de moderada recuperación se observó también en el IPI, que experimentó un incremento interanual del 3,7 % entre julio y septiembre, y se prolongó, aunque con menor intensidad, hasta octubre. En este último mes, la producción industrial registró una tasa del 0,2 %, con respecto al dato de octubre de 1998, que se transforma en un aumento del 1,8 %, según la estimación del INE, si se tiene en cuenta el calendario laboral efectivo de cada mes. Tanto en el tercer trimestre del año como en octubre, la producción de bienes destinados al consumo avanzó en menor medida, por la atonía del componente alimenticio, mientras que la producción de bienes de equipo siguió mostrando mayor dinamismo, a pesar del retroceso de octubre, y la de bienes intermedios mantuvo un crecimiento estable. Por su parte, el indicador de clima industrial ha mostrado una evolución al alza en los meses más recientes, que se ha confirmado con el dato de noviembre. En ese mes ha destacado el avance de la cartera de pedidos, especialmente de la cartera ex-

tranjera, y la disminución del nivel de existencias.

En cuanto a los indicadores del mercado laboral, la ligera pérdida de ritmo del empleo en el tercer trimestre, según la CNTR, con un incremento de los ocupados del 3,2 %, había sido anticipada por la evolución de las afiliaciones a la Seguridad Social, si se exceptúa el dato anómalo de julio (3). En noviembre, este indicador experimentó un aumento interanual del 5,2 %, en línea con el crecimiento medio de los meses de agosto y septiembre, que no ha convalidado el repunte esporádico de octubre. Resulta destacable la reactivación que se ha observado desde principios del verano en las afiliaciones al régimen general en la industria (según datos desagregados, disponibles hasta octubre), en línea con la evolución de la producción. Por otra parte, el ritmo de descenso del paro registrado continuó perdiendo fuerza en noviembre, mes en el que el número de parados experimentó una disminución interanual del 10 %, inferior a las registradas en el tercer trimestre (12,6 %) y en octubre (-11,8 %). Los datos de la Encuesta de Salarios correspondientes al período estival han corroborado el cambio de tendencia iniciado el trimestre anterior, al producirse una nueva aceleración tanto de los pagos por persona y mes como de los pagos ordinarios por trabajador y hora, que aumentaron un 2,4 %, en tasa interanual, en el tercer trimestre; el ritmo de aumento de los pagos totales por trabajador y hora permaneció en el 2,5 %. En la construcción, único sector donde los salarios están creciendo a un ritmo superior a los precios de consumo (4,1 % interanual en el concepto de pagos totales por trabajador y hora), se observó una aceleración salarial en el tercer trimestre. En los servicios las ganancias también se aceleraron en ese período (2,3 %), mientras que los pagos por hora recibidos por los trabajadores en la industria experimentaron una reducción de su ritmo de crecimiento (2,3 %).

La ejecución del presupuesto del Estado hasta el mes de noviembre se saldó con un déficit de 313 mm de pesetas, algo superior al registrado en el mismo período del año 1998, debido a un incremento del 4,9 % en los pagos, más alto que el de los ingresos, que fue del 3,9 %. En cualquier caso, los resultados globales de la ejecución presupuestaria hasta noviembre son compatibles con las previsiones oficiales del Avance de Liquidación para el conjunto del año, que estiman un descenso del déficit de caja del 10,7 %. En noviembre, tanto los

(3) Debido a la incidencia de ese dato, la desaceleración no se aprecia en el gráfico 2.

ingresos como los pagos redujeron su crecimiento, destacando la fuerte desaceleración de los pagos por intereses, al haberse corregido gran parte del efecto debido al diferente calendario de vencimientos de la deuda pública en 1998 y 1999. Por el lado de los ingresos, la peor evolución, respecto al Avance de Liquidación, del IRPF y de las transferencias recibidas se compensó, en parte, con un mayor crecimiento en la recaudación del Impuesto sobre Sociedades. En cuanto a los pagos, la expansión de las transferencias corrientes se vio contrarrestada por la moderación de los gastos de consumo y capital.

2. PRECIOS

El índice de precios de consumo (IPC) experimentó un incremento interanual del 2,7 % en noviembre, frente al 2,5 % de octubre, mientras que el IPSEBENE —agregado que excluye los alimentos no elaborados y los productos energéticos— conservó el mismo ritmo de crecimiento que en los dos meses precedentes (2,3 %). Esta nueva aceleración del índice general ha sido consecuencia de la observada en los alimentos frescos y, en menor medida, en los productos energéticos.

Los precios de los productos alimenticios volvieron a sufrir un repunte significativo, como resultado de la aceleración de los precios de los productos frescos, cuya tasa interanual se situó en el 2,2 % en noviembre, y de un ligero aumento de la tasa de variación de los elaborados (2,5 %). Entre los primeros, destaca el aumento del precio de algunas carnes, que fue mayor que el registrado en las mismas fechas de años anteriores. Los precios de los bienes industriales experimentaron una aceleración de 3 décimas porcentuales, quedando su tasa interanual en el 2,7 % en noviembre, debido al incremento de los precios de la energía, que ascendió al 9 %, en términos interanuales, mientras que los productos no energéticos mantuvieron el ritmo de aumento en el 1,3 %. Al contrario que el conjunto de los bienes, los servicios mostraron el mismo crecimiento que el mes anterior (3,2 %), pese a la rebaja de las tarifas telefónicas locales, provinciales e interprovinciales, que tuvo un impacto moderado sobre la rúbrica correspondiente del IPC (-1,5 %).

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) registró en noviembre la misma tasa interanual que el IPC (2,7 %), lo que implica un incremento de tres décimas en relación con octubre. El ritmo de variación interanual del IAPC en la UEM experimentó también un nuevo avance de dos décimas, situándose en el 1,6 %

en noviembre, lo que condujo a un ligero incremento del diferencial de inflación entre España y la zona del euro, hasta quedar en 1,1 puntos porcentuales.

Los precios al por mayor de los productos industriales, recogidos en el índice de precios industriales (IPRI), situaron su tasa de crecimiento interanual en el 2,7 % en octubre, lo que ha supuesto una nueva aceleración, aunque más moderada que la observada en meses precedentes. El buen comportamiento de los precios de los bienes alimenticios, protagonizado por los mismos productos que habían registrado alzas importantes en los dos meses anteriores, compensó el deterioro más o menos acusado del resto de componentes, entre los que destacan los productos intermedios no energéticos. Los precios percibidos por los agricultores aumentaron en septiembre en mayor medida que en el mismo mes de 1998, por lo que su ritmo de descenso interanual se moderó notablemente, hasta el -0,8 %. En cuanto a los precios de las importaciones, aunque en septiembre se observó un crecimiento interanual inferior al de agosto, experimentaron un aumento del 2,7 %, en el conjunto del tercer trimestre, frente a los descensos de la primera mitad del año. La escalada de los precios energéticos ha continuado en ese período, viniendo acompañada de un empeoramiento generalizado del resto de productos, reflejo de la evolución inflacionista de las materias primas en los mercados internacionales y de la depreciación del euro frente al dólar. También se ha producido una minoración del ritmo de caída, en relación con el mismo período del año anterior, del IVU de las exportaciones.

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

En líneas generales, el entorno exterior del área del euro se ha caracterizado por el mantenimiento de los signos positivos en el conjunto de la economía mundial y por la relativa estabilidad de los mercados financieros internacionales. En particular, debe destacarse la continua fortaleza de la economía estadounidense, acompañada de un crecimiento moderado de los precios. En cambio, se ha producido un cierto debilitamiento de la economía japonesa, derivado de la desaparición de los efectos expansivos de los sucesivos paquetes de medidas de estímulo a la inversión. En el área del euro, el proceso de recuperación económica ha cobrado un vigor adicional en un contexto de inflación reducida; sin embargo, como elemento de preocupación, persiste el elevado precio del barril de petróleo, que junto con la relativa debilidad del euro y la mencionada aceleración de

Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	1999					
	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC (c)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):						
Índice de Producción Industrial	0,4	2,6	1,4			
Comercio al por menor	3,0	2,5	1,5			
Matriculaciones de turismos nuevos	10,4	5,3	1,9	2,9		
Confianza de los consumidores	-3	-4	-4	-2	-1	
Confianza empresarial	-7	-7	-5	-3	-1	
IAPC	1,1	1,2	1,2	1,4	1,6	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):						
M3	5,8	5,8	6,2	6,0		
M1	13,9	12,9	13,1	13,0		
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	7,7	7,9	8,0	8,1		
<i>AAPP</i>	0,2	-0,2	1,0	1,7		
<i>Otros sectores residentes</i>	10,6	11,0	10,6	10,5		
EONIA	2,52 %	2,44 %	2,43 %	2,49 %	2,94 %	3,04 %
EURIBOR a tres meses	2,68 %	2,70 %	2,73 %	3,38 %	3,47 %	3,46 %
Rendimiento bonos a diez años	4,86 %	5,06 %	5,24 %	5,47 %	5,19 %	5,24 %
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	1,02	0,97	0,76	0,72	0,94	1,05
Tipo de cambio dólar/euro	1,035	1,060	1,058	1,071	1,034	1,014

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.

la actividad, implica, en términos netos, un riesgo alcista para el nivel de los precios.

En EEUU, el mantenimiento del ciclo de crecimiento no inflacionista se ha visto facilitado, en gran medida, por el elevado ritmo de aumento de la productividad, cuyo crecimiento en el tercer trimestre ha alcanzado el 3,1 %, en términos interanuales. Esto ha permitido que, a pesar del fuerte incremento de la remuneración por asalariado (4,6 %), se produzca un aumento muy moderado de los costes laborales unitarios. Así, pese a la evolución adversa de los precios de las importaciones —debida fundamentalmente a la evolución de los productos energéticos—, el crecimiento del IPC alcanzó en noviembre el 2,6 %, en tasa interanual (2,1 %, excluidos los alimentos y la energía). La contrapartida del dinamismo de la economía norteamericana es la acentuación del desequilibrio ahorro-inversión, que se ha visto reflejado en un aumento del déficit por cuenta corriente en el tercer trimestre del año, hasta alcanzar la cifra de 90 mil millones de dólares (casi un 3,9 % del PIB).

En Japón, la Agencia de Planificación Económica dio a conocer los datos de contabilidad

nacional del tercer trimestre, que ponen de manifiesto la debilidad del sector privado de la economía, una vez agotados los efectos de los programas públicos de estímulo a la inversión. Según estos datos, el PIB disminuyó un 1 %, en tasa intertrimestral, después de haber crecido un 1,5 % en el primer trimestre del año y un 1 % en el segundo, aunque conviene matizar que, en términos interanuales, el crecimiento es todavía positivo (1 %), y superior al del segundo trimestre (0,7 %). Estos resultados han reforzado la necesidad de acometer nuevas medidas de expansión del gasto público, que el Gobierno planea incorporar en su presupuesto para el próximo año fiscal, que comienza en abril. El nuevo paquete programado tendrá un coste aproximado de ochenta y cuatro mil millones de yenes, cuya financiación requerirá un apreciable aumento del ya elevado endeudamiento público.

Los mercados financieros y cambiarios internacionales han mantenido una tónica de relativa estabilidad. No obstante, el euro se mantuvo en los niveles más bajos del año y fluctuó entre 1 y 1,03 dólares/euro, como consecuencia, en gran medida, de los buenos resultados aparecidos sobre la economía de Estados Unidos. Por su parte, el yen japonés se depreció frente al

dólar y al euro, a raíz de los datos de contabilidad nacional del tercer trimestre. Paralelamente, el índice Dow-Jones aumentó un 2,4 % entre el 1 y el 19 de diciembre, mientras que el índice Nikkei cayó un 2,2 % en dicho período. Finalmente, en las últimas semanas, los rendimientos de la deuda pública a diez años mostraron escasa variación, manteniéndose en EEUU en torno al 5,2 % - 5,3 %, mientras que en Japón se situaron alrededor del 1,8 %.

En el área del euro, la primera estimación de Eurostat (4) de la contabilidad nacional del área referida al tercer trimestre confirma el impulso que está cobrando la recuperación de la actividad. Así, el crecimiento del PIB alcanzó el 2,3 %, en tasa interanual, frente al 1,8 % del trimestre anterior. Por componentes, sobresale la importante aceleración de las exportaciones (3,9 %, frente al 0,8 % del segundo trimestre), aunque también se aprecia el mantenimiento del dinamismo de la demanda interna. Por países, merecen especial atención los datos de contabilidad nacional de Alemania, que aunque reflejan el aumento de la actividad de esta economía (1,3 % de crecimiento interanual del PIB en el tercer trimestre, frente al 0,8 % del segundo), este sigue siendo inferior al del conjunto del área.

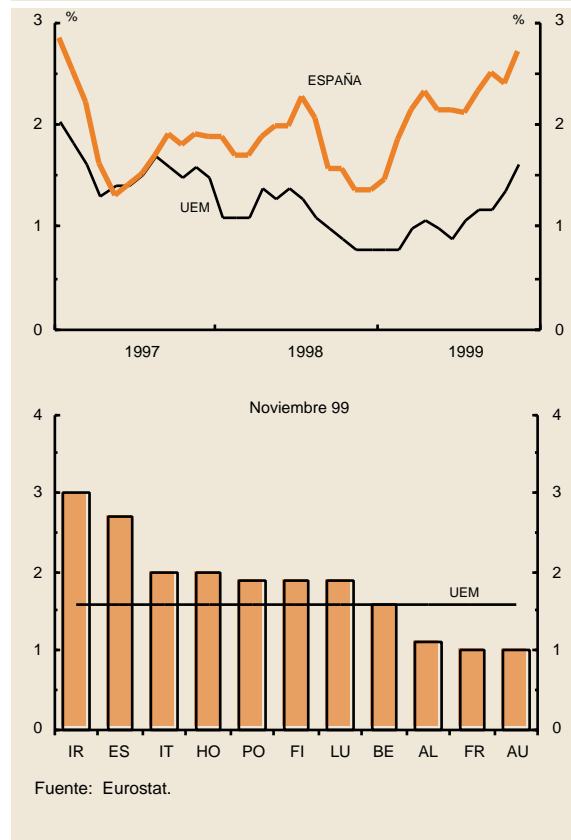
Los indicadores referidos a la evolución del área del euro en el cuarto trimestre subrayan las tendencias que se observan en la contabilidad nacional. Así, las encuestas de confianza de la UE de noviembre muestran una mejora generalizada: continúa el aumento de la confianza industrial, visible en todos los componentes de la encuesta; la confianza de los consumidores se ha situado de nuevo prácticamente en el máximo histórico, de la mano de la mejora en la valoración de la situación económica presente y futura, así como de la disposición a efectuar compras importantes en los próximos meses; y, además, la confianza del sector de la construcción ha aumentado sustancialmente, gracias al aumento de pedidos. Por último, la encuesta de confianza empresarial del instituto Ifo de Alemania, correspondiente a noviembre, ha mostrado un aumento notable de la valoración de las condiciones económicas en dicho país, lo que refuerza las expectativas de convergencia del crecimiento alemán el año próximo hacia valores más cercanos a la media del área.

Siguiendo la tendencia iniciada en meses recientes, la inflación en el área del euro, medida en términos de la variación interanual del

(4) Basada, de momento, en datos cerrados de contabilidad nacional de Alemania, Francia y Holanda.

GRÁFICO 5

Índices armonizados de precios de consumo Tasas de variación interanuales



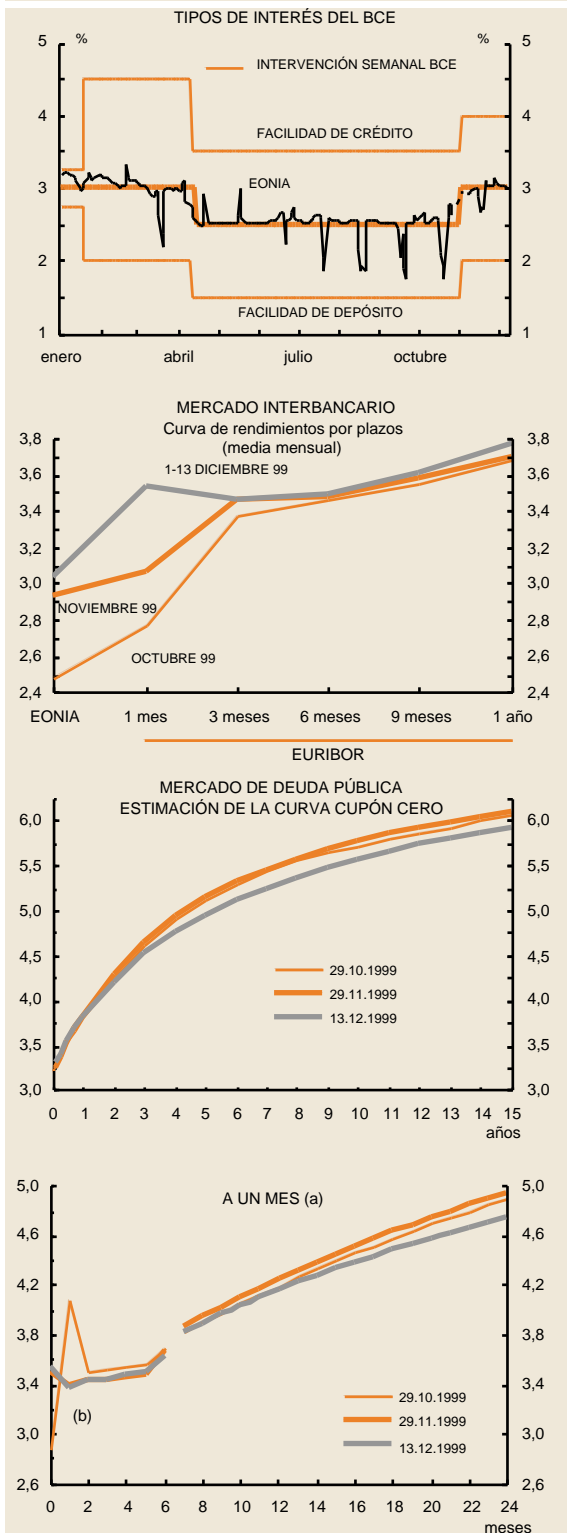
IAPC, se ha incrementado de nuevo, a raíz, en buena medida, de la evolución del componente de bienes energéticos. Así, la tasa interanual alcanzó, en noviembre, el 1,6 %, lo que supone un repunte de dos décimas respecto a la de octubre. La aceleración de los precios se produjo en una cuantía similar en la casi totalidad de los países del área. Francia y Austria continúan siendo los países con menor tasa de inflación (1 %), mientras que en Irlanda se registró un crecimiento de los precios del 3 %.

Desde mediados de noviembre, el precio del petróleo fluctuó en torno a los 25 dólares por barril, lo que supone un incremento acumulado del 153 % en lo que va de año. Asimismo, el índice de precios de producción del área en octubre se aceleró significativamente en términos interanuales (2 %, frente al 1,3 % de septiembre), reflejando ya el fuerte incremento de los precios de los *inputs* energéticos.

La evolución monetaria reciente en el área del euro ha estado presidida por la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno del BCE, el 4 de noviembre, de elevar 50 puntos básicos el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, que se situó en el 3 %, y una

GRÁFICO 6

Tipos de interés en la zona del euro



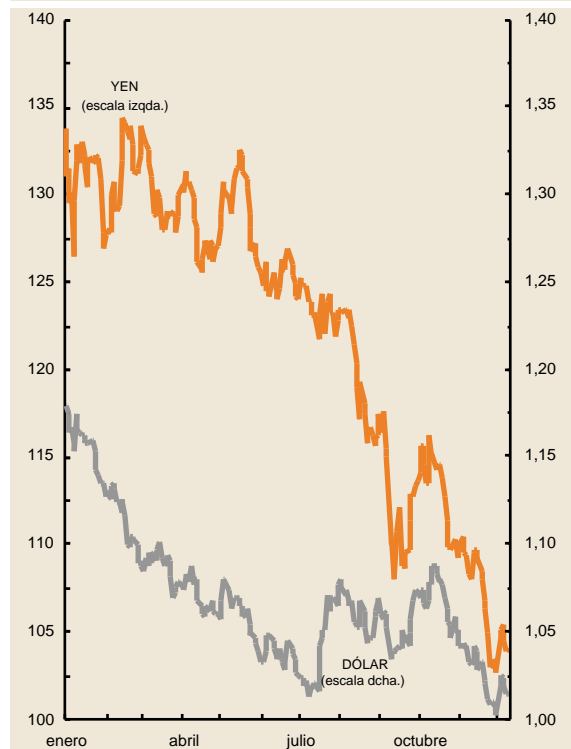
Fuentes: Banco de España y BCE.

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

(b) Los tipos esperados con horizonte entre 1 y 2 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.

subida simultánea de los tipos de las facilidades permanentes de crédito y de depósito, que se establecieron en el 4 % y el 2 %, respectivamente (véase gráfico 6). El Eurosistema instrumentó esta medida con el fin de neutralizar los riesgos alcistas para la estabilidad de precios, en un contexto de fortalecimiento de la demanda en la UEM y de unas condiciones monetarias relativamente holgadas.

De acuerdo con los indicadores disponibles, estas decisiones fueron acogidas favorablemente por los mercados, que, en parte, habían ya anticipado las subidas en los tipos de intervención. Así, los tipos de interés de los mercados monetarios se mantuvieron bastante estables con posterioridad a las medidas adoptadas. En efecto, el tipo EONIA se situó en niveles ligeramente inferiores al 3 % durante la primera parte de noviembre, para colocarse después en niveles ligeramente superiores al tipo de las operaciones principales de financiación. El tipo interbancario a tres meses aumentó, en media, entre el mes de octubre y el 13 de diciembre, alrededor de 8 puntos básicos, manteniéndose el resto de los tipos interbancarios a más largo plazo bastante estables (véase gráfico 6).

CUADRO 2

Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1997	1998	1999			
	DIC	DIC	SEP	OCT	NOV	DIC (a)
BANCARIOS:						
Tipo sintético pasivo	3,2	2,1	1,7	1,8	1,9	...
Tipo sintético activo	6,5	5,2	4,7	4,9	5,0	...
TESORO:						
Subasta de letras a doce meses (b)	4,5	3,0	3,2	3,5	3,6	3,7
Subasta de bonos a tres años	4,9	3,5	4,3	4,6	4,6	4,6
Subasta de obligaciones a diez años	5,8	4,3	5,3	5,5	5,4	5,4
MERCADOS SECUNDARIOS (c):						
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,5	2,9	3,0	3,3	3,4	3,6
Deuda pública a diez años	5,6	4,1	5,3	5,6	5,3	5,3
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,31	0,20	0,26	0,25	0,23	0,2
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	42,2	37,2	-1,2	0,3	10,4	15,9
Pagarés de empresa	4,9	3,4	3,2	3,6	3,7	...
Obligaciones privadas	5,5	4,3	5,1	5,5	5,1	...

Fuente: Banco de España.

(a) Media de datos diarios, hasta el 17 de diciembre.
(b) Tipo de interés marginal.
(c) Medias mensuales.
(d) Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

Por su parte, los tipos de interés de los mercados de deuda del área disminuyeron durante la primera parte del mes de noviembre, aunque posteriormente este movimiento se revirtió durante los últimos días de dicho mes. El aumento de los tipos a largo plazo fue consecuencia tanto de los efectos de contagio del mercado de bonos estadounidense como, probablemente, de los síntomas de debilidad que afectaron al euro en algunos momentos y del mayor vigor mostrado por la recuperación económica en la UEM. Sin embargo, en términos acumulados, los tipos a más largo plazo disminuyeron en torno a 20 puntos básicos entre finales de octubre y el 13 de diciembre.

Como resultado de estos movimientos, la curva de rendimientos se ha mantenido prácticamente inalterada respecto a meses anteriores (véase gráfico 6). Conviene señalar, sin embargo, que los tipos de la financiación bancaria a más largo plazo, según la última información disponible correspondiente al mes de octubre, continuaron manifestando aumentos significativos, que los sitúan, en el caso de los préstamos para compra de vivienda, en niveles superiores en aproximadamente 90 puntos básicos a los observados en el mes de mayo.

El diferencial de tipos de interés a diez años de la deuda pública norteamericana frente a la

europea experimentó desde el mes de octubre ascensos, situándose en niveles ligeramente superiores a los 100 puntos básicos en los primeros días de diciembre. En los últimos meses se viene observando que, cuanto mayor es el diferencial de tipos de interés de la deuda entre Estados Unidos y la UEM, más fuerte se muestra el dólar frente al euro. Así, el día 13 de diciembre el euro cotizaba a 1,01 dólares, frente a un cambio medio de 1,07 en el mes de octubre. Aunque el tipo de cambio efectivo nominal del euro se depreció, en media, entre el mes de octubre y el 13 de diciembre alrededor de un 4 % (véase gráfico 7), a lo largo del mes de diciembre el tipo de cambio del euro frente al dólar parece haberse estabilizado. Ello puede deberse al clima de menor incertidumbre con la que se desenvuelven los mercados financieros europeos tras la subida de los tipos del Euro-sistema, clima al que, sin duda, ha contribuido la favorable evolución de los indicadores sobre la marcha de las economías europeas.

Los mercados de renta variable en el área también parecen haberse visto favorablemente influidos por este clima de mayor estabilidad financiera. Así, el nivel medio del índice general EURO STOXX experimentó ascensos de alrededor del 9 % en noviembre y de un 6 % adicional en la primera parte de diciembre.

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

	1999	1997	1998	1999		
	OCT (b)	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT
1. Activos financieros líquidos (2 + 3) = (4 + 7)	542,1	7,1	5,4	3,8	4,3	3,9
2. Medios de pago	256,3	11,6	14,8	17,0	17,4	17,2
3. Otros activos financieros	285,8	4,2	-1,1	-5,6	-5,1	-5,7
4. Familias (5 + 6)	446,8	6,5	3,6	0,8	1,2	1,3
5. Medios de pago	193,9	7,0	8,9	13,8	14,2	14,7
6. Otros activos financieros	252,8	6,2	0,4	-7,3	-6,9	-7,0
7. Empresas no financieras (8 + 9)	95,4	10,7	15,3	20,4	21,0	17,9
8. Medios de pago	62,4	32,9	36,7	28,3	28,2	25,6
9. Otros activos financieros	33,0	-9,7	-13,5	8,5	10,0	5,8
PRO MEMORIA:						
10. Fondos de inversión (11 a 13) (c)	190,6	48,4	39,3	12,7	10,8	3,2
11. FIAMM	41,2	4,2	-10,3	-10,1	-10,1	-10,8
12. FIM de renta fija	88,3	31,6	25,6	-11,4	-12,5	-16,1
13. Resto de fondos de inversión	61,1	12,5	24,1	34,2	33,4	30,1

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.

Con relación a los agregados monetarios y crediticios, estos mantuvieron unas pautas de comportamiento bastante estables respecto a meses anteriores. Así, en octubre, último mes para el que se dispone de información, el agregado monetario M3 creció, en términos interanuales, un 6 %, frente a una tasa del 6,2 % en septiembre, manteniéndose la media móvil de tres meses de dicho crecimiento en el 6 %. Con relación a M3, cabe señalar que el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión del 2 de diciembre, mantener en el 4,5 % el valor de referencia para el crecimiento de este agregado monetario, anunciando que dicho valor se reconsiderará anualmente a partir de este año.

Por su parte, el agregado M1 mantuvo un ritmo de expansión interanual del 13 % en dicho mes, que resultó similar al registrado en septiembre. Las contribuciones por instrumentos al crecimiento monetario se comportaron, en términos relativos, de forma parecida a meses anteriores, destacando el fuerte dinamismo de los depósitos a la vista, cuyo crecimiento interanual ha venido oscilando en torno al 15 % durante el período transcurrido de 1999.

Por el lado de las contrapartidas, el crédito a los residentes en la zona del euro mostró, en octubre, una tasa de crecimiento interanual del 8,1 %, prácticamente igual a la mantenida en

septiembre, destacando, como en meses anteriores, el fuerte crecimiento de la financiación dirigida al sector privado, que fue del 10,5 %, en términos interanuales. Aunque el crédito a las AAPP mantuvo en octubre la evolución moderada que le viene caracterizando, su crecimiento experimentó un ascenso respecto al mes anterior, situándose su tasa interanual en el 1,7 % (1 % en el mes de septiembre). Por su parte, la posición de las IFM frente al exterior se deterioró en octubre en alrededor de 35 mm de euros, mientras que los pasivos a más largo plazo de dichas instituciones mostraron un comportamiento bastante estable respecto a meses anteriores.

4. FLUJOS Y MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

La subida del tipo de intervención del Euro-sistema el día 4 de noviembre ha sido el principal elemento que ha incidido en el comportamiento reciente de los mercados financieros nacionales, que siguen mostrando una evolución paralela a la de los mercados europeos. Tras la disminución observada en noviembre, los tipos de interés de la deuda pública se mantuvieron relativamente estables en la primera parte del mes de diciembre. El diferencial a diez años de la deuda española respecto al

GRÁFICO 8

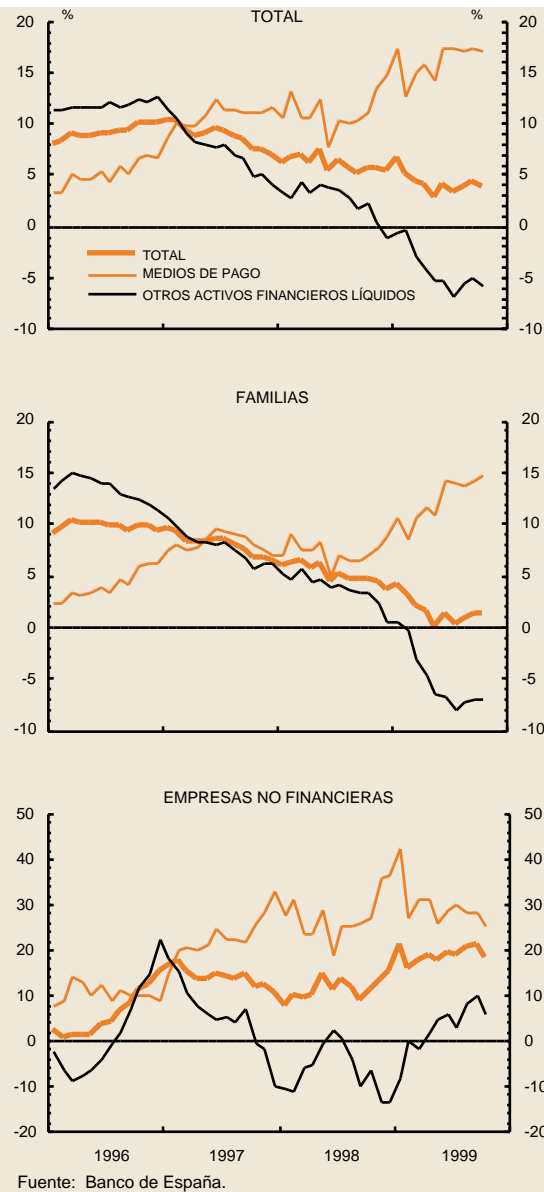
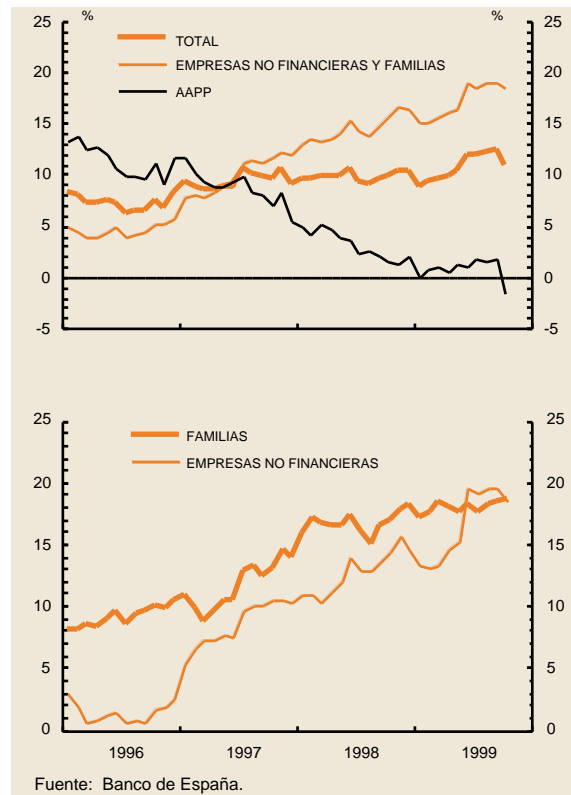
**Activos financieros líquidos (AFL)
de las familias y empresas no financieras**
Tasas interanuales


GRÁFICO 9

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


y obligaciones a 10 años, en el 4,6 % y en el 5,4 %, respectivamente (véase cuadro 2).

Respecto a los tipos de interés bancarios, durante el mes de noviembre las entidades de crédito han continuado un proceso gradual de traslación del aumento experimentado por los tipos de interés en los mercados monetarios y financieros en los últimos meses. El tipo de interés sintético de las operaciones activas se incrementó 15 puntos básicos en noviembre, hasta situarse en el 5 %, mientras que el de las operaciones pasivas aumentó 10 puntos básicos, hasta el 1,9 %. En el caso de los tipos activos, la rentabilidad de las operaciones de crédito a tipo variable se ha situado en el 4,6 %, mientras que en las operaciones a tipo fijo la rentabilidad obtenida por las entidades bancarias se ha elevado hasta el 5,4 %. Desde el mínimo alcanzado en julio de este año, el tipo de interés sintético del crédito bancario ha aumentado ya medio punto porcentual.

Los mercados bursátiles nacionales han mantenido una evolución muy favorable en las últimas semanas, alcanzando máximos anuales, tras la trayectoria fuertemente alcista ob-

bono alemán ha experimentado un ligero descenso, alcanzando niveles similares a los registrados a finales de 1998, en torno a 20 puntos básicos, según la información disponible hasta el día 17 de diciembre. En los mercados primarios, los tipos marginales de las emisiones de deuda pública correspondientes al período de análisis permanecieron alineados con las rentabilidades negociadas en los mercados secundarios. En el caso de las letras a un año, el tipo marginal de las subastas celebradas durante este mes de diciembre se ha situado en el 3,7 %, y los de la subasta de bonos a tres años

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

	1999	1997	1998	1999		
	OCT (b)	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT
1. Financiación total (2 + 5)	869,0	9,1	10,5	12,1	12,3	10,9
2. Empresas no financieras y familias (3 + 4)	577,2	11,9	16,2	18,9	19,0	18,4
3. Familias	256,5	13,9	18,3	18,2	18,4	18,6
4. Empresas no financieras	320,6	10,3	14,7	19,4	19,5	18,4
5. Administraciones Públicas	291,9	5,3	2,2	1,5	1,7	-1,5

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.

servada a partir de los primeros días de noviembre y la recuperación de los volúmenes de contratación. Este comportamiento se ajusta al patrón mostrado por otras bolsas internacionales, si bien los movimientos en las bolsas españolas han sido más acusados, tanto en la fase actual de recuperación como en la evolución más modesta mostrada hasta el mes de octubre. Con todo, la revalorización acumulada del Índice General de la Bolsa de Madrid desde finales de 1998 alcanzó casi el 16 % el día 17 de diciembre (véase cuadro 2).

La evolución y distribución de las carteras de activos financieros líquidos de los agentes privados no financieros nacionales se ha caracterizado en octubre por el mantenimiento de las pautas de los últimos meses: elevados avances de las posiciones más líquidas, frente a caídas en el resto de activos financieros líquidos. Tal como se observa en el cuadro 3 y en el gráfico 8, las posiciones activas líquidas de las familias y empresas no financieras experimentaron durante el mes de octubre un ritmo de crecimiento interanual del 3,9 %, que se desglosa en un avance del 17,2 % de los activos denominados «medios de pago» (esto es, efectivo y depósitos a la vista y de ahorro) y del -5,7 % para el resto de activos financieros líquidos (depósitos a plazo, cesiones, valores emitidos por el sistema crediticio, fondos monetarios y fondos de inversión en renta fija).

Por lo que se refiere a los medios de pago, son los depósitos a la vista los que han continuado mostrando una mayor fortaleza, con ritmos de avance interanual estables y sostenidos desde principios de año, con tasas cercanas al 25 %. Los depósitos de ahorro experimentaron en octubre una tasa interanual del 16,2 %, un punto inferior a la de septiembre, si

bien se mantiene en torno a ese nivel desde el segundo trimestre del año. Finalmente, el efectivo en manos de las familias y empresas no financieras ha aumentado un 6 % en octubre, de forma que parece que se consolida la tendencia creciente que viene observándose desde comienzos de año. La evolución tan expansiva de los componentes más líquidos de los activos financieros hay que ponerla en relación con el dinamismo del gasto de los hogares, animado, además, por el entorno de favorables expectativas económicas.

En cuanto al resto de activos líquidos en poder de las familias y empresas no financieras, son las participaciones en fondos monetarios y de renta fija las que explican, al igual que en meses anteriores, su reducida tasa de avance, pues ambos instrumentos han continuado sus respectivos procesos de desaceleración, iniciados ya en 1998. Observando la evolución más reciente, en el contexto actual de reducidos niveles de los tipos de interés, parece que se confirma el proceso de sustitución en las carteras de estos agentes, desde participaciones en estos fondos de inversión hacia depósitos a plazo y hacia el resto de fondos de inversión no incluidos en la agrupación «Activos financieros líquidos de familias», que son, básicamente, fondos de renta variable e internacionales. De hecho, los depósitos a plazo presentan una senda de avance interanual creciente, alcanzando en octubre una tasa del 5,4 % (como referencia, la correspondiente al mes de enero fue del -8,6 %), y el resto de fondos de inversión continúa mostrando ritmos de avance interanual elevados y sostenidos. A este buen comportamiento de los depósitos bancarios han contribuido tanto la mejora en su fiscalidad como el reciente aumento de los tipos de interés a corto plazo. En el caso de las familias, la

evolución tan moderada de los activos financieros líquidos se explica porque son estos agentes los que muestran una marcada preferencia por los fondos de renta mixta y variable, en los que, asociados al mayor riesgo que soportan, pueden alcanzarse rentabilidades superiores.

El análisis desagregado por sectores del mes de octubre no aporta ninguna novedad respecto a lo observado el mes anterior: los activos financieros líquidos de las familias crecieron a una tasa muy baja (1,3 %), mientras que los correspondientes a las empresas no financieras alcanzaron casi el 18 %. Este comportamiento, como puede observarse en el cuadro 3, es algo menos expansivo que el trimestre anterior. Por grupos de activos, los medios de pago han sido los instrumentos más dinámicos en las carteras de ambos agentes; así, en el caso de las familias aumentaron un 14,7 %, mientras que en el de las empresas alcanzaron un 25,6 %. Por su parte, los otros activos líquidos registraron crecimientos del -7 % y 5,8 %, respectivamente. Para interpretar estas tasas de expansión, es conveniente recordar que el volumen de activos líquidos de las familias es cinco veces superior al de las empresas y que el grado de volatilidad de esta agrupación de activos es mucho más elevado en el caso de las empresas.

La información provisional disponible al cierre de este boletín referida al mes de noviembre pone de manifiesto que, si bien los activos financieros líquidos en su conjunto mantienen la pauta de crecimiento del mes de octubre, se observa un efecto aparentemente contrapuesto en sus dos principales componentes. En concreto, los medios de pago de empresas no financieras y familias que han mantenido a lo largo de todo el año un gran dinamismo, impulsado por el comportamiento de los depósitos a la vista, han mostrado una importante desaceleración en su evolución hasta tasas próximas al 15 %, a la vez que los otros activos financieros líquidos registran una intensificación en la recuperación de sus saldos. Esta evolución refleja la reversión, en términos de la tasa de crecimiento interanual, de un episodio de fuerte expansión de los depósitos bancarios ocurrido hace un año como consecuencia fundamental de una mejora de su fiscalidad. Esto se materializó en un escalón al alza muy relevante en las tasas interanuales de los depósitos en el mes de noviembre de 1998, que se ha neutralizado doce meses después.

La financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes se ha desacelerado en el mes de octubre en comparación con los últimos datos observados, situándose en el 10,9 % en tasa interanual, nivel cercano al de

diciembre de 1998. Su desglose por agentes permite observar que continúa el proceso de sustitución de financiación pública por privada. La financiación al sector privado siguió expandiéndose a un ritmo elevado en octubre, con un crecimiento del 18,4 %, en términos interanuales, mientras que la concedida a las Administraciones Públicas se desaceleró adicionalmente hasta el -1,5 %. La tasa de crecimiento de la financiación otorgada a las familias y la recibida por las empresas no financieras fue muy similar, en torno al 18,5 % (véase gráfico 9). No obstante, mientras que la financiación a las familias (que incorpora los créditos concedidos por entidades de crédito residentes en España y por otras no residentes) ha acelerado su ritmo de avance, la correspondiente a las empresas no financieras (donde se incluyen, además de los componentes señalados para las familias, los valores de renta fija emitidos) ha reducido en un punto su crecimiento interanual en octubre.

La información provisional referente al mes de noviembre muestra por primera vez en muchos meses una desaceleración en el ritmo de avance de la financiación obtenida por las empresas no financieras y las familias, cuya tasa pudo haber descendido en algo más de un punto porcentual. Esta evolución ha venido determinada en su totalidad por el comportamiento menos expansivo en noviembre del crédito otorgado por el sistema bancario residente.

Atendiendo al destino de la financiación otorgada al sector privado no financiero por las instituciones bancarias, y según la información correspondiente al tercer trimestre de 1999, ha tenido lugar una ligera moderación respecto al segundo trimestre en los ritmos de expansión del crédito concedido a las actividades productivas, que, en cualquier caso, creció a una tasa interanual del 15 %. Esta evolución algo más moderada se debió, en parte, a la disminución del crédito otorgado al sector industrial y a los servicios, mientras que, por el contrario, el crédito concedido a la construcción ha descrito una trayectoria ascendente a lo largo del año. Por su parte, la financiación crediticia otorgada a las personas físicas mantiene el elevado ritmo de avance de trimestres anteriores, en torno al 17 %, motivado por el fuerte dinamismo del crédito destinado a la adquisición de vivienda. El único destino de la financiación bancaria a este sector que muestra un menor vigor es el correspondiente al crédito otorgado a la adquisición de bienes duraderos, que se ha moderado de forma notable, hasta alcanzar una tasa interanual del 11 %, tras más de dos años de ritmos de expansión muy altos. Sin embargo, esta evolución puede venir influida por los cambios en los criterios que las entidades utilizan para clasificar el crédito por finalidades.

Finalmente, las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas continúan mostrando una tendencia decreciente. En el mes de octubre, y en términos interanuales, ha continuado la disminución del crédito bancario, la contracción del saldo de valores a corto plazo y el aumento de la colocación neta de valores a medio y largo plazo. En términos intermensuales, el saldo vivo de los valores del Estado experimentó también una evolución distinta por plazos: mientras que se contabilizó una colocación neta positiva de letras del Tesoro por unos importes de 959 y 1.221 millones de euros en octubre y noviembre, respectiva-

mente, el saldo de deuda a medio y largo plazo se redujo en 1.832 millones de euros en octubre, aunque aumentó en noviembre en 3.398 millones de euros. Durante las subastas celebradas en el mes de diciembre, se ha mantenido una tónica similar a la del mes anterior, con emisiones netas positivas, tanto en las letras del Tesoro —por un importe de 1.160 millones de euros— como en la deuda a medio y largo plazo, donde las colocaciones netas han sido superiores a 2.400 millones de euros.

23.12.1999.