

---

## Evolución reciente de la economía española

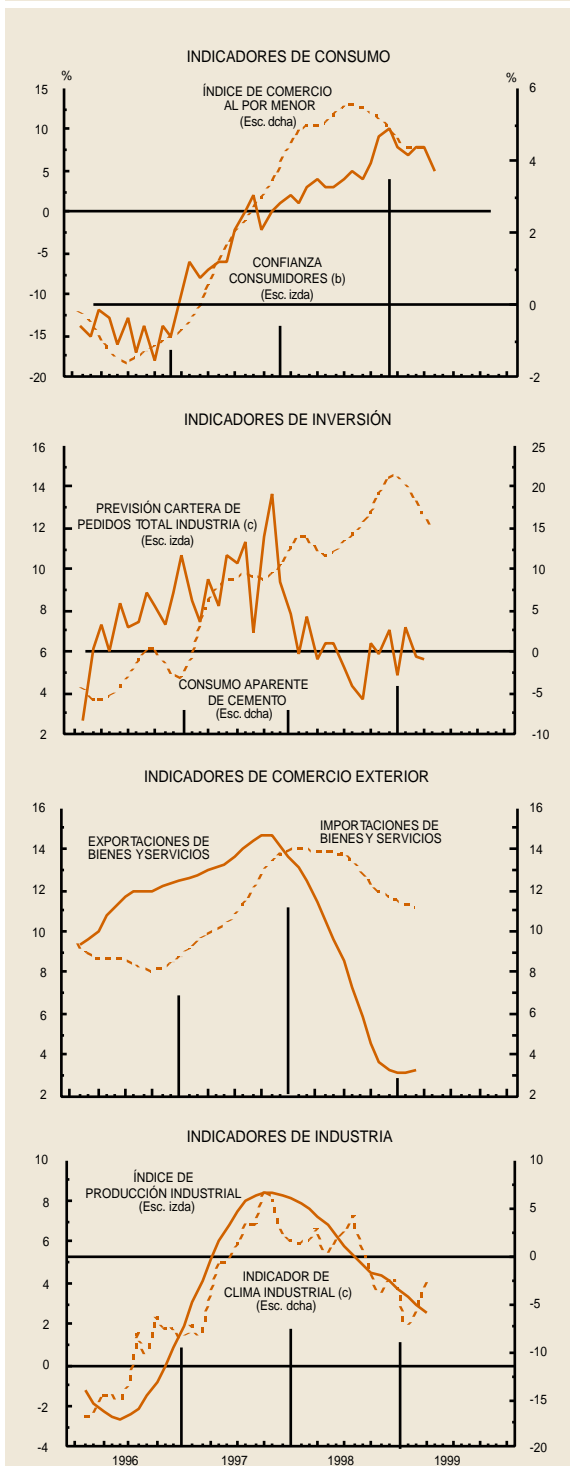
### 1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

En el «Informe trimestral» publicado en el *Boletín económico* de abril se señalaba que durante los primeros meses de 1999 la demanda interna de la economía española mantuvo un ritmo de crecimiento elevado, aunque probablemente algo inferior al de finales de 1998, como consecuencia de una desaceleración muy moderada del consumo privado y algo más pronunciada de la inversión en equipo, si bien la inversión en construcción siguió ganando impulso. Por su parte, la evolución de los flujos de demanda exterior venía marcada por el fuerte debilitamiento de las exportaciones de bienes y por el comportamiento más sostenido de las importaciones, coherente con la evolución de la demanda. La nueva información coyuntural recibida desde la publicación de ese Informe, referida en gran medida al primer trimestre de 1999, tiende a confirmar, en líneas generales, estas tendencias. Entre los indicadores de actividad, cabe resaltar la continuada desaceleración de la producción industrial, cuya evolución discrepa de la registrada por otras actividades productivas. Por último, los indicadores salariales siguen apuntando hacia un crecimiento de las remuneraciones algo inferior al de 1998, y el aumento del empleo continúa siendo notable.

Con respecto al consumo de los hogares, los últimos indicadores recibidos han mostrado comportamientos algo divergentes, compatibles con tasas de crecimiento estables o algo más suaves de este agregado. En algunos casos se ha observado un empeoramiento, como el del índice de confianza de los consumidores, que registró una caída de tres puntos en abril, con respecto al nivel de marzo, arrastrado por un menor optimismo sobre la situación general de la economía, habiéndose detectado también una menor inclinación hacia la compra de duraderos. En la misma línea, las matriculaciones de vehículos automóviles registraron en ese mes un avance interanual inferior al observado en los meses anteriores, del 11%, siendo del 15 % el crecimiento de las ventas destinadas a particulares, tasas que, en cualquier caso, siguen siendo muy elevadas. Otros indicadores han mostrado, sin embargo, una evolución más dinámica. Así, la percepción del comercio al por menor sobre su volumen de negocio en la actualidad, que había venido retrocediendo durante los últimos meses, registró una fuerte subida en el mes de abril, que se trasladó al indicador de confianza del sector, aunque la serie sobre expectativas de negocio en los próximos meses prolongó su suave descenso; de forma análoga, el índice general de ventas del comercio al por menor experimentó un crecimiento in-

GRÁFICO 1

Indicadores de demanda y actividad (a)

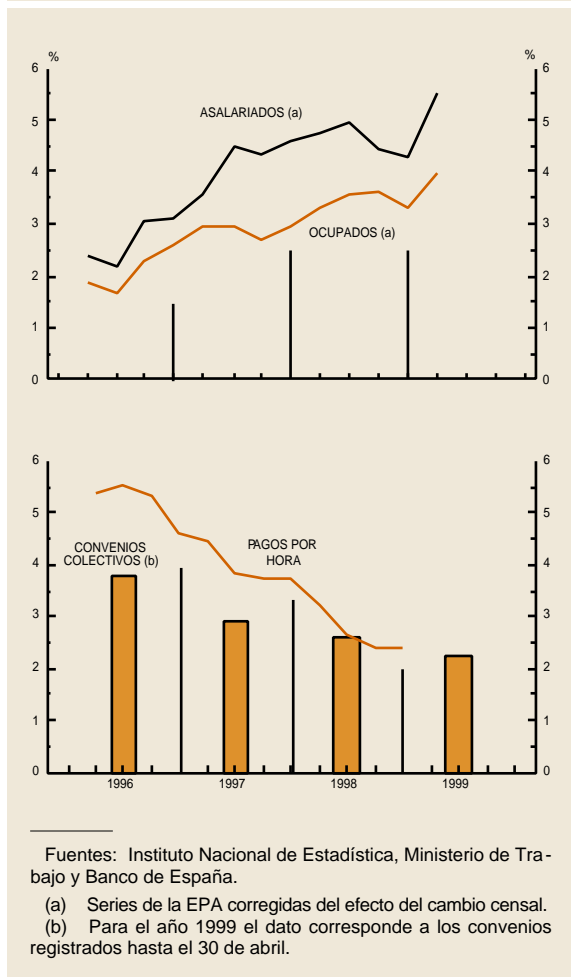


Fuentes: Comisión de la Unión Europea, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Industria, OFICEMEN, Departamento de Aduanas y Banco de España.

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

GRÁFICO 2

Empleo y salarios  
Tasas de variación interanuales



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

- (a) Series de la EPA corregidas del efecto del cambio censal.
- (b) Para el año 1999 el dato corresponde a los convenios registrados hasta el 30 de abril.

teranual del 7,3 %, en términos reales, en el mes de marzo, lo que supone una sensible recuperación con respecto a los avances moderados registrados por este indicador en los dos meses anteriores. La evolución de estos últimos indicadores se complementa con la subida que ha experimentado el indicador de confianza en la industria de bienes de consumo durante el mes de marzo, acompañada de una recuperación de la producción industrial de estos bienes, en ese mismo mes, y de un fortalecimiento de las importaciones, en febrero, que en conjunto se han traducido en un avance elevado, aunque suavemente descendente de las disponibilidades.

Entre la información sobre la evolución de la inversión en bienes de equipo recibida en el último mes destaca la referida al sector productor de estos bienes, que ha tendido a mejorar. La producción de bienes de equipo cerró el primer trimestre de 1999 con un crecimiento interanual del 4,8 % en marzo, en un contexto de aumento de la utilización de la capacidad productiva

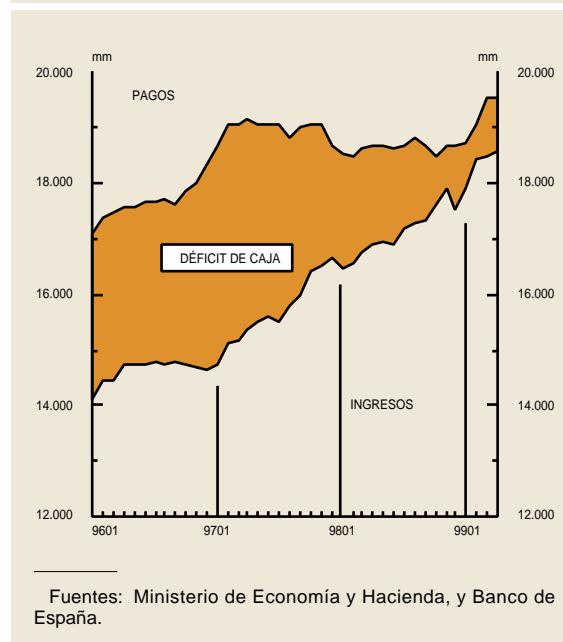
del sector de más de dos puntos, en relación con los meses finales de 1998. Además, se ha producido una mejora en el indicador de clima industrial entre las empresas de bienes de inversión, debida a la recuperación de las expectativas de producción y de cartera de pedidos. Por otra parte, las importaciones de bienes de equipo registraron un avance del 20,6 %, en términos reales, en febrero, de forma que el indicador de disponibilidades, tras su marcada desaceleración a lo largo de 1998, muestra ahora un perfil de crecimiento más estable.

En relación con la inversión en construcción, la última información recibida confirma el elevado dinamismo con el que evoluciona este componente de la demanda, si bien los indicadores más contemporáneos han tendido a desacelerarse levemente. En efecto, el consumo aparente de cemento registró una ligera desaceleración entre marzo y abril, mientras que la producción de materiales de construcción mostró crecimientos inferiores a los de 1998 durante los tres primeros meses del año actual; por su parte, el número de afiliados a la Seguridad Social experimentó un crecimiento interanual en abril del 16,9 %, manteniendo el dinamismo de meses anteriores. También el indicador de confianza en la industria de la construcción ha mostrado en el conjunto del primer trimestre un nivel inferior al del último trimestre de 1998, debido a una flexión a la baja de la contratación, que no obstante conserva niveles muy positivos. En cualquier caso, los indicadores adelantados que han registrado crecimientos elevados durante 1998 aseguran un volumen importante de obra a construir en 1999. Así, la licitación oficial, contabilizada según su fecha de publicación, registró un incremento medio del 46,4 % durante el pasado año, y la superficie a construir en edificación, según las licencias concedidas por los ayuntamientos, experimentó crecimientos medios del 23,1 % y del 26,9 % para usos residenciales y no residenciales, respectivamente, en los once primeros meses de ese año.

La evolución de los flujos de comercio exterior hasta el mes de marzo muestra que las exportaciones han mantenido un tono relativamente deprimido, dentro de una tendencia hacia la recuperación, mientras que las importaciones se han comportado de forma algo más expansiva, especialmente marcada en las compras de bienes de equipo y de consumo. En particular, las exportaciones totales de bienes registraron un crecimiento interanual, en términos reales, del 2,8 % en el primer trimestre, mientras que para las importaciones totales esa tasa se situó en el 10,8 %. El mayor dinamismo de las compras al exterior, en relación con las exportaciones, ha originado un progresivo dete-

GRÁFICO 3

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

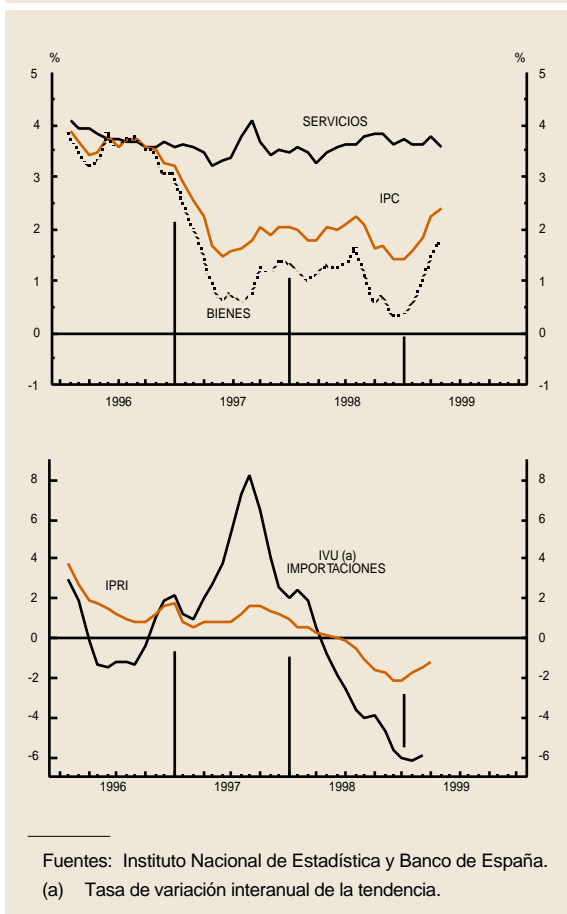


rioro del saldo comercial, de manera que el saldo de la balanza por cuenta corriente registró un déficit de 479,9 millones de euros (79,8 mm) en el primer trimestre del año, que contrasta con el superávit de 293,9 millones de euros (48,9 mm) registrado en el mismo período del año anterior. Este resultado se ha obtenido en un contexto de mejora importante del saldo turístico y ligero deterioro de los saldos de transferencias corrientes y de rentas. Por su parte, el saldo de la balanza de capital registró un superávit de 1.635,6 millones de euros (272,1 mm), algo inferior al observado durante el mismo período del año anterior.

Entre los indicadores de actividad, el índice de producción industrial registró una tasa de variación interanual del 2 % (1,5 % en tasa corregida de los efectos del calendario) en el mes de marzo, resultado que mantiene el proceso de desaceleración que ha venido manifestando este indicador durante 1998 y los primeros meses del año actual; en esta ocasión, la desaceleración se ha centrado en el comportamiento especialmente desfavorable de la producción de bienes intermedios. En línea con este comportamiento de la producción, la utilización de la capacidad productiva experimentó un descenso durante el primer trimestre, según datos del Ministerio de Industria, aunque las previsiones para el segundo trimestre incorporan una recuperación. Por su parte, el indicador cualitativo de clima industrial ha mostrado una cierta mejora en los meses de febrero y marzo, apoyado en una subida de la cartera de pedi-

GRÁFICO 4

### Índices de precios Tasas de variación interanuales



dos, en tanto que las previsiones de producción y de cartera se mantienen en niveles holgadamente positivos, lo que parece acotar el proceso de desaceleración de la actividad.

Por lo que se refiere al mercado de trabajo, las cifras de paro registrado correspondientes al mes de abril han supuesto una ligera disminución del ritmo de caída interanual, habiéndose producido un recorte de 260.000 parados en los últimos doce meses, frente al descenso de 290.000 contabilizado a finales de 1998. De forma similar, el número de afiliados a la Seguridad Social registró en abril una suave desaceleración, hasta el 5,6 % de incremento interanual. Se han publicado también los datos correspondientes al primer trimestre de 1999 de la Encuesta de la Población Activa, que deben ser interpretados con cautela, ya que se han podido ver afectados, en una cuantía que no es posible concretar por el momento, por algunas modificaciones introducidas en la Encuesta, entre ellas una ampliación en el número de secciones censales de la muestra y cambios en la periodificación y en la forma de realizar las entrevistas. Los datos publicados muestran una

intensificación del proceso de creación de empleo en el primer trimestre, hasta una tasa interanual del 3,9 %, que contrasta con la información proporcionada por otros indicadores de empleo. A nivel más desagregado se observa un crecimiento elevado del colectivo de asalariados fijos, con una tasa de variación del 6,7 %, mientras que el colectivo de no asalariados se desaceleró de forma significativa. Por ramas de actividad, el ritmo de creación de empleo se intensificó en la industria, en la construcción y en los servicios, moderándose en la agricultura. Finalmente, la tasa de paro se ha situado en un nivel del 17 %.

Las últimas cifras sobre negociación colectiva indican que el incremento salarial pactado en los convenios colectivos firmados hasta el 30 de abril se ha mantenido en el 2,3 %, resultado de la incorporación de una subida salarial media del 2,2 % en los convenios de nueva firma, ligeramente inferior al 2,3 % de los convenios revisados. El número de trabajadores que ya han firmado convenio se aproxima al 60 % de los implicados en este proceso.

La ejecución del presupuesto del Estado hasta el mes de abril se saldó con un déficit de 41 mm, muy inferior al saldo negativo de 209 mm alcanzado en el mismo período del año anterior. Este resultado se ha producido en un contexto de crecimientos elevados, tanto de los ingresos, con una tasa de incremento acumulada del 17,1 %, como de los pagos, que aumentaron un 13,9 %, aunque ambas magnitudes han registrado una cierta desaceleración en relación con los meses anteriores. No obstante, para valorar correctamente estos resultados hay que tener en cuenta una serie de factores que han influido de forma marcadamente transitoria tanto sobre los ingresos como sobre los pagos: por el lado de los ingresos, las menores devoluciones en los capítulos impositivos y el mayor volumen de ingresos patrimoniales; y, por el lado de los gastos, la concentración de los pagos por intereses en los primeros meses del año. Una vez eliminados estos efectos, persiste, no obstante, la mejora del déficit de caja.

## 2. PRECIOS

El índice general de precios de consumo (IPC) registró una subida en su tasa de crecimiento interanual, en el mes de abril, hasta quedar situada en el 2,4 %, dos décimas por encima de la experimentada en marzo. Esta subida se concretó, fundamentalmente, en la evolución de los precios de la energía, que recortaron drásticamente su tasa de descenso in-

teranual en ese mes. Por su parte, el componente de precios de los servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) mantuvo su ritmo de crecimiento interanual en el 2,5 %.

Por componentes, cabe destacar la mejora en la tasa de variación de los precios de los servicios, que redujeron su crecimiento interanual en dos décimas (hasta el 3,6 %), tras su subida transitoria en marzo, ligada en parte a las alzas de algunos precios turísticos durante la Semana Santa. El componente de alimentos no elaborados experimentó un descenso de su tasa de crecimiento interanual de la misma cuantía (quedando situada en el 3 %), como consecuencia de la evolución descendente del precio de la carne de ave y del pescado. Por el contrario, los alimentos elaborados se aceleraron en tres décimas (2,2 %), al repercutir las alzas del aceite de oliva y del vino, y los precios de los bienes energéticos, como ya se ha señalado, incrementaron su tasa de variación en más de dos puntos, aunque experimentaron todavía un descenso interanual del 0,5 %. Por último, los precios de los bienes industriales no energéticos se incrementaron a un ritmo estable del 1,6 %.

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) también incrementó su tasa interanual en dos décimas en el mes de abril, quedando situada en el 2,3 %. En ese mes se observó una ligera ampliación del diferencial de inflación con respecto a la UEM calculado en términos del índice general hasta 1,2 puntos porcentuales. La ampliación del diferencial tuvo su origen en la evolución de los precios de los bienes alimenticios; no obstante, el diferencial sigue siendo particularmente elevado en los precios de los servicios (1,9 puntos porcentuales).

En cuanto al resto de indicadores de precios, la tasa de variación interanual del índice de precios industriales (IPRI) continuó haciéndose menos negativa en marzo, hasta alcanzar el -1,2 %, dos décimas por encima de la registrada en el mes anterior. Esta tendencia descansó en el comportamiento de los bienes intermedios, influidos negativamente por el aumento de los precios de energía, y de los bienes de equipo, mientras que los precios de los bienes de consumo mantuvieron su crecimiento interanual, que, en todo caso, se sitúa muy por encima del registrado en 1998. Por otro lado, el índice de precios percibidos por los agricultores (IPPA) registró en enero un crecimiento interanual del 1 %, compatible con una caída interanual de los precios de los productos destinados al consumo humano. La información de precios testigo para meses posteriores a enero parece prolongar la evolución descendente de los pre-

cios agrícolas. Por último, los precios del comercio exterior (IVUS), tanto de importaciones como de exportaciones, continuaron evolucionando en febrero en tasas interanuales muy negativas.

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

En el entorno exterior de la zona del euro, la última información disponible confirma la fortaleza de la economía de Estados Unidos. El PIB norteamericano creció durante el primer trimestre un 4 %, en tasa interanual, impulsado por la fortaleza de la demanda interna, mientras que la aportación del sector exterior volvió a ser negativa. La tasa de paro se redujo nuevamente en marzo, hasta el 4,2 %, sin que por el momento se hayan apreciado tensiones significativas sobre los salarios. Sin embargo, el aumento de los precios energéticos ha ocasionado repuntes notables de los precios industriales y de consumo, que han alcanzado tasas interanuales de crecimiento del 1,1 % y 2,3 %, respectivamente (0,8 % y 1,7 % en marzo). En este contexto, la Reserva Federal, tras su última reunión del 18 de mayo, ha hecho pública su preocupación por la evolución reciente de la tasa de inflación y ha anunciado la posibilidad de que los tipos de interés oficiales aumenten en un futuro no muy lejano.

La economía japonesa continúa sin ofrecer signos que permitan augurar su salida de la recesión en el futuro cercano. El escaso dinamismo del consumo privado y de la inversión empresarial, unido al previsible agotamiento de los efectos del impulso fiscal imprimido en 1998, constituyen los elementos más negativos de la situación económica. Más positiva resulta la evolución reciente de la economía brasileña, que, superando con creces las expectativas, registró un aumento del PIB del 1 % en el primer trimestre en relación con el período anterior, en un contexto de creciente afluencia de capitales exteriores y de reducción gradual de los tipos de interés. En el Reino Unido, por su parte, los índices de confianza industrial y de los consumidores de abril sugieren una cierta reactivación, aunque la apreciación acumulada por la libra podría mermar la contribución del sector exterior a la recuperación de la actividad.

Por lo que respecta a la evolución de los mercados financieros internacionales, debe destacarse el aumento de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos (39 puntos básicos desde el 31 de marzo y hasta el 19 de mayo), como resultado de la revisión al alza de las expectativas de crecimiento y de inflación, así como del reciente comunicado de la Reser-

## Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	1998		1999			
	DIC	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY (e)
<b>ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):</b>						
Índice de Producción Industrial	-0,8	1,8	0,1	—	—	—
Comercio al por menor	3,5	0,5	1,9	—	—	—
Matriculaciones de turismos nuevos	7,3	5,1	5,6	10,0	11,2	—
Confianza de los consumidores	-1	0	0	-1	-3	—
Confianza industrial	-9	-9	-11	-12	-11	—
IAPC	0,8	0,8	0,8	1,0	—	—
<b>VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):</b>						
M3	4,4	5,4	5,1	5,1	—	—
M1	9,2	14,1	12,0	10,8	—	—
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	7,0	7,8	7,4	7,5	—	—
<i>Administraciones Públicas</i>	1,5	1,8	2,2	1,7	—	—
<i>Otros sectores residentes</i>	9,1	10,2	9,5	9,7	—	—
EONIA (c)	3,09 %	3,14 %	3,12 %	2,93 %	2,71 %	2,51 %
EURIBOR a tres meses (c)	3,27 %	3,13 %	3,09 %	3,05 %	2,70 %	2,58 %
Rendimiento bonos a diez años	3,95 %	3,82 %	3,98 %	4,18 %	4,04 %	4,20 %
Tipo de cambio dólar/euro (d)	1,172	1,161	1,121	1,088	1,070	1,068

Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

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

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

(d) En diciembre de 1998 se representa el tipo de cambio dólar/EUCU.

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

va Federal. En los mercados cambiarios, el dólar ha seguido apreciándose frente al yen y al euro. Por último, la bolsa norteamericana ha registrado nuevos máximos en las últimas semanas, si bien el último dato de inflación ha producido una cierta corrección a la baja de las cotizaciones.

En la zona del euro han empezado a manifestarse ciertos indicios de que la fase de ralentización económica en el conjunto del área podría estar llegando a su fin, en parte como consecuencia de la mejoría de las perspectivas de crecimiento en el entorno exterior. Entre estos signos positivos destacan la ligera recuperación de la confianza industrial en abril, por primera vez desde junio de 1998, derivada de un aumento de las carteras de pedidos domésticos y exteriores, de una valoración más positiva de las expectativas de producción y de la mejora de los índices de confianza de la construcción y del comercio al por menor. Por el contrario, el nivel de confianza de los consumidores ha vuelto a descender, si bien permanece en nive-

les próximos a los máximos históricos (véase cuadro 1). Entre los indicadores de actividad por sectores referidos al mes de abril se encuentran la matriculación de automóviles, que registró un incremento del 11,2 % interanual, y el índice de directores de compras, que repuntó hasta el 50,7 (49,4 en marzo). Por último, la utilización de la capacidad productiva, tras haber estado descendiendo desde mediados de 1998, se ha estabilizado en el primer trimestre del año.

El aumento del precio del petróleo —un 35 % entre finales de febrero y mediados de mayo— está repercutiendo en la evolución de los precios de la zona del euro. En marzo, la inflación del área, medida por el incremento interanual del IAPC, aumentó hasta el 1 % interanual, tras haber permanecido estabilizada en el 0,8 % desde noviembre de 1998 (véanse cuadro 1 y gráfico 5). Por componentes, la inflación de los bienes se elevó hasta el 0,5 % (0,2 % en febrero), mientras que la de los servicios se mantuvo en el 1,7 %. La diferencia entre los valores máxi-

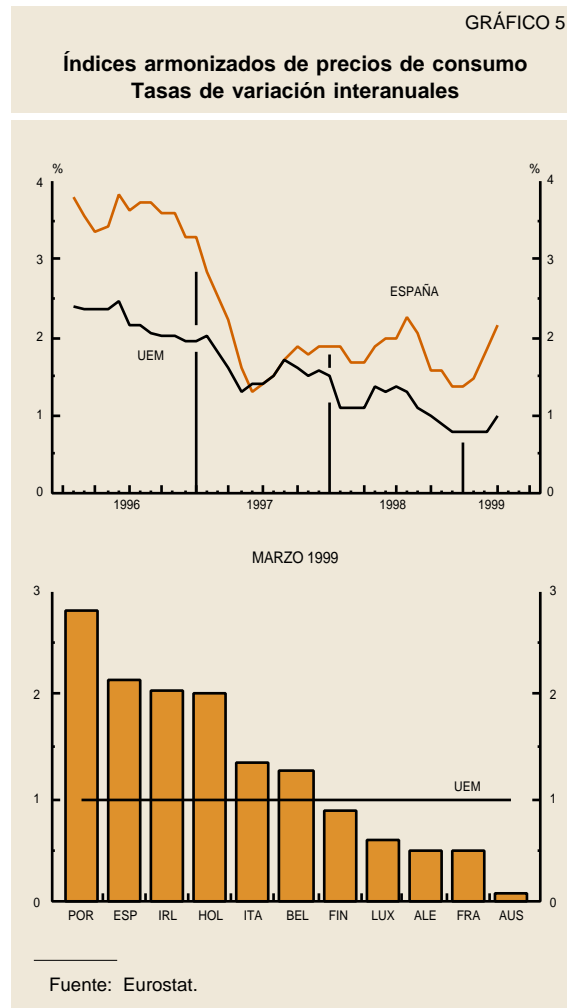
mo y mínimo de las tasas de inflación de los once países de la UEM fue de 2,7 puntos porcentuales, una décima más que en febrero. Los precios industriales, por su parte, crecieron en marzo a una tasa interanual del -2,3 %, frente al -2,7 % de febrero. Aunque en el momento de elaborar este artículo no se dispone de información sobre los IAPC de abril, los datos relativos a los IPC nacionales sin armonizar permiten anticipar un nuevo repunte de la inflación del área en dicho mes.

El mercado de trabajo de la zona del euro podría estar reflejando la desaceleración de la actividad económica de los últimos trimestres. Así, aunque en marzo la tasa de paro se mantuvo estabilizada en el 10,4 % de la población activa, la creación de empleo viene desacelerándose desde el pasado mes de noviembre.

Por lo que respecta al sector exterior, en los dos primeros meses de 1999 el superávit comercial de la zona del euro ascendía a 11,2 miles de millones de euros, un 13 % inferior al registrado en el mismo período del año anterior. No obstante, en esos mismos meses el saldo positivo de la balanza por cuenta corriente (3,7 miles de millones de euros) había aumentado en 3,3 miles de millones de euros respecto a los meses de enero y febrero de 1998.

La evolución monetaria y financiera en la zona del euro ha venido marcada por la decisión adoptada el día 8 de abril por el Consejo de Gobierno del BCE de disminuir en 50 puntos básicos el tipo de interés aplicado en las operaciones principales de financiación llevadas a cabo por el Eurosistema, situándolo en el 2,5 %. Esta decisión se complementó con una modificación de los tipos de las facilidades permanentes de crédito y depósito, que se fijaron en el 3,5 % y el 1,5 %, respectivamente. Estas medidas se adoptaron en un marco de ausencia de riesgos significativos para la estabilidad de precios y de ciertos signos de debilitamiento en la actividad económica del área del euro.

En general, durante el mes de abril y hasta el 18 de mayo, el carácter de las condiciones monetarias y financieras en la zona del euro fue relativamente acomodante. Así, los tipos de interés reales a corto y largo plazo registraron disminuciones respecto a los niveles de marzo, el euro siguió manteniendo una suave tendencia a la depreciación y las cotizaciones bursátiles se situaron por encima de las registradas a finales de 1998. Sin embargo, en la primera quincena del mes de mayo se modificaron, en parte, las tendencias anteriores, de modo que los tipos de interés a largo plazo experimenta-



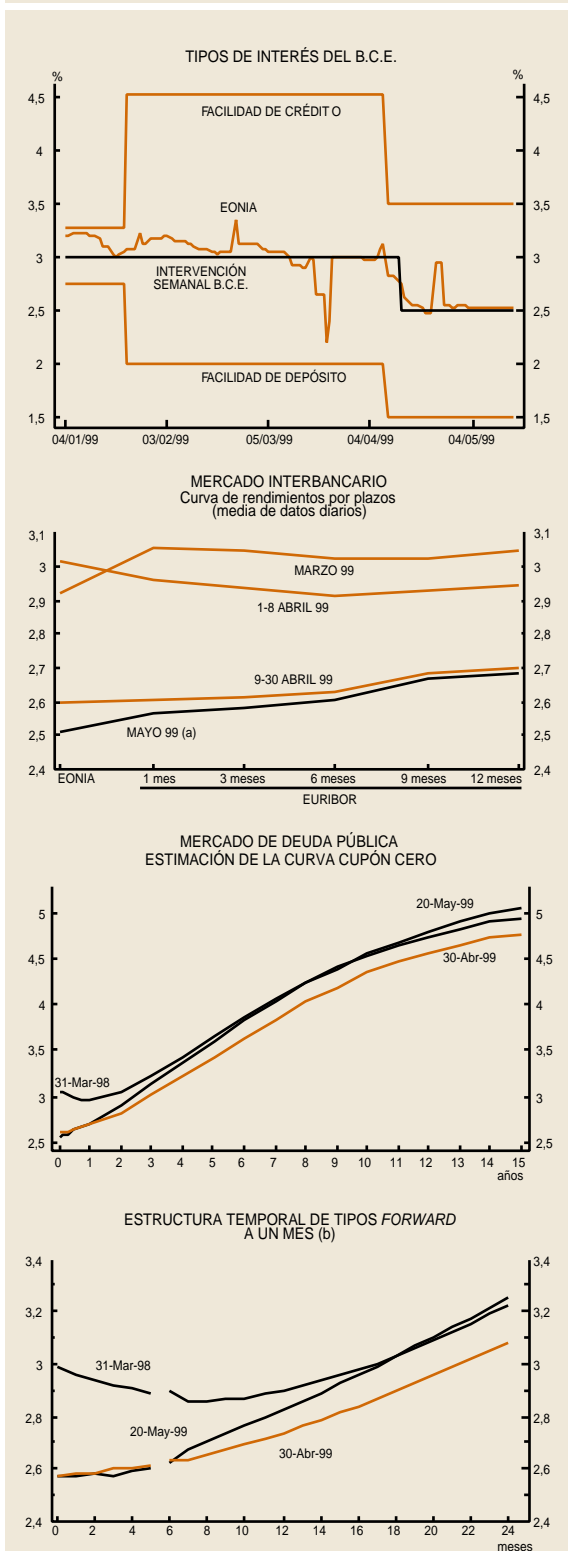
ron aumentos significativos, el euro se apreció ligeramente respecto al dólar y se produjeron correcciones a la baja en los precios de las acciones en la zona; con posterioridad, el euro ha vuelto a depreciarse frente al dólar.

La disminución de los tipos de interés de intervención del Eurosistema, que fue superior a la esperada, provocó movimientos descendentes a lo largo de toda la estructura de tipos de interés, adicionales a los ya registrados como consecuencia de la anticipación del recorte de los tipos de intervención por parte de los mercados financieros del área (véase gráfico 6). Así, los tipos de interés interbancarios se situaron en niveles entre el 2,5 % para el tipo de interés EONIA, que es una media de los tipos interbancarios a un día, y el 2,7 % para el EURIBOR a 12 meses. La estructura actual de la curva de rendimientos sugiere que el mercado ya no espera más recortes de los tipos de interés en el futuro próximo.

Por su parte, durante el mes de abril los tipos de interés a medio y largo plazo experimentaron reducciones, que fueron en torno a los

GRÁFICO 6

**Tipos de interés en la zona del euro**



Fuentes: Banco de España y BCE.

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

15 puntos básicos en el caso de los bonos a diez años. Sin embargo, durante la primera parte del mes de mayo, estos tipos registraron aumentos, cercanos a los 30 puntos básicos en el caso de los bonos a diez años, de forma que excedieron los niveles registrados a finales de 1998, hasta situarse alrededor del 4,3 %. Este ascenso en los tipos pudo ser, en cierta medida, el reflejo de los movimientos alcistas en los rendimientos de los bonos en el mercado americano, como consecuencia de las expectativas de cambio de tono de la política monetaria estadounidense. En todo caso, el diferencial de los tipos de interés a largo plazo entre Estados Unidos y la zona del euro se amplió, alcanzando, a mediados del mes de mayo, los 140 puntos básicos. Además, según la información disponible sobre los rendimientos de los bonos indicados franceses, pudiera haberse producido una ligera revisión al alza en las expectativas de crecimiento de los precios en la zona del euro, como consecuencia del aumento de los precios de la energía y de algunos bienes alimenticios y de una ligera mejoría en las perspectivas económicas mundiales.

Por su parte, la tendencia a la depreciación del euro respecto al dólar se interrumpió en los primeros días de abril, registrándose desde entonces movimientos tanto al alza como a la baja, que podrían estar relacionados, en parte, con el desarrollo del conflicto en los Balcanes, y que no permiten vislumbrar una tendencia clara de comportamiento en el futuro. Como resultado de ello, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se depreció un 1,4 % durante el mes de abril y se apreció un 1,8 % durante la primera mitad del mes de mayo (véase gráfico 7). Respecto a la evolución bursátil, hay que señalar que el índice general EURO STOXX registró un aumento del 5 % en abril, si bien en mayo experimentó descensos cercanos al 3 % respecto a los niveles alcanzados a finales del mes de abril. Estos movimientos no estuvieron en sintonía con los registrados en la bolsa estadounidense, que, aunque estuvo sometida a una mayor volatilidad en sus precios, experimentó, en general, mayores avances.

Las decisiones sobre los tipos de interés que el Eurosistema aplica en sus operaciones de política monetaria se tomaron en un contexto de estabilización del ritmo de crecimiento del agregado monetario M3 en torno al 5 %, que, si bien es algo superior al establecido como referencia (4,5%), se considera compatible con la estabilidad de precios en el área (véase cuadro 1). La evolución de los agregados monetarios más estrechos en la zona del euro hasta marzo —que es el último mes para el que se dispone de datos— pone de manifiesto una cierta disminución de la preferencia por los ac-



tivos más líquidos por parte de los agentes económicos, habiéndose producido una significativa reducción del crecimiento de los depósitos a la vista y una cierta recuperación de la demanda del resto de depósitos a plazo con vencimiento a menos de dos años. Estos movimientos han dado lugar a una desaceleración del agregado M1, cuyo crecimiento interanual en marzo se situó en el 10,8 %, por debajo de las tasas alcanzadas en enero y febrero (14,1 % y 12 %, respectivamente). Por su parte, los activos financieros incluidos en M3 distintos del efectivo y los depósitos —cesiones temporales, participaciones en fondos de inversión del mercado monetario y valores bancarios con vencimiento a menos de dos años— han venido registrado tasas de variación negativas, cayendo en marzo el 3,6 % en términos interanuales.

En cuanto a las contrapartidas de M3, la información correspondiente al mes de marzo muestra que se mantuvieron las tendencias ya observadas en meses anteriores. El crecimiento interanual de la financiación a los sectores residentes en la zona del euro se estabilizó en el 7,5 %, fruto de una nueva desaceleración del crédito a las Administraciones Públicas —que registró un crecimiento de solo el 1,7 % en marzo— y de una aceleración del crédito a las empresas y familias, que mostró una expansión del 9,7 % en términos interanuales. El fuerte crecimiento del crédito al sector privado en la zona del euro parece estar relacionado, además de con la significativa reducción del coste de financiación y con la favorable evolución de la demanda interna, con factores más específicos, como el aumento de inversión en el exterior por parte de los residentes en la zona del euro y la intensificación de los procesos de fusiones y adquisiciones en el área. Los otros pasivos a más largo plazo de las IFM, no incluidos en M3, registraron una gran estabilidad en su ritmo de crecimiento, destacando la expansión de las tenencias de valores bancarios a más de dos años, que se situó, en marzo, en niveles en torno al 7 %.

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

La evolución de los mercados financieros nacionales durante el mes de abril ha venido determinada por la reducción de medio punto porcentual en el tipo de interés en las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Además del efecto directo que esa disminución tuvo en los mercados monetarios, que ya se comentó en la sección anterior, también se produjo un impacto sobre los tipos de interés de los valores de medio y largo plazo en los



mercados primarios y secundarios de deuda del Estado, que registraron recortes entre 30 y 40 puntos básicos durante el mes de abril. Este efecto se ha visto, en parte, compensado por el repunte que ha tenido lugar en el período transcurrido del mes de mayo, en un proceso que parece estar ligado a la caída de los precios de los bonos en el mercado norteamericano. Sin embargo, este efecto ha sido similar en todos los mercados de deuda europeos, de forma que el diferencial de la deuda española a diez años frente al bono alemán se ha mantenido estable en torno a los 20 puntos básicos.

Por su parte, los tipos practicados por las entidades de crédito han reflejado el último recorte de los tipos oficiales del Eurosistema, en especial en las operaciones de activo, cuyo tipo de interés sintético ha experimentado una disminución de 18 puntos básicos en abril, situándose en el 4,8 %. En este sentido, la fuerte demanda de crédito existente, que tendería a atenuar esa disminución, parece haberse visto compensada por la mayor intensidad de la competencia bancaria. Por su parte, el tipo sintético de las operaciones de pasivo se ha revi-

## Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1997	1998	1999		
	DIC	DIC	MAR	ABR	MAY (a)
<b>BANCARIOS:</b>					
Tipo sintético pasivo	3,22	2,06	1,92	1,84	....
Tipo sintético activo	6,54	5,15	5,01	4,83	...
<b>TESORO:</b>					
Subasta de letras a doce meses (b)	4,47	2,95	2,94	2,59	2,57
Subasta de bonos a tres años	4,90	3,54	3,51	3,10	3,02
Subasta de obligaciones a diez años	5,78	4,32	4,40	4,12	4,21
<b>MERCADOS SECUNDARIOS (c):</b>					
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,50	2,88	2,91	2,59	2,53
Deuda pública a diez años	5,64	4,08	4,25	4,09	4,25
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,31	0,20	0,22	0,23	0,21
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	42,22	37,19	-0,12	2,24	3,77
Pagarés de empresa	4,90	3,38	3,08	2,72	...
Obligaciones privadas	5,48	4,29	3,93	4,43	...

Fuente: Banco de España.

- (a) Media de datos diarios, hasta el 21 de mayo.  
 (b) Tipo de interés marginal.  
 (c) Medias mensuales.  
 (d) Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

sado a la baja nueve puntos básicos, con lo que su nivel queda establecido en el 1,84 %.

Los mercados bursátiles nacionales se han visto favorecidos por este recorte de los tipos de interés y por la mejora del entorno económico internacional, a lo que se han unido las noticias sobre adquisiciones empresariales en algunos sectores. Así, el Índice General de la Bolsa de Madrid ha registrado una ligera revalorización acumulada en lo que va de año, cercana al 4 %. En cualquier caso, durante los meses transcurridos de 1999 las bolsas españolas han venido manteniendo un comportamiento al alza más moderado que el de la mayoría de las bolsas europeas, lo que se ha reflejado en que el promedio de revalorización de las principales bolsas europeas acumulado hasta el mes de abril fuese del 8 %, mientras que el Índice General de la Bolsa de Madrid apenas si superó el 2 % en el mismo período.

En este contexto, los activos financieros líquidos de las empresas no financieras y las familias experimentaron una cierta aceleración, con un crecimiento interanual del 6,2 % en el mes de abril, frente al 5,7 % del mes de marzo. Como puede observarse en el cuadro 3 y en el gráfico 8, los instrumentos más líquidos, englobados en el agregado medios de pago —que comprende el efectivo, los depósitos a la vista y

los de ahorro—, fueron los que se expandieron a un ritmo mayor, creciendo a tasas próximas al 16 %. Por su parte, el resto de activos financieros líquidos —que incluye los depósitos a plazo, las cesiones temporales, los valores emitidos por el sistema crediticio, los fondos monetarios (FIAMM) y los fondos de renta fija— mantuvo tasas de variación ligeramente negativas.

Por sectores, los activos financieros líquidos de las familias crecieron en abril un 4,7 % en tasa interanual, lo que supone un ligero repunte en relación con los dos últimos meses. Este crecimiento se debió al mayor dinamismo de los medios de pago, mientras que el resto de activos financieros líquidos siguió contribuyendo escasamente al crecimiento del total de los activos líquidos. Por lo que respecta a los medios de pago, fueron los depósitos a la vista y los de ahorro los instrumentos que, como en meses anteriores, tuvieron el comportamiento más expansivo, impulsando el crecimiento de este componente hasta tasas próximas al 11 %. En cuanto al efectivo, siguió experimentando ritmos de avance muy bajos.

Por su parte, el resto de activos financieros líquidos creció un 1,1 %, frente al 0,4 % del mes anterior. La evolución de este componente durante el mes de abril ha venido determinada

CUADRO 3

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

	1999	1997	1998	1999		
	ABR (b)	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR
1. Activos financieros líquidos (2 + 3) = (4 + 7)	539,9	7,1	5,7	4,6	5,7	6,2
2. Medios de pago	239,8	11,6	14,8	12,7	14,9	15,8
3. Otros activos financieros	300,1	4,2	-0,6	-1,1	-0,7	-0,3
4. Familias (5 + 6)	454,2	6,7	4,2	3,1	3,9	4,7
5. Medios de pago	181,1	7,2	9,3	8,3	9,7	10,8
6. Otros activos financieros	273,2	6,3	1,1	-0,1	0,4	1,1
7. Empresas no financieras (8 + 9)	85,7	9,7	14,5	13,0	15,8	15,1
8. Medios de pago	58,7	31,9	35,7	28,7	34,4	34,6
9. Otros activos financieros	27,0	-10,6	-14,1	-10,2	-10,2	-12,6
PRO MEMORIA:						
10. Fondos de inversión (11 a 13) (c)	201,1	48,4	39,3	31,5	23,0	21,2
11. FIAMM	44,6	4,2	-10,3	-13,1	-11,9	-10,9
12. FIM de renta fija	108,1	31,6	25,6	20,5	16,3	15,6
13. Resto de fondos de inversión	48,3	12,5	24,1	24,1	18,6	16,5

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.  
(c) Variación interanual del saldo.

por un moderado incremento de la cartera de valores y por una lenta recuperación del saldo de los depósitos a plazo. Por su parte, los fondos de inversión incluidos en los activos financieros líquidos han continuado con la tendencia de moderada desaceleración: así, mientras que los fondos monetarios siguieron disminuyendo progresivamente, los fondos de renta fija compensaron esta evolución. Por su parte, el resto de los fondos de inversión, de renta variable puros e internacionales, sigue constituyendo el núcleo más dinámico de estos instrumentos financieros, aunque también se observa una cierta desaceleración en relación con meses precedentes.

En general, ha continuado observándose el fenómeno, ya comentado en anteriores informes de coyuntura de este Boletín, de la existencia de un cierto grado de polarización en la toma de decisiones de los agentes ante la disminución de los tipos de interés. En este contexto, las preferencias de los agentes tienden a orientarse, por un lado, hacia la toma de posiciones muy líquidas, exentas de riesgo y con una rentabilidad no muy inferior a la de otros activos financieros de mayor plazo, y, por otro, hacia la adquisición de otros instrumentos con mayor riesgo, como la renta variable o los activos reales, pero que pueden tener rentabilidades más altas.

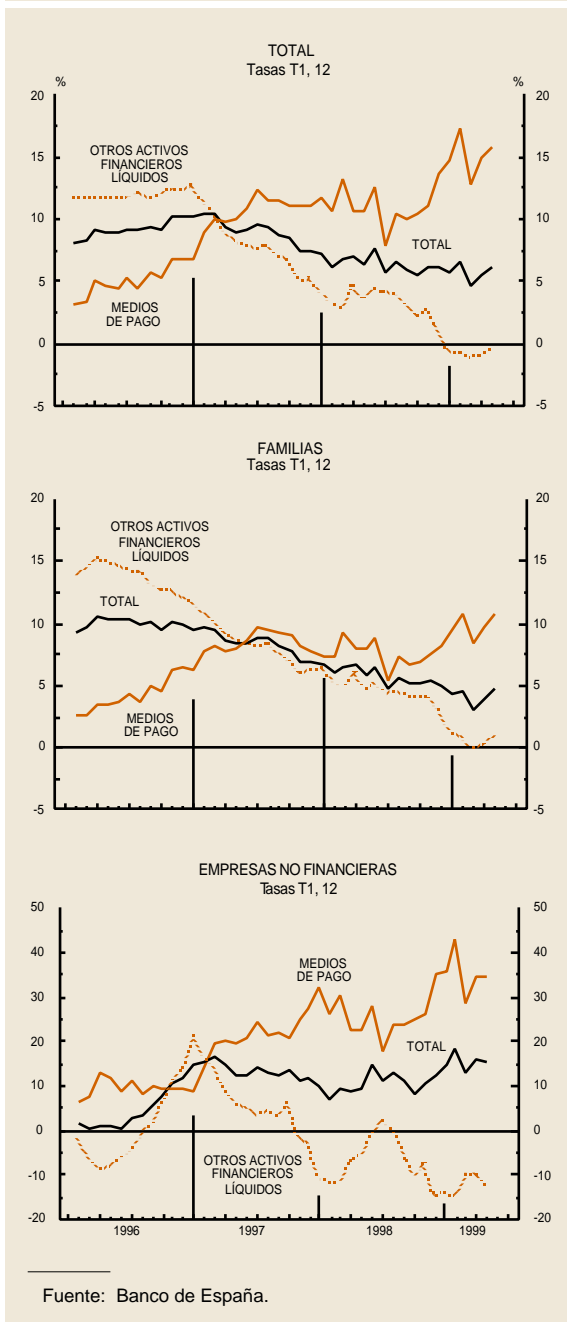
En cuanto a los activos financieros líquidos de las empresas no financieras, su crecimiento continuó siendo más elevado, con una expansión interanual del 15 %. Los medios de pago fueron el componente que contribuyó en mayor medida al avance de estos activos líquidos, con tasas de expansión en torno al 35 %, debido, fundamentalmente, al dinamismo de los depósitos a la vista. Por el contrario, los otros activos financieros líquidos siguieron contrayéndose, con una tasa de variación del -13 %.

La financiación total concedida a los sectores residentes se expandió en abril a una tasa interanual cercana al 9 %, similar a la mostrada en meses anteriores (véase cuadro 4). Esta cifra fue el resultado de una evolución muy diferente de la financiación obtenida por el sector privado y por las Administraciones Públicas. En el primer caso, la financiación concedida a las empresas no financieras y a las familias mantuvo en abril una tasa interanual del 15 %, en un contexto de bajos tipos de interés y de expansión de la demanda, mientras que la otorgada a las Administraciones Públicas siguió desacelerándose, hasta alcanzar un crecimiento casi nulo en los últimos doce meses.

El dinamismo de la financiación concedida al sector privado no financiero se observa tanto en el caso de las familias como en el de las

GRÁFICO 8

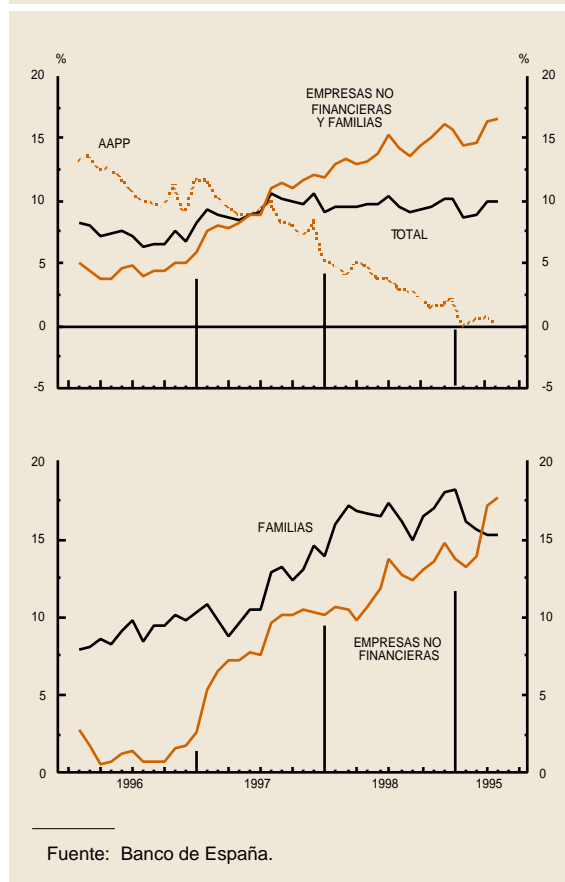
**Activos financieros líquidos (AFL) de las familias y empresas no financieras**



empresas no financieras, de manera que la expansión interanual registrada en abril se situó en ambos casos en torno al 15 %. Este ritmo de crecimiento representa una cierta desaceleración en el caso del crédito otorgado a las familias, puesto que la financiación a este sector había llegado a experimentar una tasa de avance superior al 18 % a finales de 1998 (véase gráfico 9). Por el contrario, la financiación a las empresas ha registrado una ligera aceleración en el período transcurrido de 1999. En el análisis por componentes de la financiación a empre-

GRÁFICO 9

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



sas, junto al crédito bancario interno, que supone un 71 % de la financiación total y que ha continuado creciendo a tasas del 14 % en términos interanuales, debe destacarse el significativo incremento de la emisión de valores de renta fija a largo plazo en los dos últimos meses, debido, fundamentalmente, a las emisiones de bonos titulizados. Por otra parte, se observa una ligera desaceleración en la financiación obtenida por las empresas a través de las entidades de crédito no residentes. Como se ha señalado en anteriores informes, la pujanza que viene mostrando el crédito a las empresas podría estar, en parte, asociada al proceso de inversión en el exterior de las empresas españolas, estimulado, entre otros factores, por el reducido nivel de los tipos de interés.

Finalmente, la financiación recibida por las Administraciones Públicas mostró en abril un crecimiento interanual de solo el 0,1 %, como consecuencia, sobre todo, de la elevada amortización de bonos del Estado —de algo más de un billón de pesetas— que tuvo lugar a finales de abril y que no se vio compensada por un mayor recurso a otras fuentes de financiación.

CUADRO 4

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

	1999	1997	1998	1999		
	ABR (b)	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR
1. Financiación total (2 + 5)	816,1	9,1	10,1	8,9	9,2	9,1
2. Empresas no financieras y familias (3 + 4)	517,0	11,8	15,7	14,6	15,1	15,0
3. Familias	231,3	13,9	18,3	15,6	15,2	15,2
4. Empresas no financieras	285,7	10,2	13,7	13,8	15,0	14,9
5. Administraciones Públicas	299,0	5,3	2,1	0,4	0,6	0,1

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.

En todo caso, las emisiones brutas de bonos y obligaciones realizadas en mayo han permitido cubrir esa fuerte amortización. Por lo que respecta a las letras del Tesoro, tras las significativas colocaciones netas negativas registradas en el primer trimestre del año, las emisiones

brutas se han aproximado en mayor medida a las amortizaciones en abril y en la parte transcurrida de mayo, con lo que el saldo vivo de estos valores ha tendido a estabilizarse en el período más reciente.

26.5.1999.