

---

## Evolución reciente de la economía española

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

Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), publicadas por el INE de acuerdo con la nueva base 1995, en el segundo trimestre de 1999 el PIB experimentó un crecimiento real del 3,6 %, en tasa interanual y calculado con datos de ciclo-tendencia (1), cifra similar a la del trimestre anterior. La demanda interna alcanzó un incremento del 5,3 %, como consecuencia de una evolución más expansiva de la formación bruta de capital fijo —en particular, de la construcción—, mientras que el consumo de los hogares creció un 4,2 %, tasa prácticamente igual a la del primer trimestre (4,3 %). Por su parte, la contribución de la demanda exterior neta se hizo ligeramente más negativa (-1,7 puntos porcentuales), debido al mayor ritmo de crecimiento alcanzado por las importaciones de bienes y servicios, frente a la moderada recuperación de las exportaciones.

Desde el punto de vista de la actividad productiva, los datos del segundo trimestre han mostrado una desaceleración adicional del valor añadido industrial (hasta alcanzar una tasa interanual del 1,4 %, en términos reales) y un notable descenso del valor añadido de las actividades primarias, mientras que la actividad en las ramas de los servicios y, especialmente, en la construcción se aceleró hasta el 3,7 % y el 11,4 %, respectivamente. El número de puestos de trabajo equivalentes se incrementó un 3,4 %, en tasa interanual, aumentando una décima en relación con el primer trimestre. Cabe destacar el fuerte crecimiento del empleo asalariado (4,4 %), que contrasta con el descenso de los autónomos (-1,1 %). Por ramas de actividad, se observa una desaceleración del número de puestos de trabajo equivalentes creados en las ramas industriales y en la construcción, y una aceleración en las ramas de servicios. Finalmente, el crecimiento interanual del PIB nominal se elevó hasta el 6,5 %, siempre en términos de ciclo-tendencia, destacando, desde el punto de vista de su distribución, el menor ritmo de avance de la remuneración de los asalariados, frente a la recuperación del excedente y a la notable expansión de los impuestos indirectos netos. En otro artículo de este Boletín se analiza con detenimiento el cambio de base de la CNE, recientemente introducido por el INE.

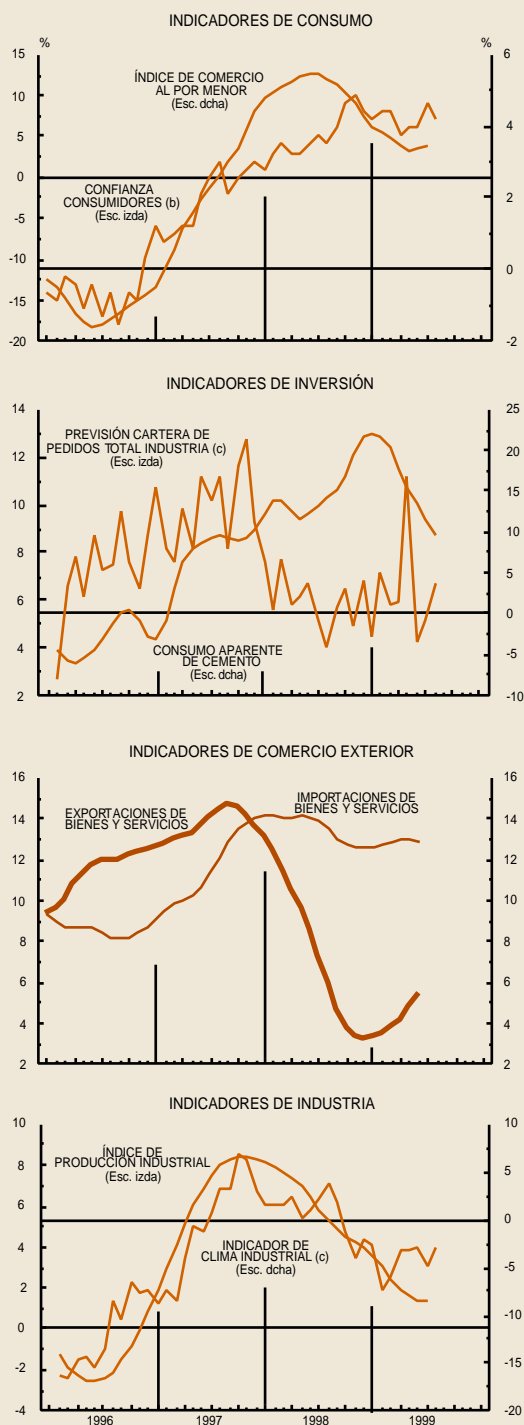
Pasando al análisis de la información coyuntural más reciente, los indicadores referidos al

---

(1) En el nuevo marco de la CNE 95, el INE publica datos trimestrales en serie original, desestacionalizados y de ciclo-tendencia; estos últimos, están corregidos de movimientos estacionales e irregulares.

GRÁFICO 1

Indicadores de demanda y actividad (a)

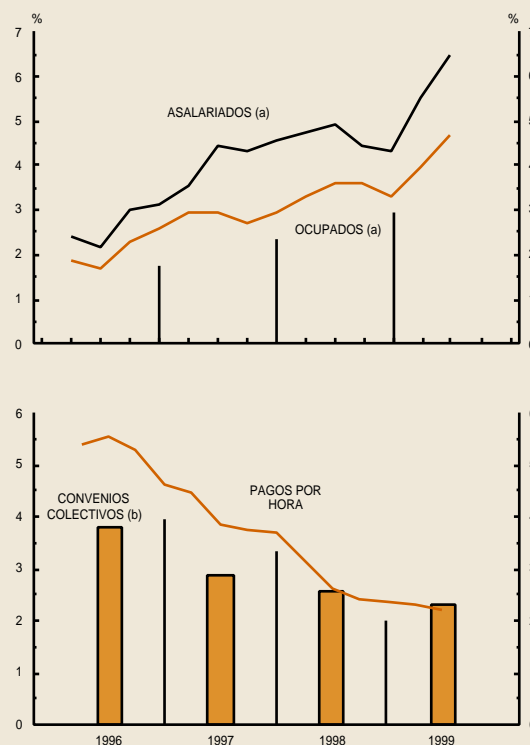


Fuentes: Comisión de la Unión Europea, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Industria, OFICEMEN, Departamento de Aduanas y Banco de España.

- (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 31 de agosto.

consumo de los hogares muestran, en general, un crecimiento robusto del gasto, y las expectativas para los próximos meses mantienen un tono de optimismo. En el mes de julio, el índice general de ventas del comercio al por menor aumentó un 5,6 % en tasa interanual y en términos reales, lo que supone una recuperación significativa en relación con el segundo trimestre del año. Por componentes, destacaron los elevados crecimientos de las ventas de bienes duraderos. También las matriculaciones de automóviles, tanto las destinadas a particulares como a las empresas de alquiler, mantienen un elevado dinamismo, habiendo alcanzado un crecimiento del 25,9 % en agosto. Estas cifras prolongan la tendencia de moderada aceleración que ya apuntaban los datos de producción industrial y de comercio de bienes de consumo, disponibles hasta el mes de junio. Por otra parte, si bien el indicador de confianza de los empresarios del sector de bienes de consumo registró un empeoramiento en junio y julio, las perspectivas sobre la producción de estos bie-

nes siguen siendo favorables en el corto plazo. El indicador de confianza de los consumidores retrocedió ligeramente en agosto, tras el notable incremento observado en julio, pero en el conjunto de esos dos últimos meses su nivel se ha situado claramente por encima del segundo trimestre, destacando el avance experimentado por las opiniones relativas a la situación de las familias y de la economía, en general, esperada para los próximos doce meses.

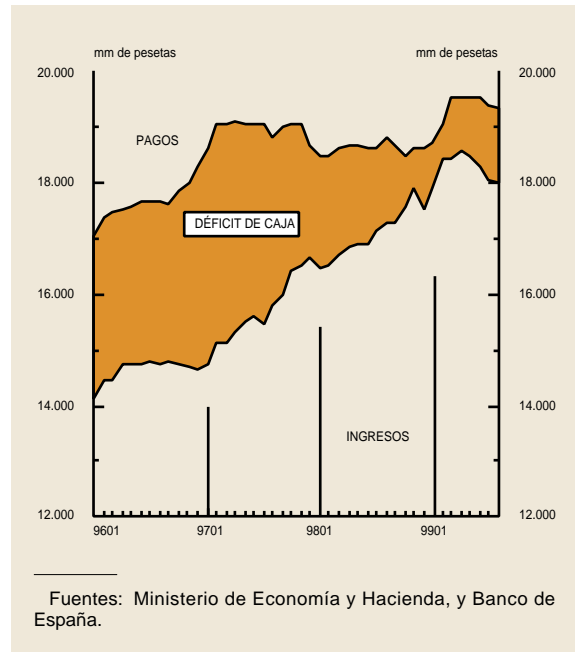
La información relativa a la inversión en bienes de equipo se refiere, fundamentalmente, al indicador de disponibilidades de estos bienes hasta el mes de junio. Aunque los datos de ese último mes fueron menos positivos que los de los dos meses anteriores, en el conjunto del segundo trimestre el crecimiento del indicador se situó en torno al 18 %, apoyado en un fuerte aumento de las importaciones. El indicador de clima industrial referido a los productores de bienes de equipo mostró una mejora en julio, especialmente significativa en lo que se refiere a la cartera de pedidos. Por otra parte, los resultados más recientes de la encuesta semestral sobre inversión en la industria, que elabora el MINER, muestran una revisión al alza del crecimiento previsto para esta variable en 1999, aunque el incremento sigue siendo inferior al estimado para 1998.

En relación con la inversión en construcción, los indicadores más contemporáneos con el gasto han tendido a mostrar, en general, una cierta ralentización. Así, el consumo aparente de cemento experimentó un incremento interanual del 2,4 % en el mes de julio, que ha situado su crecimiento acumulado hasta ese mes en el 15,2 %; aunque el bajo crecimiento de julio refleja, en gran medida, efectos de calendario, tiende a confirmar la senda de moderación de este indicador. Las cifras de afiliados en el sector también han registrado una leve tendencia desaceleradora hasta el mes de agosto. Esta ralentización es coherente con la evolución del indicador de confianza en la construcción, que, tras el importante deterioro sufrido en agosto, como consecuencia de la trayectoria desfavorable de la producción y del empleo, ha acentuado la tendencia descendente observada desde el inicio del año.

Según los datos de comercio exterior disponibles hasta el mes de junio, las exportaciones de bienes siguieron registrando un crecimiento moderado hasta ese mes, apreciándose signos de mayor dinamismo en las ventas a los países asiáticos y Japón, favorecidas por la recuperación económica de esas áreas. Por su parte, las importaciones han mantenido el vigor que venía apreciándose en los meses anteriores. En el período enero-junio, las exportaciones to-

GRÁFICO 3

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

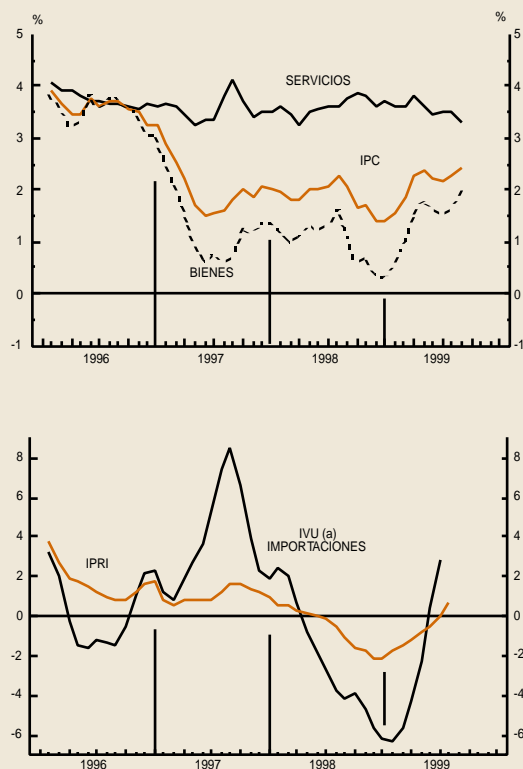


tales registraron un crecimiento interanual, en términos reales, del 3 %, mientras que para las importaciones dicho crecimiento alcanzó el 13,2 %. Los distintos ritmos de crecimiento de las exportaciones y las importaciones propiciaron un aumento del déficit comercial en la primera mitad del año, de forma que, aunque el saldo de operaciones por turismo mejoró, la balanza por cuenta corriente registró un saldo deficitario de 2.430 millones de euros (404 mm de pesetas) entre enero y junio, frente al superávit de 625 millones de euros (104 mm de pesetas) obtenido el año anterior. Por su parte, el saldo de la balanza de capital registró un superávit de 2.774 millones de euros (461 mm de pesetas), levemente superior al obtenido en los seis primeros meses de 1998.

Entre los indicadores de actividad, el índice de producción industrial registró un crecimiento interanual del 1,9 % en el mes de junio, que, una vez corregido por los efectos calendario, supone un incremento del 1,3 %. Estos datos parecen confirmar que el proceso de desaceleración que caracterizó a la producción industrial hasta el primer trimestre de 1999 se ha detenido a partir del mes de abril. Sin embargo, el indicador cualitativo de clima industrial experimentó un ligero deterioro en agosto, que afectó especialmente a la cartera de pedidos y que podría anunciar un nuevo debilitamiento de la actividad. Desde el punto de vista del destino económico de los bienes, se aprecia un comportamiento heterogéneo de la producción: tanto

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.

los bienes de consumo como los bienes de equipo mostraron mayores ritmos de avance en el mes junio, mientras que la producción de bienes intermedios redujo su tasa de crecimiento, respecto a la alcanzada en el mes anterior.

Por lo que se refiere al mercado de trabajo, las cifras de paro registrado correspondientes al mes de agosto han mostrado un nuevo recorte del ritmo de descenso interanual, como viene ocurriendo en los meses transcurridos del presente año. A pesar de ello, la reducción interanual de 223.000 personas (un 12,5 % en tasa de variación) se mantiene en cifras elevadas. El ritmo de descenso del paro se redujo con mayor intensidad en la construcción y en los servicios, mientras que en la industria el recorte fue más gradual. Por su parte, las afiliaciones a la Seguridad Social, tras registrar un crecimiento bastante elevado en el mes de julio (6,2 %), mostraron una desaceleración significativa en agosto (hasta el 5,3 %), que ha podido ser con-

secuencia de un efecto de tipo estacional, por lo que habrá que esperar a los datos de septiembre para emitir un juicio sobre el comportamiento de las afiliaciones durante el verano. En otro artículo de este Boletín se comentan los datos de la EPA del segundo trimestre, que reflejaron una aceleración sustancial del empleo en ese período, aunque los datos de ocupados de la CNTR han matizado esos resultados.

En relación con los salarios, las últimas cifras de negociación colectiva, referidas a convenios firmados hasta el 31 de agosto, han situado el incremento salarial pactado en el 2,3 %, observándose un aumento en la subida salarial media pactada en los convenios de nueva firma hasta el 2,4 %. Por otra parte, según la encuesta de salarios correspondiente al segundo trimestre, el crecimiento interanual de las ganancias medias por persona y hora en el concepto de pagos totales se situó en el 2,5 %, una décima menos que en el trimestre anterior. Sin embargo, en el concepto de ganancia por trabajador y mes la tasa de variación interanual aumentó en una décima, situándose en el 2,2 %. Por ramas de actividad, los mayores aumentos en las ganancias por hora tuvieron lugar en la industria y en la construcción (3,2 % y 4 %, respectivamente), mientras que en los servicios las ganancias se desaceleraron hasta el 1,8 %.

La ejecución del presupuesto del Estado hasta el mes de agosto se saldó con un déficit de 1.023 mm de pesetas, que representa un aumento del 26,3 % con respecto al mismo período del año anterior. El aumento del déficit tuvo lugar como consecuencia de un incremento de los pagos no financieros (5,6 %) superior al de los ingresos (4,1 %), situándose en ambos conceptos 4,5 puntos por encima de sus respectivas previsiones presupuestarias. No obstante, la tasa de variación de los gastos aún se encuentra sesgada al alza por el elevado volumen de pagos por intereses que se concentraron en la primera parte del año. Cuando se depuran las distintas rúbricas de los efectos de los cambios de calendario, la evolución del déficit transcurre en línea con las previsiones presupuestarias para el conjunto del año.

## 2. PRECIOS

El índice de precios de consumo (IPC) elevó su tasa de variación interanual en el mes de agosto en dos décimas, hasta situarse en el 2,4 %, como consecuencia de los fuertes avances de los precios energéticos, mientras que la tasa de variación del agregado de servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) quedó también situada en el 2,4 %, una décima

por debajo del nivel donde se encontraba estabilizada desde el mes de marzo.

Por componentes, destaca la disminución de dos décimas registrada por la tasa interanual de los precios de los servicios en agosto, hasta alcanzar el 3,2 %; este recorte se explica, en parte, por el descuento en la tasa interanual de este componente de la subida de las tarifas telefónicas ocurrida en agosto de 1998. Respecto a los precios de los bienes, cabe mencionar la desaceleración de los alimentos, tanto elaborados como no elaborados. Estos últimos situaron su ritmo de variación interanual en el -1,1 %, una décima menos que en el mes anterior y acorde con la evolución de los precios agrícolas en los mercados mayoristas. Por su parte, los alimentos elaborados también redujeron su tasa de variación interanual en una décima, hasta situarse en el 2,3 %. Gran parte de este incremento se debe a la evolución de los precios del aceite de oliva y del vino de mesa, aunque estos productos no registraron un encarecimiento adicional en el último mes. Dentro de los bienes industriales de consumo cabe destacar el fuerte aumento de los precios de los productos energéticos, mencionado anteriormente, cuya tasa de variación pasó de 4,9 % en el mes de julio al 8,9 % en agosto. Tanto los carburantes como el butano y el gasóleo C mantuvieron trayectorias fuertemente alcistas, como consecuencia de las elevaciones del precio del petróleo en los mercados internacionales. Por último, los bienes industriales no energéticos estabilizaron su ritmo de variación interanual en el 1,4 %.

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) aumentó su tasa de crecimiento interanual hasta el 2,3 % en el mes de agosto, dos décimas sobre la tasa en la que se encontraba desde el mes de mayo. En el conjunto de la UEM, la tasa de inflación se situó en el 1,2 %, de forma que el diferencial de inflación con la zona euro aumentó en una décima, hasta 1,1 puntos porcentuales. Por componentes, se produjo un aumento de una décima en el diferencial de inflación de bienes y una disminución de igual cuantía en el correspondiente a los servicios. Dentro de los bienes, el diferencial se amplió tanto en alimentos como en los bienes industriales, hasta alcanzar los 1,4 puntos porcentuales en ambos casos, siendo destacable el caso de la energía, donde el diferencial se fijó en 3,8 puntos porcentuales.

En cuanto a los restantes indicadores de precios, el índice de precios industriales (IPRI) correspondiente al mes de julio registró un crecimiento del 0,7 % respecto al mismo mes del año anterior, intensificándose el proceso de aceleración que vienen registrando estos pre-

cios desde el inicio del presente año. Este comportamiento se debe, principalmente, a la evolución desfavorable de los bienes intermedios energéticos y, en menor medida, de los bienes de equipo. El índice de precios percibidos por el agricultor, cuya última información corresponde al mes de mayo, presentó una evolución muy moderada, con una variación interanual del -6 %, mientras que la correspondiente al componente de alimentos destinados al consumo humano se situó en el -2,7 %. En el ámbito exterior, los precios de las importaciones, representados por los índices de valor unitario (IVU), registraron en junio una variación positiva que rompe la trayectoria de descensos de los meses anteriores. Por último, los precios de exportación se redujeron en menor medida que en los períodos precedentes.

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

En el entorno exterior de la UEM, el crecimiento económico de Estados Unidos podría haberse moderado ligeramente en los últimos meses, al tiempo que siguen sin aflorar tensiones inflacionistas significativas. Así, en el segundo trimestre el PIB estadounidense creció un 3,9 % interanual, una décima menos que en el trimestre anterior. Dentro de la demanda interna, que se desaceleró dos décimas, hasta el 5 %, el consumo privado creció un 5,1 % y la formación bruta de capital fijo un 8,9 % (5,5 % y 9,7 % en el primer trimestre, respectivamente). Por su parte, la contribución del sector exterior al crecimiento siguió siendo negativa. A pesar de que las exportaciones mostraron un comportamiento más positivo que en los meses anteriores (3,6 % de incremento interanual, frente al 0,5 % anterior), ello fue insuficiente para compensar el aumento de las importaciones (10,4 %), por lo que el desequilibrio exterior ha continuado agravándose. No obstante, la información disponible sobre la evolución económica en el tercer trimestre continúa mostrando la solidez del crecimiento y, en particular, el fuerte dinamismo del consumo. La inflación, por su parte, permanece en niveles relativamente reducidos: en agosto, los precios de consumo crecieron un 2,3 % en tasa interanual y el índice que excluye los precios de los alimentos y los de la energía se incrementó en un 1,9 %. En ese mismo mes, la creación de empleo se desaceleró, aunque la tasa de paro volvió a reducirse hasta el 4,2 % y los salarios por hora en el sector no agrícola crecieron un 4,3 % interanual, lo que indica que el mercado de trabajo continúa ofreciendo signos de presiones inflacionistas latentes. En este contexto, desde finales de junio la Reserva Federal ha elevado en dos ocasiones el tipo de interés objetivo de los



## Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

|  | 1999   |        |        |        |        |         |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
|  | ABR    | MAY    | JUN    | JUL    | AGO    | SEP (c) |
| <b>ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):</b>                |        |        |        |        |        |         |
| Índice de Producción Industrial                | -0,7   | -0,6   | 0,7    | -0,1   |        |         |
| Comercio al por menor                          | 1,3    | 1,0    |        |        |        |         |
| Matriculaciones de turismos nuevos             | 11,2   | 5,9    | 7,7    |        |        |         |
| Confianza de los consumidores                  | -3     | -4     | -5     | -3     |        |         |
| Confianza industrial                           | -11    | -11    | -9     | -8     |        |         |
| IAPC   | 1,1    | 1,0    | 0,9    | 1,1    | 1,2    |         |
| <b>VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):</b> |        |        |        |        |        |         |
| M3   | 5,2    | 5,3    | 5,3    | 5,8    | 5,7    |         |
| M1   | 11,6   | 11,9   | 11,4   | 13,9   | 12,8   |         |
| Crédito a los sectores residentes              |        |        |        |        |        |         |
| <i>Total</i>                                   | 7,4    | 7,9    | 7,8    | 7,7    | 7,8    |         |
| <i>AAPP</i>                                    | 0,8    | 1,6    | 0,0    | 0,2    | 0,2    |         |
| <i>Otros sectores residentes</i>               | 9,9    | 10,4   | 10,9   | 10,6   | 10,7   |         |
| EONIA  | 2,71 % | 2,55 % | 2,56 % | 2,52 % | 2,44 % | 2,52 %  |
| EURIBOR a tres meses                           | 2,70 % | 2,58 % | 2,63 % | 2,68 % | 2,70 % | 2,69 %  |
| Rendimiento bonos a diez años                  | 4,04 % | 4,21 % | 4,53 % | 4,86 % | 5,06 % | 5,22 %  |
| Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM         | 1,19   | 1,39   | 1,44   | 1,02   | 0,97   | 0,79    |
| Tipo de cambio dólar/euro                      | 1,070  | 1,063  | 1,038  | 1,035  | 1,060  | 1,051   |

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.

fondos federales por un total de medio punto, hasta situarlo en el 5,25 %.

En Japón, los datos de contabilidad nacional del segundo trimestre apuntan a que esta economía podría haber empezado a superar la fase recesiva, con un crecimiento del PIB del 1,1 % en tasa interanual (0,1 % el trimestre anterior). Dentro de la demanda interna, el consumo privado aumentó un 1,8 % y la formación bruta de capital fijo un 1 %. El dinamismo relativo de estos componentes favoreció una expansión de las importaciones del 2,6 % (-4,1 % en el trimestre anterior), mientras que las exportaciones cayeron un 0,5 % (-3,3 % en el primer trimestre). A pesar de la recuperación de la actividad económica, la tasa de paro ha continuado creciendo, hasta el 5 % en julio, y la inflación sigue siendo negativa.

Por su parte, el Reino Unido muestra síntomas de estar superando la etapa de atonía de la actividad económica a un ritmo mayor que el esperado. En el segundo trimestre, el PIB creció a una tasa interanual del 1,4 %, a pesar de la fuerte aportación negativa de la variación

de existencias, mientras que la inflación descendió en agosto dos décimas, hasta el 1,1 %. En el mercado de trabajo, la tasa de paro se redujo una décima, hasta el 4,2 %, en agosto, y los salarios nominales se aceleraron hasta el 4,6 % en tasa interanual, con lo que, a pesar de la caída de la tasa de inflación, los riesgos inflacionistas se han agravado sensiblemente por el lado de los costes. En ese contexto, el Banco de Inglaterra subió preventivamente su tipo de interés básico en un cuarto de punto a primeros de septiembre, hasta situarlo en el 5,25 %.

En lo que respecta a los mercados financieros internacionales, los tipos de interés a corto plazo en Estados Unidos han repuntado en torno a 30 puntos básicos desde junio, mientras que los tipos a largo plazo se han mantenido alrededor del 6 %. Por otro lado, las cotizaciones bursátiles vienen mostrando desde junio una notable variabilidad en torno a una tendencia ligeramente ascendente. Así, entre ese mes y mediados de septiembre el índice Dow Jones se ha incrementado alrededor de un 2,4 %. El dólar, por su parte, se ha depreciado sensiblemente frente al yen (un 10 % entre junio y sep-

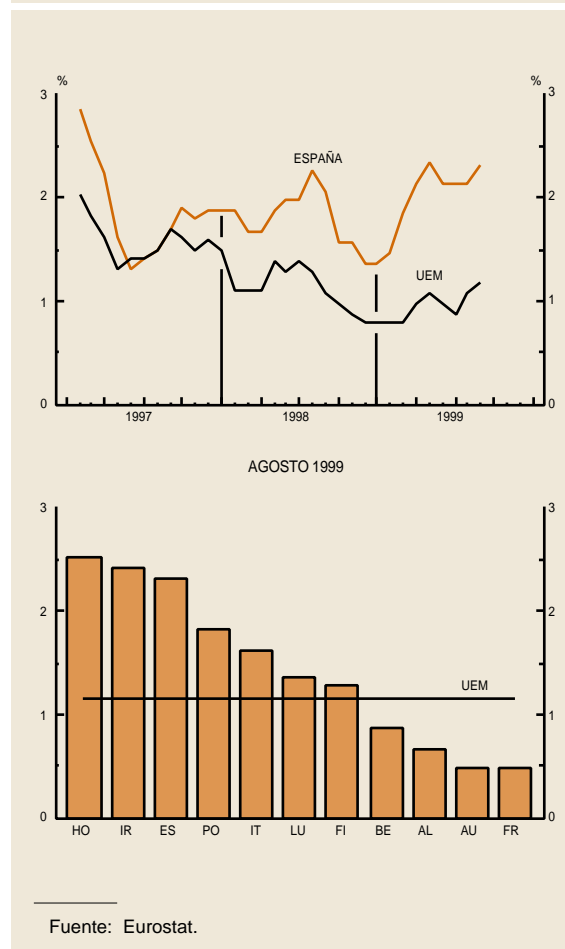
tiembre) y con menor intensidad frente al euro (1,3 % en ese mismo período). Ya en el mes de septiembre, el dólar ha tendido a apreciarse nuevamente respecto a la moneda europea. No obstante, más recientemente, la noticia del fuerte empeoramiento del déficit exterior estadounidense en julio afectó muy negativamente a la bolsa de Nueva York y a la cotización del dólar.

De acuerdo con la estimación preliminar de contabilidad nacional, realizada con datos observados de un número reducido de países, el crecimiento interanual del PIB de la zona del euro en el segundo trimestre fue del 1,5 %, una décima inferior al del trimestre anterior. Por componentes, la demanda interna creció un 2,4 % (2,5 % en el primer trimestre), como resultado de una desaceleración del consumo privado (que aumentó un 2 %, frente al 2,6 % anterior) y de un comportamiento más dinámico de la formación bruta de capital fijo (5,2 %, un punto superior al trimestre previo). Las exportaciones, por su parte, crecieron un 0,2 % y las importaciones un 2,9 % (-0,1 % y 2,4 %, respectivamente, en el primer trimestre). A pesar de la ligera desaceleración de la actividad que arrojan estas estimaciones, los indicadores disponibles sobre la evolución económica en el tercer trimestre ofrecen señales positivas sobre el dinamismo de la actividad productiva del área. En concreto, los resultados de la encuesta de confianza de la CE de julio (véase cuadro 1) muestran nuevas mejoras tanto del clima empresarial como de la confianza de los consumidores, y el índice de directores de compras elaborado por Reuter continúa creciendo. En cuanto al mercado de trabajo, la tasa de desempleo se redujo una décima en julio, hasta el 10,2 % de la población activa. Por su parte, el superávit de la balanza por cuenta corriente acumulado en los siete primeros meses del año fue de 34,6 mm de euros y el correspondiente a la balanza de bienes fue de 58,9 mm de euros (42,1 mm de euros y 70,1 mm de euros, respectivamente, en el mismo período de 1998).

La inflación en la zona del euro sigue siendo reducida, claramente por debajo del 2 %, si bien el fuerte aumento de los precios del petróleo —de más de un 120 % respecto al nivel de febrero— y los efectos de la depreciación acumulada por el euro frente al dólar desde comienzos de 1999 se han reflejado en una aceleración moderada de los precios de consumo en los últimos meses. En agosto, la tasa interanual del IAPC aumentó una décima, hasta el 1,2 %, tras un incremento de dos décimas en julio (véanse cuadro 1 y gráfico 5). El componente energético volvió a ser el más inflacionista, con un crecimiento interanual del 5 %, que, de nuevo, se vio compensado en cierta medida

GRÁFICO 5

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

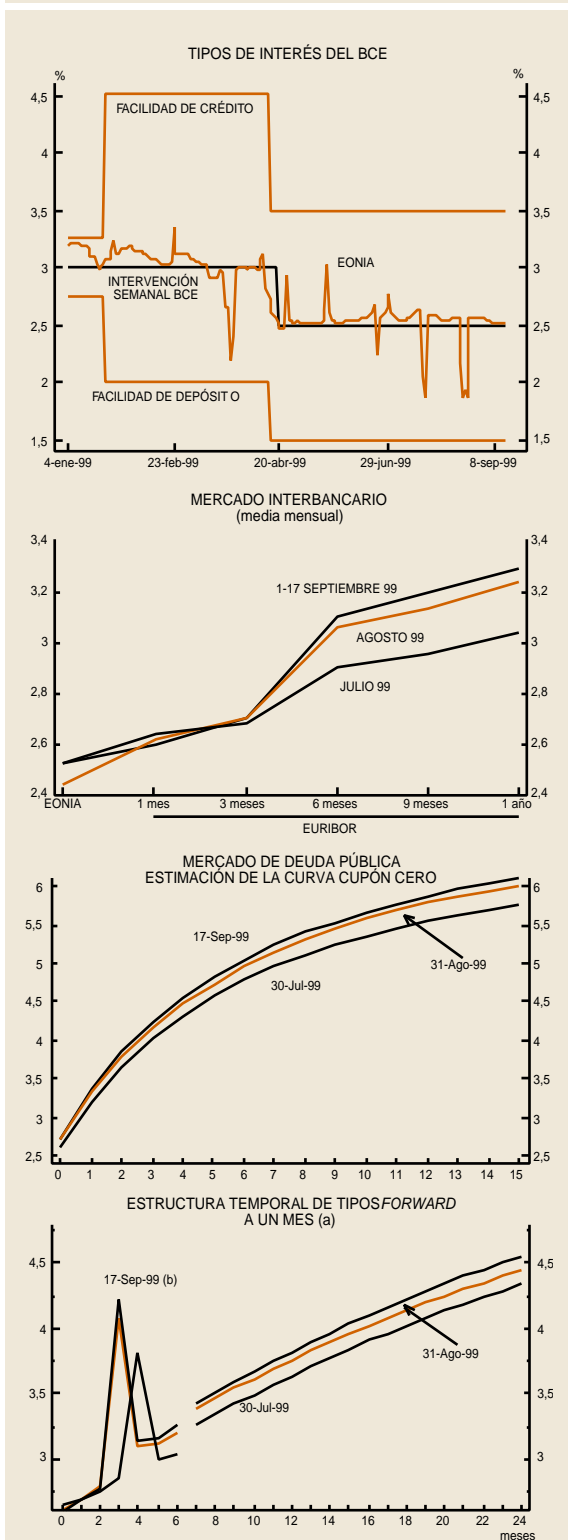


por la caída de los precios de los alimentos. La diferencia entre los valores máximo y mínimo de las tasas de inflación de los once países de la UEM fue de dos puntos porcentuales, frente a los 1,8 puntos del mes anterior. Los precios industriales, por su parte, han ido repuntando hasta registrar una tasa interanual del -0,4 % en julio, frente al -1 % en junio.

Respecto a la evolución de las condiciones monetarias y financieras en la zona del euro, durante agosto y las primeras semanas de septiembre se fortalecieron las expectativas de subidas de tipos de interés a medio plazo, que se habían empezado a manifestar a partir del mes de mayo. Estas expectativas, que, como se observa en el gráfico 6, se reflejaron en aumentos de los tipos de interés de los mercados monetarios a plazos más largos y de los mercados de deuda pública, y en un aumento de la pendiente de la curva de rendimientos, fueron fruto tanto de la influencia de las subidas de tipos en los mercados financieros estadounidenses como, cada vez en mayor medida, de la conso-

GRÁFICO 6

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



Fuentes: Banco de España y BCE.

- (a) Implícitos hasta seis meses en los tipos EURIBOR y estimados con la curva cupón cero para horizontes mayores.
- (b) Los tipos esperados con horizontes entre tres y cuatro meses se ven afectados por distorsiones asociadas al efecto 2000.

lidación de unas perspectivas más optimistas de crecimiento para la zona.

El Eurosistema no consideró que estas perspectivas pusieran en peligro la estabilidad de precios en el área, por lo que mantuvo inalterados sus tipos de intervención —2,5 % para las operaciones principales de financiación y 3,5 % y 1,5 % para las facilidades de crédito y depósito, respectivamente—. No obstante, el Banco Central Europeo subrayó la importancia de mantener una especial vigilancia de los indicadores adelantados de los precios, dado el fuerte ritmo de crecimiento de los agregados monetarios y crediticios.

En julio y agosto, los agregados monetarios y crediticios de la zona del euro siguieron mostrando ritmos de avance elevados, relacionados, en gran medida, con la progresiva mejora de las perspectivas económicas. Así, la tasa interanual de aumento del agregado monetario de referencia, M3, se situó en agosto en el 5,7 %, con lo que la media móvil de las tres últimas tasas de crecimiento interanual disponibles alcanzó el 5,6 %, más de un punto por encima del valor de referencia (4,5 %).

El incremento de M3 fue consecuencia, fundamentalmente, de la expansión de los depósitos a la vista y de las participaciones en fondos de inversión del mercado monetario. Aunque el aumento de los depósitos a la vista se desaceleró en agosto, su tasa de crecimiento interanual fue todavía elevada (15 %), lo que se reflejó en que el agregado monetario estrecho, M1, fuera el que siguiera experimentando una tasa de crecimiento interanual más alta, con un 12,8 % en dicho mes. Esta evolución fue compatible con el aumento de los tipos de interés a más largo plazo, que originó un trasvase desde los activos menos líquidos incluidos en M3 hacia pasivos bancarios a más largo plazo no incluidos en dicho agregado.

Por el lado de las contrapartidas del agregado monetario de referencia, M3, en julio y agosto se mantuvieron las tendencias ya observadas en meses anteriores: fuerte expansión del crédito al sector privado, que, en términos interanuales, se situó en agosto en el 10,7 %, y desaceleración de la financiación concedida a las Administraciones Públicas, que registró un crecimiento interanual muy reducido (0,2 %). Las causas del fuerte incremento del crédito concedido a los residentes en el área parecen encontrarse en la consolidación de unas perspectivas económicas más optimistas y en el mantenimiento de bajos niveles de tipos de interés, a pesar de los aumentos habidos en los tipos a más largo plazo, que empezaron a transmitirse a los tipos de los préstamos bancarios.



La evolución de la estructura temporal de tipos de interés en agosto y en septiembre hasta la fecha de cierre de este Boletín fue, también, similar a la de meses anteriores. Los tipos de interés a corto plazo se mostraron, en general, estables, mientras que los tipos a más largo plazo siguieron aumentando. Como resultado de estos movimientos, la pendiente de la curva de rendimientos, medida como la diferencia entre los tipos a diez años y tres meses, continuó ampliándose, hasta alcanzar niveles cercanos a los tres puntos porcentuales. Este comportamiento reflejó un reforzamiento de las expectativas de incrementos en los tipos de interés a corto plazo en el futuro, aunque el mercado no parece descontar alzas de tipos en los próximos tres meses.

En cuanto a los tipos de interés a largo plazo, el tipo de interés a diez años se situó, a partir del mes de agosto, en niveles superiores al 5 %, sensiblemente por encima del nivel medio mantenido durante el primer trimestre del año, que fue ligeramente inferior al 4 %. Además, el diferencial de tipos a largo plazo de la zona del euro respecto a Estados Unidos continuó estrechándose, situándose el tipo a diez años estadounidense, a mediados de septiembre, en torno a 75 puntos básicos por encima del correspondiente a la zona del euro, frente a los 134 puntos básicos que se observaban en el segundo trimestre de 1999.

Las perspectivas más optimistas de crecimiento en la zona también influyeron en la evolución bursátil de la UEM, que fue más favorable durante el mes de agosto y la primera mitad de septiembre. Así, el índice general Dow Jones EURO STOXX experimentó un incremento del 5 % desde finales de julio. Además, las alzas registradas afectaron a todos los sectores y se produjeron en un marco de menor volatilidad del mercado.

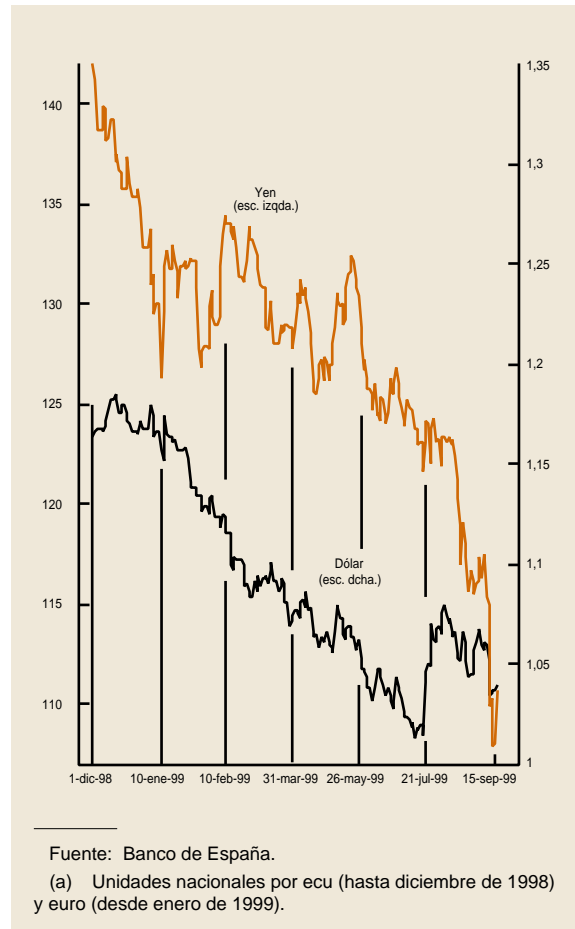
Por último, el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a los países desarrollados se depreció en torno al 4 % desde principios del mes de agosto y hasta mediados de septiembre, como resultado, entre otros factores, de la apreciación del yen (véase gráfico 7). En relación con el dólar, el euro experimentó una recuperación en la segunda mitad de julio y comienzos de agosto, que situó su tipo de cambio en niveles de 1,06-1,07 dólares por euro, si bien, a partir de entonces, se registró un ajuste a la baja hasta los 1,04 dólares por euro durante la primera parte de septiembre.

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

La evolución de los mercados financieros nacionales durante el mes de agosto y la parte

GRÁFICO 7

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



transcurrida de septiembre se ha caracterizado, al igual que en otros países europeos, por la continuación del proceso de aumento de los tipos de interés, que ha afectado principalmente a los mercados de largo plazo. De hecho, considerando la media mensual de los tipos de interés en septiembre hasta la fecha de cierre de este Boletín, las letras del Tesoro y la deuda pública negociadas en el mercado secundario experimentaron aumentos, crecientes con el plazo, de entre 10 y 40 puntos básicos respecto a las rentabilidades negociadas en el mes de julio (véase cuadro 2). Como es lógico, los mercados primarios de deuda pública también acusaron este aumento de los tipos de interés, de forma que los tipos de emisión experimentaron movimientos similares a los registrados en los mercados secundarios. Por otra parte, el Tesoro ha reiniciado los canjes de deuda pública mediante la convocatoria de subastas para los próximos meses, lo que permitirá una reducción de los costes financieros en futuros ejercicios.

Respecto a la evolución de los tipos bancarios, la última información disponible, corres-

## Tipos de interés y mercados financieros nacionales

|  | 1997  | 1998  | 1999 |       |      |         |
|--|-------|-------|------|-------|------|---------|
|  | DIC   | DIC   | JUN  | JUL   | AGO  | SEP (a) |
| <b>BANCARIOS:</b>                              |       |       |      |       |      |         |
| Tipo sintético pasivo                          | 3,22  | 2,06  | 1,66 | 1,64  | 1,64 | ...     |
| Tipo sintético activo                          | 6,54  | 5,15  | 4,54 | 4,52  | 4,71 | ...     |
| <b>TESORO:</b>                                 |       |       |      |       |      |         |
| Subasta de letras a doce meses (b)             | 4,47  | 2,95  | 2,75 | 2,95  | 3,07 | 3,17    |
| Subasta de bonos a tres años                   | 4,90  | 3,54  | 3,29 | 3,92  | 4,27 | 4,28    |
| Subasta de obligaciones a diez años            | 5,78  | 4,32  | 4,59 | 5,09  | 5,29 | 5,27    |
| <b>MERCADOS SECUNDARIOS (c):</b>               |       |       |      |       |      |         |
| Letras del Tesoro a seis-doce meses            | 4,50  | 2,88  | 2,68 | 2,91  | 2,89 | 3,00    |
| Deuda pública a diez años                      | 5,64  | 4,08  | 4,60 | 4,91  | 5,17 | 5,31    |
| Diferencial de rentabilidad con el bono alemán | 0,31  | 0,20  | 0,25 | 0,22  | 0,28 | 0,27    |
| Índice General de la Bolsa de Madrid (d)       | 42,22 | 37,19 | 4,22 | -2,83 | 1,46 | 0,82    |
| Pagarés de empresa                             | 4,90  | 3,38  | 2,89 | 2,94  | 3,16 | ...     |
| Obligaciones privadas                          | 5,48  | 4,29  | 4,18 | 4,53  | 5,01 | ...     |

Fuente: Banco de España.

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

pondiente al mes de agosto, pone de manifiesto la finalización del proceso de transmisión del último recorte de los tipos de referencia del Eurosistema del pasado mes de abril a los tipos de interés que las entidades de crédito residentes aplican a su clientela en las operaciones de depósito y crédito, y el comienzo de un proceso de signo contrario como consecuencia de la evolución reciente de los tipos de interés en los mercados financieros. El tipo sintético de las operaciones pasivas ha permanecido en torno al 1,6 % desde el mes de mayo, a la vez que el de las operaciones activas, que había alcanzado el 4,5 % en julio, ha repuntado en agosto, situándose alrededor del 4,7 %.

Por su parte, los mercados bursátiles nacionales mostraron un comportamiento irregular a lo largo del período considerado. Tras los importantes retrocesos sufridos a lo largo del mes de julio, el Índice General de la Bolsa de Madrid recuperó parte de esas pérdidas, de forma que la revalorización acumulada en lo que va de año representaba un 0,8 % a mediados de septiembre (véase cuadro 2). En todo caso, la rentabilidad acumulada en la parte transcurrida de 1999 en el mercado español de renta variable continuó siendo más moderada que la observada en las principales bolsas internacionales, lo que puede deberse a los rasgos de las empresas españolas cotiza-

das, posiblemente más sensibles a los cambios en los tipos de interés a largo plazo y más involucradas en economías emergentes.

La evolución y distribución de las carteras de activos financieros líquidos de las empresas no financieras y las familias se ha caracterizado durante los meses de julio y agosto por el mantenimiento de las tendencias observadas a lo largo del año: fuertes avances de los medios de pago y significativas reducciones del resto de activos financieros con menor grado de liquidez. Así, tal como se observa en el cuadro 3 y en el gráfico 8, los medios de pago se expandieron en julio a un ritmo interanual del 16,8 %, mientras que se acentuó el ritmo de caída de los otros activos financieros líquidos, que en ese mes fue del 5,6 %. La última información recibida, que, aunque muy preliminar, abarca hasta el mes de agosto, muestra que la evolución del conjunto de activos financieros líquidos de las empresas no financieras y las familias sigue siendo moderada, a lo que ha contribuido un mayor crecimiento del previsto de los fondos de inversión que no se consideran líquidos —internacionales y de renta variable—, en detrimento de los fondos de renta fija.

Un análisis más pormenorizado por sectores permite observar que, en el caso de las fami-

CUADRO 3

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

|   | 1999    | 1997 | 1998  | 1999  |       |       |
|---|---------|------|-------|-------|-------|-------|
|   | JUL (b) | DIC  | DIC   | MAY   | JUN   | JUL   |
| 1. Activos financieros líquidos (2 + 3) = (4 + 7) | 22,6    | 7,1  | 5,4   | 3,3   | 4,7   | 3,7   |
| 2. Medios de pago                                 | 10,6    | 11,6 | 14,8  | 13,7  | 16,8  | 16,8  |
| 3. Otros activos financieros                      | 12,0    | 4,2  | -1,1  | -4,0  | -4,0  | -5,6  |
| 4. Familias (5 + 6)                               | 18,9    | 6,5  | 3,6   | 2,0   | 3,7   | 2,7   |
| 5. Medios de pago                                 | 8,0     | 7,0  | 8,9   | 10,8  | 14,0  | 13,8  |
| 6. Otros activos financieros                      | 10,9    | 6,2  | 0,4   | -3,3  | -2,7  | -4,2  |
| 7. Empresas no financieras (8 + 9)                | 3,7     | 10,7 | 15,3  | 10,2  | 9,8   | 9,1   |
| 8. Medios de pago                                 | 2,5     | 32,9 | 36,7  | 23,6  | 26,1  | 27,0  |
| 9. Otros activos financieros                      | 1,2     | -9,7 | -13,5 | -9,3  | -13,7 | -16,6 |
| PRO MEMORIA:                                      |         |      |       |       |       |       |
| 10. Fondos de inversión (11 a 13) (c)             | 195,0   | 48,4 | 39,2  | 18,3  | 15,5  | 6,8   |
| 11. FIAMM   | 42,2    | 4,2  | -10,4 | -11,5 | -10,4 | -10,1 |
| 12. FIM de renta fija                             | 101,5   | 31,6 | 25,5  | 8,5   | 6,2   | -1,8  |
| 13. Resto de fondos de inversión                  | 51,3    | 12,5 | 24,1  | 21,3  | 19,7  | 18,7  |

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.

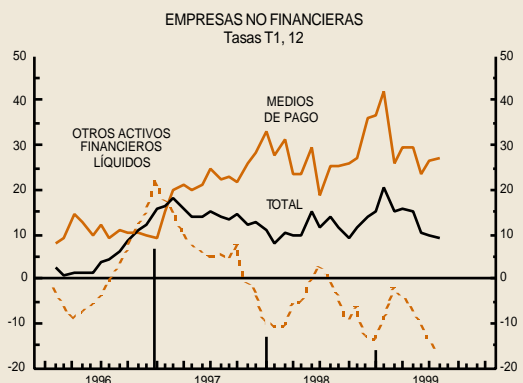
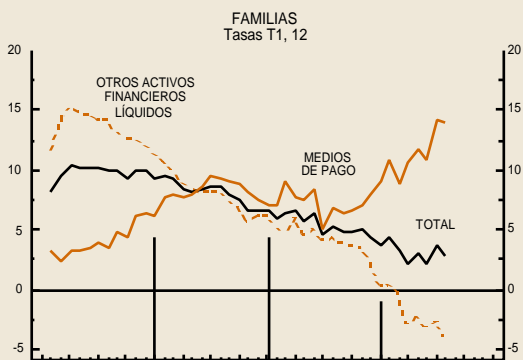
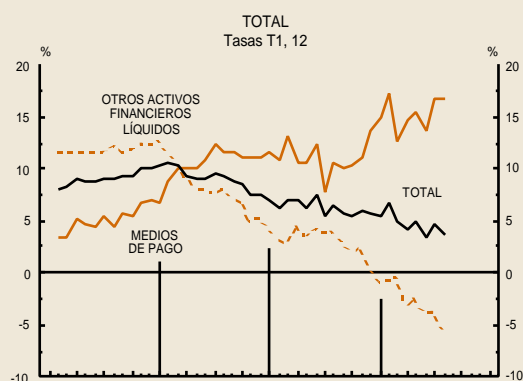
lias, sus activos financieros líquidos experimentaron durante el mes de julio un ritmo de crecimiento interanual del 2,7 %, que se desglosa en un avance del 13,8 % de los medios de pago y del -4,2 % para el resto de activos líquidos, tendencias que, con la información preliminar disponible, parecen haber continuado durante el mes de agosto. Respecto a los medios de pago, son los depósitos a la vista los que continúan mostrando mayor fortaleza, con tasas interanuales por encima del 20 % en los meses centrales del año. Por su parte, los depósitos de ahorro y el efectivo presentan ritmos de crecimiento interanuales cada vez mayores desde comienzos de año, situándose en la actualidad en tasas en torno al 17 % y 3 %, respectivamente. En cuanto al resto de activos líquidos en poder de las familias, son las participaciones en fondos monetarios y de renta fija las que, en gran medida, explican el retroceso interanual señalado. Asimismo, aunque los depósitos a plazo continúan mostrando tasas de crecimiento negativas, estas son cada vez más reducidas, como consecuencia de la menor presión fiscal que soportan los rendimientos de estos activos desde comienzos de año. La evolución bursátil también afectó al resto de fondos de inversión no incluidos en los activos financieros líquidos de las familias, que, básicamente, son los fondos de renta variable y los inter-

nacionales, cuyo saldo, tras aumentar significativamente hasta mayo, se ha estancado en los últimos meses. En este sentido, conviene recalcar —como ya se ha señalado en anteriores informes— que las familias mantienen una marcada preferencia por los activos financieros más líquidos —dado el reducido coste de oportunidad actual— y por aquellos que pueden proporcionar mayores rentabilidades, aun a costa de un mayor riesgo.

Por otra parte, las carteras de activos financieros líquidos de las empresas no financieras han presentado durante el mes de julio una tasa de avance interanual del 9,1 % (véase cuadro 3). Un análisis desagregado por instrumentos muestra que, mientras los medios de pago han crecido a tasas del 27 %, el resto de activos líquidos continúa disminuyendo en las carteras de activos de las empresas, cada vez a ritmos más fuertes, alcanzando casi un -17 % en términos interanuales en este mes. Las estimaciones provisionales correspondientes al mes de agosto sugieren que se ha producido una cierta aceleración del crecimiento de los activos financieros líquidos de las empresas, manteniéndose las pautas antes comentadas sobre la variación de los medios de pago y el resto de activos líquidos.

GRÁFICO 8

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

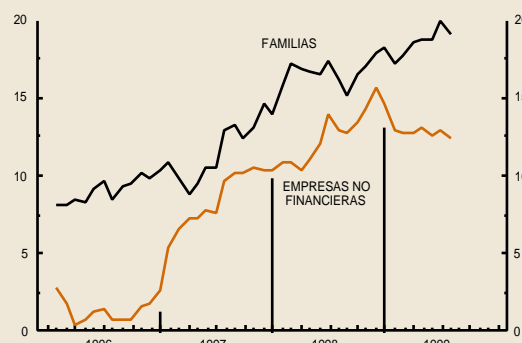
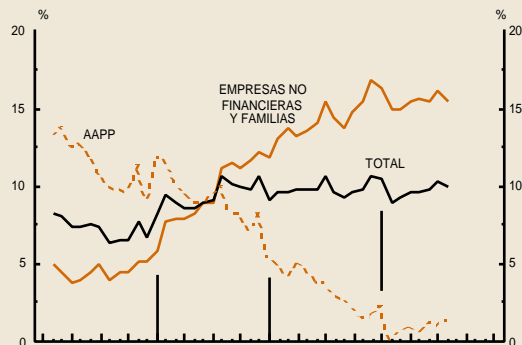


Fuente: Banco de España.

La financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes en julio y agosto mantuvo las mismas pautas de comportamiento de meses anteriores: crecimientos elevados y sostenidos de la financiación proporcionada a las empresas no financieras y a las familias en un contexto de reducidos tipos de interés, favorables perspectivas económicas y avances muy reducidos en la financiación otorgada a las AAPP (véanse cuadro 4 y gráfico 9). En conjun-

GRÁFICO 9

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



Fuente: Banco de España.

to, la financiación concedida a los sectores residentes continúa expandiéndose a un ritmo interanual en torno al 10 %. La desagregación del sector privado permite observar que, en julio, la financiación a las familias —que incorpora los créditos concedidos por entidades de crédito residentes en España y por otras entidades no residentes— sigue mostrando un crecimiento muy elevado a lo largo del año (19 %), ligeramente superior a las tasas observadas a finales de 1998, mientras que la financiación obtenida por las empresas no financieras —donde se incluyen, además de los componentes señalados para las familias, los valores emitidos de renta fija— parece haberse estabilizado en torno al 13 % en lo que va de año. Con la información provisional más reciente, que incluye datos hasta agosto, parece que la financiación concedida —en particular, a las empresas— está aumentando a un ritmo mayor del constatado anteriormente, debido al mayor crecimiento de los préstamos procedentes de entidades de crédito no residentes.

CUADRO 4

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

|   | 1999    | 1997 | 1998 | 1999 |      |      |
|---|---------|------|------|------|------|------|
|   | JUL (b) | DIC  | DIC  | MAY  | JUN  | JUL  |
| 1. Financiación total (2 + 5)                 | 853,0   | 9,1  | 10,5 | 9,7  | 10,2 | 9,9  |
| 2. Empresas no financieras y familias (3 + 4) | 548,0   | 11,9 | 16,2 | 15,3 | 16,0 | 15,4 |
| 3. Familias                                   | 251,8   | 13,9 | 18,3 | 18,7 | 20,0 | 19,0 |
| 4. Empresas no financieras                    | 296,2   | 10,3 | 14,6 | 12,6 | 12,9 | 12,4 |
| 5. Administraciones Públicas                  | 305,0   | 5,3  | 2,1  | 1,1  | 1,0  | 1,4  |

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.

Finalmente, la financiación recibida por las Administraciones Públicas registró en el mes de julio un avance muy moderado, del 1,4 % en términos interanuales, en un marco de nuevos avances en la reducción del déficit público. Esta evolución, que ha continuado en agosto, viene explicada, básicamente, al igual que en meses anteriores, por la contracción del crédito bancario y la disminución del saldo de valores a corto plazo. Más concretamente, el saldo de

valores emitidos por el Estado experimentó en julio reducciones en todos los plazos: las letras del Tesoro registraron una colocación neta negativa de 3,1 mm de euros en julio y la deuda a medio y largo plazo de 1,9 mm de euros, aunque en agosto y en la parte transcurrida de septiembre las emisiones netas de valores del Estado han vuelto a ser positivas.

28.9.1999.