
Informe trimestral de la economía española

1. Rasgos básicos

Las pautas de comportamiento que caracterizan la evolución reciente de la economía española no han variado significativamente en el período transcurrido del año 2000. El ritmo de crecimiento del producto y la creación de empleo siguen siendo notables, la demanda nacional conserva su fortaleza y las exportaciones de mercancías, en un entorno internacional favorable, dan muestras de un considerable vigor, mejorando su posición en los mercados exteriores. A pesar de ello, el déficit comercial se está ampliando, por el crecimiento real de las importaciones y el deterioro de la relación real de intercambio, debido, este último, básicamente, al impacto sobre los precios de importación del encarecimiento de los productos energéticos y de la depreciación del euro.

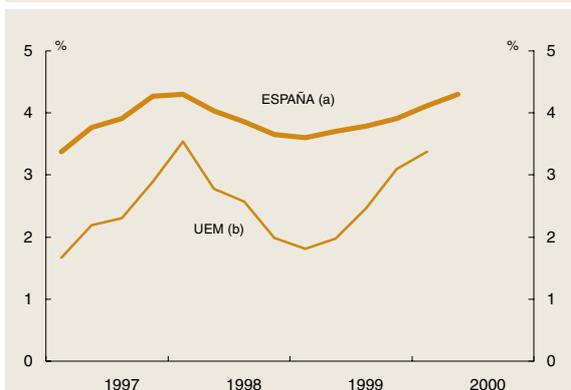
Con las cautelas habituales, se estima que el crecimiento interanual del producto interior bruto (PIB) real de la economía española fue del orden del 4,2 % en el segundo trimestre, una cifra que, independientemente de su cuantificación —el Instituto Nacional de Estadística (INE) ha anunciado la revisión de las series de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) para los próximos meses—, acentúa, aunque solo sea ligeramente, el dinamismo con el que se inició el ejercicio. La demanda nacional aumentó también su tasa de crecimiento, en relación con la del período precedente, hasta aproximarse al 4,5 %, mientras que no se esperan cambios relevantes en la aportación negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del producto, que volvería a situarse en torno a 0,3 puntos porcentuales. Si estas cifras se comparan con las publicadas recientemente —para el primer trimestre— para el conjunto de países de la Unión Económica y Monetaria (UEM): 3,4 % de crecimiento del PIB real, 2,7 % la demanda interna (sin variación de existencias) y 0,7 puntos porcentuales la contribución positiva del saldo exterior, se aprecia que el diferencial entre los ritmos de crecimiento del producto sigue estrechándose (véase gráfico 1).

En cuanto a la evolución de los precios, su trayectoria sigue marcada por el notable encarecimiento de los productos energéticos. La tasa de variación interanual del índice de precios de consumo (IPC) se situó en el 3,4 % el pasado mes de junio, siendo la tasa correspondiente del índice armonizado una décima superior (3,5 %) y del 2,4 % la del conjunto de la UEM, por lo que el diferencial de inflación permanece, prácticamente, estabilizado (véase gráfico 2).

En este contexto, la modulación de las políticas económicas ha ido adaptándose a los objetivos establecidos. Así, la política monetaria definida para los países del área del euro si-

GRÁFICO 1

Producto interior bruto



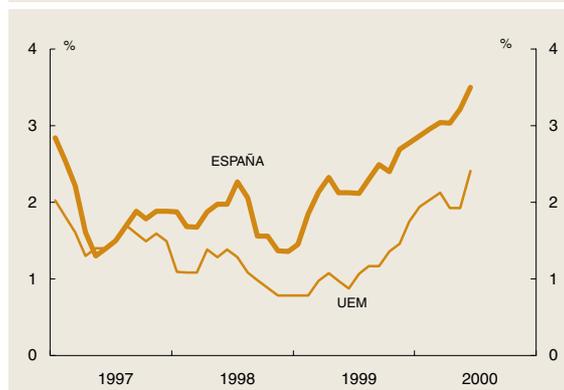
Fuentes: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
 (a) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ciclo-tendencia.
 (b) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

guió acomodándose paulatinamente a las condiciones que se registran en la zona —crecimiento sostenido y mayores riesgos inflacionistas—, pero su tono, algo más estricto, resulta todavía relativamente holgado para aquellas economías que, como, la española, se encuentran en una fase de expansión cíclica avanzada. Las autoridades fiscales españolas, por su parte, se han planteado unos objetivos de corrección del déficit público más ambiciosos, ya que los ingresos fiscales están aumentando por encima de lo previsto, en consonancia con el escenario macroeconómico más expansivo; por último, el gobierno acordó recientemente dar un nuevo impulso a las medidas liberalizadoras a través de un conjunto de acciones encaminadas a mejorar el funcionamiento y aumentar la competencia de diferentes mercados de bienes y servicios, cuyos efectos se dejarán sentir, sobre todo, a medio plazo (véanse cuadros 1 y 2).

El entorno económico internacional tampoco ha experimentado cambios importantes a lo largo del primer semestre, y la mayoría de los organismos mantienen previsiones muy optimistas sobre el crecimiento mundial en este año y en el venidero. La economía de Estados Unidos conserva un extraordinario dinamismo, aunque se detectan síntomas de ligera desaceleración en el consumo privado. Las mejoras que se perciben en las zonas más retrasadas en su proceso de recuperación (Japón, Rusia y algunos países latinoamericanos) se valoran, en general, con cautela. Los principales riesgos inflacionistas siguen estando asociados a la evolución del precio del crudo de petróleo, cuya cotización en los mercados internacionales se encuentra por encima de la

GRÁFICO 2

Índices armonizados de precios de consumo



Fuentes: Eurostat y Banco Central Europeo.

que se había vaticinado para la segunda mitad de este año; a pesar de ello, en los últimos días, y ante las expectativas de futuros aumentos en la producción, el precio del crudo ha cedido, hasta situarse en torno a los 26 dólares/barril.

Este es también el mayor riesgo para el mantenimiento de la estabilidad dentro del área del euro, una vez que la práctica totalidad de las economías que la integran van consolidando unos ritmos de expansión sostenidos que se asientan, cada vez más, en la confianza de los agentes y en la firmeza del gasto interno (véase gráfico 3). Pese a que, como ya se ha dicho, en el rebrote experimentado por los precios de consumo en los últimos meses hay un elemento transitorio importante derivado de la evolución de los precios energéticos, para que su impacto sobre el resto de los sectores se atenúe se necesita una contención en el aumento de los costes laborales unitarios, en la que se conjuguen las ganancias de productividad con la moderación salarial, y una política ambiciosa de consolidación fiscal.

En esta situación, el Banco Central Europeo (BCE) decidió, el pasado 8 de junio, elevar en cincuenta puntos básicos el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, situándolo en el 4,25 %. Con esta subida, el aumento experimentado por el tipo de interés de referencia en el intervalo de, aproximadamente, un año ha sido de casi dos puntos porcentuales, y, a pesar de que su traslación a los tipos de las operaciones bancarias ha sido bastante rápida, aún es pronto para determinar cuál será su impacto en la evolución de los agregados monetarios y crediticios, cuyas tasas de aumento, aunque siguen siendo, en líneas generales, elevadas, se han desacelerado en el último mes.

**Medidas de liberalización e intensificación de la competencia
en las industrias de red, aprobadas en junio de 2000**

A finales del pasado mes de junio, dentro de un conjunto más amplio de actuaciones, se aprobaron dos reales decretos en los que se introdujeron modificaciones importantes en el marco regulatorio de las industrias de red —hidrocarburos líquidos, electricidad, gas natural y telefonía—, con el fin de intensificar la competencia en los mercados correspondientes. A continuación se resumen los cambios más significativos.

En el sector de hidrocarburos líquidos (carburantes y otros productos energéticos), las medidas adoptadas se dirigen, por un lado, a facilitar el acceso de todos los operadores a la red de distribución al por mayor en igualdad de condiciones y, por otro, a promover una mayor competencia en la distribución minorista a través de las estaciones de servicio. Para alcanzar el primer objetivo, se han establecido límites a la participación en el accionariado de la Compañía Logística de Hidrocarburos, tanto para personas físicas o jurídicas (25 %) como para el total de las compañías de refino existentes en España (45 %). De este modo, se pretende propiciar la separación entre las actividades de logística y transporte, de las de distribución y suministro, que presentaban, hasta ahora, un alto grado de integración vertical. Asimismo, para dotar de mayor transparencia el funcionamiento de la red, deberán hacerse públicas las condiciones de los contratos de acceso a la misma. En cuanto a la distribución de productos petrolíferos en el segmento minorista, se han tomado diversas medidas con el fin de reducir la elevada concentración. En primer lugar, se ha prohibido a los operadores aumentar en los próximos tres o cinco años el número de estaciones de servicio, si su cuota de mercado está entre el 15 % y el 30 % o es superior al 30 %, respectivamente. Además, se ha establecido que los grandes establecimientos comerciales incorporarán, al menos, una estación de servicio, que deberá abastecerse, como mínimo, de dos operadores al por mayor de productos petrolíferos. Todo ello se acompaña de la obligación de facilitar información sobre los precios aplicados por las estaciones de servicio, que han comenzado a publicarse.

En el sector eléctrico se han aprobado dos tipos de medidas, unas dirigidas a aumentar la competencia en el sector y otras a modificar precios y tarifas. En cuanto al primer grupo, conviene recordar que la fuerte integración vertical del sector y el alto grado de concentración en la generación de electricidad limitan, en la práctica, la competencia en la distribución al por menor. En este contexto, se amplían las posibilidades de adquirir energía eléctrica por parte de los comercializadores (que agrupan la demanda de los consumidores cualificados, es decir, de aquellos que pueden elegir suministrador) mediante la realización de contratos de adquisición de energía eléctrica en el exterior y con productores nacionales en régimen especial (es decir, cuando se produce electricidad asociada a otras actividades no eléctricas o en su producción se emplean residuos o energías renovables no hidráulicas), y, a partir del año 2003, con productores nacionales en régimen ordinario. Estas medidas se acompañan de la prohibición a los productores de electricidad cuya cuota de generación supere el 40 % de aumentar dicha cuota en los próximos cinco años; prohibición que será de solo tres años para los que ostenten más del 20 %. Por otra parte, se ha adelantado al 1 de enero del año 2003 (cuatro años antes de lo previsto) la fecha a partir de la cual todos los consumidores podrán elegir libremente suministrador y negociar, por tanto, los precios de compra; hasta ese momento, se simplifican, además, los trámites para adquirir la consideración de consumidor cualificado. Respecto al segundo tipo de actuaciones, se han reducido las tarifas de acceso a las redes de transporte y de distribución para los grandes consumidores, con el fin de incentivar su recurso al mercado. Asimismo, ha disminuido el cobro de garantía de potencia y se ha adquirido el compromiso de reestructurar las tarifas de acceso a la red antes del 1 de enero de 2001. Por último, se rebajarán las tarifas de los consumidores domésticos un 9 %, como máximo, durante el período 2001-2003.

En el sector del gas natural, las medidas introducidas se dirigen, por un lado, a aumentar la competencia en las distintas etapas del proceso productivo y, por otro, a reducir los cánones, peajes y tarifas del sector. Dentro del primer bloque, hay que mencionar, en primer lugar, aquellas que se han diseñado para racionalizar el sector y para facilitar el acceso a la red de terceros y la aparición de nuevos operadores. Entre ellas destacan: la creación de la figura del Gestor Técnico del Sistema Gasista, la diversificación del accionariado de ENAGAS, a través del establecimiento de un límite del 35 % en el capital o en los derechos de voto que pueda ostentar cualquier grupo de empresas; la cesión de un 25 % de los derechos de gas que se importa de Argelia a comercializadores distintos de ENAGAS; la imposición de un límite de cuota de mercado del 70 % a cada suministrador de gas a partir de enero del año 2003 y el adelanto hasta el año 2005 de la fecha a partir de la cual los nuevos operadores podrán construir sus propias redes de distribución. En segundo lugar, se adelantan los calendarios de libre elección de suministrador por parte de los consumidores finales, liberalizándose de forma inmediata para aquellos con consumos superiores a tres millones de Nm³ (metros cúbicos normalizados) y a todas las centrales de cogeneración, y anticipándose al año 2003 para el resto. Por otra parte, los cánones y peajes de acceso de terceros a las instalaciones de recepción, regasificación, almacenamiento y transporte se han reducido en un 8 %. Además, se empezará a aplicar, a principios de 2001, un nuevo sistema, basado en costes, de tarifas de gas natural y de peajes y cánones aplicables al uso de infraestructuras por parte de los nuevos operadores.

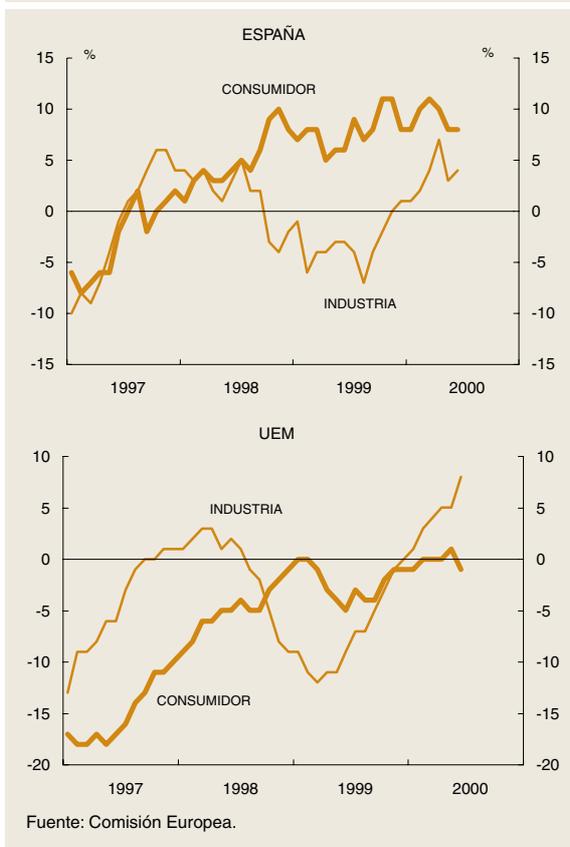
En las telecomunicaciones, las principales medidas inciden sobre las llamadas locales, segmento de la telefonía fija que, hasta el momento, había permanecido al margen del proceso de liberalización. Así, se ha estipulado que, a partir de enero del 2001, los operadores dominantes de redes públicas telefónicas fijas deberán permitir el alquiler en exclusividad a otro operador del último tramo de la red fija que llega al domicilio del usuario (bucle del abonado), o ceder al menos los servicios de datos de alta velocidad (Internet). Además, antes del 15 de noviembre del presente año deberá facilitarse la preselección de las llamadas locales. En materia de precios, el 1 de noviembre del año 2000, el operador dominante deberá disponer de tarifas planas, por un lado, para Internet en horario reducido y, por otro, para Internet y llamadas locales en distintos horarios. Antes del 15 de septiembre se modificarán los precios de interconexión de referencia por utilización de la red fija del antiguo monopolio. Sin embargo, se deja para más adelante la introducción de competencia adicional en la telefonía móvil.

Por último, para estos cuatro sectores —hidrocarburos líquidos, electricidad, gas natural y telecomunicaciones— se limitan las participaciones de personas físicas o jurídicas en más de una sociedad que tenga la consideración de operador principal.

En resumen, las medidas introducidas pueden tener efectos beneficiosos sobre la competencia en las industrias de red, como resultado de la introducción de ciertos límites a la concentración, de la separación, en algunos casos, de las diversas actividades, de las restricciones a la participación de los accionistas en más de un operador principal y del nuevo sistema de autorización de fusiones, que se comenta en otro recuadro adjunto. También se han dado pasos significativos para aumentar la transparencia en la fijación de precios, tarifas y peajes, y se han abierto a la competencia efectiva algunos segmentos relevantes de estos mercados; en particular, en telefonía fija. A pesar del carácter positivo de estas medidas, es necesario destacar que puede transcurrir algún tiempo hasta que sean plenamente efectivas y que, en algunos de estos sectores, la concentración y las barreras de entrada siguen siendo importantes.

GRÁFICO 3

Indicadores de confianza



El cambio en el tono de la política monetaria, al que ha contribuido también la estabilización de la cotización del euro —en un nivel, todavía, considerablemente débil—, se refleja, asimismo, en la evolución de los tipos de interés de la economía española (véase la primera figura del gráfico 4). El crecimiento de la financiación recibida por las empresas y familias es elevado, aunque se observan signos incipientes de desaceleración en las últimas cifras. Las condiciones monetarias siguen resultando excesivamente holgadas para una economía en la que las decisiones de gasto de los agentes han llevado el ahorro financiero neto de la nación a valores cada vez más negativos, encontrándose en mínimos históricos el ahorro financiero neto de las familias. La contribución de las cuentas públicas a la restauración de unas condiciones financieras más equilibradas está siendo, sin duda, importante, y así ha vuelto a ponerse de manifiesto tras la revisión llevada a cabo por las autoridades económicas del objetivo de déficit público para el año en curso, que ha pasado desde el 0,8 % del PIB establecido en la Revisión del Programa de Estabilidad y Crecimiento hasta el 0,4 % del PIB. Los datos más recientes sobre la ejecución del presupuesto del Estado en el primer semestre, o su

expresión en términos de las cuentas nacionales, resultan, en este sentido, muy favorables, ya que la recaudación impositiva está siendo considerablemente superior a la prevista, tanto en la imposición indirecta como, en los últimos meses, también en los impuestos directos, y el crecimiento del gasto es, en su conjunto, bastante moderado.

En este contexto, la economía española mantiene, por cuarto año consecutivo, un ritmo de crecimiento real elevado, sustentado en el dinamismo de la demanda nacional y de las exportaciones, con lo que la tasa de aumento de la demanda final se ha estabilizado en valores superiores al 6 %; el crecimiento de las importaciones resta, aproximadamente, dos puntos porcentuales a la expansión del producto. Con la excepción del consumo público, cuya tasa de avance es mucho más moderada, el resto de componentes de la demanda interna sigue dando muestras de un considerable vigor. No obstante, en algunos de los últimos indicadores disponibles sobre la evolución del consumo de los hogares se aprecian signos de ralentización, que parecen concentrarse, principalmente, en el segmento de bienes de consumo duradero. Las alzas en los tipos de interés, el aumento de los precios de los productos energéticos y el posible agotamiento de la demanda, tras un largo período de crecimiento —como puede ser el caso del sector automovilístico—, podrían explicar estos resultados. En cualquier caso, la tasa de variación real del consumo de las familias sigue siendo elevada, impulsada por el crecimiento de la renta disponible y las ganancias de riqueza acumuladas, manteniéndose los niveles de confianza de los consumidores en valores históricos; con todo, es posible que la tasa de crecimiento interanual del segundo trimestre sea ligeramente inferior al 4,5 % avanzado por el INE para los tres primeros meses del año.

La inversión en bienes de equipo sí podría superar en el segundo trimestre el registro alcanzado en el período precedente, que ya suponía un freno en la desaceleración que tuvo lugar a lo largo de 1999. Aunque algunos de los indicadores más recientes muestran una tendencia hacia la estabilización, se espera que las decisiones de inversión de las empresas cobren un mayor vigor, en la medida en que la demanda final de la economía —interna y externa— mantenga el tono expansivo actual y los resultados empresariales sigan siendo favorables, tal como reflejaron los datos de la Central de Balances publicados el mes pasado; las expectativas empresariales y las carteras de pedidos parecen apoyar esta estimación. En cuanto a la inversión en construcción, los últimos datos muestran síntomas de desa-

Medidas de liberalización e intensificación de la competencia en otros sectores

Además de las medidas que afectan a las industrias de red (véase recuadro anterior), se adoptaron otras muchas de contenido diverso que inciden sobre un conjunto muy amplio y heterogéneo de sectores. Entre ellas, destacan las que refuerzan la competencia por la vía de las modificaciones en la Ley de Defensa de la Competencia (a través del nuevo sistema de autorización de fusiones), las que facilitan el proceso de internacionalización de las empresas españolas, así como las dirigidas a eliminar trabas en distintas actividades profesionales. Sin ánimo de exhaustividad, a continuación se recogen las más importantes.

En materia de defensa de la competencia, se establece la notificación al Servicio de Defensa de la Competencia de las operaciones de concentración —requisito que, atendiendo a la legislación vigente, afecta a todas las operaciones que superan un determinado umbral— antes de su inicio, y no podrán llevarse a cabo hasta que no se disponga de la preceptiva autorización (con anterioridad, la notificación podía hacerse hasta tres meses después de haber comenzado la operación). Además, se agilizan los trámites para la resolución de estos casos, no pudiendo exceder de tres meses el período transcurrido (antes eran seis) desde que se notifica al Tribunal de Defensa de la Competencia hasta que el Gobierno decide.

En cuanto a los productos farmacéuticos, a partir del 1 de agosto se vuelven a modificar los márgenes de los medicamentos (la vez anterior, en mayo de 1999, se recortaron los márgenes de los distribuidos). Se flexibilizan los márgenes de las farmacias aplicados a los medicamentos publicitarios (los que se venden sin receta y no se financian por la sanidad pública), pudiéndose aplicar descuentos de hasta un 10 %. Además, se rebajan los márgenes, tanto de las farmacias como de los distribuidores, de los productos más caros, al quedar fijados en una cantidad fija para todos los medicamentos que superen las 20.000 pesetas. Por otro lado, para primar la venta de genéricos, se fija un margen del 33 % para las farmacias sobre este tipo de productos, que es superior al que se aplica al resto de fármacos (que, como máximo, es del 27,9 %). En otro orden de cosas, se reduce la factura farmacéutica de la Seguridad Social, a través de deducciones en función del volumen de compras.

En cuanto a los horarios comerciales, se amplía de forma notable en todas las Comunidades Autónomas el horario semanal, desde las 72 horas actualmente en vigor, a 90. Adicionalmente, se liberaliza la apertura en domingos y festivos para los establecimientos comerciales de menos de 300 m² que no pertenezcan a cadenas de distribución. Para el resto de establecimientos se amplía gradualmente la apertura en domingos y festivos, desde los ocho actuales a doce en el 2004, a razón de un festivo adicional cada año. No se modifica, sin embargo, el sistema de doble licencia para la apertura de grandes superficies.

A los notarios se les permite realizar descuentos sobre los aranceles de hasta el 10 %, a la vez que se establece que para los documentos que excedan una determinada cuantía el arancel será libre. Los aranceles de los registradores de la propiedad y mercantiles se reducen un 5 %, con carácter general, y en porcentajes superiores si se trata de la inscripción de documentos de carácter urbanístico (15 %) o de la subrogación de hipotecas para viviendas protegidas (50 %). Además, en el caso de los documentos por cuantía superior a los mil millones, se limita el arancel a una cantidad fija. En consecuencia, las tarifas reguladas de estos profesionales se abaratan. En relación con los créditos hipotecarios, se establece una mayor transparencia en los folletos informativos hipotecarios en cuanto al derecho del prestatario para elegir tasadora, gestora, entidad aseguradora y notario. Estas medidas se refuerzan con otras dirigidas al sector del suelo y de la vivienda. En concreto, se permite a la iniciativa privada que pueda promover la transformación de suelo urbanizable, y se acortan los trámites administrativos para aprobar los instrumentos del planeamiento urbanístico de desarrollo. Por otro lado, se liberaliza la actividad de intermediación inmobiliaria y se exime en el impuesto sobre el patrimonio la tributación de la vivienda habitual, hasta un importe máximo de 25 millones de pesetas.

Para aumentar la competencia en el transporte por carretera de viajeros, se reducen los plazos de las concesiones en exclusividad de los servicios regulares, que pasan de una horquilla de 8-20 años a otra de 5-10 años. Además, se liberaliza la actividad de inspección técnica de vehículos, sustituyendo el sistema actual de concesión con tarifa fija por el de autorización con tarifa máxima.

Se eliminan algunas trabas para el desarrollo de la colegiación única, al prohibir que cuando un profesional ejerza en un territorio distinto a donde está colegiado se le exija habilitación alguna ni el pago de contraprestaciones económicas distintas de aquellas que se le exigen a sus propios colegiados, que no estén cubiertas por la cuota colegial.

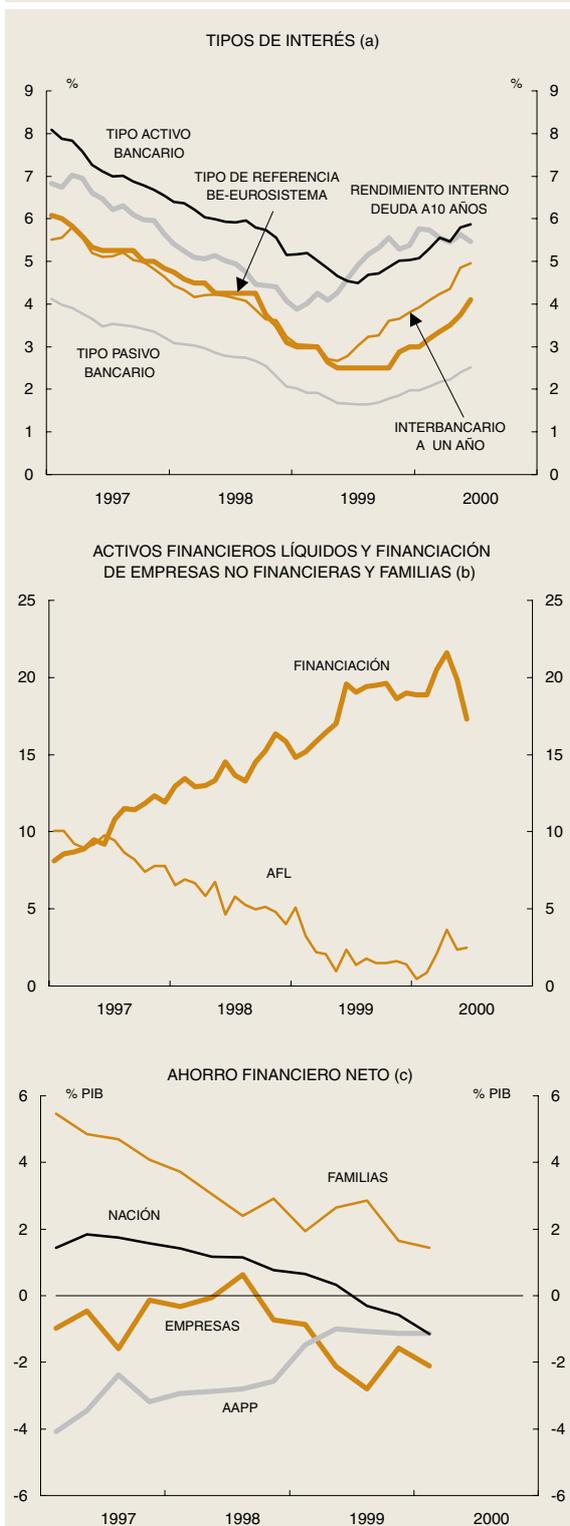
En el sector de labores del tabaco, se flexibilizan las restricciones existentes actualmente para los distribuidores mayoristas de tabaco, al no exigirseles que cubran todo el territorio nacional y permitirles que compaginen con total libertad la distribución de diversos productos. A cambio, se obliga a que los fabricantes e importadores dejen garantizar que sus productos lleguen a todo el ámbito territorial, siempre que exista demanda de los mismos.

En otro orden de cosas, se ha liberalizado el descuento en los libros de texto y se autoriza a los servicios médicos de las mutuas que cubren la incapacidad temporal a dar altas y bajas por esta situación. Además, se suprimen las trabas formales para la instalación de nuevos puntos de venta de combustibles para buques.

Por lo que se refiere a la inversión en el extranjero, para evitar la doble imposición económica internacional por las actividades empresariales desarrolladas en el extranjero (por medio de filiales), se modifica el régimen y, para incentivar la internacionalización, se permite diferir el pago del impuesto sobre sociedades cuando se tomen participaciones en sociedades no residentes. En línea con las recomendaciones de la Cumbre de Lisboa, las deducciones fiscales por inversión en las nuevas tecnologías, por la formación de personal en las mismas y por la inversión en I+D de las PYMES son pasos adecuados para el fomento de la Sociedad de la Información. Por último, se introdujo otro grupo de medidas fiscales encaminadas al fomento del ahorro, que se pueden consultar en el artículo «Regulación financiera: segundo trimestre del 2000», de este mismo Boletín.

GRÁFICO 4

Indicadores financieros de la economía española



Fuente: Banco de España.
 (a) Las series son medias de datos diarios.
 (b) La financiación incluye el crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes y no residentes y los valores de renta fija.
 (c) Datos acumulados de cuatro trimestres.

celeración en la demanda de viviendas, mientras que la obra pública parece volver a retomar un tono más sostenido; la tasa finalmente estimada no difiere sustancialmente de la avanzada por el INE para el primer trimestre, que fue del 5,5 %.

Los datos disponibles para el segundo trimestre sobre los componentes de la demanda exterior son incompletos y las estimaciones presentadas se basan en los resultados de los modelos de previsión habitualmente utilizados y en la valoración de las tendencias que se aprecian en las cifras más recientes. En ellas se confirma el notable dinamismo de las exportaciones de mercancías, que están ganando cuota, tanto en el mercado comunitario como en el resto de las áreas, con alguna excepción aislada —como es el caso de China—. Las ganancias de competitividad derivadas de la depreciación del euro —que compensa la aceleración de los precios de exportación— y el fuerte crecimiento del comercio mundial son los factores que, tradicionalmente, se encuentran detrás de esta evolución positiva, que deben confirmar los datos de los próximos meses. Estos resultados tan favorables del comercio se extienden también al sector turístico, a pesar de que los últimos indicadores conocidos resultaban algo menos dinámicos. Por último, el crecimiento real previsto para las importaciones resulta coherente —a pesar de la erraticidad que se aprecia en los datos de los últimos meses— con el comportamiento expansivo de su principal factor determinante: la demanda final de la economía.

Desde el lado de las ramas productivas, los indicadores disponibles para el segundo trimestre del año 2000 confirman la estimación del crecimiento del producto ya comentada desde la óptica de la demanda. El principal impulso expansivo procede de las actividades industriales, aunque debe señalarse que la rama agraria y pesquera ha abandonado sus tasas de variación negativas; la rama de servicios de mercado, por su parte, registra un crecimiento más estable.

En este ámbito claramente expansivo, el crecimiento de la ocupación sigue siendo notable, así como el descenso de la tasa de paro. La mayoría de los indicadores más recientes parecen reflejar una modesta pérdida de ritmo en la creación de empleo, por lo que la productividad aparente del trabajo está recuperándose, desde unos valores muy reducidos. El aumento de la productividad es mayor en las ramas industriales, lo que, combinado con la aceleración que han registrado sus precios, en el interior y en los mercados exteriores, impulsa el aumento de los márgenes empresariales en este sector.

Las alzas salariales que se están negociando en los convenios colectivos y el efecto de las cláusulas de revisión que han entrado en vigor en los primeros meses del año han acentuado el crecimiento de la remuneración por asalariado. Por eso, a pesar de la modesta recuperación de la productividad, el crecimiento de los costes laborales unitarios se mantiene en torno al 2 % —con diferencias importantes entre las distintas ramas y sectores—, una tasa que supera en algo más de un punto porcentual a la que se registra en el conjunto de la UEM.

La mayoría de los indicadores de precios ha experimentado un deterioro en el transcurso del segundo trimestre, elevando sus ritmos de aumento. El diferencial entre las tasas de crecimiento del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) de España y el del conjunto de la UEM se ha estabilizado en torno al punto porcentual desde el comienzo del año 1999, después de haber sido prácticamente nulo en 1997, cuando la economía española completó su proceso de convergencia nominal con los países del área. Los diferenciales son más amplios y persistentes en el sector servicios, fluctuando en los bienes en función, básicamente, de la evolución de los precios alimenticios. En todo caso, es en el índice de bienes industriales no energéticos donde las diferencias entre las tasas de crecimiento muestran una tendencia hacia la ampliación, llegando a ser ya de 1,5 puntos porcentuales.

El principal reto al que se enfrenta la economía española en el momento actual es prolongar su etapa expansiva, que avanza ya en su cuarto año consecutivo, de forma que continúe el proceso de convergencia real con los países de la Unión Europea (UE). Para que esto sea posible hay que procurar preservar la estabilidad macroeconómica alcanzada y mejorar la competitividad. En este sentido, la consolidación de diferenciales entre los ritmos de variación de los precios y los costes de producción con los países del área, y el bajo crecimiento observado en la productividad de los factores, pueden suponer un obstáculo que hay que procurar atajar. Para ello, y para que la persistencia de un alto ritmo de crecimiento de la demanda no termine generando desequilibrios excesivos, es preciso aumentar el potencial de crecimiento económico, tratando que este se oriente, prioritariamente, hacia la inversión y la exportación, e impulsando la eficiencia en el funcionamiento de los mercados. En este sentido, las medidas acordadas recientemente por el Gobierno encaminadas a aumentar la competencia en numerosos mercados de bienes y servicios contribuirán a aumentar la capacidad de reacción de la oferta agregada y a mejorar la eficiencia de la economía, dentro de una línea de actuación que, iniciada hace unos años, debe seguir profundizándose, prestando especial atención al funcionamiento del mercado de trabajo.

2. El entorno exterior de la zona del euro

En el segundo trimestre del 2000, el entorno exterior del área del euro continuó mostrando una evolución expansiva. Así, la economía de Estados Unidos mantuvo un gran dinamismo, aunque se ha producido una significativa desaceleración del consumo privado. Por su parte, en Japón parece prolongarse la senda de lenta recuperación que se inició hace un año, tras superarse la ralentización del segundo semestre de 1999, mientras que, en las economías emergentes del sudeste asiático y de América Latina, el crecimiento económico sigue cobrando intensidad. En este marco, la evolución de los precios ha mostrado un deterioro en las economías industrializadas, generado, en gran medida, por el incremento adicional registrado en el precio del petróleo en el segundo trimestre del año, en un contexto de gran incertidumbre sobre la evolución de la oferta en los mercados internacionales de crudo.

En Estados Unidos, los datos definitivos de contabilidad nacional correspondientes al primer trimestre del año confirmaron el vigoroso crecimiento (5,3 % en tasa interanual) de dicha economía en el período citado (véase gráfico 5), impulsado por la expansión de la demanda privada y de las exportaciones. La información correspondiente al segundo trimestre indica el mantenimiento del dinamismo de la economía en ese período, alcanzando el PIB un crecimiento intertrimestral anualizado del 5,2 % (6 % en tasa interanual). Esta evolución de la actividad se basó, como en trimestres anteriores, en el fuerte aumento de la demanda interna y de las ventas al exterior, si bien las importaciones se incrementaron en mayor medida que las exportaciones. No obstante, el consumo privado se desaceleró sensiblemente, experimentando en el segundo trimestre del 2000 la tasa de crecimiento intertrimestral más baja desde 1997 (3 % en términos anualizados), confirmando de este modo las señales que venían proporcionando los indicadores coyunturales. La inversión en capital fijo, por su parte, mantuvo un tono expansivo similar al de períodos precedentes, siendo el fuerte incremento de los inventarios y del gasto público, componentes tradicionalmente volátiles, que habían registrado tasas de crecimiento intertrimestrales negativas en el período anterior, los principales causantes de la aceleración del PIB en el segundo trimestre del año en curso.

A lo largo del segundo trimestre no se observó un deterioro significativo de los desequilibrios que están caracterizando esta etapa de crecimiento elevado de la economía norteamericana, aunque tampoco signos evidentes de su corrección. En particular, tras alcanzar el déficit de la balanza por cuenta corriente un nuevo máximo en el primer trimestre (véase gráfico 7),

el déficit comercial aminoró en los meses de abril y mayo su ritmo de deterioro. Por su parte, la bolsa experimentó una compensación parcial de los incrementos de las cotizaciones observados en los primeros meses del año.

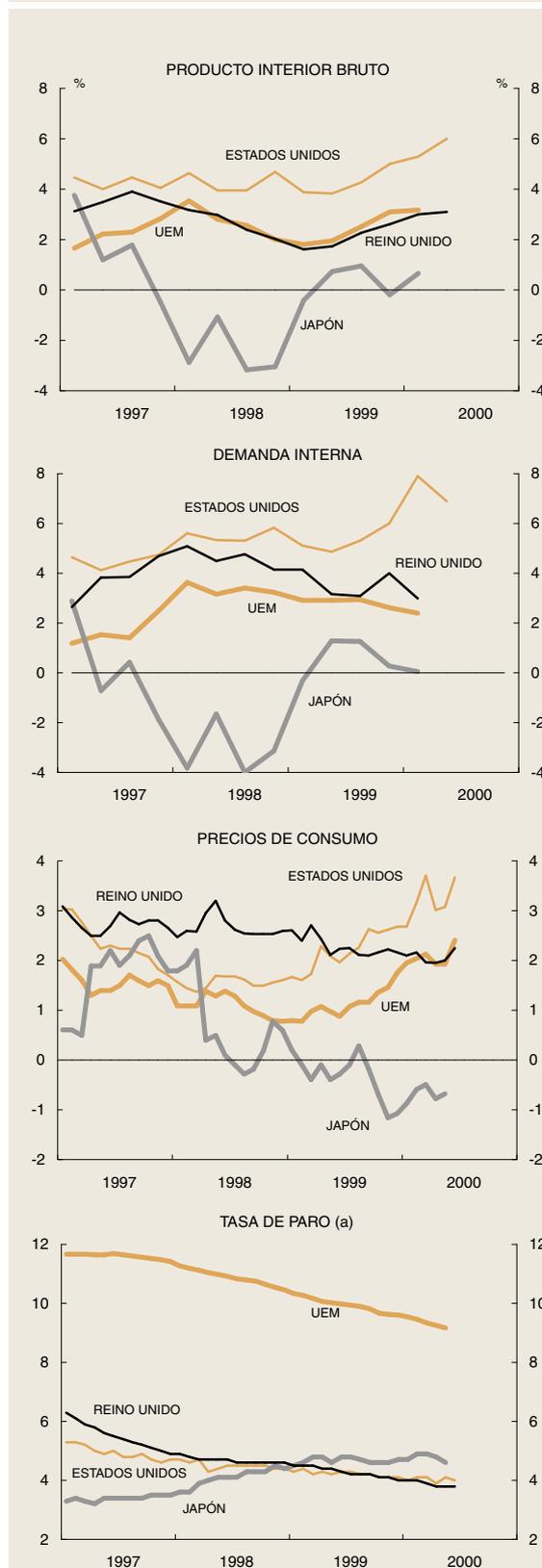
Con respecto a la evolución de precios y costes, destaca la relativa estabilidad que han mostrado los salarios a lo largo del segundo trimestre, según la estadística de ganancia salarial por hora, a pesar del tensionamiento que caracteriza al mercado de trabajo: la tasa de paro se ha mantenido en registros cercanos al 4 %. En la medida en que, además, el crecimiento de la productividad se sitúa alrededor del 3 % en tasa interanual, los costes laborales unitarios continúan aumentando a tasas muy moderadas. Los precios de consumo, sin embargo, registraron un deterioro a lo largo del segundo semestre, hasta alcanzar el 3,7 % en junio, como consecuencia, básicamente, de la repercusión de la elevación de los precios del petróleo en los mercados mundiales, si bien la inflación subyacente (excluidos precios energéticos y alimentos) ha permanecido en el 2,4 % en mayo y junio.

En un contexto de tensiones inflacionistas latentes, la Reserva Federal decidió, el pasado 16 de mayo, una nueva elevación del tipo objetivo de los fondos federales de 50 puntos básicos —la tercera desde enero y la primera de tal magnitud desde que comenzara, a finales de junio de 1999, la fase de tensionamiento progresivo de la política monetaria—. Posteriormente, los incipientes signos de moderación en la tasa de crecimiento del consumo, junto con el continuado avance de la productividad, que impedía la materialización de las presiones inflacionistas provenientes del mercado de trabajo, llevaron a la Reserva Federal a mantener inalterado su tipo de interés objetivo en el 6,5 % en la reunión del comité de mercado abierto celebrada a finales de junio. No obstante, el banco central estadounidense continuó alertando a la opinión pública sobre la persistencia de riesgos inflacionistas significativos.

En Japón, el PIB creció un 2,4 % en tasa intertrimestral en el primer trimestre del 2000 (0,7 % en tasa interanual), lo que ha supuesto la salida de la «recesión técnica» experimentada en el segundo semestre de 1999. Esta favorable evolución del PIB se sustentó en la expansión de la demanda privada y de las exportaciones, sin que los efectos estimulantes sobre la actividad del paquete fiscal extraordinario aprobado a finales de 1999 se hayan manifestado todavía. De hecho, la inversión pública mostró un fuerte descenso, y el consumo público, un crecimiento nulo. Con respecto a los componentes de la demanda privada, destaca

GRÁFICO 5

Principales indicadores macroeconómicos Tasas de variación



Fuentes: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.
(a) Porcentaje de la población activa.

la positiva evolución tanto de la formación bruta de capital fijo, por segundo trimestre consecutivo, como del consumo, que registró una sustancial recuperación, contradiciendo la información que suministraban los indicadores coyunturales a lo largo del período mencionado. Aunque las importaciones también presentaron un gran dinamismo, la contribución de la demanda exterior al crecimiento del producto alcanzó los 0,6 puntos porcentuales, muy por encima del 0,2 correspondiente al trimestre anterior.

Los indicadores disponibles del segundo trimestre del 2000 no señalan ningún cambio sustancial con respecto a las pautas anteriores. Así, reflejan el buen comportamiento del sector industrial y la persistencia —aunque con una cierta moderación— de la atonía de la demanda de consumo privado. Por otra parte, el previsible aumento de la inversión pública, tras la aplicación del último paquete fiscal, y el mantenimiento del ritmo de expansión de las exportaciones, en línea con la recuperación económica de los principales socios comerciales de Japón, pueden suponer, a pesar de la apreciación del yen en términos efectivos registrada en el segundo trimestre del 2000, un empuje adicional al crecimiento del PIB en dicho período. Finalmente, la evolución de los precios sigue mostrando presiones de signo deflacionista, ya que la inflación interanual medida sobre el IPC se situó, en mayo, en el $-0,7\%$, frente al $-0,5\%$ del mes de marzo. En este contexto, el Banco de Japón está considerando una posible subida de tipos de interés si se consolida el proceso de recuperación económica.

Por su parte, el Reino Unido experimentó un crecimiento interanual del PIB del 3% en el primer trimestre del 2000, apoyado en la expansión del consumo privado y de las exportaciones, ya que la inversión privada registró una sensible desaceleración. Los indicadores de actividad disponibles sobre el segundo trimestre del año no señalan, en general, ningún avance significativo con respecto a la evolución mostrada en el trimestre anterior, y así ha quedado recogido en la estimación preliminar del crecimiento del PIB en el segundo trimestre, que, en términos interanuales, se ha elevado hasta el $3,1\%$. No obstante, la reciente depreciación del tipo de cambio de la libra con el euro —corrigiendo parcialmente la fuerte apreciación observada en los meses precedentes—, la fortaleza creciente de la demanda de la zona del euro y el reciente anuncio de una política fiscal menos restrictiva para los próximos años, podrían suponer algún estímulo para el crecimiento de esta economía. La tasa de inflación, medida por el índice de precios al por menor, excluidos los intereses de hipotecas, repuntó hasta el $2,2\%$ en junio, dos décimas por encima del nivel

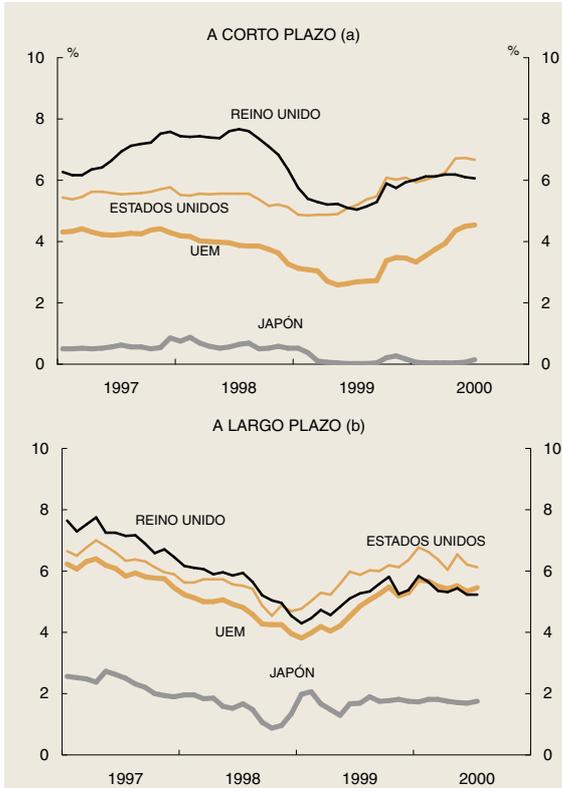
correspondiente a marzo. Por su parte, la tasa de paro se mantuvo estable a lo largo del segundo trimestre, situándose en el $4,1\%$ en junio. Estos signos de estabilidad macroeconómica, así como la posibilidad de que aumentos adicionales de los tipos de interés fortalecieran el tipo de cambio de la libra, volviendo a deprimir las exportaciones y la actividad industrial, han propiciado el mantenimiento del tipo principal de intervención del Banco de Inglaterra en el 6% , desde mediados de febrero.

En el sudeste asiático, la mayor parte de los países experimentaron, en el primer trimestre del año, un crecimiento del PIB muy elevado, basado tanto en el dinamismo de las exportaciones como en el de la demanda interna. Es destacable la consecución, en dicho período, de tasas de aumento interanual del producto superiores al 10% en varias economías de la zona: Hong Kong, Corea del Sur y Malasia, así como crecimientos próximos a dicha cota en Singapur, Taiwan y China. En todos los países del área, la evolución reciente de la actividad ha venido acompañada de la reducción de las tasas de inflación y de la estabilidad de las respectivas divisas en los mercados cambiarios.

Por último, las principales economías de América Central y del Sur han continuado, en los primeros meses del 2000, el proceso de mejora que iniciaron a finales de 1999, experimentando, además, correcciones significativas de sus tasas de inflación. La recuperación económica mundial y el clima de estabilidad financiera favorecido por la firmeza del compromiso de las autoridades de la mayor parte de esos países en avanzar en los procesos de consolidación fiscal y de reformas estructurales han sido los factores que más han contribuido a la salida de la crisis. No obstante, la elevación de los tipos de interés norteamericanos, con el consiguiente encarecimiento de la financiación exterior, podría debilitar algo las expectativas de expansión económica de la zona. Por países, cabe destacar el crecimiento de Brasil, fruto, fundamentalmente, de la recuperación vigorosa de la demanda exterior, con un aumento interanual del PIB del $3,1\%$ en el primer trimestre del año actual, acompañado por un descenso de la inflación hasta el $6,5\%$ en el mes de mayo. Asimismo, en México, la mayor estabilidad financiera y el fuerte efecto de arrastre de la economía de Estados Unidos propiciaron que el crecimiento interanual del PIB en el primer trimestre se situara en el $7,9\%$, la mayor tasa obtenida desde el segundo trimestre de 1997, en tanto que la inflación interanual siguió descendiendo, hasta alcanzar el $9,5\%$ en el mes de mayo. En Argentina, por su parte, la economía continúa presentando síntomas de debilidad, manteniendo una elevada posición

GRÁFICO 6

Tipos de interés



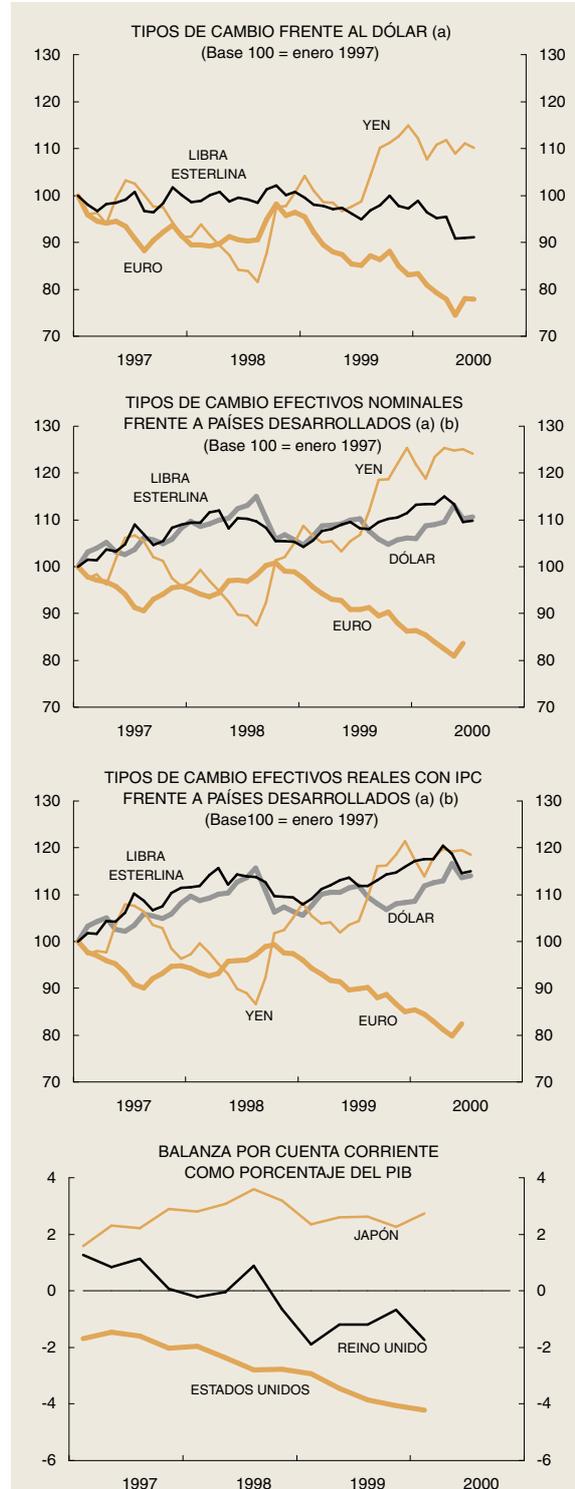
Fuente: Banco de España.
 (a) Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario. Unión Monetaria: hasta diciembre de 1998, media ponderada de los once países. En 1999 y 2000: EURIBOR a tres meses.
 (b) Rendimientos de la deuda pública a diez años. Unión Monetaria: hasta diciembre de 1998, media ponderada de los once países.

deudora con respecto al resto del mundo. No obstante, la tasa de crecimiento del PIB en el primer trimestre fue positiva, del 0,9 %, y más de un punto superior a la del cuarto trimestre de 1999, ofreciendo los escasos indicadores disponibles sobre el segundo trimestre signos que apuntan a la continuidad del proceso de recuperación. Finalmente, la tasa de inflación interanual sigue reflejando presiones de signo deflacionista.

La evolución de los mercados financieros ha venido marcada, en el segundo trimestre del 2000, por una elevación gradual de los tipos a corto plazo (véase gráfico 6), derivada de la evolución restrictiva de las políticas monetarias a ambos lados del Atlántico, y por la reducción de los tipos de interés a largo plazo, especialmente en Estados Unidos, reflejo de una revisión a la baja de las expectativas sobre el crecimiento y la inflación en este país. Así, el rendimiento de la deuda del Gobierno Federal a diez años registró un descenso medio de 32 puntos

GRÁFICO 7

Tipos de cambio y balanzas por cuenta corriente



Fuentes: Banco de España, Banco de Pagos Internacionales y estadísticas nacionales.

(a) La caída del índice significa una depreciación de la moneda frente al dólar o al resto de monedas que componen la agrupación, y viceversa.

(b) La línea "euro" se corresponde, hasta 1999, con un indicador aproximado elaborado por el BPI a partir de los tipos de cambio efectivos de los países del área del euro.

básicos entre el primer y el segundo trimestre del año, quedando situado en el 6,11 % en la última semana del mes de julio. Por su parte, el tipo de interés medio a tres meses se elevó hasta el 6,56 % en el segundo trimestre, superando el 6,6 % a finales de julio. Todo ello ha supuesto la inversión de la pendiente de la curva de rendimientos, que muestra, ahora, un signo negativo. En Japón, los tipos a corto siguieron situados en niveles mínimos, en tanto que los rendimientos a diez años registraron un pequeño descenso durante el segundo trimestre, aunque ambos volvieron a elevarse ligeramente desde mediados de junio, en línea con la mejora de las expectativas sobre el ritmo de recuperación de la economía japonesa. Por su parte, las bolsas de valores de las principales economías prolongaron hasta mayo el descen-

so iniciado entre finales de marzo y principios de abril, para experimentar una recuperación posterior, que, no obstante, fue insuficiente para corregir la pérdida de valor producida en los dos primeros meses del segundo trimestre. Este deterioro de las cotizaciones ha sido especialmente intenso en el índice NASDAQ de la bolsa de Nueva York y en el índice NIKKEI de la bolsa de Tokio. Por último, en los mercados cambiarios (véase gráfico 7) la divisa estadounidense se mantuvo estable en el segundo trimestre en relación con el yen, apreciándose con respecto al euro un 5,73 %, en promedio diario, entre el primer y el segundo trimestre. No obstante, en junio esta tendencia se invirtió, alcanzando el tipo de cambio dólar/euro, a finales de julio, valores similares a los observados en el mes de abril.

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

3.1. Evolución económica

La información más reciente acerca de la evolución económica del área del euro traza un horizonte propicio para la expansión de la actividad, impulsada por un comportamiento muy dinámico de la demanda exterior neta, alentada, a su vez, por el sólido crecimiento mundial y por la evolución del tipo de cambio del euro. Asimismo, los determinantes de la demanda interna están evolucionando de modo favorable, por lo que es previsible un incremento de la contribución de este agregado al crecimiento del producto en el segundo trimestre del año. Por su parte, los precios han aumentado en los últimos meses a ritmos crecientes, como resultado de la nueva subida del precio del petróleo y de la evolución alcista de algunos alimentos. No obstante, aunque revierta la tendencia de estos componentes, la manifestación de los efectos retardados de la depreciación del tipo de cambio del euro en los primeros meses del año, en un contexto de fortaleza creciente de la actividad, podría seguir influyendo en el comportamiento de los precios en los próximos meses.

Según la segunda estimación de Eurostat, el PIB del área del euro experimentó un crecimiento del 3,4 %, en términos interanuales, en el primer trimestre del año 2000 (véase gráfico 8), lo que supone un repunte de tres décimas en comparación con el trimestre final de 1999. La prolongación de la senda de aceleración del PIB se basó en la positiva evolución del sector exterior, ya que la demanda interna sostuvo un crecimiento estable. Así, la expansión más intensa de las exportaciones que de las importaciones condujo a un aumento de la aportación positiva de la demanda exterior neta superior en tres décimas a la correspondiente al cuarto trimestre de 1999, alcanzando 0,7 puntos porcentuales. La contribución de la demanda interna se mantuvo en 2,7 puntos, comportándose todos sus componentes de forma similar a la del trimestre precedente.

En la evolución por países, cabe destacar el fuerte incremento del ritmo de crecimiento en Italia, facilitado por la notable recuperación del consumo privado y, sobre todo, de las exportaciones. Aunque la vigorosa expansión de las ventas al exterior desde el trimestre final de 1999 constituye un rasgo común a otras economías del área, el fenómeno ha revestido una mayor intensidad en Alemania e Italia, países que posiblemente se han beneficiado en mayor grado de la recuperación de las economías del sudeste asiático y de Europa del Este, dada su mayor exposición comercial a estas áreas.

De la valoración del conjunto de indicadores coyunturales referidos al segundo trimestre del

GRÁFICO 8

PIB en la UEM



Fuentes: Eurostat y estadísticas nacionales.
(a) No se incluyen Bélgica, Irlanda, Luxemburgo, Austria y Portugal, por no disponerse de contabilidad nacional trimestral.

año (véase gráfico 9) se desprende el mantenimiento del perfil de aceleración del PIB. Así, el índice de producción industrial (IPI) del área ha experimentado aumentos notables hasta el mes de mayo, recogiendo una evolución expansiva bastante generalizada para los distintos países y grupos de bienes, en consonancia con la mejora del indicador de confianza industrial en esos mismos meses. Por otra parte, los indicadores de consumo privado (ventas al por menor, confianza de los consumidores y del comercio minorista y, con menor claridad, matriculación de automóviles) mantienen en los primeros meses del año el tono elevado que alcanzaron a finales de 1999. Así, la incidencia favorable sobre la renta disponible de las familias del crecimiento del empleo y de las reducciones de impuestos anunciadas o puestas ya en práctica en numerosos países del área, junto con los aumentos acumulados de la riqueza financiera, configuran un panorama propicio para la expansión del consumo privado. Por otra parte, la vitalidad económica en las principales áreas geográficas del mundo, aunque podría moderarse si se confirmaran los indicios de desaceleración de la actividad en Estados Unidos, y los efectos desfasados de la evolución del tipo de cambio efectivo del euro tendrían que continuar estimulando el dinamismo de las exportaciones. La fortaleza de los principales componentes de la demanda final privada debería, por su parte, ayudar a mantener el impulso de la formación bruta de capital, como parecen indicar los resultados de la encuesta semestral de inversión de primavera recientemente publicada por Eurostat, que han supuesto una revisión al alza en la previsión de la inversión de la industria manufacturera para el año 2000.

Según la estimación provisional del BCE, el empleo aumentó un 1,3 % en el primer trimestre del 2000, una décima por encima del registro del trimestre anterior. Este moderado avance del empleo, en relación con la expansión del producto, propició que la productividad aparente del trabajo continuara recuperándose, hasta alcanzar una tasa de incremento interanual próxima al 2 %. En el segundo trimestre del 2000, el único indicador de empleo disponible, la tasa de paro, ha proseguido su trayectoria descendente, hasta situarse, en mayo, en el 9,2 % de la población activa (frente al 9,6 % del final de 1999). La evolución favorable del empleo en los países del área es, en parte, atribuible a la relativa moderación de los salarios y a la puesta en marcha en un gran número de países, aunque con desigual intensidad, de reformas estructurales en el mercado de trabajo. Los costes laborales por hora, por su parte, repuntaron en el primer trimestre del año hasta el 3,6 % en tasa interanual (desde el 2,4 % del trimestre precedente). No obstante, dado que los salarios pac-

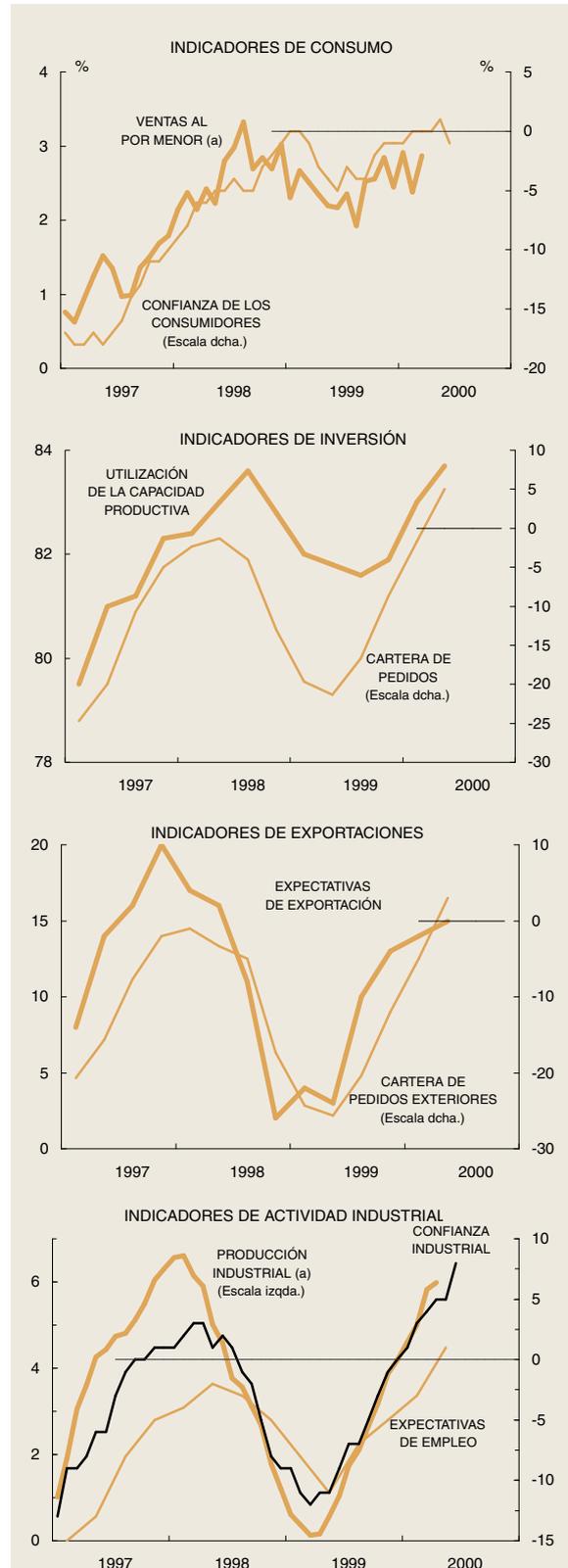
tados en convenio han mostrado un comportamiento relativamente moderado y que la aceleración no parece deberse a la evolución de los costes laborales no salariales, cabe conjeturar que este fuerte aumento puede, en parte, recoger elementos de naturaleza transitoria, tales como la activación de cláusulas de revisión y pagos extraordinarios relacionados con el cambio de milenio.

La inflación del área, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, se situó, en junio, en el 2,4 % (véase gráfico 10) tres décimas por encima del registro de marzo. Este significativo aumento de la inflación a lo largo del segundo trimestre ha venido explicada, fundamentalmente, por la evolución de los precios de los alimentos sin elaborar, ya que el resto de los componentes ha permanecido relativamente estable. Por su parte, el índice que excluye los bienes industriales energéticos y los alimentos no elaborados aumentó una décima en junio, en relación con el dato de marzo, hasta el 1,2 %, debido a la aceleración de los precios de los servicios, ya que tanto los bienes industriales no energéticos como los alimentos elaborados mantuvieron constante su tasa de crecimiento en el período. Por último, el componente energético moderó ligeramente la tasa de variación en junio, en relación con la de marzo, aunque experimentó una evolución alcista muy pronunciada desde el mes de abril. Por países, se ha mantenido en el segundo trimestre el rango en el que se sitúan las tasas de inflación de los países en relación con marzo, aunque ello ha sido el resultado de una ampliación en el de los servicios, compensado por el efecto contrario en el de los bienes. Por su parte, los precios industriales han evolucionado dentro de una trayectoria de aceleración en los meses transcurridos del año. En mayo, experimentaron una variación interanual del 6,5 %, esto es, 1,4 puntos porcentuales por encima del registro de diciembre de 1999, aumento en su mayor parte ligado al impacto de los precios del petróleo sobre el componente de bienes intermedios. Sin embargo, es relevante destacar que, aunque los precios de los restantes subgrupos continúan creciendo a tasas moderadas, la tendencia de estas es claramente alcista, al seguir trasladándose el aumento de los precios de los bienes intermedios hacia estadios posteriores del proceso productivo.

La trayectoria de los precios del petróleo ha continuado constituyendo el condicionante principal de la evolución de las perspectivas inflacionistas del área en los últimos meses. Tras alcanzar a comienzos de marzo un máximo relativo en torno a 32 dólares, el precio del barril de petróleo inició una senda descendente, que se invirtió a partir de mediados de abril (período

GRÁFICO 9

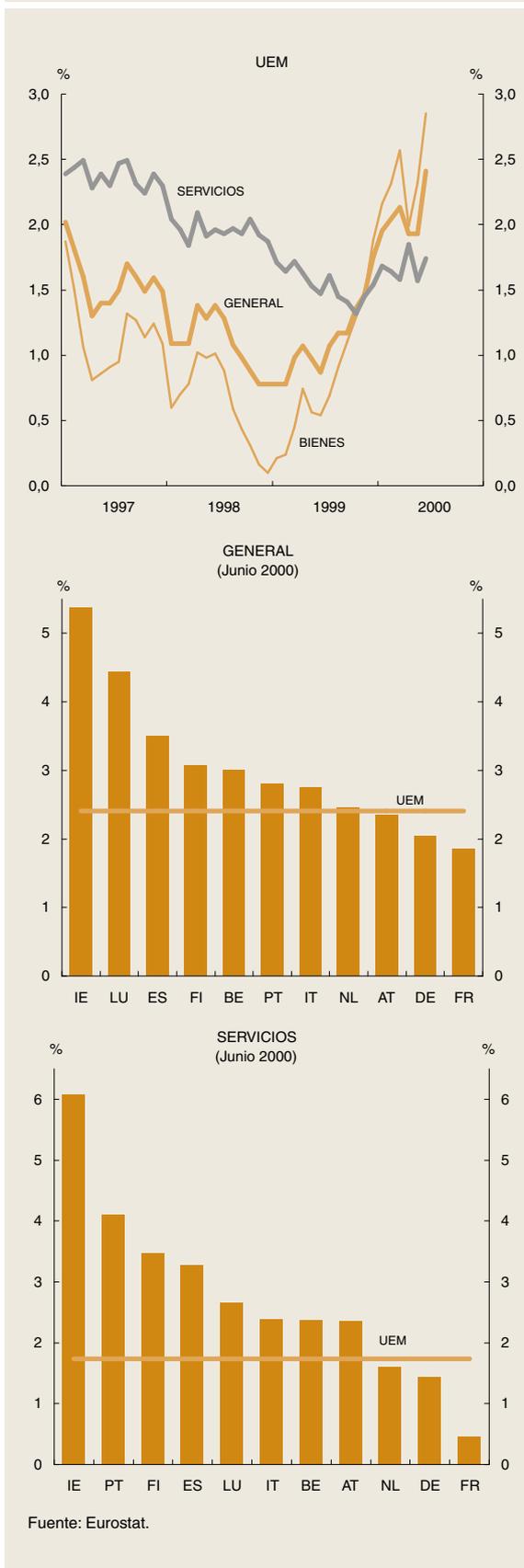
UEM. Indicadores reales



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.
 (a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.

GRÁFICO 10

Índices armonizados de precios de consumo
Tasas de variación interanuales



en el que alcanzó los 21 dólares), retornando desde la segunda quincena de junio hasta mediados de julio a niveles superiores a los 30 dólares por barril, para ceder posteriormente en casi cinco dólares a finales del citado mes de julio. De forma aparentemente paradójica, el aumento de las cuotas de producción decidido por los países de la OPEP en su reunión del 21 de junio tuvo una incidencia ligeramente alcista sobre los precios de mercado, al revelarse insuficiente para corregir el desequilibrio existente entre oferta y demanda. La consolidación de los actuales niveles de los precios del crudo y los efectos retardados de la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro constituyen los principales riesgos inflacionistas en el área, agravados adicionalmente por la progresiva reducción de la brecha entre el producto potencial y el observado. Por el momento, el impacto del aumento de los precios exteriores sobre la evolución de la inflación del área ha sido relativamente reducido, sin que sea posible discernir aún si ello obedece al efecto compensatorio sobre los costes de las ganancias de productividad, o a una compresión transitoria de márgenes que podría desaparecer, tensionando los precios de consumo, en el futuro próximo.

De acuerdo con las estimaciones del BCE, la balanza por cuenta corriente del área mostró, en los cuatro primeros meses del año, un déficit acumulado de 4,4 mm de euros, lo que representa un deterioro muy notable del saldo en comparación con el superávit de 11,1 mm del primer cuatrimestre del ejercicio precedente, siendo, aproximadamente, la mitad de esa variación atribuible al descenso del superávit de la balanza de bienes. El acusado crecimiento de las importaciones, superior al de las exportaciones, recoge, en gran parte, el empeoramiento de la relación real de intercambio, debido al efecto combinado del alza de los precios del petróleo y la depreciación del tipo de cambio del euro.

En lo que concierne a la evolución de las cuentas de las Administraciones Públicas (AAPP) del área, los datos de ejecución presupuestaria correspondientes a los meses transcurridos del presente ejercicio permiten adelantar unos resultados para el conjunto del año mejores de lo esperado (véase cuadro 1). El sólido crecimiento económico está impulsando la recaudación por impuestos directos, en tanto que la relativa fortaleza del consumo y el aumento de los precios de los derivados del petróleo están favoreciendo el dinamismo de los ingresos por impuestos indirectos. Adicionalmente, la progresión del número de cotizantes está estimulando el crecimiento de los ingresos por cotizaciones sociales, mientras que el descenso del desempleo está ayudando al control del gasto. No

CUADRO 1

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

	1996	1997	1998	1999	2000	
					Comisión Europea (b)	Última previsión oficial (c)
Bélgica	-3,7	-2,0	-1,0	-0,9	-0,5	
Alemania	-3,4	-2,6	-1,7	-1,1	-1,0	-1,0
España	-5,0	-3,2	-2,6	-1,1	-0,7	-0,4
Francia	-4,2	-3,0	-2,7	-1,8	-1,5	-1,5
Irlanda	-0,6	0,8	2,1	2,0	1,7	
Italia	-7,1	-2,7	-2,8	-1,9	-1,5	-1,3
Luxemburgo	2,7	3,6	3,2	2,4	2,6	
Países Bajos	-1,8	-1,2	-0,8	0,5	1,0	1,1
Austria	-3,8	-1,9	-2,5	-2,0	-1,7	
Portugal	-3,8	-2,6	-2,1	-2,0	-1,5	
Finlandia	-3,2	-1,5	1,3	2,3	4,1	4,8
PRO MEMORIA:						
UEM						
Saldo primario	1,4	2,5	2,7	3,1	3,1	
Saldo total	-4,2	-2,6	-2,0	-1,2	-0,9	
Deuda pública	74,7	74,5	73,0	72,1	70,3	

Fuente: Comisión Europea.

(a) Déficit (-) / superávit (+).

(b) Previsiones de primavera.

(c) Solo se incluyen los datos correspondientes a los países cuyas autoridades han publicado previsiones oficiales con posterioridad a las previsiones de primavera de la Comisión Europea.

obstante, en la mayor parte de los países no se han adoptado medidas discrecionales que impliquen mejoras en los saldos estructurales, previéndose, según la Comisión Europea, un cierto deterioro de los saldos primarios ajustados de ciclo, en relación con 1999, en un buen número de países. Esta relajación efectiva de la política fiscal resulta particularmente inadecuada en aquellos casos donde la posición cíclica de la economía es avanzada, donde el saldo presupuestario se muestra todavía lejano del equilibrio o donde el nivel de deuda es elevado.

En consonancia con la evolución favorable del componente cíclico de los saldos presupuestarios, las autoridades de algunos países del área han revisado sus previsiones de resultados fiscales para el 2000. Así, en Francia e Italia las nuevas proyecciones para el déficit del conjunto de AAPP son del 1,5 % y 1,3 % del PIB, respectivamente, esto es, dos décimas por debajo de los objetivos recogidos en sus programas de estabilidad. En Alemania, por su parte, el gobierno ha aprobado el borrador del presupuesto federal para el próximo año, que prevé un mantenimiento del nivel de gasto en términos nominales y una caída de los ingresos como consecuencia de la reforma impositiva recientemente aprobada por el Parlamento. Simultáneamente, se ha abierto la discusión

acerca de la reforma del sistema público de pensiones.

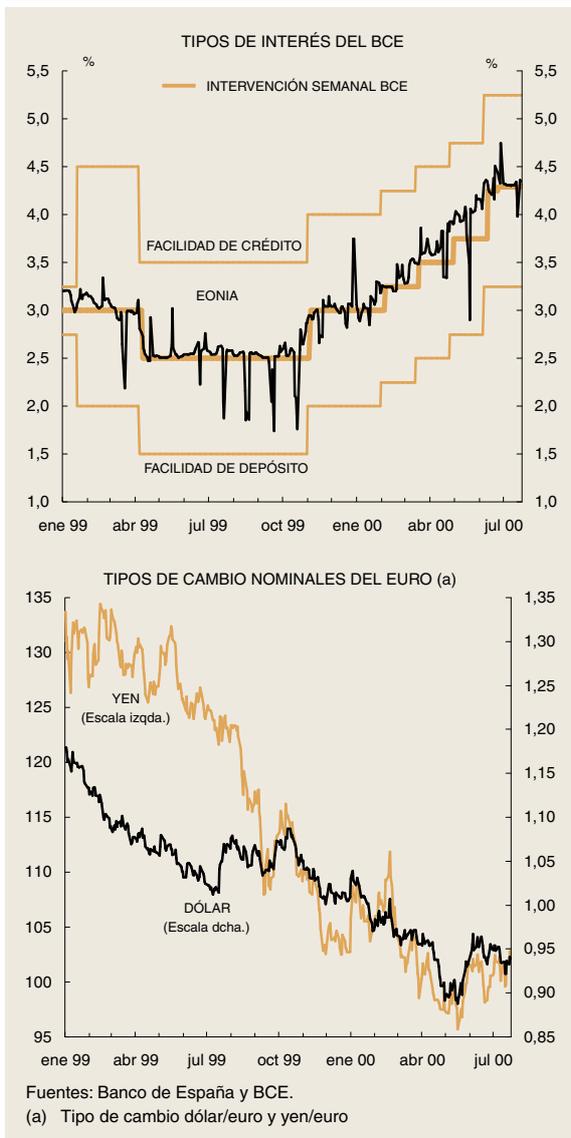
Los procesos de concesión de licencias de telefonía móvil de tercera generación actualmente en curso en la mayoría de los países del área han abierto el debate acerca del destino de los cuantiosos ingresos que se prevé obtener por esta vía. En general, las autoridades nacionales han anunciado su intención de emplear, al menos, la mayor parte de los recursos resultantes a nutrir fondos de reserva de los sistemas públicos de pensiones, o a reducir la deuda pública en circulación.

3.2. Evolución monetaria y financiera

Durante el segundo trimestre de este año, el tono de la política monetaria ha seguido adaptándose a la mejora de las perspectivas económicas en la zona del euro. El Consejo de Gobierno del BCE, después de aumentar 50 puntos básicos los tipos de interés del Eurosistema en el primer trimestre, volvió a incrementar los tipos los días 27 de abril y 8 de junio, por una cuantía de 25 y 50 puntos básicos, respectivamente (véase gráfico 11). De esta forma, en la fecha de cierre de este «Informe trimestral» el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se situaba en el 4,25 %, lo que

GRÁFICO 11

Tipos de interés del BCE y tipos de cambio del euro



representa un nivel 175 puntos básicos superior al alcanzado en verano del año pasado.

El aumento de los tipos de interés oficiales ha conducido, con los retardos típicos del proceso de transmisión de las señales de las autoridades monetarias sobre las variables económicas, a un progresivo encarecimiento del crédito bancario y a un aumento de la remuneración del ahorro. Es más difícil detectar los efectos de los incrementos de los tipos de interés en la evolución de los agregados monetarios y crediticios en la zona del euro, pues en los últimos meses continuaron presentando ritmos de crecimiento que pueden considerarse elevados. Por su parte, aunque en el segundo trimestre se detuvo la tendencia a la depreciación del euro e, incluso,

se apreció moderadamente, el tipo de cambio efectivo del euro frente a los países desarrollados siguió situándose a un nivel muy favorable para la expansión de la actividad en la UEM.

Como en meses anteriores, las condiciones monetarias y financieras en España se mantuvieron más holgadas que en el conjunto de la zona del euro, debido, fundamentalmente, a la mayor intensidad de las presiones de demanda y de precios en nuestra economía, que, entre otras cosas, se han venido reflejando en unas tasas de crecimiento muy elevadas de los medios de pago y de la financiación obtenida por el sector privado.

El tipo EONIA se mantuvo en niveles muy cercanos a los tipos de las operaciones principales de financiación durante el segundo trimestre, excepto, como es habitual, durante los últimos días de los periodos de mantenimiento del coeficiente de reservas mínimas. En el periodo de mantenimiento que terminaba el día 23 de junio, ciertas tensiones transitorias sobre la liquidez hicieron que el EONIA aumentara significativamente por encima del tipo de interés de las operaciones principales de financiación, lo que motivó que el Eurosistema realizara una operación de ajuste de inyección de liquidez el día 21 de junio. Estas operaciones son excepcionales en el actual marco operativo del Eurosistema y, de hecho, desde el comienzo de la Unión Monetaria, solo se había realizado otra operación de ajuste, en enero de este año, con el fin de absorber el exceso de liquidez suministrado en la transición al año 2000. Pese al aumento de los tipos de interés oficiales, los mercados financieros siguen previendo un cierto endurecimiento de la política monetaria en el futuro (véase gráfico 12).

Durante el segundo trimestre se observó una cierta volatilidad de los tipos de interés a más largo plazo, que parece obedecer más a factores externos —como la evolución de los mercados financieros estadounidenses— que a los movimientos de los mercados monetarios de la zona del euro. Tras producirse variaciones de distinto signo, los tipos de interés a largo plazo tendieron a situarse, desde finales del mes de junio, en niveles similares, o incluso algo inferiores, a los registrados al final del primer trimestre del año. En el caso español, estos tipos evolucionaron, como era de esperar, de forma muy similar al resto de países del área, si bien el diferencial de tipos de interés a largo plazo respecto a Alemania aumentó ligeramente (véase cuadro 2). Los movimientos anteriores produjeron un aplanamiento de la curva de rendimientos para el conjunto del área, de forma que, mientras que se mantuvieron las expectativas de aumentos adicionales de los tipos de

interés a corto plazo, los niveles esperados para dichos tipos en horizontes superiores al año permanecieron bastante estables.

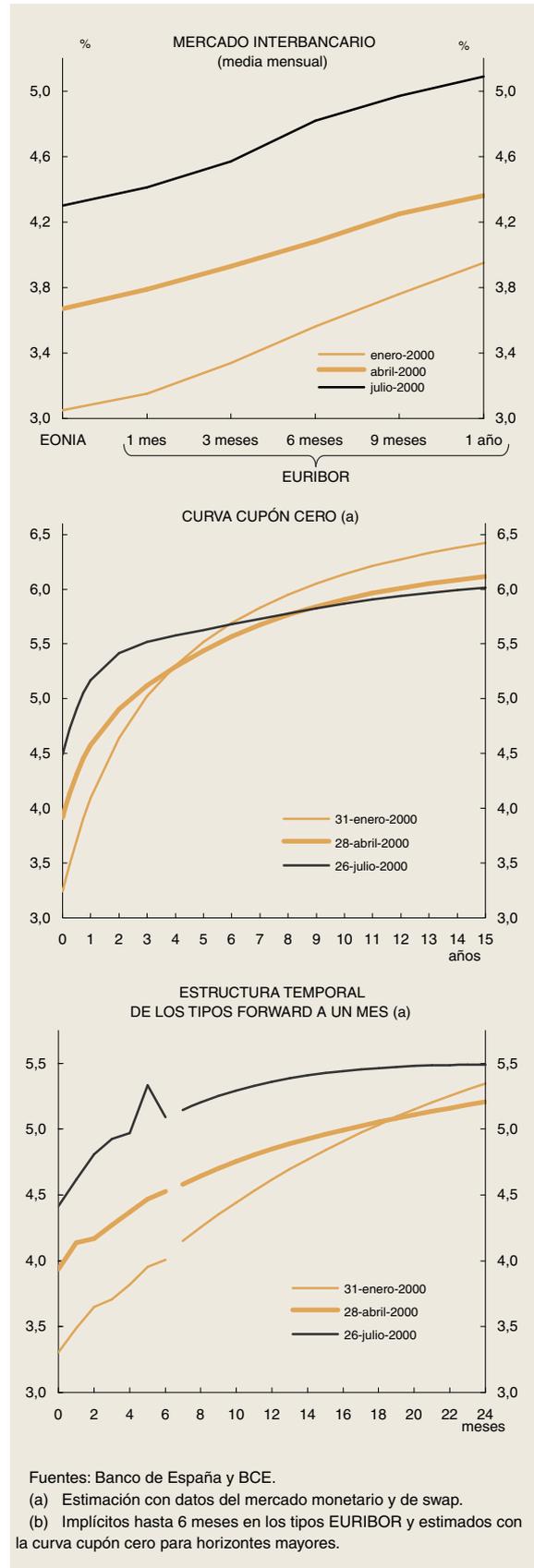
Durante los meses de abril y mayo, el euro siguió mostrando, con cierta intensidad, una tendencia depreciatoria, de forma que su valor llegó a situarse, en determinados días, por debajo de 0,90 dólares por euro. Posteriormente, se inició un proceso de recuperación y en la fecha de cierre de este Informe cotizaba en torno a 0,94, que es un nivel similar al que se observaba en abril de este año.

Como se comentó anteriormente, los tipos de interés del crédito bancario en la zona del euro —que son, quizá, los más relevantes para determinar las decisiones de gasto de los agentes— han venido reflejando paulatinamente los incrementos en los tipos de interés de los mercados monetarios. Sin embargo, como es habitual, la transmisión ha sido parcial: así, mientras que el tipo EURIBOR a tres meses aumentó 175 puntos básicos entre junio de 1999 y mayo del 2000, los tipos de interés del crédito a empresas y a familias experimentaron incrementos muy dispares durante el mismo período, que van desde 40 puntos básicos en los créditos al consumo, a 135 puntos básicos en los créditos para la adquisición de vivienda y en los créditos a empresas a más de un año (véase gráfico 13). En España, los tipos de interés aplicados por las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) residentes en sus operaciones de crédito al sector privado también han mostrado ascensos generalizados: para el período antes analizado (junio de 1999-mayo del 2000), el tipo de interés sintético del crédito al sector privado en España aumentó 125 puntos básicos, lo que está en línea con lo observado para el conjunto de la UEM.

En cuanto a los mercados bursátiles, durante el mes de abril y hasta los primeros días de junio se intensificó la variabilidad de los mercados de renta variable de la zona del euro, aunque, a partir de entonces, estos mercados mostraron una mayor estabilidad, con alzas en el índice Dow Jones EURO STOXX que hicieron que su variación porcentual acumulada en el año alcanzara casi el 5 % al cierre de este Informe. Estos movimientos fueron muy similares a los observados en las principales bolsas internacionales —dominadas, en general, por la evolución del mercado estadounidense— y se produjeron en un entorno de subidas de tipos de interés en la zona y de una alta volatilidad de las cotizaciones de los valores tecnológicos. En España, la variabilidad de los precios de las acciones siguió siendo más acusada. Aunque en julio el Índice General de la Bolsa de Madrid ha experimentado una cierta recuperación, la reava-

GRÁFICO 12

Zona del euro
Curva de rendimiento por plazos



Situación monetaria y financiera en la UEM y en España

	1999			2000				
	DIC	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL (c)
MAGNITUDES MONETARIAS (a):								
UEM								
M3	6,1	5,2	6,0	6,4	6,5	5,9		
M1	10,0	9,2	10,5	10,2	11,3	8,6		
Crédito al sector privado	10,5	9,5	10,5	10,9	11,4	11,3		
MERCADOS FINANCIEROS (b):								
EONIA	3,04	3,05	3,28	3,51	3,67	3,92	4,29	4,30
EURIBOR a tres meses	3,44	3,34	3,54	3,75	3,93	4,38	4,50	4,57
Deuda pública								
<i>Rendimiento bonos a diez años UEM</i>	5,31	5,70	5,66	5,49	5,41	5,52	5,35	5,46
<i>Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM</i>	1,06	1,08	0,97	0,88	0,63	1,03	0,85	0,68
<i>Diferencial bonos a diez años España-Alemania</i>	0,22	0,22	0,22	0,22	0,23	0,25	0,26	0,27
Tipos de interés bancario en España								
<i>Tipo sintético pasivo</i>	1,98	1,97	2,06	2,17	2,23	2,40	2,52	
<i>Tipo sintético activo</i>	5,03	5,08	5,30	5,55	5,47	5,79	5,87	
Tipo de cambio dólar/euro	1,011	1,014	0,983	0,964	0,947	0,906	0,949	0,941
Renta variable (d)								
<i>Índice Dow Jones EURO STOXX amplio</i>	39,5	-4,1	6,8	6,0	2,9	2,5	2,0	4,6
<i>Índice General Bolsa de Madrid</i>	16,2	-3,4	11,4	7,5	3,8	-2,5	-3,4	-1,7

Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

(a) Tasas de variación interanual.

(b) Medias mensuales.

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

(d) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, dato del último día conocido.

lorización acumulada en el año ha continuado siendo negativa.

A pesar de que las cifras de mayo y junio sobre el crecimiento de los agregados monetarios y crediticios de la zona del euro parecen mostrar una cierta ralentización de su dinamismo, sus tasas de avance continuaron siendo elevadas, en línea con el mantenimiento de perspectivas de crecimiento optimistas, con los niveles todavía relativamente bajos de los tipos de interés y con la falta de una transmisión total de las pasadas medidas de política monetaria a las condiciones financieras de la economía y a las decisiones de gasto de los agentes. Hasta el mes de mayo, la media móvil de tres meses del crecimiento interanual del agregado monetario de referencia, M3, se situó en el 6,3 %, con una tasa interanual de expansión del 5,9 % en ese último mes (véase cuadro 2). El aumento de los tipos de interés se ha traducido en un cambio en la composición del crecimiento de M3, que muestra una desaceleración del ritmo de avance de los activos más líquidos que componen este agregado —en la medida en que está aumentando el coste de oportunidad de mantener esas posiciones

líquidas— y una mayor tasa de expansión de los instrumentos negociables incluidos en M3. En los datos correspondientes al mes de junio, que acaban de ser publicados, se sigue observando ese cambio de composición, además de una desaceleración del ritmo de crecimiento de M3, que en ese mes fue, en términos interanuales, del 5,4 %.

En España también se ha observado un menor ritmo de crecimiento de los medios de pagos en poder de empresas no financieras y de familias durante el segundo trimestre. El conjunto de activos líquidos del sector privado no financiero siguió mostrando tasas de expansión muy moderadas, como consecuencia de la continuación del proceso de liquidación de participaciones en fondos de inversión del mercado monetario y de renta fija, de intensa adquisición de activos reales y de una mayor diversificación del ahorro financiero, que se dirige, en buena parte, a activos líquidos, como los productos de seguro y los activos internacionales.

En el conjunto de la UEM, la financiación concedida por las IFM a los residentes en la zona del euro se ha venido expandiendo a una

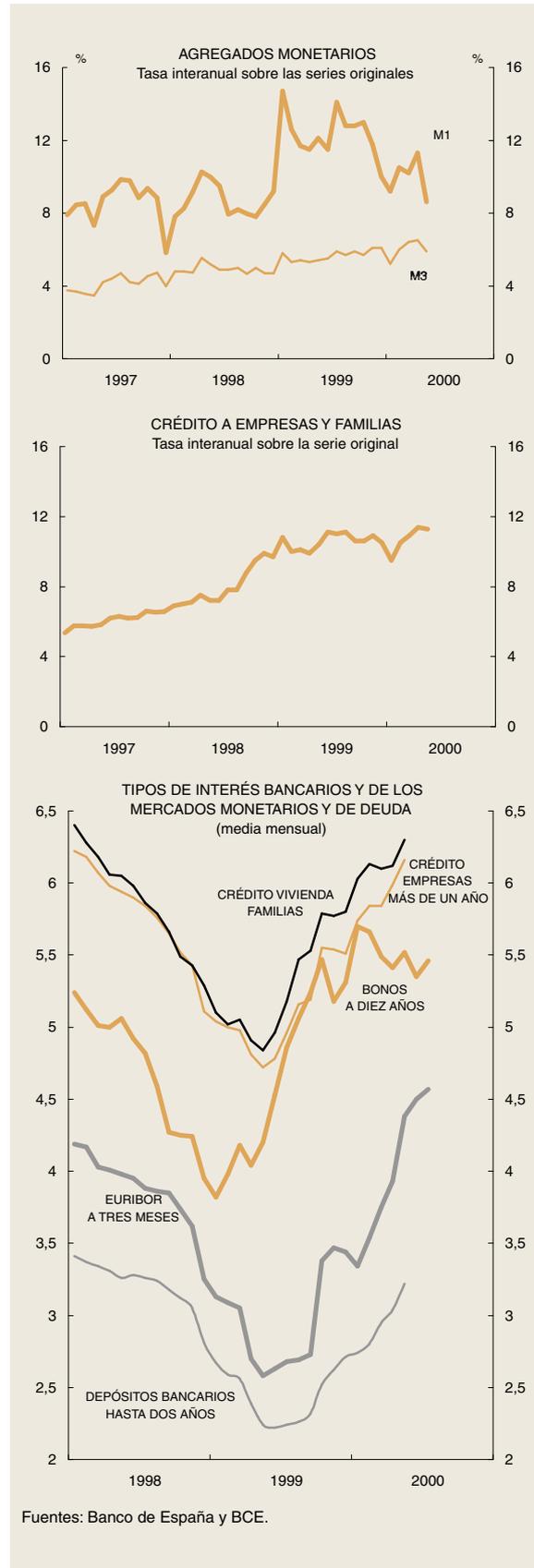
tasa en torno al 8 %, aunque este ritmo de crecimiento ha sido el resultado de un comportamiento muy dispar por sectores económicos. Así, la financiación dirigida al sector privado ha mostrado tasas de avance por encima del 11 % en los últimos meses, mientras que el crédito otorgado a las AAPP ha seguido presentando un ritmo de crecimiento negativo. Como ocurría en el caso de M3, también el crédito a los sectores residentes se desaceleró en junio, de forma que la tasa interanual de expansión de la financiación concedida por las IFM al sector privado se situó en ese mes por debajo del 10 %. El mantenimiento de la diferencia entre la tasa de expansión del crédito y de M3 se ha financiado, entre otros canales, a través de un aumento del endeudamiento de las IFM en el exterior.

En España, las tasas de expansión de la financiación concedida al sector privado no financiero se han desacelerado en los últimos meses: frente a ritmos de crecimiento cercanos al 20 % a comienzos de este año, la tasa interanual pasó a situarse en torno al 17 % en junio. En cualquier caso, esta trayectoria es todavía muy expansiva, especialmente si se compara con la del conjunto de la UEM. El intenso crecimiento de la financiación motivó que las autoridades españolas alertaran a las entidades sobre los potenciales efectos negativos de una posible relajación en sus políticas de concesión de crédito. Por otra parte, la progresiva traslación del aumento de los tipos de interés de política monetaria a los del crédito bancario debería contribuir a moderar el ritmo de expansión de los préstamos concedidos por las entidades al sector privado.

En relación con la instrumentación de la política monetaria por el Eurosistema, hay que mencionar que el Consejo de Gobierno del BCE, en respuesta al excesivo nivel de sobrepuestas existente en las subastas de las operaciones principales de financiación, decidió el 8 de junio que, a partir de la operación que se celebraría el 27 de ese mes, esas operaciones se ejecutarán mediante el proceso de subasta a tipo variable con adjudicación a tipo múltiple. Asimismo, fijó el tipo mínimo de puja en esa subasta en el 4,25 %. Las primeras subastas que se realizaron con este sistema se han desarrollado muy satisfactoriamente, de forma que se han establecido tipos marginales muy cercanos al tipo mínimo fijado y en los mercados monetarios los tipos negociados tras las subastas se han mantenido próximos al tipo marginal (para más detalles sobre este asunto, véase el artículo que apareció en el *Boletín económico* del Banco de España del pasado mes de junio).

GRÁFICO 13

Agregados monetarios y créditos y tipos de interés en la zona del euro



4. La economía española

En el entorno expansivo que ha caracterizado a la economía mundial en la primera mitad del año —por lo que se refiere tanto a la zona del euro como a las restantes áreas geográficas— y bajo unas condiciones financieras que continúan siendo holgadas, la economía española ha registrado nuevos avances en el ritmo de crecimiento del producto en los primeros trimestres del año 2000, mostrando simultáneamente una elevada capacidad de generación de empleo. La progresiva mejora de los mercados internacionales y el nivel depreciado del euro se han traducido en una fuerte expansión de las ventas al exterior, que ha proporcionado un estímulo adicional a los planes de inversión de las empresas. Por otro lado, el gasto de las familias ha crecido a tasas elevadas en ese período, alentado por el notable crecimiento de la renta disponible real y por un alto nivel de confianza en la situación económica. En consecuencia, las cifras provisionales de la CNTR para el primer trimestre del año han mostrado un crecimiento interanual del PIB del 4,1 % (1), en términos reales, en ese período, frente al 3,9 % observado en el trimestre precedente, y, según las estimaciones del Banco de España, dicho crecimiento pudo elevarse hasta el 4,2 % en el segundo trimestre (véase gráfico 14).

La aceleración del PIB en la primera mitad del año 2000 ha reflejado, en gran medida, la evolución de la demanda nacional, que detuvo la desaceleración que había mostrado a lo largo de 1999. El gasto interior registró un aumento real del 4,2 % en el primer trimestre, y se estima que se aproximó al 4,5 % en el segundo, como consecuencia de la recuperación experimentada por la formación bruta de capital, mientras que el consumo privado crecía a un ritmo estable y elevado, y la demanda de las AAPP mantenía una pauta moderada. Por su parte, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del producto se estabilizó en cotas negativas próximas a las alcanzadas a finales de 1999, tras la sustancial mejora experimentada en los tres primeros trimestres de ese año. En concreto, según la CNTR, la aportación negativa del saldo exterior en el primer trimestre de 2000 fue de 0,2 puntos porcentuales (-0,3 en el trimestre anterior), y los escasos datos disponibles para el segundo trimestre apuntan hacia una contribución del mismo orden o ligeramente más negativa.

La fuerte generación de empleo que ha acompañado a la aceleración del producto —con un aumento interanual del 3,4 % en el primer tri-

(1) Salvo indicación en contrario, las tasas de variación de las series de la CNTR que se mencionan en este epígrafe se refieren a las series de ciclo-tendencia.

mestre— tan solo ha permitido una tímida recuperación de la productividad aparente del trabajo, que ha seguido avanzando a tasas muy reducidas. Dicha recuperación se ha concentrado, fundamentalmente, en la industria, donde el empleo se ha desacelerado a pesar de ser el sector que ha registrado la reactivación más intensa, induciendo una marcada moderación del coste laboral unitario. En otras actividades productivas, como la construcción y los servicios de mercado, el ritmo de creación de empleo se ha mantenido muy elevado o incluso se ha incrementado.

En los meses más recientes, los precios finales han prolongado la trayectoria alcista del primer trimestre, debido principalmente al encarecimiento de los productos energéticos. No obstante, comienzan a apreciarse algunos síntomas de que los mayores costes —asociados a las subidas de precios del petróleo y de otras materias primas— se están trasladando a los precios finales de otros bienes y servicios, traslación que se ve favorecida por el dinamismo del gasto; también los salarios han mostrado una tendencia hacia mayores ritmos de aumento, que se está traduciendo en una aceleración de los costes laborales unitarios en algunas actividades, como los servicios. Estas presiones alcistas sobre los precios han contribuido a mantener un diferencial de inflación superior a un punto porcentual con la zona del euro, a pesar de que los precios finales también se han acelerado en otras economías europeas.

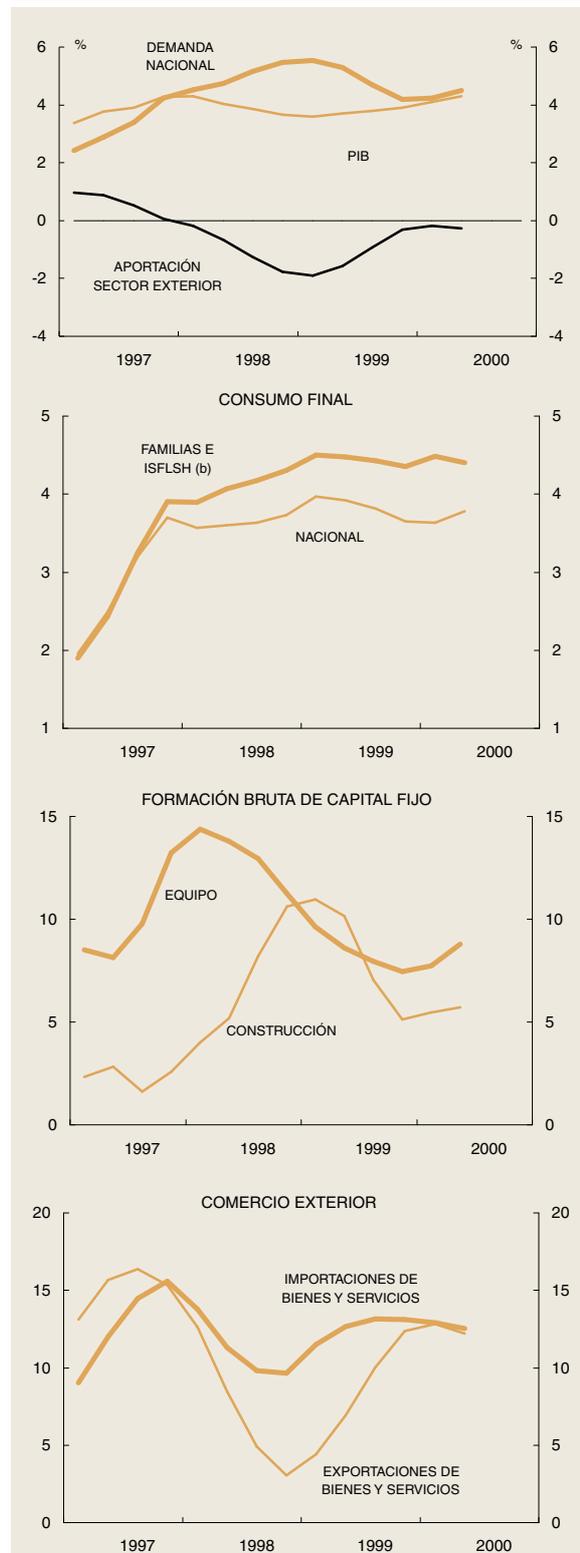
4.1. Demanda

Dentro de los agregados de la demanda nacional, el gasto en consumo final de los hogares, en términos reales, ha registrado un ritmo de crecimiento elevado y estable desde el inicio de 1999, y la información disponible apunta a que en el segundo trimestre de 2000 este agregado habría experimentado una tasa de variación interanual similar —o ligeramente inferior— al 4,5 % estimado por el INE para el trimestre precedente (véase gráfico 15). Entre los componentes del consumo cabe destacar la desaceleración de las adquisiciones de bienes duraderos, en especial de los automóviles, mientras que el consumo de servicios parece haberse incrementado de forma sostenida, observándose también síntomas de recuperación del gasto en alimentos, que había mostrado un comportamiento muy deprimido en el ejercicio precedente.

La mayor parte de los indicadores de consumo tiende a confirmar la estabilidad —o incluso una cierta flexión a la baja— en las tasas de crecimiento de este agregado, que sería cohe-

GRÁFICO 14

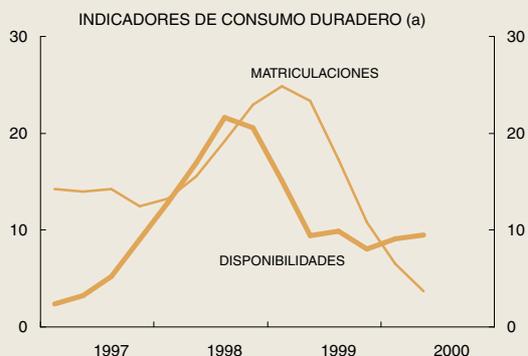
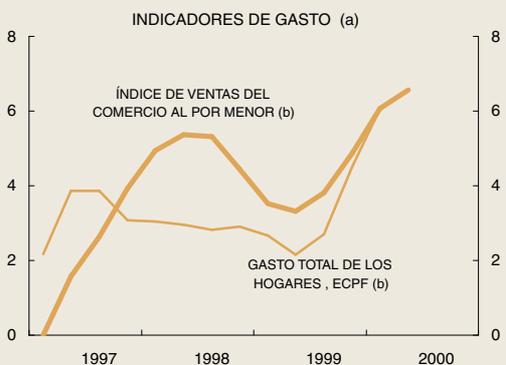
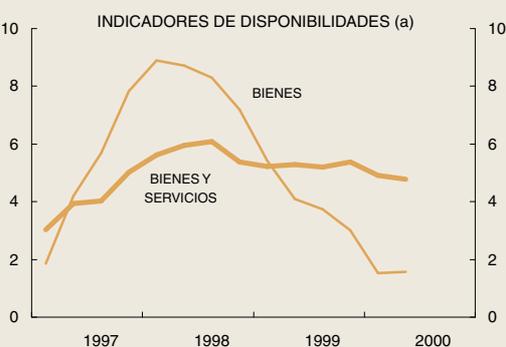
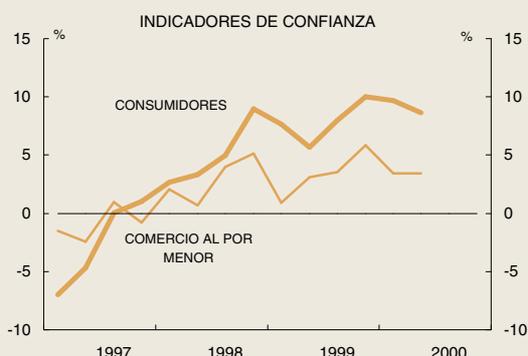
Principales agregados macroeconómicos (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
 (a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre componentes ciclo-tendencia.
 (b) Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

GRÁFICO 15

Indicadores de consumo privado



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

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

(b) Deflactado por el IPC.

rente con el perfil mostrado por el índice de confianza de los consumidores. En el segundo trimestre este indicador ha experimentado un ligero descenso respecto a los niveles alcanzados en el primer trimestre del año, apreciándose una valoración algo menos optimista de la situación económica general y una menor inclinación a realizar compras de bienes duraderos. Entre los indicadores más próximos al gasto, el índice agregado de disponibilidades de bienes y servicios tendió a atemperar su ritmo de avance en el segundo trimestre de 2000 (período para el que solo se dispone de información parcial de este indicador), destacando el menor dinamismo del componente de bienes, que estabilizó sus tasas de crecimiento en niveles sustancialmente inferiores a los observados a lo largo de 1999. Por su parte, las matriculaciones de automóviles registraron una desaceleración significativa hasta el mes de junio, tras los abultados incrementos que habían mostrado en los dos primeros meses del año. Por último, el índice de ventas del comercio al por menor ha presentado una trayectoria ascendente en los meses de abril y mayo, aunque se aprecia una tendencia a la estabilización en tasas de variación elevadas.

En cualquier caso, el gasto en consumo privado ha seguido mostrando un vigor notable en la primera mitad de 2000 —por encima del crecimiento estimado para la renta disponible en términos reales—, estimulado todavía por los aumentos de la riqueza financiera registrados en los años anteriores, a los que cabe añadir la revalorización de la riqueza inmobiliaria en el período más reciente. Por su parte, la renta disponible de las familias ha continuado registrando crecimientos importantes, en un contexto de aceleración de los salarios y de mantenimiento de un elevado ritmo de creación de empleo; asimismo, la reforma del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) llevada a cabo a comienzos del pasado año ha ejercido un impulso expansivo sobre la renta de los hogares, aunque de magnitud muy inferior a la observada en 1999. No obstante, la ausencia de mejoras adicionales en los niveles de confianza de los hogares españoles, el reciente endurecimiento de las condiciones financieras y monetarias, y el agotamiento de los efectos derivados de la reforma del IRPF podrían atemperar el incremento del gasto en los próximos meses.

Según las estimaciones provisionales de la CNTR, en el primer trimestre de 2000 el gasto en consumo final de las AAPP registró un crecimiento interanual, en términos reales, del 0,7 %. La información disponible para el segundo trimestre —referida a la evolución de los ingresos y gastos del Estado— y los planes pre-

supuestarios elaborados para el conjunto del año confirman la evolución moderada de esta partida del gasto, si bien con tasas de variación más próximas a las que se registraron por término medio en el pasado año, período en el que el consumo público aumentó un 1,8 %.

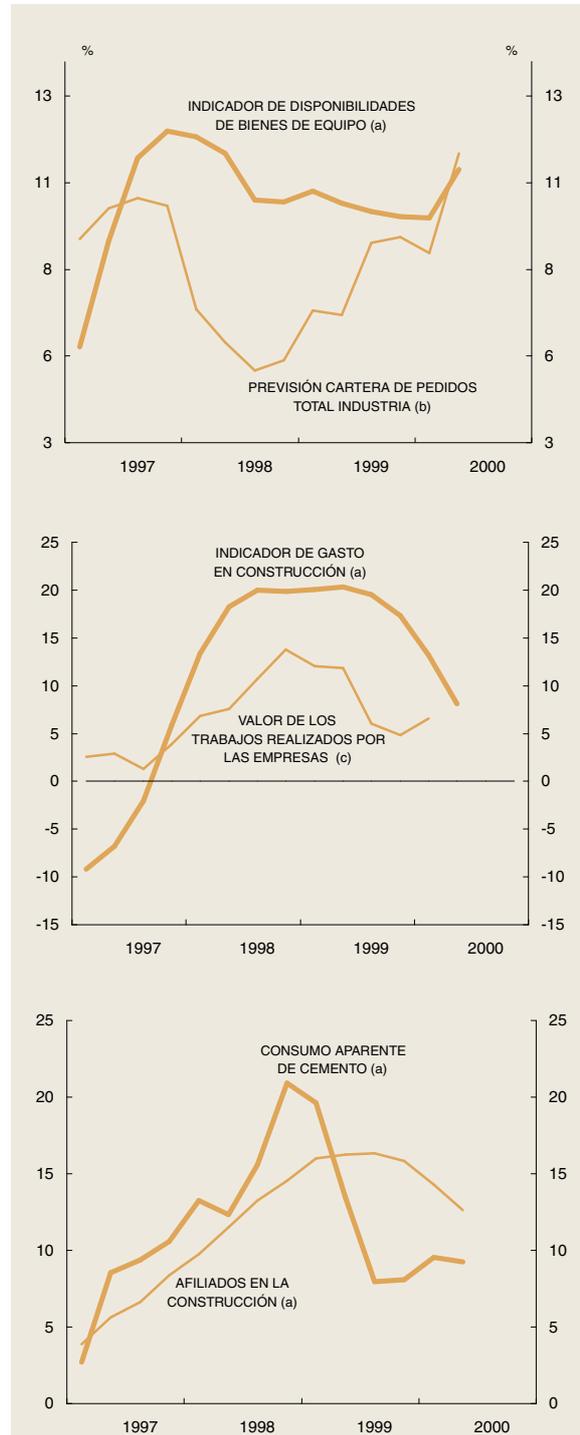
En el primer trimestre de 2000, la formación bruta de capital fijo interrumpió la tendencia descendente que había mostrado en el transcurso de 1999, alcanzando un incremento interanual del 6,3 %, tres décimas más que en el trimestre precedente. El mayor dinamismo de la inversión fue consecuencia del fortalecimiento de sus dos componentes: la inversión en construcción, que incrementó su ritmo de avance cuatro décimas, hasta alcanzar un crecimiento del 5,5 %, y la inversión en equipo, que se aceleró en dos décimas, incrementándose un 7,7 %. En general, estas pautas se han consolidado en el segundo trimestre del año, período en el que se estima que ambos componentes de la formación bruta de capital fijo registraron un nuevo impulso.

Como se aprecia en el gráfico 16, el índice de disponibilidades de bienes de equipo —elaborado con datos de producción interior hasta mayo y de comercio exterior hasta el mes de abril— presentó una tendencia suavemente descendente en su tasa de crecimiento hasta el primer trimestre de 2000, debido a la pérdida de vigor de las compras de estos bienes en el exterior; no obstante, la producción interior de bienes de inversión ha registrado una recuperación continuada, que se reforzó notablemente con el dato de mayo y que se ha traducido en una fuerte mejora del indicador de disponibilidades. La evolución reciente de las disponibilidades parece más acorde con la aceleración de la inversión en equipo que apuntan los datos de la CNTR y con el optimismo de los empresarios sobre la evolución de la demanda. En este sentido, los resultados de la encuesta de coyuntura industrial han arrojado un ascenso notable de las previsiones sobre la cartera de pedidos entre los empresarios de la industria.

La evolución de los principales determinantes de la inversión en equipo muestra la persistencia de un entorno propicio para el desarrollo de planes de inversión. La demanda final ha cobrado un nuevo impulso, alentada por el dinamismo de las ventas al exterior y por la fortaleza de la demanda interna (el incremento de la cifra de negocios recogido por la Central de Balances Trimestral —CBT— en el primer trimestre es ilustrativo de esta fortaleza). Ello ha permitido que los niveles de utilización de la capacidad productiva mantengan cotas elevadas, incrementando las necesidades de ampliación del equipo productivo. Por otro lado, según las

GRÁFICO 16

Indicadores de formación bruta de capital fijo



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Industria y Energía, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Instituto Nacional de Empleo y Banco de España.

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

(b) Nivel, tendencia.

(c) Obtenido a partir de la encuesta coyuntural de la industria de la construcción y deflactado por el indicador de costes en la construcción. Tasas interanuales sobre la serie original.

cifras de la CBT ya mencionadas, los niveles de rentabilidad de las empresas han continuado mejorando, a pesar de que los costes financieros iniciaron una trayectoria ascendente en el primer trimestre, en un contexto de incremento de los tipos de interés y de mayor endeudamiento de las empresas. De hecho, la *ratio* de apalancamiento financiero, que mide la diferencia entre la rentabilidad del activo y el coste de la financiación ajena, experimentó un nuevo ascenso en el primer trimestre, y los resultados de la Encuesta Semestral de Inversiones en la industria, correspondiente a la primavera de 2000, siguen situando a la situación financiera como uno de los principales factores impulsores de la inversión, junto con la demanda.

La inversión en construcción creció un 5,5 %, en tasa de variación interanual, en el primer trimestre de 2000, interrumpiendo la paulatina desaceleración que había mostrado a lo largo del año anterior. Según los resultados de la encuesta coyuntural del sector (ECIC), el mayor dinamismo del gasto en construcción en el primer trimestre se apoyó en el componente de edificación, ya que la obra civil registró un retroceso aún más intenso que en los trimestres precedentes. Dada la inercia que suele caracterizar a este componente del gasto y la información coyuntural disponible, se estima que en el segundo trimestre la inversión en construcción prolongó su recuperación, basada en la fortaleza de la edificación residencial —ya que las condiciones de acceso a la vivienda continúan siendo favorables, a pesar de los recientes incrementos de los precios de la vivienda y de los tipos de interés— y en una evolución más favorable de la obra civil. La edificación no residencial, por su parte, ha debido de mantener también un ritmo de avance sostenido, en línea con los restantes componentes de la inversión empresarial.

En el segundo trimestre, los indicadores contemporáneos de construcción han registrado, en conjunto, una evolución muy favorable, aunque, en general, se aprecia cierta moderación en comparación con el primer trimestre, influida, probablemente, por la abundancia de precipitaciones en la primavera, que pudo obstaculizar el desarrollo de la actividad constructora en ese período. Los indicadores de consumos intermedios —consumo aparente de cemento y producción de materiales de construcción— tendieron a atemperar sus ritmos de avance en los meses de abril y mayo, tras registrar una clara recuperación en el primer trimestre. Los indicadores más actualizados de empleo en el sector —paro registrado y afiliaciones a la Seguridad Social— continuaron desacelerándose en el segundo trimestre, aun conservando un dinamismo apreciable. En

cuanto a los indicadores relacionados con la iniciación de obras, cabe señalar que la licitación realizada por las AAPP registró un aumento interanual del 12,8 % en los tres primeros meses del año, tras experimentar un recorte muy significativo el año anterior. Este hecho, unido a los planes de inversión del Ministerio de Fomento, que contemplan un notable aumento de las dotaciones de infraestructuras —especialmente significativo en el caso de las construcciones ferroviarias y aeroportuarias—, permite proyectar un comportamiento más favorable del gasto en obra civil en lo que resta del año 2000. Por lo que se refiere a la edificación, la superficie a construir, según los proyectos visados por los colegios de arquitectos, registró una aceleración en los primeros meses del año, aunque estos datos deben interpretarse con cautela, ya que podrían estar reflejando un adelantamiento en la petición de visados por parte de los constructores, con el fin de evitar el aumento de costes que supone el seguro obligatorio que entró en vigor el 6 de mayo, destinado a cubrir los defectos estructurales de la vivienda.

La inversión en existencias tuvo una aportación nula al crecimiento del interanual del PIB en el primer trimestre de 2000, al igual que en los dos trimestres precedentes. La información procedente de la encuesta coyuntura industrial apunta hacia un ligero incremento en el componente involuntario de las existencias en el segundo trimestre, al haberse incrementado el porcentaje de empresarios que declara mantener unos niveles de *stocks* superiores a los deseados.

Según los datos de la CNTR, en el primer trimestre de 2000 la demanda exterior neta en términos reales redujo una décima su aportación negativa al crecimiento interanual del producto, hasta situarla en -0,2 puntos porcentuales, continuando la trayectoria de mejora observada desde el segundo trimestre de 1999. Este resultado refleja el vigor de las exportaciones de bienes en ese período, que compensó la ralentización experimentada por los ingresos por turismo. Por su parte, las importaciones mantuvieron un ritmo de crecimiento sostenido. La información disponible para el segundo trimestre del año, referida exclusivamente a las cifras de balanza de pagos y de comercio exterior de bienes del mes de abril, refleja una moderada desaceleración de los flujos comerciales, tanto en la vertiente de exportaciones como en la de importaciones, que podría haberse visto influida por la celebración de la Semana Santa en dicho mes (véase gráfico 17). En cualquier caso, la evolución de los principales determinantes de las ventas al exterior apoyaría un comportamiento muy expansivo de este agregado en el

segundo trimestre, en un entorno caracterizado por la progresiva mejora del crecimiento económico mundial —destacando la reactivación de las economías de la zona del euro que mantenían una posición cíclica más rezagada y que son nuestros principales mercados de exportación— y por la debilidad del euro. Por su parte, las importaciones podrían haber atemperado ligeramente su ritmo de avance, influidas por los fuertes incrementos en sus precios, aunque mantendrían tasas de crecimiento elevadas, apoyadas en la fortaleza de la demanda final y en la reactivación de la producción industrial.

De acuerdo con las cifras del Departamento de Aduanas, durante los cuatro primeros meses de este año las exportaciones de bienes registraron un crecimiento interanual del 12,8 %, en términos reales, reforzando el dinamismo adquirido en los meses finales del ejercicio anterior. Este comportamiento expansivo fue debido tanto al mayor incremento de las ventas a la UE como a la intensa aceleración experimentada por las destinadas a terceros mercados, una vez superados los efectos de la crisis financiera internacional. Por tipos de bienes, todos los componentes mostraron altos ritmos de crecimiento, destacando la aceleración de las ventas de bienes de consumo no alimenticio, y en particular de automóviles, impulsadas por la mejoría de la demanda y el aumento de la confianza de los consumidores de la UE. En cuanto a las exportaciones de servicios, los ingresos por turismo presentaron un tono muy moderado en los cuatro primeros meses del año 2000, que contrasta intensamente con la fortaleza que habían mostrado a lo largo de 1999. Tanto las cifras nominales de ingresos turísticos como los indicadores reales del sector —viajeros extranjeros alojados en hoteles y turistas entrados por frontera— se desaceleraron en los primeros meses del año en curso; no obstante, dada la variabilidad que caracteriza habitualmente a estos indicadores y la reducida representatividad de estos resultados, al estar referidos a un período de escasa afluencia turística, será necesario esperar a los próximos meses para comprobar si estas pautas de moderación se consolidan. Por último, las exportaciones de otros servicios mantuvieron un tono elevado durante el primer trimestre de 2000, destacando la fuerte recuperación de los ingresos por transportes, ligados al dinamismo de las exportaciones de mercancías, y la fortaleza de los servicios financieros, los seguros y los servicios informáticos.

Las importaciones de bienes ralentizaron ligeramente su ritmo de avance en los cuatro primeros meses del año, según las cifras de Aduanas, registrando un crecimiento real del 11,1 %, frente al 13,9 % del último trimestre

GRÁFICO 17

Comercio exterior (a)



INGRESOS POR TURISMO



Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda y Banco de España.

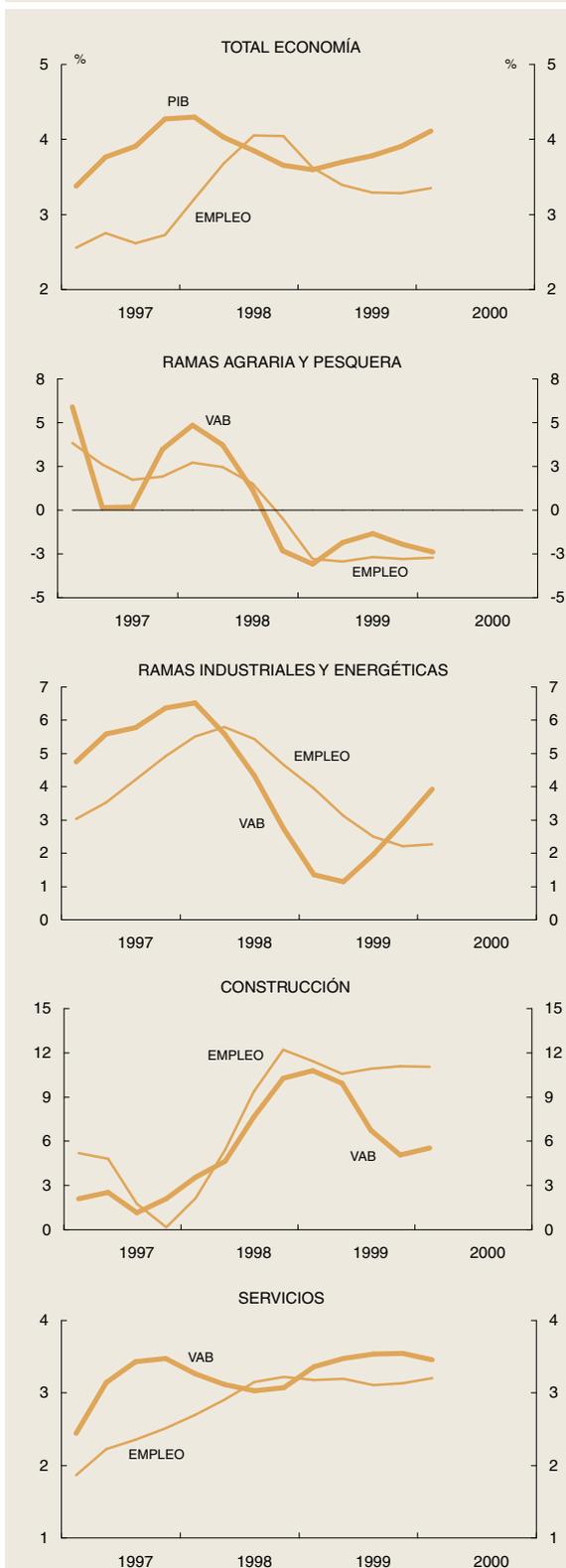
(a) Tasas de variación interanual, sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

(b) Estas series se encuentran deflactadas por los índices de valor unitario correspondientes.

del año anterior. Esta ralentización es atribuible, al menos en parte, al notable incremento que han experimentado los precios de los productos importados, influidos por la depreciación del tipo de cambio del euro y por la trayectoria alcista de los precios internacionales. Cabe señalar que, aunque los mayores incrementos de precios han correspondido a los productos energéticos, los precios de las importaciones de manufacturas también se han acelerado notablemente en los últimos meses. Atendiendo a la composición de las compras al exterior, las importaciones de bienes de equipo y de bienes de consumo no alimenticio moderaron el intenso dinamismo que les caracterizó en el ejercicio anterior; dentro de estas últimas cabe destacar la ralentización de las compras de automóviles, en consonancia con la desaceleración que está registrando el consumo de bienes duraderos; las compras de bienes intermedios no energéticos, por el contrario, mantuvieron la fortaleza alcanzada en los últimos meses del ejercicio anterior, alentadas por la progresiva reactivación

GRÁFICO 18

Valor añadido bruto y empleo, por ramas de actividad (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre las series ciclo-tendencia del INE. En el caso de empleo, se refiere a puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

ción de la producción industrial y la pujanza de las exportaciones —cuya producción incorpora una proporción muy elevada de consumos intermedios importados—. Finalmente, las compras de bienes intermedios energéticos mostraron un tono muy deprimido, tras el proceso de reposición de *stocks* que acometieron las refinerías españolas en los primeros meses del año. Por otra parte, las importaciones de servicios perdieron pulso durante el primer trimestre de 2000, aunque siguieron mostrando un tono elevado: los pagos por turismo moderaron ligeramente su avance, probablemente influidos por el encarecimiento de los viajes al exterior y el resto de servicios no turísticos registró una desaceleración generalizada, especialmente significativa en el caso de los pagos ligados al transporte de mercancías y viajeros.

4.2. Producción y empleo

El renovado impulso de la demanda nacional y la fortaleza de las exportaciones propiciaron una creciente expansión del producto interior bruto en el primer trimestre de 2000, que, desde la perspectiva de las diferentes actividades productivas, se concretó en un perfil de aceleración para la actividad industrial y en la senda expansiva que retomó la construcción. Por el contrario, la actividad de las ramas agrarias volvió a registrar un descenso notable, mientras que la de los servicios mantuvo un ritmo de avance sostenido. La información coyuntural disponible para el segundo trimestre indica que, en general, estas tendencias tendieron a prolongarse en ese período, propiciando una nueva aceleración del PIB. Como ya se ha señalado, la expansión de la actividad económica continúa acompañada de un elevado ritmo de creación de empleo, que ha permitido una suave pero continua recuperación de la productividad aparente del trabajo (véase gráfico 18).

Durante los primeros meses de 2000, las condiciones climatológicas desfavorables continuaron ejerciendo una influencia muy negativa sobre la actividad de las ramas primarias. Según las estimaciones de la CNTR, el valor añadido bruto de esta rama intensificó el proceso de contracción que había mostrado a lo largo de 1999, registrando un retroceso del -2,4 % en tasa interanual, en los tres primeros meses del año, frente al -2 % observado en el trimestre precedente. Este comportamiento estuvo determinado por la intensa contracción que registró la producción agrícola en ese período, debido al abultado descenso de las cosechas de cereales de invierno y del olivar, como consecuencia de la escasa pluviosidad. Adicionalmente, la producción ganadera experimentó una desace-

leración, apreciándose una pérdida de vigor de sus principales componentes, como la producción de carne, leche y huevos. Para el segundo trimestre, la abundancia de lluvias de los meses de abril y mayo podría haber facilitado una recuperación de la producción agraria, al haber tenido lugar en un momento muy propicio para el desarrollo de las cosechas de productos vegetales. En este sentido, aunque la información es todavía muy escasa, los avances de superficies y de producción agrícola facilitados por el Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación presentan una mejora de la producción esperada de algunas hortalizas y frutas.

La fase de expansión en que se encuentra inmersa la actividad industrial es consecuencia de la progresiva mejora del entorno económico internacional, que, en un contexto de debilidad del euro, ha traído consigo un notable avance de las exportaciones. Asimismo, el dinamismo que han mostrado algunos componentes de la demanda interna en la primera parte del año ha ejercido también una influencia positiva sobre la actividad de la industria, cuyo valor añadido bruto —incluyendo la energía— intensificó la recuperación que había iniciado en la segunda mitad de 1999, aumentando un 3,9 % en términos reales en el primer trimestre de 2000, en tasa interanual. La información coyuntural disponible para el segundo trimestre del año apuntaría a un fortalecimiento adicional de esta rama: el IPI registró un crecimiento interanual del 7 % en los cinco primeros meses del año, superior al observado a finales de 1999, mientras que el indicador de confianza industrial mantuvo un nivel muy positivo en el segundo trimestre, incorporando unas perspectivas de producción claramente al alza para los próximos meses. Por su parte, los afiliados a la Seguridad Social volvieron a acelerarse entre abril y junio, consolidando la trayectoria ascendente que, con cierto desfase respecto a la evolución de la actividad, había iniciado el empleo industrial en los trimestres precedentes. En general, la expansión del sector industrial se asienta sobre bases firmes, y se ha extendido a la mayoría de las ramas que lo forman, con alguna excepción, como la industria química y algunas industrias manufactureras tradicionales.

El valor añadido de la construcción aumentó un 5,6 %, en tasa de variación interanual, en el primer trimestre de 2000, experimentando una flexión al alza similar a la estimada para la inversión en construcción. Como ya se comentó al describir el comportamiento de la inversión, el renovado impulso que cobró la actividad de la construcción en ese período descansó en la pujanza del componente de edificación, ya que la ingeniería civil mantuvo tasas de variación negativas. No obstante, cabe esperar que este úl-

timo componente haya iniciado una recuperación en el segundo trimestre del año, a tenor de la trayectoria ascendente que mostraron los indicadores adelantados de licitación oficial en los primeros meses del año. Este hecho, junto con la pujanza que aún mantiene la edificación, habría propiciado un incremento adicional en el ritmo de avance de la construcción en el segundo trimestre, que se vería refrendado por la sustancial mejora que mostraron las opiniones de los constructores en ese período.

En el primer trimestre de 2000 la actividad de los servicios mantuvo el perfil de crecimiento sostenido que la caracterizó a lo largo del año anterior, registrando una variación interanual del 3,5 %, muy similar a la observada en los trimestres precedentes. Como ya sucediera en 1999, el dinamismo de esta actividad descansó totalmente en la pujanza de los servicios de mercado, ya que la actividad en los servicios no destinados al mercado volvió a experimentar un recorte en sus tasas de variación. La información coyuntural disponible para el segundo trimestre del año apunta hacia un mantenimiento de este elevado dinamismo en los servicios de mercado, con algunos cambios en la actividad de las distintas ramas que lo componen. En concreto, los servicios de hostelería parecen haber recuperado el vigor de trimestres anteriores, tras la ralentización que registraron en los primeros meses de 2000, como consecuencia de la menor afluencia de turistas extranjeros, mientras que las actividades de comercio y reparación han tendido a estabilizar su ritmo de crecimiento. Por último, los servicios de transporte, almacenamiento y comunicaciones y los de intermediación financiera han mantenido un tono expansivo.

Como ya se ha señalado, en el primer trimestre de 2000 economía española continuó generando empleo con fuerza, en un contexto de mayor dinamismo de la actividad. Según la CNTR, el número de puestos de trabajo equivalentes a jornada completa registró un incremento interanual del 3,4 %, una décima más que en el trimestre anterior, y la productividad aparente del trabajo se aceleró en la misma cuantía, prolongando la tendencia de suave recuperación que había iniciado en el primer trimestre de 1999. Por ramas de actividad, el comportamiento del empleo mantuvo, en general, pautas coherentes con la evolución de la producción comentada anteriormente (véase gráfico 18). El rasgo más destacable fue la ligera recuperación que experimentó el empleo industrial en el primer trimestre, interrumpiendo la trayectoria descendente que había mostrado en el transcurso de 1999; además, el mayor dinamismo del empleo en esta rama fue compatible con un notable avance de la productividad

aparente, que recuperó ritmos de crecimiento más acordes con los registrados en el pasado. En cualquier caso, las ramas donde se observaron los mayores crecimientos del empleo fueron las de servicios de mercado y, sobre todo, la construcción, mientras que en la agricultura y en los servicios no destinados al mercado continuó el proceso de destrucción de puestos de trabajo. Por otra parte, la creación de puestos de trabajo continuó localizándose en el colectivo de asalariados, mientras que los trabajadores por cuenta propia registraron un nuevo descenso.

Los indicadores de empleo disponibles para el segundo trimestre de 2000 mantuvieron un comportamiento muy expansivo, aunque su ritmo de crecimiento tendió a moderarse ligeramente. Así, las afiliaciones a la Seguridad Social experimentaron una ralentización en los meses de primavera, período en el que crecieron un 5,1 %, frente al aumento del 5,4 % observado en el primer trimestre del año. Esta moderación fue consecuencia de la desaceleración que registró el número de afiliaciones en la construcción, mientras que las afiliaciones de la industria, en cambio, cobraron un mayor dinamismo, manteniéndose prácticamente estables en los servicios. Por otro lado, la suave ralentización del empleo, en un contexto de aceleración de la actividad, habría permitido un avance adicional de la productividad aparente del trabajo en el segundo trimestre del año.

Como es habitual, el análisis detallado de la evolución del empleo se realiza con las cifras de la Encuesta de Población Activa (EPA). No obstante, al interpretar sus resultados, conviene tener presentes los sucesivos cambios y mejoras a que se ha visto sometida esta Encuesta, que han afectado temporalmente a las tasas de crecimiento de las principales magnitudes que investiga. Así, los resultados de la EPA para el primer trimestre del año difieren de las estimaciones de la CNTR, al señalar un recorte significativo del ritmo de aumento del empleo en ese período, que ha situado en el 4,7 % —cuando se corrige de la actualización censal llevada a cabo en ese trimestre (2)—, cinco dé-

cimas menos que en el trimestre previo. Esta desaceleración podría estar relacionada, en parte, con la localización de la Semana Santa en el segundo trimestre de 2000, aunque cabe recordar también que las tasas interanuales de crecimiento del empleo de la EPA en el año 1999 podrían estar afectadas por los cambios introducidos en la elaboración de la Encuesta al comienzo de ese año. Al margen de estos cambios y atendiendo a la duración del contrato, las cifras de la EPA señalan que las diversas medidas de fomento del empleo estable han seguido ejerciendo una influencia favorable en el inicio del año 2000, ya que la totalidad de los puestos de trabajo creados por cuenta ajena en el primer trimestre lo fueron en la modalidad de contrato indefinido, mientras que los asalariados con contrato temporal registraron una notable moderación. En consecuencia, la *ratio* de temporalidad se situó en el 31,7 %, más de un punto por debajo de la registrada en el trimestre precedente, si bien dos décimas de este descenso serían atribuibles al impacto derivado de la renovación de la muestra. Por lo que se refiere a la duración de la jornada, aunque el empleo a tiempo parcial experimentó una marcada desaceleración en el primer trimestre, su ritmo de avance superó al de los trabajadores con jornada completa, de modo que la *ratio* de parcialidad aumentó hasta el 8,2 % (8,4 % en términos homogéneos).

Finalmente, según los resultados de la EPA, la población activa mantuvo una tendencia expansiva en el primer trimestre de 2000, en consonancia con la fase cíclica que atraviesa la economía, que está incentivando una mayor participación en el mercado de trabajo, y con el paulatino aumento de la actividad entre la población femenina. En concreto, la población activa creció un 2,3 %, según la muestra homogénea (2,8 % cuando se utilizan las nuevas secciones), frente al 1,8 % observado en el cuarto trimestre de 1999, y la tasa de actividad de la población mayor de 16 años ascendió al 51 %. Por sexos, la tasa de actividad continuó siendo muy superior entre la población masculina (63,5 %) que entre la femenina (39,5 %), aunque la distancia entre ambos colectivos se ha estrechado, en parte, porque la actualización de la muestra tuvo un efecto más acusado entre las mujeres. A pesar de la aceleración de la población activa, la fortaleza que ha seguido mostrando el proceso de generación de empleo propició un nuevo descenso de la tasa de paro, que se situó en el 15 % de la población activa, cuatro décimas menos que en el trimestre precedente. No obstante, el ritmo de descenso del número de desempleados experimentó un recorte notable, en consonancia con la tendencia que reflejaron las cifras de paro registrado en los primeros meses del año.

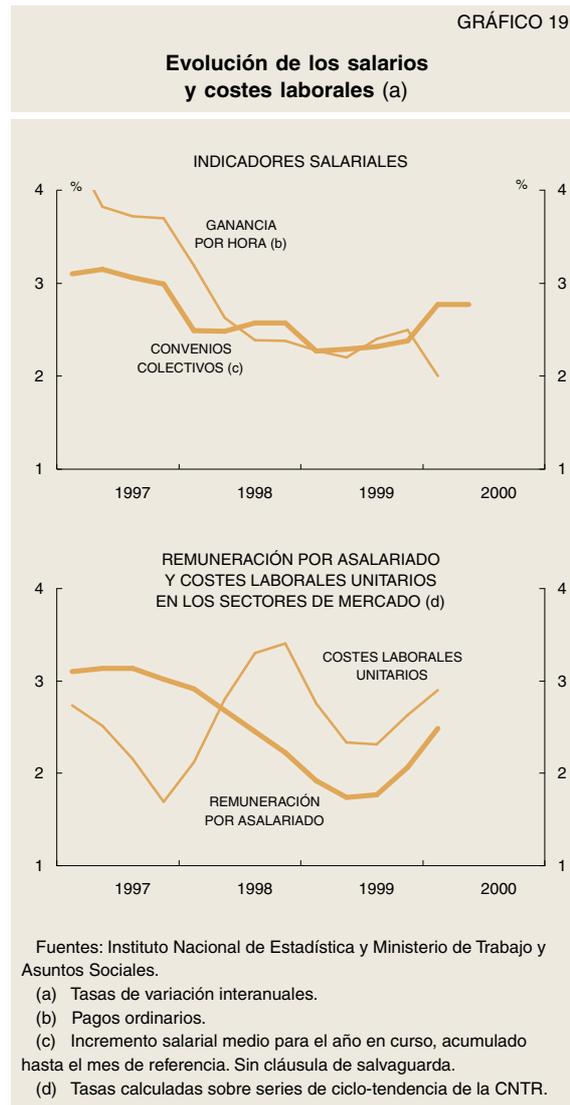
(2) En el primer trimestre de 2000, el INE llevó a cabo una actualización de las secciones censales consideradas en la elaboración de esta Encuesta. Con el fin de evitar los problemas que pueden surgir al calcular tasas de variación empleando muestras distintas, el INE realizó una encuesta paralela sobre la antigua muestra, permitiendo así obtener tasas de variación homogéneas para el primer trimestre de 2000. En el artículo «La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2000», *Boletín económico*, mayo 2000, se analizan con mayor detalle estos aspectos.

4.3. Precios y costes

Durante los primeros meses del año 2000 los principales indicadores de precios intensificaron sus ritmos de avance, en un contexto de encarecimiento de los precios de los productos energéticos en los mercados internacionales y de depreciación del tipo de cambio del euro. Según las cifras de la CNTR correspondientes al primer trimestre del año, tanto los precios de los productos de origen interno como los precios de importación experimentaron alzas significativas en ese período, que cobraron especial intensidad en este último caso.

En concreto, el crecimiento interanual del deflactor del PIB ascendió al 3,8 %, una décima más que en el trimestre anterior. Esta ligera aceleración fue consecuencia de la mayor expansión que registraron los costes laborales unitarios y los impuestos netos por unidad de producto, en tanto que el excedente bruto unitario mantuvo un crecimiento significativo, propiciando una nueva ampliación de los márgenes de explotación. A su vez, la aceleración de los costes laborales unitarios reflejó un crecimiento más intenso de la remuneración por asalariado (2,8 %, frente al 2,5 % del trimestre precedente), que solo se compensó parcialmente por el mayor dinamismo de la productividad. Cuando se observan las series de datos brutos de la CNTR, la aceleración de la remuneración por asalariado en el primer trimestre es más abultada, en torno a las ocho décimas, reflejando en mayor medida el impacto derivado de la aplicación de las cláusulas de salvaguarda de los convenios colectivos de 1999, que se hicieron efectivas en los primeros meses del año 2000, como consecuencia de la desviación de la inflación del año 1999 respecto a la previsión oficial.

Las estimaciones de la remuneración por asalariado de la CNTR contrastan con los resultados de la Encuesta de Salarios correspondientes al primer trimestre del año, que arrojaron un aumento del 2,4 % de la ganancia media por persona y hora, en el concepto de pagos totales, lo que supone una desaceleración de dos décimas en comparación con el incremento observado en el cuarto trimestre de 1999; el aumento de las ganancias por persona y hora en concepto de pagos ordinarios fue incluso menor (2,1 %), debido, en parte, a que estas cifras excluyen el impacto derivado de las cláusulas de revisión (véase gráfico 19). Los incrementos salariales que ha reflejado la Encuesta en el primer trimestre pueden estar afectados, de alguna manera, por la renovación muestral que se realiza al comienzo de cada ejercicio, y que en el presente año ha supuesto una revisión

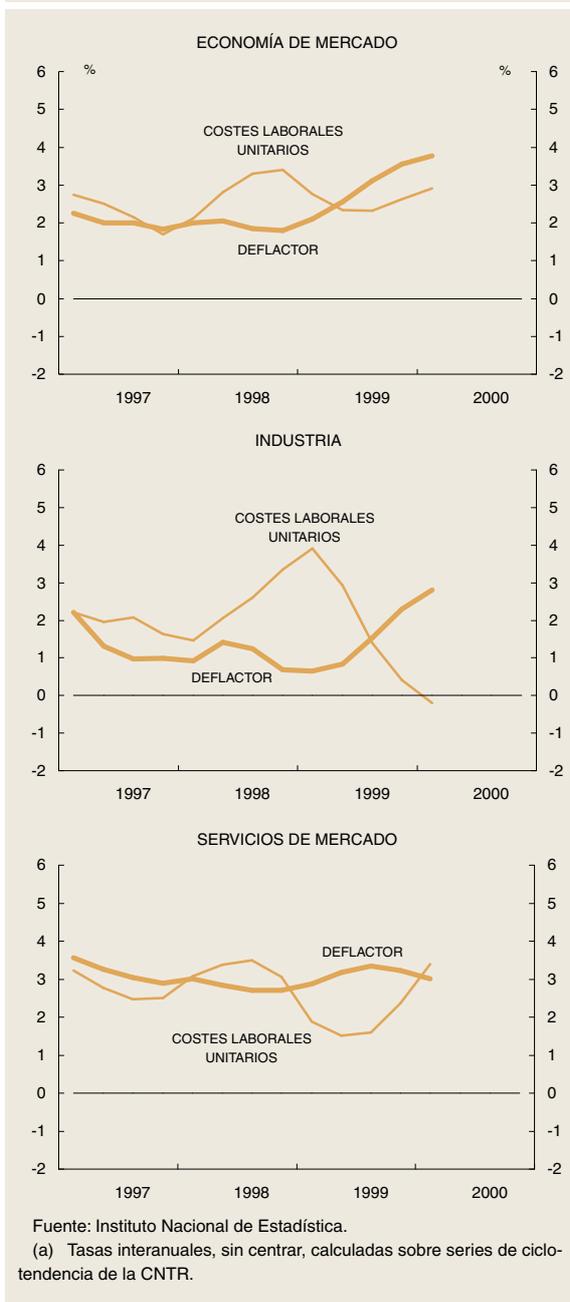


al alza del peso relativo de aquellas ramas, como la construcción, donde los niveles salariales son más bajos. De hecho, cuando se analizan las cifras desagregadas por ramas de actividad se observa, en general, una aceleración de los crecimientos salariales. El mayor incremento de las ganancias por persona y hora en el primer trimestre se produjo en la construcción (4,4 %), actividad donde existen indicios de escasez de mano de obra, mientras que en la industria y en los servicios los aumentos fueron más moderados, del 3 % y del 2,8 %, respectivamente.

Frente a los resultados agregados de la Encuesta de Salarios, el aumento de las tarifas salariales negociadas en los convenios colectivos registrados hasta el 30 de junio ha sido del 2,8 %, tres décimas por encima del incremento pactado en 1999. La mayor parte de los convenios registrados en la parte transcurrida del año han sido convenios revisados,

GRÁFICO 20

Precios y costes por ramas de actividad (a)



que incorporaban un incremento de las tarifas del 2,7 %. Por su parte, en los convenios de nueva firma el incremento medio pactado ha sido del 3 %, cifra que aún resulta muy poco indicativa del desarrollo de las negociaciones salariales del año en curso, ya que el número de convenios de nueva firma registrados hasta el momento es muy reducido. Por ramas de actividad, el aumento medio pactado en la agricultura ha sido del 3,4 %, superior al de los servicios (2,8 %), la industria (2,7 %) y la construcción (2,5 %).

Atendiendo a la evolución de los deflatores del valor añadido y de los costes laborales unitarios en las principales ramas de la economía de mercado, se aprecia que el comportamiento de los precios y de los márgenes en la industria y en los servicios de mercado ha sido muy desigual (véase gráfico 20). En la industria, el deflactor del valor añadido se aceleró significativamente en el primer trimestre, mientras que los costes laborales unitarios tendieron a moderarse, como consecuencia de la recuperación que ha experimentado la productividad en esta rama. La depreciación del tipo de cambio del euro y la aceleración que, en general, están experimentando los precios de los productos importados que compiten con la producción interior han permitido que los empresarios del sector mantengan pautas menos moderadas de fijación de precios, propiciando una recuperación de sus márgenes de explotación, que se habían visto mermados a lo largo del año anterior. Por su parte, el deflactor de los servicios de mercado se moderó ligeramente, mientras que los costes laborales unitarios, reflejando una nueva desaceleración en la productividad aparente del trabajo, aumentaron un punto más que durante el cuarto trimestre del año anterior; la brecha de crecimiento entre el deflactor y los costes se cerró, dando lugar a una pequeña compresión de márgenes. En cualquier caso, estas tendencias deben ser juzgadas cualitativamente, dadas las dificultades e incertidumbres que existen para medir e interpretar la evolución de la productividad aparente y, en consecuencia, el comportamiento de los costes laborales unitarios.

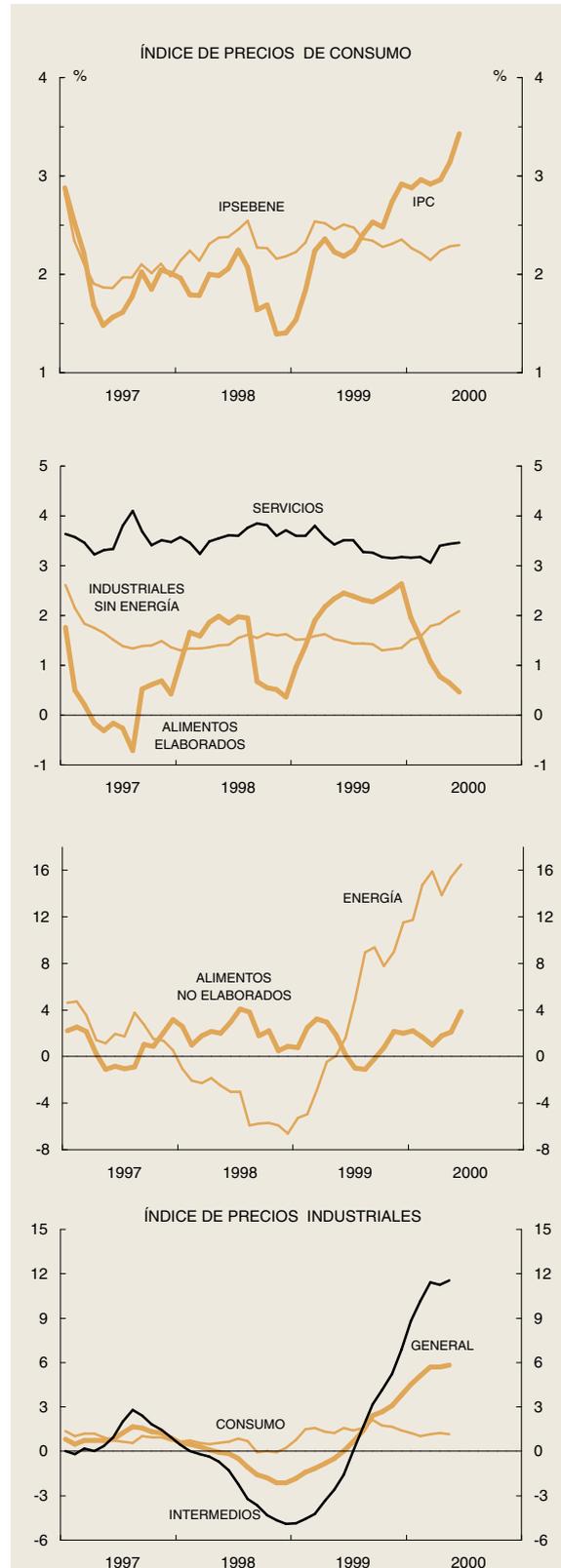
Al igual que sucedió durante la segunda mitad de 1999, la aceleración del deflactor del PIB en el primer trimestre vino acompañada de una notable expansión de los precios de importación (6,5 %), de forma que la tasa interanual del deflactor de la demanda final ascendió al 4,3 %, tres puntos porcentuales por encima de la observada en el mismo período del año anterior. La evolución de los índices de valor unitario (IVU) de importación, que registraron un aumento acumulado del 12,2 % en los cuatro primeros meses del año, indicaría que la trayectoria alcista de los precios de importación podría haberse acentuado en el segundo trimestre del año. El elevado crecimiento de este índice refleja principalmente el encarecimiento del petróleo en los mercados internacionales; no obstante, también los IVU de importación de los productos no energéticos registraron una aceleración significativa en los cuatro primeros meses del año, impulsados por la depreciación del euro y por el aumento de los precios internacionales, alcanzando un crecimiento interanual del 3,5 %, frente al 0,9 % observado en el último trimestre de 1999.

En este contexto, la evolución reciente de los principales indicadores de precios de la economía española ha supuesto una acentuación de la tendencia alcista observada en los trimestres precedentes. La tasa de variación interanual del IPC se situó en el 3,4 % en el mes de junio, medio punto porcentual por encima de la registrada en marzo (véase gráfico 21). Este aumento vino motivado, principalmente, por el ascenso de los componentes de energía y de alimentos no elaborados. La inflación subyacente —aproximada por el índice de precios de los servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE)— sufrió un ligero ascenso en el segundo trimestre del año, situándose en el 2,3 % en el mes de junio. En este contexto, cabe esperar que las medidas adoptadas recientemente por el Gobierno (recogidas en los recuadros 1 y 2) contribuyan a atemperar la evolución de los precios de algunos productos específicos —como los libros de texto o algunos productos farmacéuticos—, si bien a corto plazo el impacto sobre la evolución global de la inflación será muy limitado, a tenor de la reducida importancia relativa de estos productos en la cesta de consumo. En cualquier caso, las actuaciones planeadas en sectores clave, como la producción de gas y electricidad y la distribución de hidrocarburos, tendrán sin duda un efecto beneficioso en un horizonte temporal más dilatado.

Todos los componentes básicos del IPC experimentaron una aceleración en el segundo trimestre del año, con la excepción de los precios de los alimentos elaborados, cuya moderación se ha visto favorecida por el descuento de los notables aumentos de precios que registraron algunos productos específicos —en concreto, el aceite y el vino— durante los primeros meses del pasado año. El ritmo de variación interanual del componente energético ascendió hasta el 16,5 % en el mes de junio, tras experimentar un recorte transitorio en abril que lo situó en el 13,9 %. Los aumentos de la producción de petróleo que acordaron los países de la OPEP en los meses de primavera han resultado claramente insuficientes para aliviar los desequilibrios existentes en este mercado, en un contexto de expansión de la actividad económica internacional; pese a ello, las expectativas sobre aumentos de la producción en los próximos meses han hecho que la cotización del crudo descienda, en los días más recientes, hasta situarse en torno a los 26 dólares/barril. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos incrementaron nuevamente su ritmo de variación interanual en el segundo trimestre del año, hasta situarse en el 2,1 % en junio, frente al 1,3 % registrado en diciembre del año anterior. Este comportamiento parece indicar que los aumentos de

GRÁFICO 21

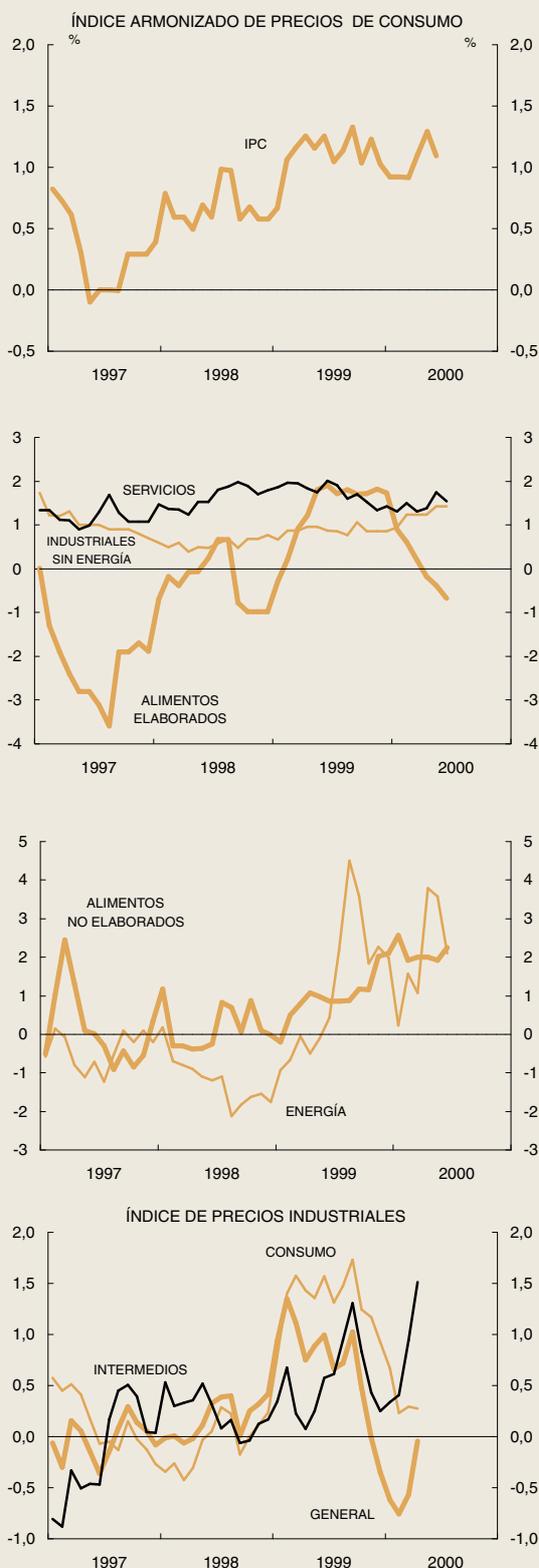
Indicadores de precios (a)
España



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.
(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

GRÁFICO 22

**Indicadores de precios
Diferenciales con la UEM (a)**



Fuentes: Eurostat y Banco de España.
(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

costes de producción que han registrado las empresas españolas, como consecuencia del ascenso de los precios del petróleo y de otros productos intermedios importados, y que ya han provocado un paulatino deterioro de los precios al por mayor, comienzan a trasladarse también a los precios de consumo. Por su parte, los precios de los servicios experimentaron una aceleración en el segundo trimestre, atribuible, en buena medida, al ascenso de los precios de los hoteles y restaurantes. Finalmente, la tasa de inflación de los alimentos no elaborados alcanzó el 3,9 % en junio, influida por los precios de las carnes y, en el último mes, por los de la patata.

La comparación entre la tasa de inflación española y la del conjunto de la UEM, realizada con los IAPC correspondientes, muestra que el diferencial de inflación con la zona del euro se ha mantenido (con fluctuaciones de un mes a otro) ligeramente por encima de un punto porcentual desde el inicio de 1999 (véase gráfico 22); concretamente, en el mes de junio se situó en 1,1 puntos porcentuales. Por componentes, cabe destacar el paulatino aumento observado en el diferencial de los bienes industriales no energéticos, y la persistencia del diferencial en los servicios. El diferencial de crecimiento de los precios de los productos energéticos mantiene niveles elevados, a pesar de haberse estrechado, debido posiblemente a la mayor dependencia importadora que presenta la economía española en este tipo de productos.

Por lo que se refiere a los restantes indicadores de precios, la tasa de crecimiento interanual del índice de precios industriales (IPRI) mantuvo una trayectoria ascendente hasta el mes de junio, cuando se situó en el 5,8 %, arrastrada por los notables avances que han seguido registrando los productos energéticos y, en menor medida, por la persistente aceleración de los bienes intermedios no energéticos. Los restantes componentes mantuvieron, en general, tasas de variación más moderadas. Por último, los precios percibidos por los agricultores, que constituyen un indicador adelantado de los precios de los alimentos no elaborados, registran tasas de variación negativas.

4.4. La actuación del Estado

Las cuentas del Estado mostraron una evolución muy favorable durante el segundo trimestre de 2000, en línea con el objetivo de déficit público para este año, que ha sido revisado a la baja por el Gobierno desde el 0,8 % del PIB, para el conjunto de las AAPP, fijado en la Actualización del Programa de Estabilidad y Crecimiento, hasta el 0,4 %.

CUADRO 3

Estado. Ejecución presupuestaria

mm de pesetas y %

	Liquidación		Presupuesto		Liquidación ENE-MAR Variación porcentual 2000/1999	Liquidación		
	1999	Variación porcentual 1999/1998	2000	Variación porcentual		1999 ENE-JUN	2000 ENE-JUN	Variación porcentual
	1	2	3	4=3/1		6	7	8=7/6
1. Ingresos no financieros	18.364	4,8	18.742	2,1	-2,7	9.158	9.561	4,4
Impuestos directos	7.817	4,8	8.008	2,4	-6,6	3.839	3.984	3,8
<i>IRPF</i>	5.098	2,1	5.149	1,0	-5,3	3.059	3.172	3,7
<i>Sociedades</i>	2.436	10,0	2.563	5,2	-66,9	624	606	-2,8
<i>Otros (a)</i>	283	14,9	296	4,5	100,9	156	205	31,8
Impuestos indirectos	7.951	13,3	8.558	7,6	15,9	3.954	4.480	13,3
<i>IVA</i>	5.114	17,0	5.655	10,6	19,0	2.591	3.026	16,8
<i>Especiales</i>	2.567	7,4	2.630	2,5	9,0	1.233	1.306	5,9
<i>Tráfico exterior</i>	144	9,2	143	-0,9	12,9	67	77	14,7
<i>Otros</i>	126	5,3	130	3,3	7,6	63	71	12,3
Otros ingresos	2.597	-14,8	2.176	-16,2	-36,4	1.366	1.097	-19,7
2. Pagos no financieros (b)	19.421	4,2	19.769	1,8	3,4	10.164	10.550	3,8
Personal	2.979	-2,4	2.888	-3,0	-4,3	1.525	1.369	-10,2
Compras	436	12,3	340	-22,0	0,2	227	202	-10,9
Intereses	3.178	-4,7	2.806	-11,7	-1,8	2.183	2.035	-6,8
Transferencias corrientes	10.809	9,1	11.664	7,9	9,9	5.203	5.962	14,6
Inversiones reales	957	2,6	1.012	5,8	-8,8	582	531	-8,7
Transferencias de capital	1.063	6,6	1.059	-0,3	9,2	445	450	1,1
3. Déficit de caja (3 = 1 - 2)	-1.057	-5,1	-1.028	-2,8	48,6	-1.006	-989	-1,7
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL:								
Ingresos no financieros	18.796	8,7	—	—	8,0	8.999	9.826	9,2
Pagos no financieros	19.882	3,5	—	—	8,0	9.547	9.955	4,3
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (c)	-1.087	-43,4	-788	-27,5	12,1	-548	-129	-76,5

Fuente: Ministerio de Hacienda.

(a) Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.

(b) Incluye pagos sin clasificar.

(c) Las cifras anuales (columnas 1 y 3) proceden del cuestionario de Protocolo sobre Déficit Excesivo (metodología SEC/95).

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, la ejecución presupuestaria del Estado hasta el mes de junio se saldó con un déficit de 129 mm de pesetas (0,1 % del PIB), que supone una importante mejora respecto al déficit de 548 mm de pesetas (0,6 % del PIB) registrado en el mismo período del año anterior (véase cuadro 3). Durante el segundo trimestre, los ingresos intensificaron su ritmo de crecimiento, mientras que los gastos se desaceleraron notablemente. Los ingresos aumentaron un 9,2 % (frente a un 8 % en el primer trimestre), debido, básicamente, a la fortaleza de los impuestos sobre el consumo, la producción y las importaciones, y en especial al Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA), que creció un 17,7 %. No obstante, el intenso dinamismo de estos impuestos se ha moderado durante los últimos meses, de forma que su tasa de crecimiento se ha situado en torno a cuatro puntos por debajo de la registrada en el primer trimestre. Por el contrario, los impuestos direc-

tos se aceleraron sustancialmente, hasta alcanzar un incremento del 7,7 % (3,4 % hasta marzo). Como en el trimestre anterior, el resto de ingresos corrientes sufrió una reducción importante, principalmente como consecuencia de los menores ingresos por beneficios ordinarios del Banco de España, mientras que los ingresos de capital, procedentes en su mayoría de la UE, se incrementaron notablemente.

En cuanto a los gastos, su tasa de crecimiento se situó en el 4,3 % (un 8 % en el primer trimestre). Esta desaceleración se ha debido, sobre todo, a la evolución de los gastos en consumo final, que disminuyeron un 12,2 % hasta junio, como consecuencia del traspaso de competencias en educación no universitaria a las CCAA. Por este mismo motivo, las transferencias corrientes a otras AAPP se incrementaron un 14,7 % en el primer semestre. Finalmente, cabe destacar la reducción de los intereses devengados.

En términos de caja, el Estado registró un déficit de 989 mm de pesetas hasta junio de 2000, que implica una reducción del 1,7 % respecto al déficit acumulado en el mismo período del año anterior. La mejora en el saldo de caja, que está en línea con la prevista en el Presupuesto, se inició en el mes de abril, una vez corregida la mayor parte de los efectos de calendario presentes en el primer trimestre del año, y ha sido debida, principalmente, al dinamismo de la recaudación tributaria. El conjunto de ingresos no financieros registró un crecimiento del 4,4 % en el primer semestre (frente a una caída del 2,7 % hasta marzo), que superó al previsto en el Presupuesto para el conjunto del año (2,1 %), y que fue también mayor que el incremento de los pagos no financieros (un 3,8 % hasta junio, tasa similar a la del primer trimestre). A continuación se comenta el desglose de ingresos y gastos, utilizando la información de caja.

Dentro de los ingresos, la recaudación tributaria intensificó su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre, hasta situarlo por encima de la previsión presupuestaria. Sin embargo, este comportamiento agregado esconde evoluciones dispares de sus componentes. Los impuestos directos experimentaron un incremento moderado hasta el mes de junio, si bien se aceleraron notablemente en el segundo trimestre, en tanto que la imposición indirecta mantuvo un elevado dinamismo. Los ingresos por el IRPF pasaron de caer un 5,3 % hasta marzo, a crecer un 3,7 % hasta junio. Este mejor comportamiento del IRPF fue debido, sobre todo, a la evolución de las retenciones por rendimientos del trabajo, que incorporaron en el segundo trimestre unos mayores ingresos procedentes de las CCAA. Por otra parte, la recaudación por retenciones sobre rendimientos del capital mobiliario, aunque afectada por la reducción del porcentaje de retención aplicado a los dividendos, también experimentó una aceleración en el segundo trimestre. En cuanto al Impuesto sobre Sociedades, su ritmo de caída se atenuó sustancialmente, como consecuencia de la evolución positiva del primer pago a cuenta que tuvo lugar en abril. La recaudación por este impuesto acumuló un descenso del 2,8 % hasta junio (frente al 66,9 % de caída hasta marzo), como consecuencia, principalmente, del fuerte incremento de las devoluciones

Todas las figuras que componen la imposición indirecta presentaron tasas de crecimiento muy superiores a las previstas en el Presupuesto, hasta el mes de junio. Destaca, como ya se ha mencionado, la fortaleza del IVA, ligada en parte al encarecimiento del precio de los

carburantes desde principios de año (3). No obstante, los ingresos por IVA registraron una desaceleración en el segundo trimestre, al aumentar un 16,8 % hasta junio (frente al 19 % en el primer trimestre). Los impuestos especiales también redujeron su ritmo de crecimiento (del 9 % hasta marzo al 5,9 % en el primer semestre), si bien continúa destacando el elevado dinamismo de los que gravan el tabaco y la matriculación de vehículos.

El conjunto de otros ingresos moderó notablemente su ritmo de caída en el segundo trimestre, como consecuencia, sobre todo, de los ingresos excepcionales por la concesión de cuatro licencias de telefonía móvil, por una cuantía próxima a los 86 mm de pesetas (4), y de la aceleración de las transferencias de capital procedentes de la UE. No obstante, los ingresos patrimoniales disminuyeron un 33,3 % hasta junio, debido a los menores ingresos procedentes del Banco de España, tanto de los derivados de plusvalías (5) como de los correspondientes a beneficios ordinarios. Además, sobre la disminución del agregado de otros ingresos incidieron las menores primas positivas de emisión de deuda.

En cuanto a los gastos no financieros, su ligera aceleración durante el segundo trimestre se debió a la evolución de las transferencias corrientes, que elevaron su ritmo de crecimiento desde el 9,9 % en marzo hasta el 14,6 % en junio. Dicha aceleración se debió, sobre todo, al comportamiento de las transferencias al presupuesto comunitario, que se incrementaron un 11,8 % (habiendo caído un 9,9 % en el primer trimestre), mientras que las transferencias a las CCAA por participación en los ingresos del Estado registraron el mismo ritmo de crecimiento que en el primer trimestre (muy elevado, como consecuencia de los trasposos de competencias en materia educativa). La aportación a la Seguridad Social para financiar las operaciones corrientes del INSALUD también mantuvo estabilizada su tasa de crecimiento en el 6,4 % —en línea con lo presupuestado—. Por el contrario, los

(3) El encarecimiento del precio de los carburantes no afecta a la recaudación del impuesto especial sobre hidrocarburos, puesto que este es de cuantía fija. Por el contrario, el IVA (tipo del 16 % en este caso) se aplica sobre el precio.

(4) Según una reciente decisión de Eurostat, estos ingresos se computan, con la metodología de Contabilidad Nacional (SEC/95), como ventas de activos no financieros, es decir, menores gastos de capital, que reducen el déficit público.

(5) Estos ingresos excepcionales no se computan a la hora de obtener el saldo en términos de Contabilidad Nacional.

Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 800 mm de pesetas, según los datos de ejecución presupuestaria hasta abril, superior en 160 mm de pesetas (un 25 %) al registrado durante el mismo período del año precedente. Esta evolución se debió a un crecimiento de los ingresos no financieros del 10,6 % hasta abril, superior a la previsión presupuestaria (7,9 %), y al incremento de los pagos no financieros (8,4 %).

Los ingresos por cotizaciones sociales aumentaron un 9,7 % (6,6 % en el conjunto de 1999), muy por encima del 6,2 % previsto en el Presupuesto, debido, sobre todo, al fuerte dinamismo de las afiliaciones, que crecieron un 5,2 % interanual en términos acumulados hasta junio (un 5,5 % a lo largo de 1999), mientras que la estimación presupuestaria de incremento en el número de cotizaciones de ocupados tan solo era de un 3 %. La otra fuente importante de ingresos, las transferencias corrientes procedentes del Estado, registró un incremento del 11,3 %, en línea con lo presupuestado.

En cuanto a los pagos, su crecimiento durante el primer cuatrimestre de 2000 se situó aún por encima de la previsión presupuestaria para el conjunto del año, debido, sobre todo, al pago, en febrero, de 66 mm de pesetas a los pensionistas en compensación por la desviación de la inflación en 1999. El gasto en pensiones contributivas aumentó un 8,6 % hasta abril, aunque se espera que dicha tasa se reduzca en los próximos meses. Si se elimina el efecto del pago extraordinario antes mencionado, resulta un incremento del 5,6 %, lo que parece compatible con la previsión presupuestaria. El número de pensiones contributivas creció un 1,2 % hasta abril, en línea con lo previsto y con el incremento registrado en 1999. Por el contrario, las prestaciones por Incapacidad Temporal registraron una tasa de variación que resulta muy superior a la presupuestada.

Con respecto al gasto del Instituto Nacional de Empleo (INEM), el destinado a prestaciones por desempleo aumentó, en términos acumulados, un 1,3 % hasta junio, frente a una reducción de un 2,9 % en el conjunto de 1999. Esta evolución estuvo determinada por el comportamiento del número de beneficiarios, que disminuyó un 4,4 % hasta mayo, frente al 9,5 % de reducción media en 1999, recogiendo el menor ritmo de caída del paro registrado (un 6 % hasta junio, frente al 11,7 % en el conjunto de 1999). En línea con lo que sucedió durante 1999, la caída del número de beneficiarios de prestaciones por desempleo, hasta mayo, fue menor que la contracción del número de desempleados registrados, con lo que la tasa de cobertura aumentó hasta el 64 % (62,9 % en los cinco primeros meses de 1999).

**Sistema de Seguridad Social (a)
(Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas) (b)
(Operaciones corrientes y de capital, en términos de derechos y obligaciones reconocidos)**

mm de pesetas y %

	Presupuesto			Liquidación ENE-ABR		
	1999 (c) 1	2000 2	% variación 3=2/1	1999 4	2000 5	% variación 6=5/4
1. Ingresos no financieros	13.519	14.583	7,9	4.801	5.309	10,6
Cotizaciones sociales (d)	9.032	9.589	6,2	2.987	3.277	9,7
Transferencias corrientes	4.326	4.825	11,5	1.766	1.966	11,3
Otros (e)	160	169	5,8	47	66	39,0
2. Pagos no financieros	13.589	14.432	6,2	4.161	4.509	8,4
Personal	2.144	2.267	5,7	761	809	6,3
Gastos en bienes y servicios	1.281	1.381	7,9	433	459	6,1
Transferencias corrientes	9.959	10.567	6,1	2.926	3.196	9,2
Prestaciones	9.896	10.499	6,1	2.900	3.168	9,3
<i>Pensiones contributivas</i>	7.892	8.342	5,7	2.221	2.412	8,6
<i>Incapacidad Temporal</i>	505	528	4,7	143	162	12,8
<i>Resto (f)</i>	1.499	1.628	8,6	535	594	11,1
Resto transferencias corrientes	64	68	6,9	26	28	6,3
Otros (g)	205	217	5,7	41	45	9,4
3. Saldo no financiero	-71	151	—	640	800	25,0

Fuentes: Ministerios de Hacienda y de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

(a) Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues se carece de los correspondientes a las Otras Administraciones de Seguridad Social para el año 2000.

(b) Las transferencias a las Comunidades Autónomas para financiar la sanidad y los servicios sociales transferidos se han distribuido entre los diferentes capítulos de gasto, según los porcentajes resultantes de las Cuentas de las Administraciones Públicas para 1995.

(c) La referencia presupuestaria toma como base para la comparación el Presupuesto para 1999, ya que aún no se dispone de la liquidación completa para dicho año.

(d) Incluye recargos y multas.

(e) Excluye recargos y multas, y la colaboración de la industria farmacéutica.

(f) Minorado por la colaboración de la industria farmacéutica.

(g) Minorados por la enajenación de inversiones.

CUADRO 4

Balanza de pagos: resumen (a)

Millones de euros

	ENE-ABR 1999	ENE-ABR 2000
	Ingresos	Ingresos
Cuenta corriente	56.361	64.115
Mercancías	32.514	38.576
Servicios	14.051	15.199
<i>Turismo</i>	7.968	8.346
<i>Otros servicios</i>	6.083	6.854
Rentas	4.488	4.569
Transferencias corrientes	5.308	5.771
Cuenta de capital	1.960	2.614
	Pagos	Pagos
Cuenta corriente	57.828	69.586
Mercancías	39.439	48.997
Servicios	8.582	10.108
<i>Turismo</i>	1.424	1.585
<i>Otros servicios</i>	7.158	8.523
Rentas	6.567	6.784
Transferencias corrientes	3.240	3.696
Cuenta de capital	351	269
	Saldos	Saldos
Cuenta corriente	-1.466	-5.471
Mercancías	-6.925	-10.421
Servicios	5.470	5.091
<i>Turismo</i>	6.5444	6.761
<i>Otros servicios</i>	-1.075	-1.669
Rentas	-2.079	-2.215
Transferencias corrientes	2.068	2.074
Cuenta de capital	1.609	2.345

Fuente: Banco de España.

(a) Avance provisional.

pagos por intereses intensificaron su caída, al corregir el efecto de calendario observado hasta marzo. También los gastos de funcionamiento (personal y compras) acentuaron su ritmo de caída en el segundo trimestre, situándolo en tasas cercanas al 11 %. En el caso de los gastos de personal, dicha reducción resulta muy superior a la presupuestada. Respecto a las operaciones de capital, las inversiones reales mantuvieron una disminución similar a la del primer trimestre, en contraste con el incremento establecido en el Presupuesto, mientras que las transferencias de capital desaceleraron sustancialmente su crecimiento, hasta una tasa del 1,1 %. Dicho aumento se debió a la ausencia de pagos a RENFE durante la mayor parte del año 1999, como consecuencia del retraso en la aprobación de su Contrato-Programa.

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

En el conjunto de los cuatro primeros meses del año 2000 el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 3.126 millones de euros, lo que supone un deterioro sustancial en comparación con el superávit de 142 millones de euros observado en el mismo período del año anterior (véase cuadro 4). Este resultado refleja, en su mayor parte, el intenso aumento del déficit comercial en ese período, como consecuencia, fundamentalmente, del encarecimiento de las importaciones energéticas, ya que en la vertiente no energética las exportaciones e importaciones registraron tasas de variación muy similares, tanto en términos reales como nominales. Por su parte, el superávit de turismo frenó su ritmo de mejora, debido al moderado ritmo de avance de los ingresos en ese período, y el déficit de los restantes servicios sufrió una ampliación, fruto del intenso crecimiento que registraron los pagos, especialmente en la rúbrica de comunicaciones.

La balanza de rentas también empeoró ligeramente, reflejando el notable retroceso de los ingresos del sistema crediticio, ligados al descenso de las inversiones en el exterior a corto plazo y de las inversiones en cartera, mientras que los ingresos de otros sectores residentes mantuvieron un tono elevado, en sintonía con el fuerte proceso inversor en el exterior que ha tenido lugar en los últimos años; adicionalmente, los pagos realizados por las AAPP también se incrementaron, debido al aumento de la adquisición de títulos de deuda pública por parte de no residentes. El superávit de transferencias corrientes se mantuvo prácticamente estabilizado, ya que el aumento de los flujos procedentes de la UE en concepto del FEOGA-Garantía y del Fondo Social Europeo se vio compensado por el incremento de los pagos en concepto de Recurso-PNB. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital registró un notable ascenso en ese período, derivado del aumento de los fondos estructurales procedentes de la UE, y en concreto del FEDER.

La ampliación de las necesidades de financiación de la nación que reflejan estos datos estaría indicando un debilitamiento de los saldos sectoriales de hogares y empresas, en un contexto de recortes en la tasa de ahorro de los hogares y de elevado dinamismo de la inversión residencial y de la inversión productiva privada; por el contrario, las cifras disponibles para los dos primeros trimestres del año señalan que los avances en la reducción del déficit público continúan siendo notables.

5. Los flujos financieros de la economía española (6)

5.1. Los flujos financieros del conjunto de la economía

La información de las cuentas financieras relativa al primer trimestre del año 2000 confirma el deterioro del ahorro financiero neto (7) de la nación que ya se manifestaba en las cifras de 1999. Así, el saldo de las operaciones financieras de la economía española con el resto del mundo fue el $-1,1$ % del PIB al finalizar el primer trimestre del 2000, en términos acumulados de cuatro trimestres (véase cuadro 5). Esta evolución ha venido determinada, fundamentalmente, por el descenso en el ahorro de las familias y empresas no financieras, ya que las AAPP tuvieron una aportación similar a la del año 1999 y las instituciones financieras incrementaron ligeramente el saldo acreedor de sus operaciones financieras con el resto de sectores. Esta evolución del ahorro de la nación es acorde con la posición cíclica de la economía española, que mantiene un ritmo de crecimiento intenso, sustentado, en buena medida, por un fuerte crecimiento de la demanda interna. La evolución de la posición financiera de la economía española, es decir, la diferencia entre el saldo de activos financieros y pasivos frente al resto del mundo —que incorpora, junto con las operaciones financieras netas, los cambios de valoración— pone igualmente de manifiesto un incremento del saldo deudor frente al exterior al finalizar el primer trimestre del 2000.

Un mayor detalle de los conceptos que han originado este endeudamiento neto puede obtenerse a partir de la información procedente de la cuenta financiera de la balanza de pagos correspondiente al período enero-marzo del 2000. De acuerdo con dicha información, los pasivos netos exteriores de la economía española aumentaron un $0,7$ %, en términos del PIB

(6) La información de las cuentas financieras que sirve de base a este Informe incorpora los criterios metodológicos del SEC/95. En el artículo «Presentación de las cuentas financieras de la economía española SEC/95. Serie 1995-1999», publicado en el *Boletín económico* de mayo del 2000, y en el recuadro IV.3 del *Informe anual* del Banco de España, se examinan los cambios que estos nuevos criterios introducen en el análisis de los flujos financieros de la economía española. No obstante, los indicadores económicos 8.3 a 8.8, que se publican al final del presente Boletín, no incorporan aún estos nuevos criterios metodológicos.

(7) El saldo de la cuenta de operaciones financieras se denominaba en la nomenclatura utilizada en el SEC/79 *ahorro financiero neto*. En las cuentas financieras según la metodología SEC/95, dicho saldo ha pasado a denominarse *operaciones financieras netas*. Asimismo, la diferencia entre el saldo de activos financieros y pasivos de un sector, que antes expresábamos como *riqueza financiera neta*, ha pasado a denominarse *activos financieros netos*. A lo largo de este Informe se utilizan ambos tipos de nomenclatura de forma indistinta.

Ahorro y posición financiera

	AHORRO FINANCIERO EN % DEL PIB (Datos acumulados de cuatro trimestres)								
	1995	1996	1997	1998	1999				2000
					I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
Ahorro financiero de la nación	1,0	1,2	1,6	0,8	0,6	0,3	-0,3	-0,6	-1,1
Empresas no financieras y familias	6,6	5,0	3,9	2,2	1,1	0,5	0,1	0,1	-0,7
<i>Empresas no financieras</i>	0,3	0,2	-0,1	-0,7	-0,9	-2,1	-2,8	-1,6	-2,1
<i>Familias</i>	6,3	4,8	4,1	2,9	1,9	2,6	2,8	1,6	1,4
Instituciones financieras	1,0	1,2	0,8	1,2	1,0	0,8	0,7	0,5	0,7
<i>Instituciones de crédito (a)</i>	0,8	0,7	0,6	0,9	0,8	0,6	0,6	0,3	0,5
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<i>Resto de instituciones financieras</i>	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Administraciones Públicas	-6,6	-5,0	-3,2	-2,6	-1,5	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1
	POSICIÓN FINANCIERA EN % DEL PIB (c) (Datos del cuarto trimestre)								
	1995	1996	1997	1998	1999	2000 (e)			
Posición financiera de la nación	-19,6	-19,8	-20,9	-22,0	-24,9	-25,7			
Empresas no financieras y familias (d)	82,3	99,6	114,8	148,0	162,1	165,6			
<i>Empresas no financieras (d)</i>	-13,6	-6,4	-0,8	14,6	20,0	21,7			
<i>Familias</i>	95,9	105,9	115,7	133,5	142,1	143,9			
Instituciones financieras (d)	13,6	19,8	24,0	33,6	37,1	38,1			
<i>Instituciones de crédito (a) (d)</i>	12,8	17,4	20,9	28,6	32,2	33,1			
<i>Inversores institucionales (b) (d)</i>	1,1	2,7	3,6	5,3	5,5	6,0			
<i>Resto de instituciones financieras (d)</i>	-0,2	-0,4	-0,5	-0,3	-0,5	-1,0			
Administraciones Públicas	-49,2	-53,4	-52,5	-52,4	-46,5	-45,1			

Fuente: Banco de España.

- (a) Definido según la 1ª Directiva bancaria.
 (b) Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.
 (c) Calculada como diferencia entre el saldo de activos financieros y de pasivos.
 (d) Excluidas las acciones del pasivo.
 (e) Datos del primer trimestre.

anual, en el primer trimestre del 2000, cifra muy superior a la registrada en el mismo período del año anterior (véase cuadro 6). Este endeudamiento neto, que refleja la ampliación de la brecha entre las inversiones en España de los no residentes y las inversiones españolas en el exterior, está en consonancia con el significativo aumento del déficit por cuenta corriente y de capital, que se analiza en el epígrafe 4 de este «Informe trimestral».

Durante el primer trimestre del año 2000 se mantuvieron las principales tendencias observadas en los dos últimos años en los flujos de capital hacia y desde el exterior, aunque, en general, con una menor intensidad (véase cuadro 6). Por lo que respecta a las inversiones españolas en el exterior, las inversiones en cartera han sido la partida más importante, con unas adquisiciones netas por parte del sector privado no crediticio que equivalen al 2,4 % del PIB

(frente al 1,8 % del PIB en el mismo período del año anterior). En conjunto, las inversiones directas en el exterior se mantuvieron en línea con el volumen registrado en el primer trimestre de 1999, aunque aumentó el protagonismo relativo de las entidades de crédito y se redujo el de las empresas no financieras. También cabe reseñar que, a diferencia de lo ocurrido en 1999, el sector privado no crediticio incrementó sus depósitos en el exterior. Finalmente, la variación acumulada de los activos de reserva en el período enero-marzo del 2000 fue muy pequeña. En líneas generales, las tendencias que se acaban de describir se confirman con la información de la balanza de pagos correspondiente al mes de abril.

En lo referente a las inversiones en España, se mantuvo el ritmo de entradas de capital en inversiones directas y en cartera, mientras que el endeudamiento a través de créditos y depó-

CUADRO 6

Detalle de la cuenta financiera de la balanza de pagos

En % del PIB

	1997	1998	1999	1999 ENE-MAR	2000 ENE-MAR
SALDO DE LA CUENTA FINANCIERA	-0,6	0,0	2,0	0,1	0,7
VARIACIÓN DE PASIVOS FRENTE AL EXTERIOR	7,0	12,8	16,3	5,6	3,7
Inversiones directas (a)	1,1	2,0	1,6	0,3	0,4
Inversiones de cartera (b)	2,3	2,9	7,8	2,1	1,6
Administraciones Públicas	2,0	0,8	4,5	1,5	0,8
Otros sectores residentes	0,2	1,6	1,8	0,3	0,4
Sistema crediticio	0,0	0,5	1,4	0,3	0,5
Otras inversiones	3,6	7,9	6,9	3,2	1,6
Administraciones Públicas	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,1
Otros sectores residentes	0,1	0,8	2,7	0,6	0,1
Sistema crediticio	3,5	6,8	4,3	2,7	1,5
VARIACIÓN DE ACTIVOS FRENTE AL EXTERIOR	7,6	12,8	14,3	5,5	2,9
Inversiones directas	2,2	3,3	5,9	0,7	0,7
Otros sectores residentes	2,0	2,9	6,0	0,7	0,4
Sistema crediticio	0,2	0,3	-0,1	0,0	0,4
Inversiones de cartera	2,9	7,9	7,8	2,6	2,2
Otros sectores residentes	2,0	6,0	5,4	1,8	2,4
Sistema crediticio	0,9	2,0	2,4	0,8	-0,2
Otras inversiones	0,3	4,0	4,2	4,0	0,0
Administraciones Públicas	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Otros sectores residentes	2,5	3,3	-1,6	0,3	0,8
Sistema crediticio	-2,3	0,6	5,8	3,7	-0,8
Activos de reserva	2,1	-2,3	-3,7	-1,8	0,0
PRO MEMORIA: DISTRIBUCIÓN POR SECTORES DE LOS FLUJOS (VAR. PASIVOS - VAR. ACTIVOS):					
Sistema crediticio (sin Banco de España)	4,7	4,5	4,1	2,2	1,8
Banco de España (c)	-2,1	2,3	-2,7	-1,9	0,8
Administraciones Públicas	2,0	0,9	4,4	1,4	0,7
Otros sectores residentes	-5,1	-7,8	-3,8	-1,6	-2,6

Fuente: Balanza de pagos. Banco de España.

- (a) Incluye las inversiones de cartera en acciones no cotizadas.
(b) Incluye las inversiones directas en acciones cotizadas.
(c) Incluye activos de reserva y activos intrasistema.

sitos se redujo en comparación con la evolución observada en el primer trimestre de 1999. En concreto, prosiguió el proceso de moderación del endeudamiento del sistema crediticio, favorecido por el notable crecimiento de los depósitos bancarios de residentes, y el de diversificación de sus fuentes de financiación, con una mayor apelación relativa a depósitos a largo plazo y valores de renta fija, frente a los préstamos y depósitos a corto plazo, que en el pasado representaban el grueso del endeudamiento exterior de las entidades.

La estructura sectorial de los flujos financieros con el exterior mantiene características similares a las de años anteriores, aunque ahora con un saldo neto deudor para el conjunto de la economía española. En términos

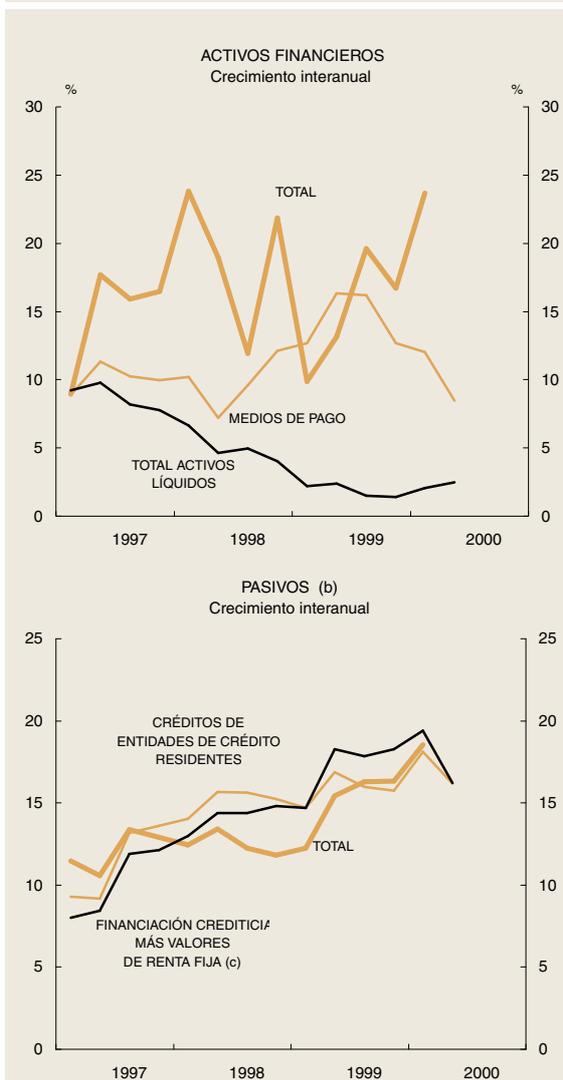
agregados, la adquisición de activos netos frente al resto del mundo por parte del sector privado no crediticio ha continuado siendo financiada por el endeudamiento del sector público y del sistema crediticio (véase la parte inferior del cuadro 6).

5.2. Flujos financieros de las empresas no financieras y de las familias

El descenso en el ahorro de las familias y empresas no financieras, al que se ha aludido en el apartado anterior, se ha debido a una pequeña caída en el volumen de ahorro de las economías domésticas y a una reducción, algo más acusada, en el caso de las empresas no financieras (véase cuadro 5). Con ello, en el pri-

GRÁFICO 23

Empresas no financieras y familias (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Los datos del segundo trimestre de 2000 son estimaciones provisionales.

(b) Excluidas las acciones.

(c) No incluye el crédito comercial.

mer trimestre del 2000 las operaciones financieras netas de las familias se situaron en el 1,4 % del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, mientras que las correspondientes a las empresas no financieras fueron el -2,1 % del PIB. Además, se ha observado un elevado ritmo de adquisición de activos y pasivos en el primer trimestre del 2000, con flujos que superan ampliamente las pautas estacionales de otros años. En términos de saldos, debe destacarse que, en contraposición con el comportamiento expansivo de los últimos años, la riqueza financiera neta del sector privado, medida como la diferencia entre el

saldo de activos financieros y pasivos —excluyendo el saldo de acciones y otras participaciones del pasivo—, aumentó solo ligeramente en el primer trimestre del 2000 (véase la parte inferior del cuadro 5).

El importante volumen de activos financieros adquiridos por las familias y empresas no financieras durante los tres primeros meses del año dio lugar a un notable crecimiento en el saldo de activos, cuya tasa anual se situó próxima al 25 % al finalizar el primer trimestre (véase gráfico 23). En este período, los medios de pago siguieron el proceso de desaceleración iniciado a mediados de 1999. Por el contrario, los depósitos a plazo incrementaron su ritmo de crecimiento, hasta alcanzar una tasa anual del 20 %. Sin embargo, el conjunto de otros activos financieros líquidos —que incluye, además de los depósitos a plazo, las cesiones y participaciones en fondos de inversión (FIAMM y FIM de renta fija)— continuó mostrando tasas de crecimiento negativas, debido a las ventas de participaciones en estas instituciones de inversión colectiva y al descenso de su valor liquidativo. El ritmo de avance del resto de activos financieros fue muy intenso durante el primer trimestre de este año, debido, por un lado, a la revalorización de la cartera de acciones acumulada en los últimos trimestres y, por otro, a la adquisición de activos exteriores y al crecimiento del crédito comercial.

Las expectativas de subidas de tipos de interés que han ido afianzándose desde mediados de 1999 y la mayor volatilidad que han venido manifestando los mercados de renta variable han restado atractivo a las inversiones en productos cuyo valor de realización fluctúa con el precio de los activos financieros —acciones y fondos de inversión—, a la vez que han elevado el coste de oportunidad de mantener activos muy líquidos, dando lugar a un desplazamiento del ahorro desde activos muy líquidos y productos de mayor riesgo hacia inversiones de renta fija. Pese al menor crecimiento de los medios de pago, la información disponible respecto al segundo trimestre indica una progresiva aceleración de los activos financieros líquidos, como consecuencia del elevado ritmo de expansión de los depósitos a plazo (véase gráfico 23). Los fondos de inversión, por su parte, parecen haber moderado su ritmo de caída.

El crecimiento interanual de los pasivos de las familias y empresas no financieras se incrementó nuevamente en el primer trimestre del 2000, debido, fundamentalmente, al mayor ritmo de avance del crédito procedente de entidades bancarias residentes, cuya tasa anual se situó en el 18 % al finalizar el primer trimestre.

El intenso ritmo de crecimiento de la financiación bancaria en ese período, por encima del patrón estacional que correspondería a este período del año, podría indicar un adelantamiento de la demanda de financiación ante las expectativas de subidas de tipos de interés que han prevalecido durante este período. Otras fuentes de financiación, como las emisiones de renta fija y de renta variable, registraron incrementos poco significativos, si bien la financiación exterior siguió aportando un flujo continuo de fondos a las empresas españolas. En cuanto al segundo trimestre, la información disponible indica una cierta desaceleración de la financiación a empresas y familias, de forma que, después de crecer a tasas próximas al 20 % en los últimos trimestres, podría situarse en niveles del 16 %-17 %.

5.3. Los flujos financieros de las familias

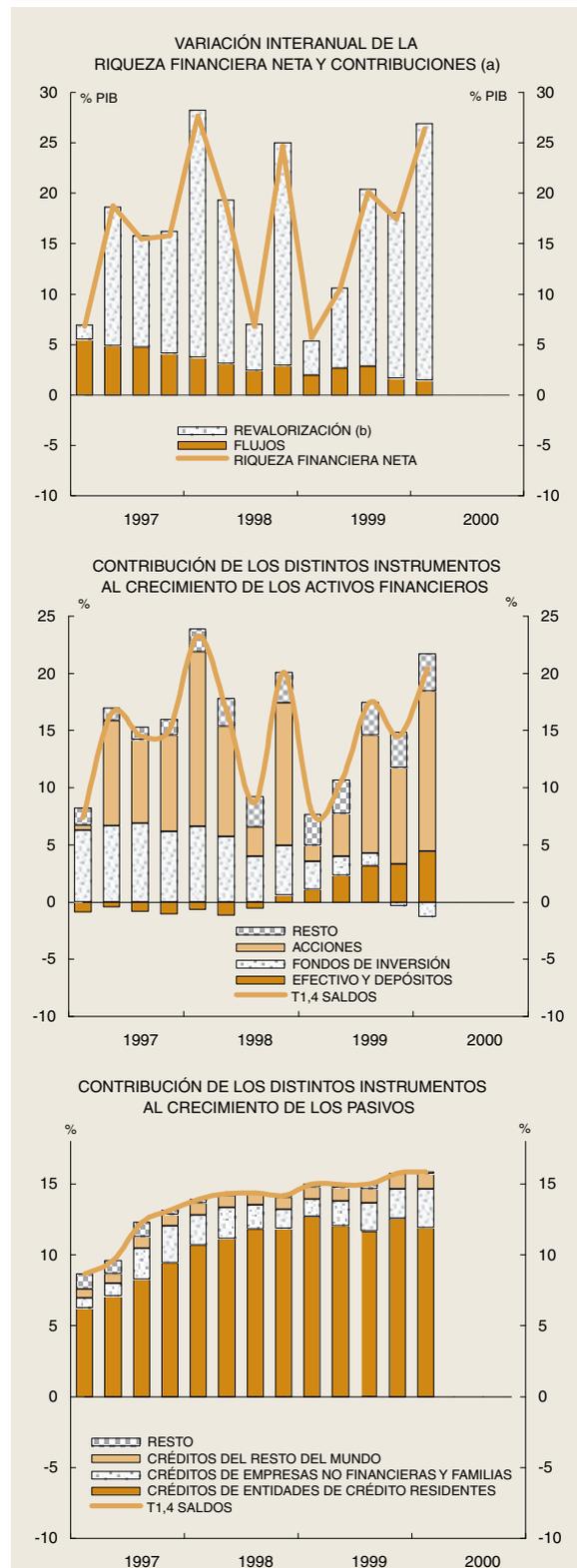
El ahorro financiero de las familias disminuyó moderadamente en el primer trimestre del 2000, tras el notable descenso que tuvo lugar en 1999. En cualquier caso, la tendencia promedio de los últimos trimestres es de una reducción en el volumen de ahorro de este sector, impulsada por un crecimiento del consumo superior al de la renta disponible, así como por el sostenimiento de la inversión en activos reales. Por otro lado, a pesar de las recientes subidas de tipos de interés, las condiciones de financiación continuaron siendo favorables para que las familias mantuvieran un ritmo de adquisición de pasivos elevado. En la medida en que el coste de la financiación bancaria vaya incorporando las subidas de tipos de interés más recientes —tanto en la nueva financiación concedida como en las revisiones del crédito concedido a tipo variable—, es probable que se detecte una moderación del gasto privado y de la demanda de financiación de las familias.

Esta evolución de las operaciones financieras netas de las economías domésticas, junto con una contribución reducida de la revalorización de los activos financieros, moderaron el ritmo de crecimiento de su riqueza financiera en los tres primeros meses del año. Teniendo en cuenta la evolución de los precios en los mercados de renta variable, cabe esperar una nueva ralentización del crecimiento de los activos financieros netos de las familias en el segundo trimestre del 2000.

La expansión de la demanda interna y las favorables condiciones de financiación mantuvieron el crecimiento de los recursos financieros obtenidos por las economías nacionales en

GRÁFICO 24

Familias (a)



Fuente: Banco de España.
 (a) Los datos de flujos y revalorización son acumulados en cuatro trimestres.
 (b) Variación del saldo - flujo - variaciones en volumen.

el primer trimestre del año en niveles elevados, en torno al 16 % (véase gráfico 24). La información más reciente sobre el crédito bancario otorgado a familias indica un sostenimiento de este ritmo de expansión en el segundo trimestre del 2000. El destino fundamental de esta financiación continuó siendo la adquisición de vivienda y la compra de bienes de consumo corriente. El crédito para adquisición de bienes de consumo duradero, que es una de las modalidades de crédito más sensibles a las variaciones en el tipo de interés, mantuvo el proceso de desaceleración que se inició a finales de 1999.

El saldo de activos financieros en poder de las familias incrementó su ritmo de crecimiento en el primer trimestre del 2000 (véase gráfico 24), situándose la tasa interanual en el 20 %. A este crecimiento contribuyó, de forma importante, la revalorización de las acciones acumulada en 1999. Por su parte, el flujo de adquisición de activos resultó acorde con las pautas estacionales, tras el reducido volumen que se observó en el cuarto trimestre de 1999. El valor de las participaciones en fondos de inversión tuvo una contribución negativa al crecimiento de los activos financieros de familias, si bien la desinversión en este tipo de activos se moderó en relación con el trimestre anterior. En el primer trimestre del 2000, la adquisición de activos siguió concentrándose en los depósitos a plazo y, en menor medida, en las aportaciones a planes de pensiones y seguros, si bien la información relativa a estos últimos es aún provisional. Los medios de pago, por su parte, han seguido desacelerándose en la primera mitad del año 2000, ante la elevación en su coste de oportunidad. La información disponible para el segundo trimestre de este año indica una continuación de las tendencias comentadas, con la continuación de un crecimiento elevado de los depósitos a plazo, la desaceleración en los medios de pago y la venta de participaciones en fondos de inversión. Asimismo, el importante volumen de ofertas públicas de suscripción de acciones con tramos minoristas en el segundo trimestre hacen prever un incremento de la cartera de estos valores en las familias.

5.4. Los flujos financieros de las empresas no financieras

El ahorro neto de las empresas no financieras disminuyó en el primer trimestre del año 2000, hasta situarse en $-2,1$ % del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres (véase cuadro 5). Este deterioro refleja la ampliación de la brecha entre la formación bruta de capi-

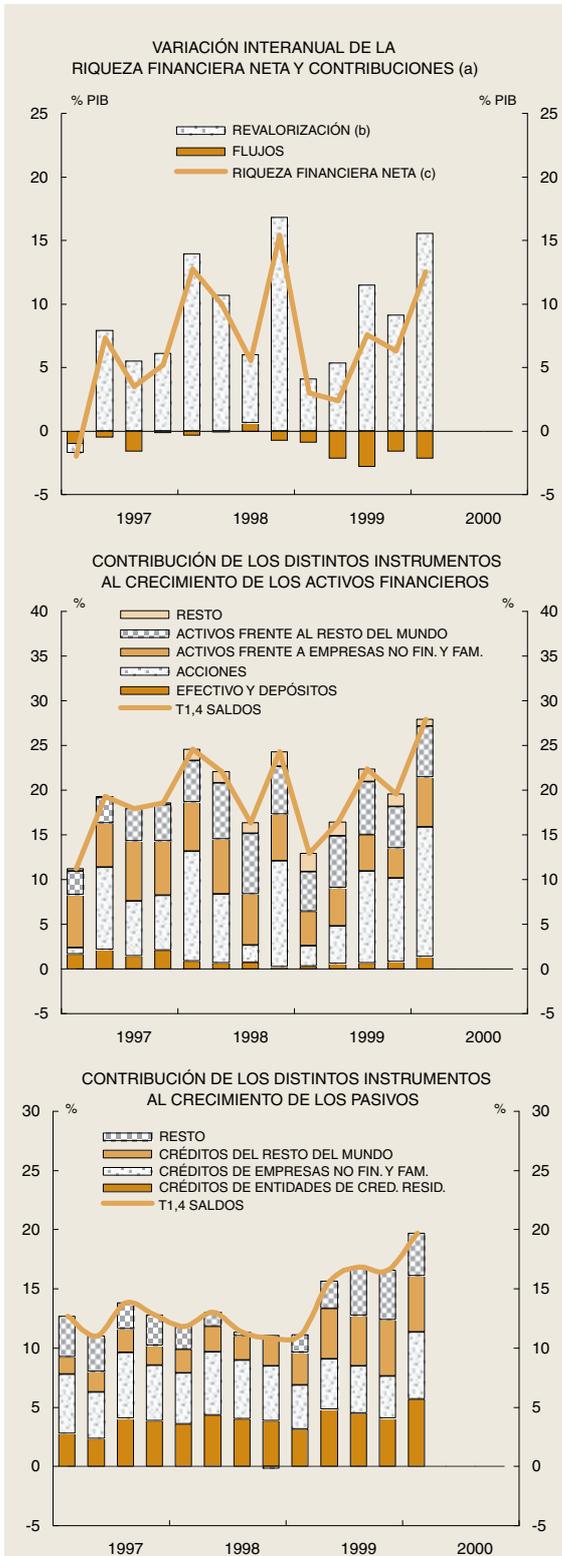
tal y el ahorro bruto, como consecuencia del notable ritmo de avance de la primera. Si además se tiene en cuenta la adquisición de empresas extranjeras por parte de las españolas —y que constituyen equipo capital ya instalado que no se computa en la cuenta de capital de las empresas no financieras—, la brecha, de financiación entre ahorro bruto y formación bruta de capital, en España y en el extranjero, se incrementaría algo más de dos puntos del PIB, en promedio anual durante los dos últimos años.

La financiación de la formación bruta de capital, ampliada con las inversiones en empresas extranjeras, está exigiendo un crecimiento importante de los recursos propios y ajenos de las empresas españolas. Este proceso se ha visto intensificado en el primer trimestre del 2000, en el que el flujo de pasivos se ha incrementado en una cuantía muy superior a la que corresponde de acuerdo con la pauta estacional en estos meses del año. Como ya se ha comentado anteriormente, este comportamiento puede responder a un intento de adelantar la obtención de recursos ante la expectativa de que pudieran endurecerse las condiciones de financiación en el futuro. De esta manera, el agregado formado por la financiación de entidades de crédito residentes, las emisiones de valores de renta fija y los préstamos exteriores creció casi un 24 % en el primer trimestre del 2000, tras haberse mantenido en torno al 21 % en la segunda mitad de 1999. No obstante, a finales del segundo trimestre se observó una disminución en el crecimiento de este agregado, debido, en gran parte, al efecto mecánico sobre la tasa anual de la adquisición de YPF por parte de REPSOL, que dio lugar a un cambio de nivel en el saldo de crédito en junio de 1999. Por otro lado, las empresas no financieras han obtenido aportaciones de fondos de relativa importancia en las ampliaciones de capital que se produjeron durante este segundo trimestre.

En cuanto al destino de la financiación bancaria, la información relativa al primer trimestre del 2000 indica una cierta aceleración en el crédito concedido a las actividades productivas, cuya tasa interanual se situó dos puntos porcentuales por encima de la del cuarto trimestre de 1999. A esta aceleración contribuyeron todos los sectores, excepto la agricultura, que moderó su ritmo de avance. El comportamiento más expansivo fue el de la financiación a la construcción, con un crecimiento interanual del 24 %. Sin embargo, continuaron siendo el sector servicios y la industria, excluida construcción, los que contribuyeron en mayor medida al crecimiento del saldo total de crédito bancario,

GRÁFICO 25

Empresas no financieras (a)



Fuente: Banco de España.

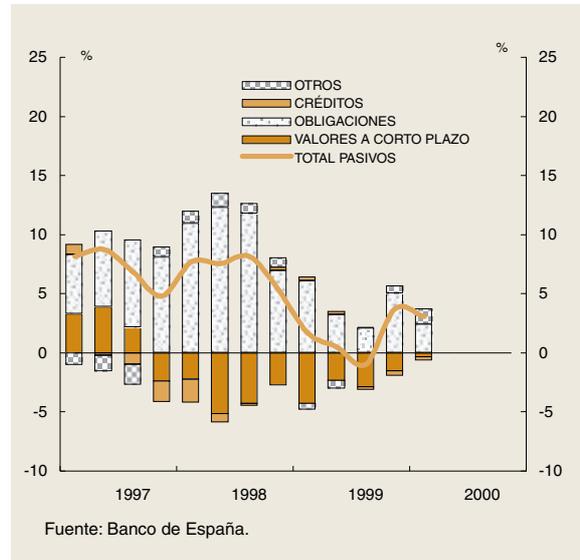
(a) Los datos de flujos y revalorización son acumulados en cuatro trimestres.

(b) Variación del saldo - flujo - variaciones en volumen.

(c) No se incluyen las acciones en el pasivo.

GRÁFICO 26

Crecimiento de los pasivos de las Administraciones Públicas



con unas tasas de crecimiento anual del 13 % y 16 %, respectivamente.

Las empresas no financieras adquirieron un volumen elevado de activos financieros durante el primer trimestre del 2000, que se materializó, fundamentalmente, en activos exteriores y crédito comercial. La inversión en activos exteriores representó, aproximadamente, un 40 % de la adquisición total de activos en este trimestre, siendo el resultado de distintas colocaciones, como adquisición de acciones, préstamos a empresas relacionadas y depósitos. En términos de saldos, los activos exteriores y la cartera de acciones nacionales fueron los que más contribuyeron al crecimiento anual de los activos de empresas (véase gráfico 25) Los medios de pago y otros activos financieros líquidos incrementaron algo su ritmo de avance respecto al trimestre anterior, si bien su aportación al crecimiento del saldo de activos es muy pequeña.

5.5. Los flujos financieros de las Administraciones Públicas

Durante el primer trimestre del 2000, el ahorro financiero de las AAPP acumulado en los últimos cuatro trimestres se ha situado en el -1,1 % del PIB, un valor similar al que tuvo lugar en 1999 (véase cuadro 5). Durante los tres primeros meses del año 2000, el crecimiento de los pasivos de las AAPP se ralentizó, debido, en gran parte, a los pagos por intereses de los bonos y obligaciones del Estado, que se

concentran en estos primeros meses del año (8), compensando las emisiones netas de estos títulos (véase gráfico 26). El volumen de estas fue de 3,5 mm de euros, a pesar de que se produjeron amortizaciones por una cuantía importante en el mes de marzo. Las emisiones netas de valores a corto plazo volvieron a ser negativas en el primer trimestre del 2000, tras las emisiones netas positivas que se produjeron en la segunda mitad de 1999. Los datos de emisiones brutas indican un incremento en la cuantía media de las mismas desde finales de 1999, que parece responder al mayor atractivo de estos títulos para los inversores, en un contexto en el que han prevalecido expectativas de subidas de tipos de interés. Esta evolución de las emisiones ha determinado que la vida media de la deuda del Estado en moneda

(8) De acuerdo con los criterios metodológicos del SEC/95, las *operaciones financieras netas* (flujos) y el saldo de deuda incorporan la cuantía neta de intereses devengados y no pagados y, por tanto, se reducen cuando los intereses se pagan. Véase el artículo en el *Boletín económico* de mayo del 2000 mencionado en la nota 1 a pie de página.

nacional fuera de 5,3 años al finalizar el primer trimestre del 2000, valor similar al de finales de 1999. Finalmente, una gran parte de las necesidades financieras durante el primer trimestre del año fue atendida con cargo a depósitos transferibles, fundamentalmente el depósito en el Banco de España, cuyo saldo disminuyó en casi 6 mm de euros.

La información parcial disponible en relación con el volumen de fondos captados por las AAPP en el segundo trimestre del año indica que las emisiones netas de letras del Tesoro han sido negativas, pero en una cuantía pequeña (-339 millones de euros). En cambio, los valores a largo plazo han alcanzado un volumen de emisiones netas de 1,5 mm de euros, habiéndose producido una amortización por valor de más de 7 mm de euros. En conjunto, la financiación obtenida por el Estado mediante la emisión de valores en el segundo trimestre, inferior a la del primer trimestre en 594 millones de euros, resulta acorde con una progresiva disminución de sus necesidades de financiación.

31.7.2000.