

---

# Evolución reciente de la economía española

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

Según los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), en el cuarto trimestre de 1998 el crecimiento interanual del producto interior bruto (PIB), en términos reales, fue del 3,6 %, dos décimas por debajo del registrado el trimestre anterior; en el conjunto del año, el PIB se incrementó un 3,8 %, habiéndose revisado al alza el crecimiento de la demanda nacional —hasta el 4,9 %— y situándose en el -1,2 % la contribución del saldo neto exterior real.

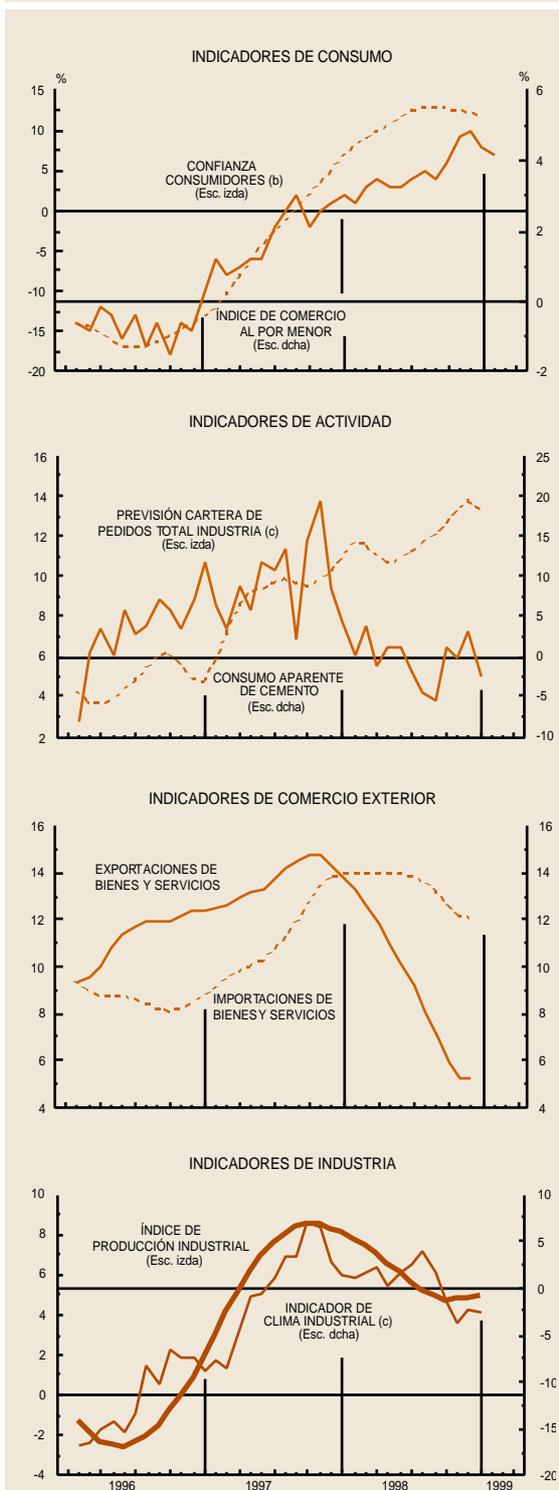
La moderación del ritmo de avance del PIB en el cuarto trimestre fue consecuencia de una mayor contribución negativa al crecimiento del producto de la demanda exterior neta (-1,4 puntos porcentuales), ya que las exportaciones siguieron acusando la desaceleración experimentada por los mercados exteriores. La demanda nacional, sin embargo, mantuvo un ritmo de variación interanual del 4,9 %, igual al del conjunto del año. Entre los componentes de la demanda, el consumo privado registró una suave desaceleración, de forma que su tasa de crecimiento interanual se situó en el 3,7 %; la inversión en construcción intensificó su ritmo de avance, y la inversión en equipo, aun registrando tasas de crecimiento elevadas, continuó desacelerándose lentamente. Desde el punto de vista de las ramas de producción, en el cuarto trimestre destacaron el creciente dinamismo de la construcción y de la agricultura, el avance estable de los servicios destinados a la venta y la nueva desaceleración de la actividad industrial.

Los datos coyunturales más recientes, correspondientes en su mayor parte a los últimos meses de 1998, corroboran lo ya apuntado por los datos de la CNTR, en el sentido de que el año finalizó con un notable ritmo de crecimiento de la demanda nacional y una creciente debilidad de las exportaciones, mientras que las importaciones mostraron un tono algo más elevado en los últimos meses de 1998. En cuanto a la actividad productiva, se ha frenado el debilitamiento de las expectativas empresariales y de la actividad industrial, si bien se ha moderado el ritmo de crecimiento del empleo, especialmente en la industria. Respecto a la evolución de precios y salarios, el índice de precios de consumo (IPC) inició el año 1999 con una tasa de variación interanual del 1,5 %, mientras que los primeros datos sobre la negociación colectiva para el año en curso han mostrado una reducción de los incrementos salariales en torno a cuatro décimas, respecto a los observados en 1998.

La información más actualizada sobre el consumo de los hogares sigue estando referida, en su mayor parte, al último trimestre de 1998. Los

GRÁFICO 1

Indicadores de demanda y actividad (a)



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

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

últimos datos sobre producción industrial e importaciones de bienes de consumo correspondientes a noviembre y diciembre, mostraron un tono más elevado que en meses precedentes. Asimismo, otros indicadores referidos a la actividad en la industria de bienes de consumo, como el grado de utilización de la capacidad productiva y el indicador de clima industrial, mejoraron ligeramente a finales del año pasado. En cambio, el índice general de ventas de la encuesta del comercio al por menor tendió a frenar su dinamismo en el cuarto trimestre; en diciembre experimentó un crecimiento interanual del 3,5 %, en términos reales, como consecuencia de la caída que registraron, por segundo mes consecutivo, las ventas de bienes de equipo personal y de la fuerte desaceleración de las correspondientes a otros bienes de consumo (véase gráfico 1). Los primeros indicadores correspondientes al año 1999 confirman, en general, el buen comportamiento del consumo, si bien algunos de ellos muestran una pausa en su proceso de recuperación: las ventas de automóviles volvieron a incrementarse en enero a tasas elevadas (12,8 %), especialmente las destinadas al mercado de particulares (15,5 %), mientras que el indicador de confianza de los consumidores de ese mismo mes se mantuvo en niveles altos, cercanos a su máximo histórico, a pesar de experimentar una ligera reducción; por su parte, el indicador de confianza del comercio al por menor retrocedió en enero, por tercer mes consecutivo, acumulando una caída de cinco puntos en los tres últimos meses.

La inversión en bienes de equipo ha continuado dando muestras de desaceleración. La producción industrial de bienes de equipo registró en diciembre una tasa interanual de crecimiento del 7,8 %, significativa, pero alejada de las altas tasas de variación que experimentó en el primer semestre del año, algo que también ha sucedido con las importaciones de este tipo de bienes, a pesar del buen comportamiento que registraron en noviembre y diciembre. Por componentes, la producción de material de transporte, excluidos los automóviles, experimentó una fuerte desaceleración en el cuarto trimestre, mientras que la del resto de bienes de equipo tuvo un comportamiento más estable. Por su parte, el indicador de confianza industrial referido al sector productor de bienes de equipo presentó un deterioro importante en diciembre, y el grado de utilización de la capacidad productiva en ese sector se redujo cerca de cuatro puntos porcentuales en el cuarto trimestre de 1998.

Respecto a la inversión en construcción, la mayor parte de los indicadores confirman la intensificación del ritmo de crecimiento de este agregado en el cuarto trimestre. Entre los indicadores de consumos intermedios, el consumo aparente de cemento registró un incremento del

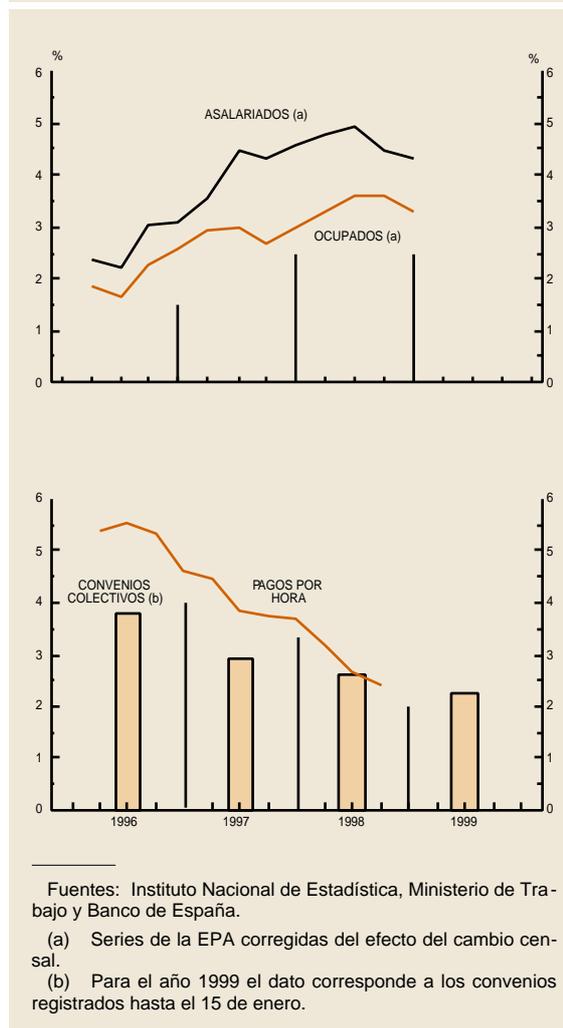
20,2 % en el cuarto trimestre, casi cinco puntos por encima del crecimiento observado el trimestre anterior, mientras que la producción de materiales de construcción creció un 6,8 % en el mismo período. Respecto a los indicadores de empleo, los ocupados en la industria de la construcción acentuaron su ritmo de avance, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 9,6 %, según la Encuesta de Población Activa (EPA) del cuarto trimestre, al igual que los afiliados a la Seguridad Social, que experimentaron un aumento del 20,1 % en diciembre. También los indicadores adelantados presentan un gran dinamismo, tanto por lo que se refiere a la licitación oficial, que alcanzó un crecimiento acumulado del 61,9 % hasta el mes de septiembre, en pesetas corrientes, como por lo que respecta a la edificación: los datos de visados de dirección de obra, con información hasta septiembre, muestran un avance muy intenso del volumen a construir en edificios no residenciales, aunque también en el segmento de viviendas se ha contabilizado un crecimiento sustancial.

Las exportaciones de bienes registraron un descenso interanual del 2,7 %, en términos reales, en el cuarto trimestre de 1998, prolongando la fuerte desaceleración que mantenían desde principios de año. Por componentes, destacó, además de la drástica caída de las ventas hacia los países más afectados por la crisis internacional (Rusia, países del sudeste asiático y, más recientemente, América Latina), la atonía que en el último trimestre han reflejado las ventas a la UE, aunque los datos del mes de diciembre señalan una mejoría de las exportaciones a esta área. Por grupos de productos, en el conjunto de 1998 lo más relevante fue el fuerte avance del componente de bienes de equipo, mientras que el resto de los componentes registró un crecimiento más moderado. Las importaciones, en cambio, tras la caída transitoria que experimentaron en octubre, retomaron en los dos últimos meses de 1998 un ritmo de crecimiento sostenido, especialmente las procedentes de la UE, en consonancia con el dinamismo que mantiene la demanda nacional. Por grupos de productos, los bienes de consumo, especialmente los no alimenticios, y los bienes de equipo fueron los más dinámicos a lo largo de 1998. La balanza por cuenta corriente alcanzó un déficit de 153 mm en 1998, frente al superávit de 359 mm del año anterior, como consecuencia del fuerte incremento del déficit comercial, que no ha podido compensarse con la fuerte mejora del superávit de turismo y el aumento del saldo neto por transferencias corrientes. Por el contrario, la balanza de capital registró un superávit de 893 mm en 1998, ligeramente superior al observado el año anterior.

En los dos últimos meses de 1998, la actividad industrial atenuó el perfil de desaceleración

GRÁFICO 2

### Empleo y salarios Tasas de variación interanuales

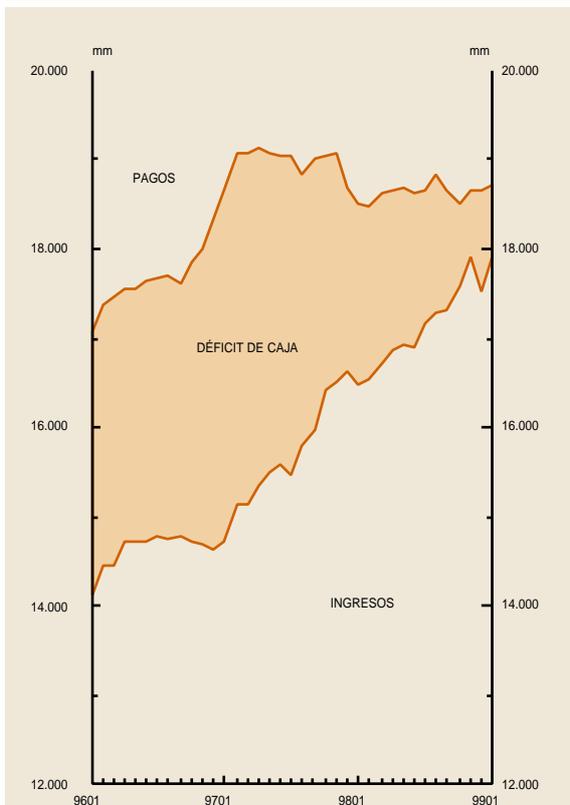


que venía mostrando en la mayor parte del año: en noviembre y diciembre, el índice de producción industrial registró tasas de variación superiores a las observadas en los meses precedentes —5,6 % y 4,9 %, respectivamente—, y el indicador de clima industrial compensó parte de la caída experimentada en octubre. Sin embargo, el porcentaje de utilización de la capacidad productiva en la industria se redujo ligeramente en el cuarto trimestre, hasta el 80,7 %, dos décimas por debajo del valor del trimestre anterior.

Según los datos de la EPA correspondientes al último trimestre de 1998, en ese período el ritmo de crecimiento del empleo se situó en el 3,3 %, por debajo del alcanzado en el trimestre anterior; pese a ello, el número de asalariados creció en 63.000 personas durante el cuarto trimestre, con un alza interanual del 4,3 %, similar a la del tercer trimestre (véase gráfico 2). En el conjunto del año, el incremento del número

GRÁFICO 3

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



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

de ocupados, según la EPA, fue del 3,4 %. Por ramas de actividad, el número de ocupados descendió en la agricultura, mientras que su crecimiento se intensificó en la construcción; en los servicios y, especialmente, en la industria, el empleo se desaceleró. Por lo que se refiere al desempleo, la tasa de paro se situó en el 18,2 % en el cuarto trimestre, según la EPA, mientras que el paro registrado se incrementó en 19.000 personas en enero, frenando su ritmo de caída interanual (en otro artículo de este Boletín se comentan con más detalle los resultados de la EPA del cuarto trimestre). Por último, las afiliaciones a la Seguridad Social mantuvieron el fuerte dinamismo de los meses anteriores, con un incremento del 5,9 % en enero, que alcanzó el 6,5 % en el colectivo de no autónomos.

Los incrementos salariales pactados en los primeros convenios referidos al año 1999 alcanzaron una media del 2,2 %, por debajo del 2,6 % registrado en los convenios correspondientes a 1998, tratándose en su totalidad de convenios revisados. A nivel desagregado, no se observan grandes divergencias en el creci-

miento de las tarifas entre los diferentes sectores, registrándose los incrementos más elevados en la agricultura y en la construcción, y los más reducidos, en la industria.

La ejecución del presupuesto del Estado en el conjunto de 1998 finalizó con un déficit de caja acumulado de 1.114 mm, un 45,6 % inferior al del ejercicio 1997 (véase gráfico 3). Este resultado mejora en 255 mm la previsión del Avance de Liquidación que acompañaba al Proyecto de Presupuestos para 1999 y en 369 mm la del Presupuesto inicial. La mejora de la ejecución presupuestaria respecto a las previsiones disponibles se debió a la evolución favorable de los ingresos, ya que los gastos superaron lo previsto. Para el conjunto de las Administraciones Públicas, el año 1998 se ha cerrado con un déficit del 1,8 % del PIB, en términos de Contabilidad Nacional, cifra que supone una décima menos que la última estimación disponible y que amplía a ocho décimas el recorte experimentado en relación con 1997. Por otra parte, en enero de 1999 continuó el proceso de reducción del déficit de caja del Estado, que fue un 82,2 % inferior al de enero de 1998, como consecuencia del fuerte crecimiento de los ingresos; no obstante, estos datos son poco representativos de la posible evolución posterior.

## 2. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS EN ESPAÑA

El IPC experimentó un crecimiento mensual del 0,4 % en enero, superior al registrado en enero de 1998, por lo que su tasa de variación interanual se elevó en una décima, hasta el 1,5 % (véase gráfico 4). Por su parte, el índice de precios de servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) se estabilizó en tasas de crecimiento interanual del 2,2 %. Por componentes, los precios de los servicios redujeron su ritmo interanual en una décima, hasta el 3,6 %, aunque su incremento intermensual fue bastante elevado, del 0,6 %. Los precios de los bienes industriales continuaron mostrando un comportamiento muy favorable, como consecuencia del nuevo descenso que experimentaron los precios energéticos (a pesar del aumento de los impuestos sobre hidrocarburos en enero), mientras que los alimentos, especialmente los elaborados, tuvieron un comportamiento alcista, debido a los incrementos en los precios del tabaco y del aceite, principalmente. Los precios de los restantes bienes industriales registraron un aumento interanual del 1,5 %, en línea con los observados en meses anteriores.

En diciembre el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) español mantuvo su

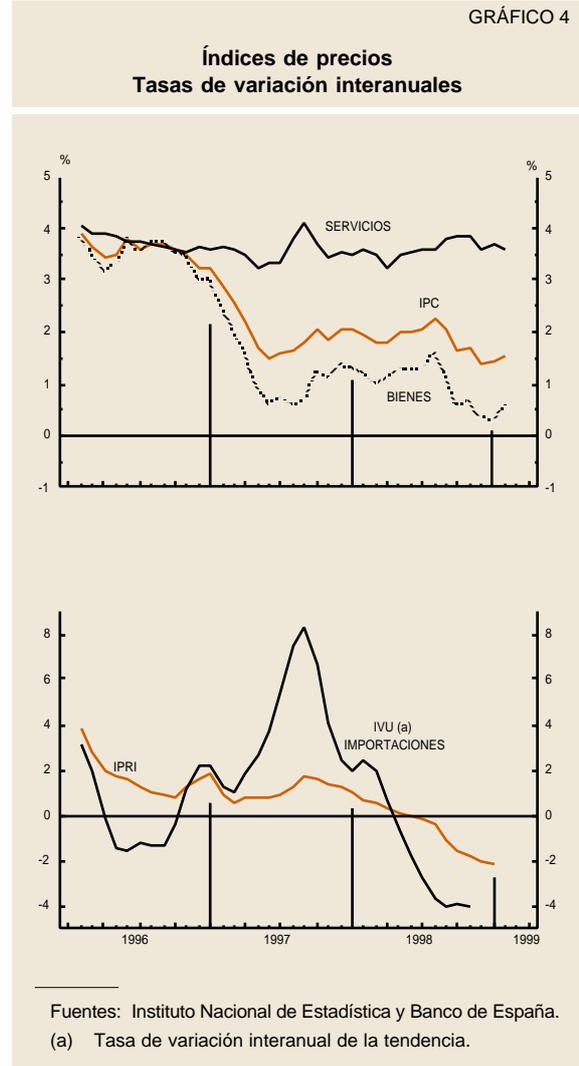
tasa de variación interanual en el 1,4 %, mientras que en la UEM esta tasa se situó en el 0,8 %, una décima por debajo del mes anterior, de forma que el diferencial de inflación con esta área repuntó ligeramente, hasta 0,6 puntos porcentuales. El incremento de la brecha de inflación fue más acusado en el componente de servicios —con una ampliación de dos décimas— que en el de bienes, donde el diferencial quedó situado en 0,1 puntos porcentuales.

Por lo que se refiere a los precios al por mayor, en general, siguen mostrando una evolución muy favorable. El índice de precios industriales (IPRI) registró en diciembre un descenso interanual del 2,1 %, similar al del anterior. Por componentes, los precios de los bienes intermedios continuaron desacelerándose, mientras que los bienes de consumo y de inversión mostraron un ligero repunte, si bien siguen situados en niveles más bajos que los observados hace un año. Respecto a los precios agrícolas, el índice de precios percibidos por el agricultor registró una tasa de variación interanual del 3 % en el mes de octubre, sensiblemente inferior a la de septiembre.

Por último, los índices de valor unitario (IVU) de importación y exportación mantuvieron en diciembre su ritmo de caída, alcanzando variaciones acumuladas, en el conjunto de 1998, del -2,4 % y del 0,1 %, respectivamente. Entre los IVU de exportación, sin embargo, se aprecian fuertes divergencias por componentes, destacando, en particular, la fuerte resistencia a la baja de los precios de los bienes de consumo no alimenticio.

### 3. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA EN LA UEM

En el entorno exterior del área del euro, los indicadores más recientes referidos a la economía norteamericana refuerzan la continuidad del dinamismo sostenido de la actividad, que viene reflejado en las estadísticas de Contabilidad Nacional del cuarto trimestre de 1998. Así, en enero de 1999 han aumentado la confianza de los consumidores, las ventas al por menor, la producción de manufacturas y el empleo no agrícola. Los últimos datos han ocasionado una revisión de las previsiones que auguraban una desaceleración para la primera mitad del presente año. Asimismo, el empeoramiento de la situación en Latinoamérica, a raíz de la crisis de Brasil, que ha supuesto una cierta corrección a la baja de las expectativas de crecimiento de la zona, no ha parecido tener, de momento, una incidencia señalada en la economía norteamericana ni en el resto de países desarrollados. No obstante, persisten ciertos elementos de



riesgo que matizan, en alguna medida, las perspectivas de la economía estadounidense, tales como el aumento del déficit exterior, las elevadas cotizaciones bursátiles y la tasa de ahorro negativa del sector privado.

Por su parte, la economía japonesa continúa sin mostrar señales claras de recuperación económica. Así, las previsiones privadas más recientes auguran para el cuarto trimestre una tasa de crecimiento interanual negativa (por quinto trimestre consecutivo). La apreciación acumulada por el yen desde septiembre de 1998 ha restado dinamismo al sector exterior, que, de este modo, no ha podido compensar la debilidad de la demanda interna. En el resto de las economías asiáticas, en cambio, existen algunos signos que parecen apuntar una cierta mejora de la situación económica a lo largo de 1999.

En el Reino Unido se han reforzado los indicios de una fuerte desaceleración de la actividad productiva. Según datos provisionales, la

## Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	1997		1998		1999	
	DIC	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB (e)
<b>ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):</b>						
Índice de Producción Industrial	6,5	3,2	2,8	—	—	—
Comercio al por menor	3,6	1,9	4,0	—	—	—
Matriculaciones de turismos nuevos	13,9	1,3	15,5	7,7	—	—
Confianza de los consumidores	-10	-3	-2	-1	0	—
Confianza industrial	1	-5	-8	-9	-9	—
IAPC	1,5	1,0	0,9	0,8	—	—
<b>VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):</b>						
M3	4,1	5,0	4,7	4,5	—	—
M1	6,5	8,3	8,7	9,2	—	—
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>		7,0	7,0	7,1	—	—
<i>AAPP</i>		2,1	1,3	1,6	—	—
<i>Otros sectores residentes</i>	6,6	9,0	9,2	9,3	—	—
EONIA (c)	3,98 %	3,66 %	3,40 %	3,09 %	3,14 %	3,12 %
EURIBOR a tres meses (c)	4,30 %	3,72 %	3,63 %	3,27 %	3,13 %	3,09 %
Rendimiento bonos a diez años	5,47 %	4,25 %	4,24 %	3,95 %	3,82 %	4,00 %
Tipo de cambio dólar/euro (d)	1,112	1,194	1,164	1,172	1,161	1,124

Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

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

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

(d) Hasta diciembre de 1998 se representa el tipo de cambio dólar/ecu.

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

economía habría crecido en el cuarto trimestre un 1,6 % interanual (después de un 2,3 % en el tercero). En consonancia, la mayor parte de los observadores prevé un crecimiento inferior al 1 % en 1999.

En el área del euro, Eurostat ha revisado recientemente los datos referidos a los agregados macroeconómicos del área, que reflejan un crecimiento del PIB algo mayor (3,7 %, 2,9 % y 2,7 % interanual en el primer, segundo y tercer trimestre de 1998, respectivamente) que el que mostraban las cifras provisionales, como consecuencia, principalmente, de un dinamismo del consumo privado superior al previsto. Las previsiones de varios organismos privados auguran que el crecimiento del PIB para el conjunto de 1998 se situará en torno al 2,9 %, mientras que prevén una desaceleración para 1999.

Los últimos indicadores publicados apenas reflejan una reducción del nivel de actividad económica de la UEM (véase cuadro 1) sobre

meses anteriores. Así, la desaceleración de la producción industrial en noviembre fue inferior a la de meses anteriores, debido, principalmente, a una reactivación de la producción de bienes intermedios. Por otro lado, la encuesta trimestral sobre el grado de utilización de la capacidad productiva ha recogido un aumento del mismo en el primer trimestre de 1999, que lo sitúa entre la media y el máximo de los últimos diez años, y las encuestas mensuales muestran que la confianza industrial se ha estabilizado, en diciembre y en enero, en niveles muy cercanos a la media de ese mismo período. Por el lado de los indicadores de demanda, la confianza de los consumidores ha vuelto a crecer en enero, superando los máximos registrados en el período 1985-1998. Por su parte, el comercio al por menor de noviembre creció un 4 % interanual y la matriculación de turismos aumentó en diciembre un 7,7 %.

Según cifras provisionales de comercio exterior, el superávit comercial del área acumulado hasta noviembre se redujo casi un 5 % res-

pecto al mismo período de 1997; no obstante, la reciente depreciación del euro frente al dólar estadounidense y la libra esterlina ha supuesto una cierta ganancia de competitividad del área, lo que podría tener una incidencia positiva en el sector exterior.

Los datos más recientes de inflación del área del euro, medida en términos de la tasa interanual del IAPC, muestran un descenso adicional de la misma en diciembre de 1998 (0,8 %, frente al 0,9 % de noviembre). En el conjunto de 1998, la inflación media de la UEM fue de un 1,1 %. El comportamiento de los precios de la energía ha influido de manera notable en la evolución del índice general. Así, el componente energético del IAPC registró una tasa media anual del -2,6 %, mientras que los precios de los servicios aumentaron en el promedio del año un 2 %. El comportamiento del índice general para el área del euro esconde cierto aumento en la dispersión de los resultados por países, principalmente por la evolución de los precios en países como Portugal o Irlanda (véase gráfico 5).

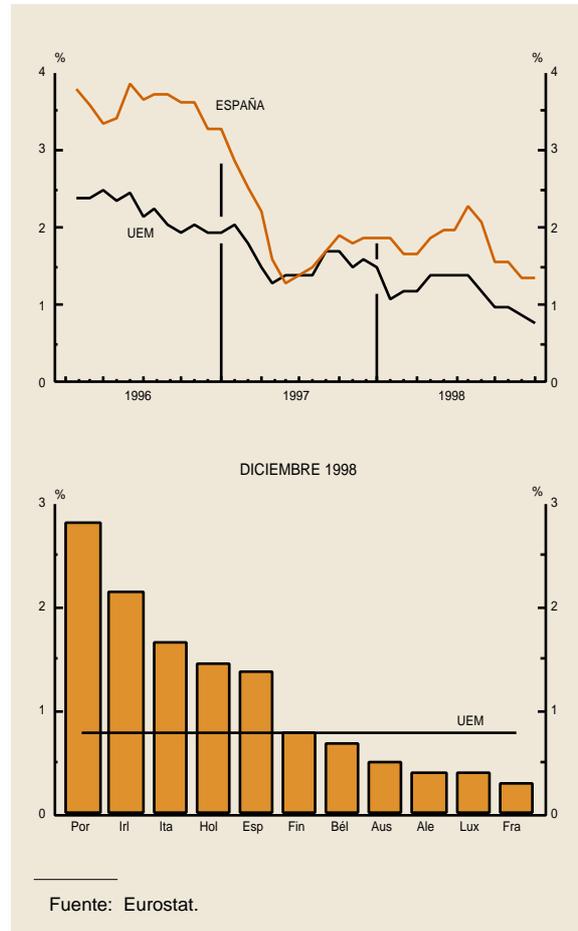
Los datos nacionales de empleo y paro más recientes apuntan a un cierto estancamiento de la evolución positiva de meses anteriores. Así, en diciembre la tasa de paro del área, medida con datos armonizados de Eurostat, se mantuvo en un 10,8 % de la población activa, nivel registrado en octubre y noviembre.

Respecto a las finanzas públicas, todos los países del área han presentado sus respectivos programas de estabilidad. En todos los casos, los objetivos presupuestarios para los próximos años son compatibles con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, aunque el margen de maniobra disponible difiere sensiblemente según los países. Por su parte, los primeros resultados provisionales para 1998, referidos a Alemania, muestran que el déficit de las Administraciones Públicas alcanzó el 2,1 % del PIB, resultado notablemente más favorable que el previsto (2,6 %).

Desde el inicio de la Tercera Etapa de la UEM, el entorno general monetario y financiero en el área del euro se ha caracterizado por la estabilidad, reflejo del mantenimiento de unas expectativas de inflación reducidas a medio y largo plazo. No obstante, la necesaria adaptación de los participantes en los mercados al nuevo entorno de la política monetaria y los episodios de inestabilidad registrados en los mercados financieros internacionales provocaron la aparición de algunas tensiones en los mercados monetarios y financieros del área durante el período analizado, aunque tuvieron un carácter transitorio.

GRÁFICO 5

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

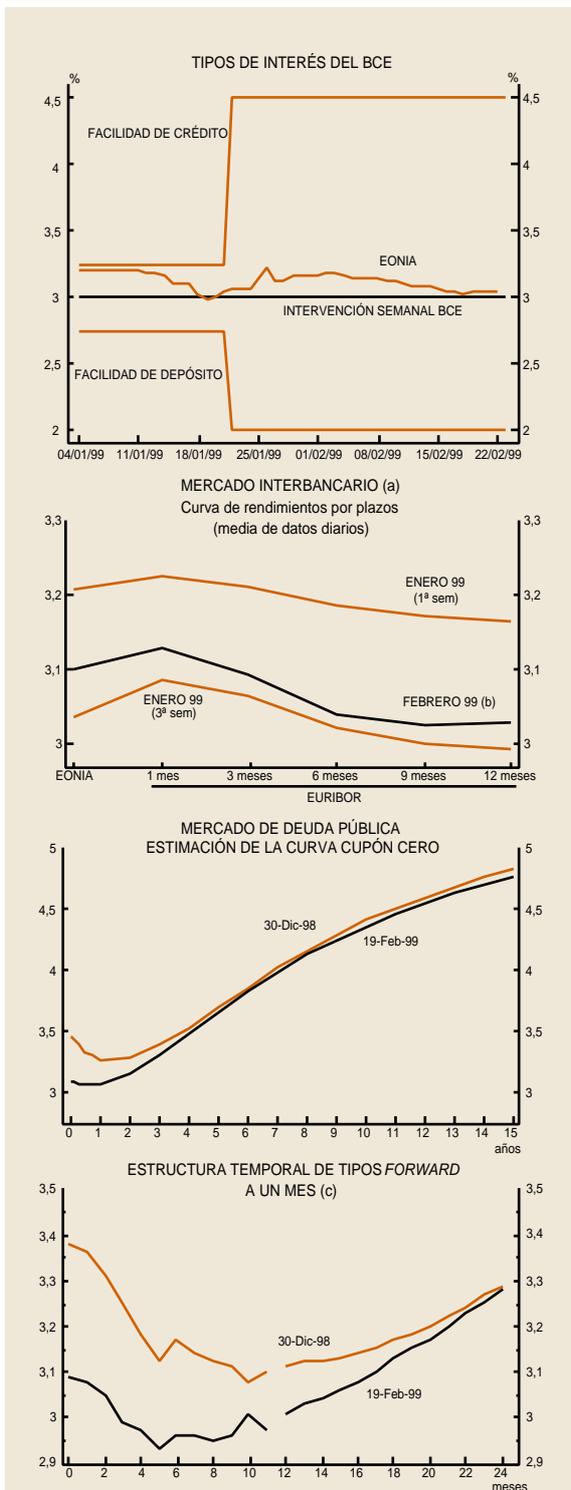


El mantenimiento de unas favorables expectativas inflacionistas en el área del euro viene avalado, asimismo, por el crecimiento monetario registrado en los últimos meses. En efecto, la tasa interanual de crecimiento del agregado monetario amplio M3 correspondiente a diciembre —último dato disponible— se situó en el 4,5 %, tasa similar al valor de referencia para el crecimiento anual establecido por el BCE, mientras que la media móvil de tres meses de la tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 4,7 % (véase cuadro 1).

No obstante, la evolución de la definición más estrecha de dinero, que es el agregado M1, y, desde el lado de las contrapartidas, el crédito de las instituciones financieras monetarias (IFM) al sector privado continúan manteniendo un ritmo de crecimiento significativamente más elevado, cifrado en un 9,2 % en tasa de variación anual en ambos casos. Las favorables condiciones de financiación, que implican unos tipos de interés situados a unos niveles históricamente bajos, explicarían la preferencia de los agentes por los activos más líquidos.

GRÁFICO 6

Tipos de interés en el área del euro



Fuentes: Banco de España y BCE.

- (a) Hasta diciembre de 1998, media de los tipos de interés interbancarios de los países del área del euro.
- (b) Media del mes hasta la última información disponible.
- (c) Implícitos hasta once meses y estimados a partir de la curva cupón cero para horizontes mayores.

GRÁFICO 7

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



dos y la mayor apelación a la financiación crediticia. Por su parte, la financiación de las IFM a las Administraciones Públicas (AAPP) continúa registrando unos reducidos ritmos de crecimiento (1,6 % de variación anual en diciembre), que son el reflejo tanto de los esfuerzos de saneamiento presupuestario efectuados en los países del área como del momento cíclico, que es relativamente favorable en muchos países, y de los bajos tipos de interés.

La evaluación de las condiciones económicas, monetarias y financieras en el área del euro determinó que el BCE fijara, a comienzos del año, el tipo de intervención para las operaciones principales de financiación del Eurosistema en el 3 % —nivel que se estimó coherente con el objetivo de mantenimiento de la estabilidad de precios en un horizonte a medio plazo—, y que lo haya mantenido en todas las subastas efectuadas con posterioridad. Por su parte, los tipos de interés de las facilidades permanentes de crédito y depósito quedaron fijados en el 4,5 % y en el 2 %, respectivamente.

Las operaciones de financiación efectuadas por el BCE desde el inicio del año —ocho operaciones principales de financiación (subastas semanales) y cuatro operaciones de financiación a largo plazo (subasta mensual) hasta el 25 de febrero— evidencian una progresiva y rápida adaptación de las entidades al nuevo entorno. En efecto, la incertidumbre de las entidades sobre sus necesidades reales de liquidez, la introducción del TARGET y del coeficiente de caja del Eurosistema, el sistema de adjudicación de las operaciones principales de financiación —con subastas a tipo fijo y fuerte prorrateo—, y, en general, la novedad que ha supuesto la introducción de un nuevo marco operativo para la política monetaria, determinaron durante los primeros días de la puesta en marcha de la UEM una elevada utilización de las facilidades permanentes de crédito y depósito y un aumento de los tipos interbancarios en los plazos más cortos.

Las subastas celebradas con posterioridad y el aprendizaje de las entidades en el nuevo mercado monetario europeo favorecieron una reducción sustancial de la apelación a las facilidades permanentes y un suave ajuste a la baja de los tipos interbancarios en las siguientes semanas. Así, durante la segunda semana de enero la apelación media diaria a las facilidades de crédito y depósito fue entre cuatro y cinco veces inferior a la registrada tan solo una semana antes; por su parte, el tipo de interés a un día, medido a través del índice EONIA (índice medio del tipo del euro a un día), pasó de estar próximo al límite que transitoriamente se había establecido para las primeras semanas de la UEM, el 3,25 %, a reducirse a un nivel próximo al del tipo de las operaciones principales de financiación. La variabilidad inesperada de algunos factores autónomos condujo, de nuevo, a aumentos en los tipos a corto plazo a finales del mes de enero. A partir de entonces, se ha producido un continuo deslizamiento a la baja de los tipos a un día hasta niveles más próximos al 3 % a finales del mes de febrero. Asimismo, en el conjunto del período analizado los tipos interbancarios han registrado una trayectoria bajista, con reducciones, desde el inicio del año, entre 15 y 20 puntos básicos para las operaciones a un mes y a un año, respectivamente, de forma que en la última semana de febrero se sitúan también próximos al tipo de interés de las operaciones principales (véase gráfico 6).

Los tipos de interés de la deuda pública a diez años mantuvieron una sostenida tendencia a la baja durante todo el mes de enero, con una disminución de 20 puntos básicos, hasta alcanzar niveles mínimos históricos, en torno al 3,7 %. Sin embargo, durante los primeros días

de febrero se produjo un pequeño aumento, que fue reflejo de las turbulencias registradas a consecuencia de la situación de algunas economías en crisis. En todo caso, la curva de rendimientos por plazos del mercado de deuda —curva cupón cero— ha experimentado desde comienzos del año un ligero descenso en su nivel, especialmente en los plazos más cortos. Igualmente, los tipos de interés esperados continúan anticipando un ligero recorte en los tipos a corto plazo. En concreto, como se observa en el gráfico 6, los descensos esperados para los tipos a un mes se cifran en torno a los 20 puntos básicos durante los próximos cinco meses.

El tipo de cambio del euro se ha caracterizado desde el inicio del año por una progresiva tendencia depreciatoria frente al dólar, que ha alcanzado un 6 % hasta el día 23 de febrero. Esta evolución obedece al cambio en la percepción sobre la situación económica en Estados Unidos, que ha determinado un alza de los tipos de interés a corto plazo del dólar y una ampliación del diferencial frente al euro. Por otra parte, la evolución del euro frente al yen se ha caracterizado por una elevada volatilidad, aunque el nivel del tipo de cambio a la fecha de cierre de este informe era similar al registrado a finales de 1998 (véase gráfico 7).

Por último, los mercados de renta variable en el área del euro han mostrado, desde el inicio del año, un comportamiento volátil, con una tendencia ligeramente alcista, de forma que el índice Dow Jones Euro Stoxx se situaba, el día 23 de febrero, un 3,5 % por encima del nivel alcanzado a finales de 1998.

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

El análisis de los flujos y mercados financieros en España se basa en unos nuevos indicadores monetarios, coherentes con la nueva situación de la UEM, que se describen en el recuadro 1. Durante los meses de enero y febrero, los mercados financieros nacionales se han beneficiado de la puesta en marcha con éxito de la Tercera Etapa de la UEM, del clima de estabilidad de tipos de interés —que se han situado a unos niveles muy bajos en comparación con la experiencia histórica de nuestra economía— y de las favorables expectativas de inflación, tanto en España como en el conjunto del área del euro. De esta forma, se han consolidado los reducidos niveles de los tipos bancarios alcanzados a finales de 1998, y los tipos de interés a largo plazo han experimentado disminuciones adicionales (véase cuadro 2). El diferencial de tipos de interés a diez años respecto

CUADRO 2

## Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1997	1998		1999	
	DIC	NOV	DIC	ENE	FEB (a)
<b>BANCARIOS:</b>					
Tipo sintético pasivo	3,22	2,33	2,08	2,06	...
Tipo sintético activo	6,54	5,56	5,15	5,14	...
<b>TESORO:</b>					
Subasta de letras a doce meses (b)	4,47	3,33	2,95	2,89	2,90
Subasta de bonos a tres años	4,90	3,69	3,54	3,23	3,16
Subasta de obligaciones a diez años	5,78	4,63	4,32	3,96	3,96
<b>MERCADOS SECUNDARIOS (c):</b>					
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,50	3,29	2,88	2,82	2,86
Deuda pública a diez años	5,64	4,41	4,08	3,88	4,01
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,31	0,31	0,20	0,19	0,18
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	42,22	33,58	37,19	0,71	3,65
Pagarés de empresa	4,80	3,60	...	...	...
Obligaciones privadas	5,48	5,10	4,88	4,28	...

Fuente: Banco de España.

- (a) Media de datos diarios, hasta la fecha de cierre del Boletín.  
 (b) Tipo de interés marginal.  
 (c) Medias mensuales.  
 (d) Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

CUADRO 3

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

	1999	1997	1998		1999	
	ENE (b)	DIC	OCT	NOV	DIC	ENE
1. Activos financieros líquidos (2 + 3) = (4 + 7)	533.114	8,5	6,2	5,1	4,8	6,8
2. Medios de pago	231.952	10,7	10,8	13,3	14,3	16,6
3. Otros activos financieros	301.162	7,1	3,2	-0,2	-1,6	0,4
4. Familias (5 + 6)	442.749	7,1	6,6	5,2	5,1	6,1
5. Medios de pago	172.116	6,4	8,0	9,6	11,5	12,5
6. Otros activos financieros	270.633	7,5	5,8	2,6	1,3	2,4
7. Empresas no financieras (8 + 9)	90.365	16,1	4,1	4,9	3,6	10,7
8. Medios de pago	59.837	27,4	20,8	25,6	23,6	30,0
9. Otros activos financieros	30.528	4,6	-14,7	-19,2	-21,1	-14,3
<b>PRO MEMORIA:</b>						
10. Fondos de inversión (11 a 13) (c)	197.132	48.362	38.596	42.518	39.345	34.843
11. FIAMM	46.808	4.370	-6.056	-6.867	-10.364	-12.596
12. FIM de renta fija	108.166	31.459	30.753	26.873	27.120	27.966
13. Resto de fondos de inversión	42.158	12.533	13.899	22.512	22.589	19.473

Fuente: Banco de España.

- (a) La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.  
 (b) Saldo en millones de euros.  
 (c) Variación interanual del saldo.

## Nuevos indicadores mensuales de las condiciones financieras nacionales

El nuevo marco creado por el inicio de la UEM exige, entre otros aspectos, modificar la *información* que se examina para *valorar las condiciones financieras de España*. En concreto, se ha considerado adecuado que el análisis de la situación financiera nacional se base en la posición financiera de los distintos agentes económicos que adoptan decisiones de gasto —empresas no financieras, familias y Administraciones Públicas— y que, dadas la disponibilidad de información y la propia naturaleza de este ejercicio, el análisis básico sea de frecuencia trimestral. Partiendo de estas características, se ha estimado que la fuente de información más apropiada para este análisis son las cuentas financieras trimestrales de la economía española, publicadas por el Banco de España (1). Sin embargo, la relevancia que adquiere el nuevo tipo de análisis trimestral no evita la necesidad de disponer de un conjunto de indicadores monetarios mensuales que permita al Banco de España una evaluación continua de la situación financiera de la economía española.

A la hora de elaborar estos indicadores mensuales surgen distintas alternativas; entre ellas, la opción más inmediata sería utilizar para el análisis mensual los componentes nacionales de los agregados monetarios y crediticios del área del euro. Sin embargo, esta alternativa no se considera apropiada, al adolecer estas series de algunos problemas que las invalidan para el análisis interno. En primer lugar, la definición del sector tenedor incorporada en estos agregados no es la adecuada para este fin, al incluir todos los sectores del área del euro, mientras que un análisis de tipo interno solo debería considerar al sector residente en España. En segundo lugar, para medir la evolución de la liquidez doméstica es conveniente incorporar algunas participaciones en fondos de inversión que no están incluidas en la definición de M3 (como los FIM de renta fija).

En consecuencia, es necesario definir otros indicadores mensuales para el seguimiento de las condiciones internas, y, como se ha mencionado anteriormente, estas series deberían recoger, en la medida de lo posible, la posición financiera (activos y financiación) de los sectores económicos relevantes —empresas no financieras, familias y Administraciones Públicas—, aproximándose a las series que sirven de base para el análisis trimestral. De esta forma, queda configurado un nuevo esquema de análisis, en el que se distinguen dos tipos de valoraciones: una, de las condiciones financieras del área del euro a partir de los indicadores definidos por el BCE; y otra, de las condiciones monetarias y financieras nacionales que se realiza partir de las cuentas financieras trimestrales y de los indicadores mensuales, coherentes con las definiciones contenidas en dichas cuentas, que se describen en este artículo.

En concreto, los indicadores mensuales que se han elaborado son los siguientes (2):

a) *Activos financieros líquidos de empresas no financieras y familias*. Comprende aquella parte de la totalidad de activos financieros sobre la que se tiene información mensual y a la que, además, se le puede asignar una relación estable con el gasto nominal. Este concepto comprende: medios de pago (efectivo, depósitos a la vista y de ahorro) y otros activos que tienen unas características próximas a los medios de pago en cuanto a su liquidez (depósitos a plazo, adquisiciones temporales, valores bancarios y participaciones en FIAMM y fondos de renta fija nacionales).

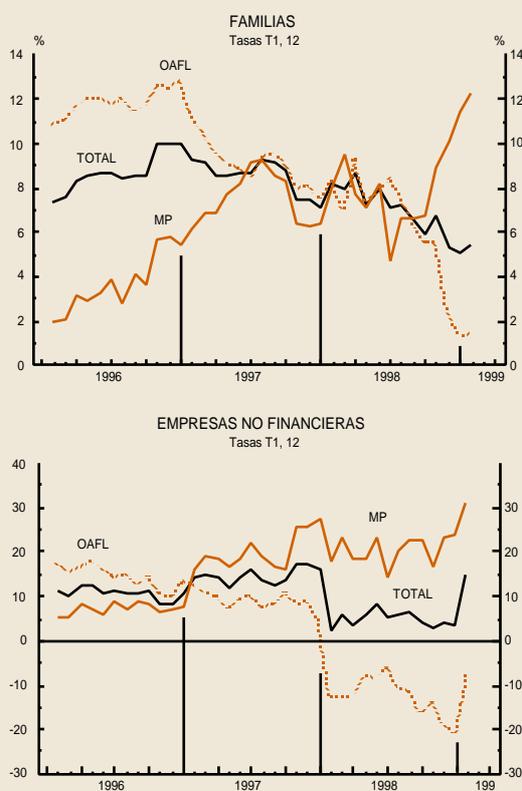
b) *Financiación de las empresas no financieras y familias*. Incorpora las fuentes de financiación más relevantes de estos sectores sobre las que se tiene información mensual. En este indicador se incluyen: préstamos y créditos concedidos por entidades de crédito residentes en España y por no residentes, y, en el caso de las empresas no financieras, se incorporan, además, los valores de renta fija emitidos.

c) *Financiación de las Administraciones Públicas*. En este concepto se incorporan las fuentes de financiación de este sector —valores a corto y largo plazo, crédito bancario y préstamos exteriores—, descontándose los depósitos mantenidos en el Banco de España y entidades de crédito.

(1) Esta información se publicará trimestralmente en el *Boletín estadístico* del Banco de España.

(2) Las series para el seguimiento de empresas no financieras y familias se han elaborado por separado, dado que las decisiones de ambos sectores responden a patrones de comportamiento diferentes. Para esta separación se ha utilizado información de las cuentas financieras trimestrales.

GRÁFICO 8

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


Fuente: Banco de España.

a Alemania se ha reducido solo ligeramente desde el comienzo de la UEM, situándose en 17 puntos básicos al cierre de este informe. Los mercados bursátiles han mostrado una evolución menos definida, como consecuencia del impacto de factores externos. La tendencia de recuperación que se mantuvo en el último tri-

mestre del año condujo a un aumento acumulado de las cotizaciones en 1998 cercano al 34 %, mientras que en los dos primeros meses de este año, hasta el día 23 de febrero, la revalorización en el Índice General de la Bolsa de Madrid ha sido de casi el 4 %, muy similar a la del índice agregado europeo Dow Jones Euro Stoxx.

En este entorno financiero, la evolución y composición de las carteras de activos financieros líquidos de las familias han mantenido las pautas registradas en los últimos meses de 1998 (véanse cuadro 3 y gráfico 8). En enero, los activos financieros líquidos de las familias tuvieron un ritmo de avance en torno al 6 % en términos interanuales, aunque lo más destacable es la aceleración registrada en las posiciones más líquidas (efectivo, depósitos a la vista y de ahorro), que han mostrado un ritmo de crecimiento del 12,5 % en enero. En especial, los depósitos a la vista registraron un aumento considerable en enero (con una tasa interanual superior al 30 %), lo que puede ser consecuencia, en parte, de la reducción en las retenciones del IRPF aplicada a partir de dicho mes.

Por su parte, el resto de activos financieros líquidos muestran, en su conjunto, un comportamiento mucho más moderado, con un crecimiento de alrededor del 2 %, resultado de una evolución dispar de los distintos instrumentos que engloba. Probablemente, la entrada en vigor de las nuevas medidas fiscales (reducción de las retenciones sobre los depósitos, tratamiento fiscal más favorable sobre los depósitos a plazo superior a dos años y nueva fiscalidad de los fondos de inversión) ha condicionado esta evolución. En el caso de los depósitos a plazo, tras el importante proceso de disminución del saldo de este instrumento durante casi dos años, parece que se consolida el cambio de tendencia iniciado en los dos últimos meses

CUADRO 4

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

	1999	1997	1998		1999	
	ENE (b)	DIC	OCT	NOV	DIC	ENE
1. Financiación total (2 + 3 + 4)	802.152	9,1	9,2	9,0	9,3	8,6
2. Familias	224.619	13,9	16,7	17,4	17,4	15,1
3. Empresas no financieras	276.113	10,1	13,6	13,5	12,9	12,1
4. Administraciones Públicas	301.420	5,5	0,8	—	1,2	1,4

Fuente: Banco de España.

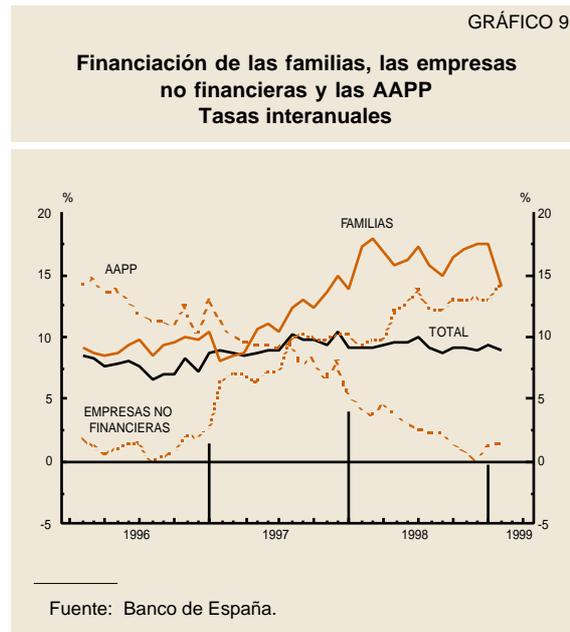
(a) La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

(b) Saldo en millones de euros.

de 1998. En relación con la composición de la cartera de fondos de inversión de las familias, se observa una cierta agudización del proceso de contracción del volumen de los fondos de inversión monetarios a lo largo del mes de enero, con una variación interanual del -21 %. Por otro lado, los fondos de inversión mobiliaria (FIM) han mantenido los elevados niveles de crecimiento de meses anteriores, con un aumento en enero de 2.000 millones de euros. Finalmente, el resto de fondos de inversión (fondos de renta variable e internacionales) crecieron en torno a los 1.600 millones de euros. Estos datos sugieren que las preferencias de las familias se dividen entre los tradicionales depósitos a la vista o de ahorro y otros instrumentos, como las participaciones en fondos de inversión mixtos y variables puros, que pueden devengar una rentabilidad algo superior, aunque más variable.

Por lo que respecta a las empresas no financieras, su cartera de activos financieros ha aumentado en enero a un ritmo intenso (10 %), si bien esta tasa interanual viene influida por un «efecto escalón», motivado por el bajo nivel de esa serie en enero de 1998. Por instrumentos, son los medios de pago y, más en concreto, los depósitos a la vista, el activo que presenta una mayor expansión de la demanda, lo que, en parte, refleja unas condiciones de tesorería holgadas en el conjunto de las empresas. Conviene señalar que, dentro de la cartera de las empresas no financieras, solo este instrumento supone el 57 % del total de activos financieros líquidos. El aumento de los depósitos a la vista viene también explicado por la sustitución que ha venido produciéndose desde comienzos de 1998 respecto a otros activos financieros líquidos, como son los depósitos a plazo y las cesiones.

Por el lado del pasivo de los sectores residentes, continúan observándose las mismas pautas de comportamiento de meses anteriores, con una tasa de crecimiento interanual del 9 % (véanse cuadro 4 y gráfico 9). La financiación recibida por las empresas no financieras y familias, en su conjunto, continúa creciendo a un ritmo muy elevado (13,5 % en tasa interanual), aunque inferior al registrado a finales de 1998. Por sectores, la financiación a las empresas no fi-



nancieras, que incluye, además del crédito bancario, el procedente de entidades no residentes y la financiación obtenida mediante la emisión de valores de renta fija, creció a un ritmo del 12 %, en enero de 1999, en comparación con el año anterior. Por su parte, el sector familias tuvo un crecimiento cercano al 15 % en enero, lo que representa una cierta desaceleración de la tendencia de crecimiento mostrada en 1998.

Por lo que respecta a la financiación recibida por las Administraciones Públicas, se mantiene el ritmo de desaceleración que viene mostrando a lo largo de los dos últimos años, con una tasa de expansión en el primer mes de 1999 del 1,3 % en términos interanuales. Este comportamiento se refleja en una contracción del crédito bancario, una reducción del saldo de valores a corto plazo y un incremento moderado en las colocaciones netas de valores a medio y largo plazo. En concreto, en enero, y por lo que respecta al Estado, se registró una emisión neta negativa de letras de 3.318 millones de euros (552 mm), que se compensó en el segmento de medio y largo plazo con unas colocaciones, en términos netos, de 3.465 millones de euros (577 mm).

26.2.1999.