
Evolución reciente de la economía española

1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

El Instituto Nacional de Estadística (INE) ha publicado los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del primer trimestre de 1999, siguiendo la nueva metodología SEC 95, así como una revisión de las cifras desde 1995. Los nuevos datos incorporan numerosos cambios estadísticos y conceptuales, y forman un conjunto de información más amplio que el anteriormente disponible en términos trimestrales. Según esta información, el PIB experimentó un crecimiento real interanual del 3,6 % en el primer trimestre de 1999, calculado con los datos de ciclotendencia (1), una décima inferior al 3,7 % del último trimestre de 1998, año en el que se alcanzó un crecimiento medio del 4 %. La demanda interna se aceleró en el primer trimestre hasta el 5,5 %, en tasa interanual, fruto de la evolución del consumo de los hogares y de la formación bruta de capital fijo. Por el contrario, la demanda exterior acentuó su carácter contractivo, debido al nuevo debilitamiento de la exportación de mercancías y al mantenimiento de un elevado ritmo de crecimiento de las importaciones.

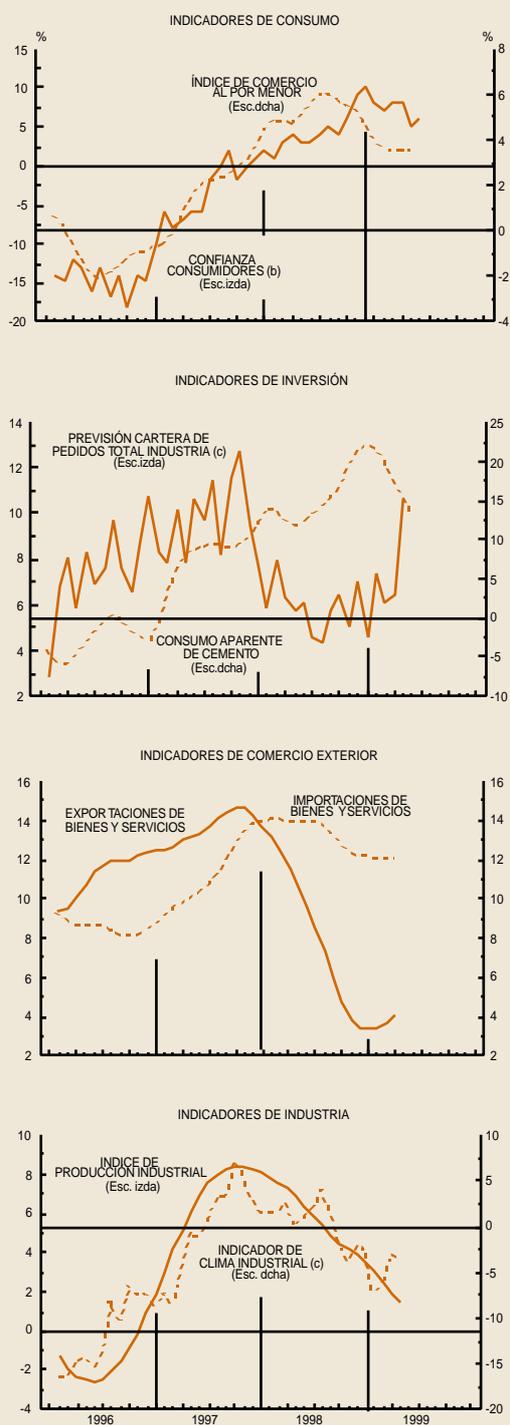
Desde el punto de vista de la actividad productiva, los datos del primer trimestre han mostrado una desaceleración adicional del valor añadido industrial (hasta alcanzar una tasa interanual del 2 %, en términos reales) y un descenso del valor añadido de las actividades primarias, en tanto que la construcción se aceleró fuertemente y los servicios permanecieron estabilizados en tasas próximas a las del PIB. El número de puestos de trabajo estimado por la nueva serie de la CNTR se incrementó un 3,3 % en tasa interanual, desacelerándose dos décimas en relación con el último trimestre de 1998. Cabe destacar el fuerte crecimiento del empleo asalariado, del 4,4 %, que contrasta con el descenso de los autónomos (1,4 %), siendo esta la causa de la desaceleración del empleo total. Por ramas de actividad, el resultado más llamativo ha sido el notable incremento del número de puestos de trabajo en las ramas industriales y en la construcción, muy por encima del avance de la actividad en estas ramas. Finalmente, el crecimiento interanual del PIB nominal fue del 6,5 %, también en términos de ciclotendencia, destacando particularmente, desde el punto de vista de su distribución, el avance de la remuneración de los asalariados (8,4 %).

La información coyuntural más reciente referida al consumo de los hogares muestra, en

(1) El INE ha publicado datos trimestrales en serie original y en términos de ciclotendencia, es decir, una vez corregidos de movimientos estacionales e irregulares.

GRÁFICO 1

Indicadores de demanda y actividad (a)

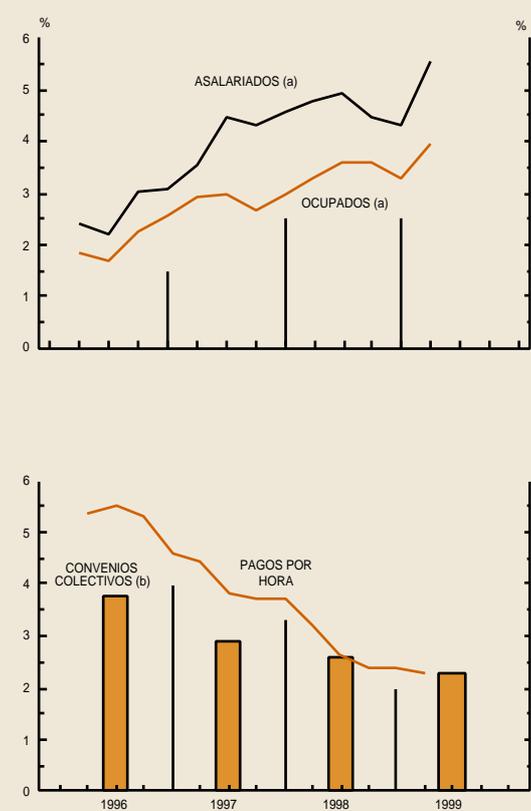


Fuentes: Comisión de la Unión Europea, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Industria, OFICEMEN, Departamento de Aduanas y Banco de España.

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

GRÁFICO 2

Empleo y salarios
Tasas de variación interanuales



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

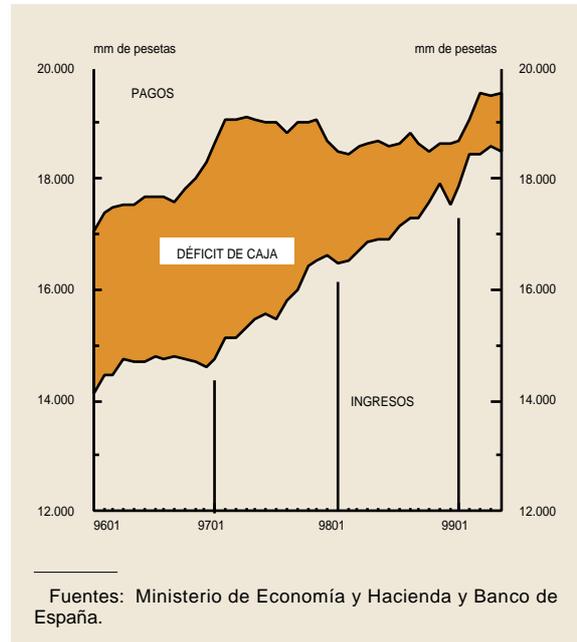
- (a) Series de la EPA corregidas del efecto del cambio censal.
- (b) Para el año 1999 el dato corresponde a los convenios registrados hasta el 31 de mayo.

general, un crecimiento importante del gasto, si bien las expectativas han tendido a reflejar una mayor incertidumbre para los próximos meses. Según la encuesta de presupuestos familiares, en el primer trimestre de 1999 el gasto medio por hogar, en pesetas constantes, mantuvo el ritmo de crecimiento interanual observado en el trimestre anterior, 1,2 %, destacando, como en el caso de otros indicadores, la mayor firmeza del gasto no alimenticio. El indicador de confianza de los consumidores, que aporta información más actualizada, experimentó un ligero avance en el mes de mayo, sustentado por una mayor inclinación a la compra de bienes duraderos en el momento actual; no obstante, el nivel de este indicador en los últimos dos meses se ha situado por debajo del alcanzado a finales de 1998 y en el primer trimestre de este año, debido a un menor optimismo en torno a la situación general de la economía, mientras que las opiniones sobre la propia si-

tuación de los hogares muestran mayor sostenimiento. Por su parte, el indicador de confianza del comercio minorista disminuyó ligeramente en el mes de mayo, aunque el cómputo conjunto de los meses de abril y mayo indica una mejora sustancial de este indicador con respecto al primer trimestre, debido a una mejor valoración de la situación de los negocios. El índice general de ventas del comercio al por menor registró en el mes de abril un crecimiento interanual del 0,8 %, en términos reales, aunque, considerado conjuntamente con el dato de marzo, para neutralizar el efecto de la Semana Santa, se obtiene un resultado más coherente con el de las opiniones del comercio minorista. Entre los restantes indicadores de consumo, las importaciones de estos bienes han registrado un crecimiento acumulado del 20,2 %, en términos reales, en los tres primeros meses del año, lo que se ha traducido en una mejora de la trayectoria del indicador de disponibilidades de consumo; por el contrario, la producción industrial de bienes de consumo continuó desacelerándose en el mes de abril. Por último, hay que destacar la coincidencia de la mayor parte de los indicadores disponibles en cuanto a la fortaleza del gasto en bienes duraderos, cuyo elemento más dinámico es la compra de automóviles, que alcanzó un crecimiento del 24,1 % en el mes de mayo, según la estadística de matriculaciones.

La información relativa a la inversión en bienes de equipo se sintetiza en el índice de disponibilidades, cuyo comportamiento en los tres primeros meses de 1999 se ha apoyado en una intensificación del crecimiento de las importaciones de este tipo de bienes, que aumentaron un 23,4 % en ese período. No obstante, la producción industrial mantiene una senda de desaceleración que se ha prolongado en abril. La última información disponible referida a la inversión en construcción dibuja un escenario caracterizado por un elevado dinamismo, aunque con signos de cierta pérdida de pulso en algunos indicadores contemporáneos. Entre estos, el indicador de confianza de la construcción mantuvo en el mes de mayo la senda de progresiva moderación que viene mostrando a lo largo de 1999, debido a un comportamiento menos positivo de la contratación. Por su parte, el consumo aparente de cemento, con un crecimiento interanual del 16,8 % en el mes de mayo, se encuentra estabilizado, dentro de su fortaleza, mientras que la producción interna de materiales para la construcción continuó mostrando en el mes de abril tasas de variación inferiores a las alcanzadas a lo largo de 1998. No obstante, la pujanza de los indicadores adelantados durante el año 1998 —concretada en tasas de variación del 46,4 % para la licitación oficial, del 22,5 % para las licencias concedidas

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



por los ayuntamientos para edificación residencial y del 29,7 % para el resto de usos— permite prever el mantenimiento de elevadas tasas de crecimiento de la actividad constructora a lo largo del año en curso.

Los flujos de comercio con el exterior mostraron signos de recuperación en el mes de marzo en sus dos vertientes: las importaciones de mercancías reflejaron el fuerte avance de las compras de bienes de consumo no alimenticio y de bienes de equipo, y su ritmo de crecimiento se intensificó hasta alcanzar un 10,8 %, en términos reales, en el primer trimestre del año. Las exportaciones, por su parte, aumentaron un 2,8 %, en términos reales, en el primer trimestre de 1999, como consecuencia de la mejoría en el mes de marzo de las ventas al resto de mercados de la UE, así como a las áreas extracomunitarias que más fuertemente se vieron afectadas por la crisis financiera internacional. El diferencial de crecimiento entre las exportaciones y las importaciones ha ocasionado un deterioro de la balanza comercial en los cuatro primeros meses de 1999, con respecto al mismo período del año anterior, deterioro que no ha sido compensado por la importante mejora del saldo turístico. En consecuencia, la balanza por cuenta corriente presentó en los cuatro primeros meses de 1999 un saldo deficitario de 1.359 millones de euros (226 mm de pesetas), frente al superávit de 571 millones de euros (95 mm de pesetas) obtenido un año antes. Por su parte, la cuenta de capital registró un ligero deterioro, aunque conservó un supe-

GRÁFICO 4

Índices de precios Tasas de variación interanuales



rávít de 1.636 millones de euros (272 mm de pesetas).

Respecto a los indicadores de actividad, el índice de producción industrial avanzó en el mes de abril a un ritmo interanual del 2,6 % (1,2 % en términos de tasa corregida de los efectos del calendario), profundizando la desaceleración que ha venido registrando este indicador desde principios de 1998. La disminución en el ritmo de crecimiento se ha extendido tanto a los bienes de consumo como a los bienes de equipo y a los bienes intermedios, y así ha quedado recogida en los datos de la CNTR. Por otro lado, el indicador cualitativo de clima industrial se mantuvo en el mes de mayo en registros negativos, aunque ligeramente inferiores, en valor absoluto, a los de meses anteriores, debido al descenso en los niveles de existencias y a una mejor valoración de la tendencia de la producción.

Los indicadores relativos al mercado de trabajo muestran un elevado dinamismo en la creación de empleo, aunque la mayor parte de ellos

registran ritmos de variación estables. Así, las afiliaciones a la Seguridad Social presentaron un crecimiento interanual del 5,7 % en el mes de mayo, una décima superior al registrado en abril, aunque algo inferior al correspondiente a los primeros meses de 1999. En esta misma línea se ha comportado el paro registrado en el mes de mayo, reduciéndose en 253.000 personas, en relación con el mes de mayo de 1998, un 13,3 % en tasa de variación. En otro artículo de este Boletín se comentan los datos de la EPA del primer trimestre, que reflejaron una aceleración del empleo, en ese período, en contraste con los indicadores que se acaban de comentar y con los datos de la CNTR recientemente publicados.

Entre los indicadores salariales, las últimas cifras de negociación colectiva muestran que los convenios firmados hasta el 31 de mayo incorporaban un incremento salarial medio del 2,3 %, similar al calculado con datos hasta abril. Por otra parte, la encuesta de salarios correspondiente al primer trimestre ha recogido un crecimiento interanual de las ganancias medias por trabajador y hora del 2,6 %, en concepto de pagos totales, dos décimas superior del observado a lo largo del segundo semestre de 1998; las ganancias por trabajador y mes, cuya tasa de crecimiento alcanzó el 2,1 %, han mostrado el mismo perfil. Por ramas de actividad, destaca la clara aceleración de los salarios en la construcción, hasta un 3,8 % por trabajador y hora en el primer trimestre; en la industria y los servicios los incrementos fueron del 2,7 % y del 2,6 %, respectivamente.

La ejecución del presupuesto del Estado hasta el mes de mayo se saldó con un déficit de 620 mm de pesetas, un 8,9 % inferior al del mismo período del año anterior. Esta disminución del déficit fue consecuencia de un mayor vigor de los ingresos, con un crecimiento interanual del 13,8 %, respecto a los gastos, que aumentaron un 11,8 %. Las cifras anteriores continúan estando sensiblemente afectadas por elementos de carácter transitorio —como las menores devoluciones en los capítulos impositivos, un mayor volumen de ingresos del Banco de España en el Tesoro, unos menores ingresos procedentes de privatizaciones y un mayor volumen de pagos por intereses, debido al calendario de vencimientos de la deuda pública—, aunque la evolución del déficit de caja que se obtiene, una vez descontados estos efectos, sigue siendo muy favorable.

2. PRECIOS

El índice de precios de consumo (IPC) recortó su ritmo de avance interanual en el mes

de mayo en dos décimas, hasta situarse en el 2,2 %, retornando a la cifra registrada en el mes de marzo, tras el repunte acontecido en el mes de abril. Esta menor tasa de crecimiento se asentó, esencialmente, en el comportamiento de los precios de los alimentos sin elaborar y de los servicios. La tasa de variación del agregado de servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) se ha mantenido estabilizada en el 2,5 % desde el mes de marzo.

Por componentes, como ya se ha mencionado, los precios de los alimentos no elaborados registraron un comportamiento muy favorable en mayo, al reducirse su tasa de variación interanual en algo más de un punto porcentual, hasta el 1,8 %, destacando la fuerte reducción del ritmo de crecimiento de los precios de la patata. El otro componente alimenticio, el correspondiente a los alimentos elaborados, experimentó, sin embargo, una ligera aceleración, situándose en el 2,3 % de crecimiento interanual, debido, entre otros factores, a las nuevas alzas en los precios del aceite de oliva y del vino de mesa. Dentro de los productos industriales, el componente que excluye la energía redujo ligeramente su ritmo de variación, situándose en el 1,5 %. Los precios energéticos, por su parte, aumentaron un 0,1 %, en términos interanuales, seis décimas más que en el mes de abril, a causa del aumento del precio de los carburantes, que no pudo ser compensado con las reducciones experimentadas en los precios del gas ciudad, butano y combustible para calefacción. Por último, los precios de los servicios mostraron en mayo un crecimiento interanual dos décimas menor que en el mes de abril, situándose en el 3,4 %, descenso motivado, en gran medida, por el recorte del ritmo de avance de los precios turísticos, que se ha venido a sumar al que ya se había registrado en el mes de abril.

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) redujo su tasa de crecimiento interanual hasta el 2,1 % en el mes de mayo, dos décimas menos que en el mes anterior, mientras que en la UEM la tasa de inflación se situó en el 1 %, de forma que el diferencial de inflación con la zona del euro se redujo en una décima, hasta 1,1 puntos porcentuales. La evolución de los componentes del IAPC hasta el mes de abril, último dato disponible, fue similar a la de los componentes del IPC nacional hasta ese mismo mes, con la excepción de los alimentos elaborados que experimentaron una aceleración mayor en el caso del IAPC. En ese mes, se produjo una ampliación del diferencial de inflación con la UEM en los precios de los bienes y, más concretamente, de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos, hasta 1,8 y 1,1 puntos porcentuales, respectivamente. Los

precios de los servicios, aun cuando redujeron en una décima su diferencial con respecto a la UEM, siguieron presentando ritmos de crecimiento que más que duplican las tasas de variación observadas en esa zona.

En cuanto al resto de indicadores de precios de la economía española, el índice de precios industriales, con una tasa interanual de variación del -0,8 % en el mes de abril, ha continuado reduciendo su ritmo de descenso, debido, fundamentalmente, a la evolución de sus componentes de consumo alimenticio y energía. El índice de precios percibidos por el agricultor, por su parte, ha mostrado cierta recuperación en su crecimiento, pues en el mes de febrero su tasa interanual alcanzó el 4,8 %, frente al 1 % registrado un mes antes; no obstante, el componente de alimentos destinados al consumo humano se redujo un 0,6 % en términos interanuales. La información derivada de los precios testigos y de mercados de origen agrícolas hacen esperar una moderación en el ritmo de variación de los precios percibidos para los meses de marzo y siguientes. Los precios exteriores, representados por los índices de valor unitario (IVU), se comportaron en el mes de marzo de formar dispar: mientras que los precios de importación mantenían el ritmo de descenso de los últimos meses, los precios de exportación se redujeron en menor medida que en los períodos precedentes.

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

En el entorno exterior de la UEM, la revisión al alza del crecimiento de las importaciones en el primer trimestre redujo el crecimiento intertrimestral anualizado del PIB de Estados Unidos en dos décimas, hasta el 4,3 % (6 % en el cuarto trimestre de 1998). Aunque los últimos indicadores disponibles sobre la evolución de la economía norteamericana no ofrecen todavía indicios claros de la esperada desaceleración de la actividad en los próximos meses, en mayo la creación de empleo perdió impulso, si bien la tasa de paro se redujo hasta el 4,2 %. La fuerte subida del IPC en abril, el 2,3 % en términos interanuales, que se debió principalmente al repunte del componente energético del índice, no continuó en mayo, cuando el IPC se estabilizó en términos intermensuales, y descendió al 2,1 % en tasa interanual. Aunque siguen sin manifestarse tensiones inflacionistas explícitas, la evolución futura de los precios está sujeta a ciertos riesgos, provenientes, fundamentalmente, de los efectos de la elevación de los precios internacionales de las materias primas y del posible impacto sobre las demandas salariales de la escasez relativa de mano

Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	1999					
	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN (c)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):						
Índice de Producción Industrial	1,3	-0,1	0,6			
Comercio al por menor	0,3	1,6	5,5			
Matriculaciones de turismo nuevos	5,1	5,6	10,0	11,2		
Confianza de los consumidores	0	0	-1	-3	-4	
Confianza industrial	-9	-11	-12	-11	-10	
IAPC	0,8	0,8	1,0	1,1	1,0	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):						
M3	5,6	5,1	5,2	4,9		
M1	14,4	12,2	11,1	11,3		
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	8,1	7,7	7,7	7,3		
<i>AAPP</i>	1,9	2,0	1,5	0,4		
<i>Otros sectores residentes</i>	10,5	9,9	10,1	9,9		
EONIA	3,14 %	3,12 %	2,93 %	2,71 %	2,55 %	2,55 %
EURIBOR a tres meses	3,14 %	3,09 %	3,05 %	2,70 %	2,58 %	2,61 %
Rendimiento bonos a diez años	3,82 %	3,98 %	4,18 %	4,04 %	4,21 %	4,42 %
Tipo de cambio dólar/euro	1,161	1,121	1,088	1,070	1,063	1,034

Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

(b) Tasas de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales.

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

de obra (las ganancias salariales reales crecieron un 0,7 % en mayo). En este contexto, la Reserva Federal no elevó sus tipos de interés en su última reunión, celebrada antes de publicarse la inflación de mayo, pero hizo pública su preocupación con respecto al comportamiento futuro de los precios y anunció su predisposición a tensionar la política monetaria en el futuro próximo.

En Japón, los últimos datos de contabilidad nacional recogen un inesperado crecimiento interanual del PIB del 1,2 %, al que ha contribuido de forma importante el comportamiento del sector privado. Sin embargo, dichos datos tienen que valorarse con cautela a la luz de otros indicadores referidos a períodos posteriores. Así, en abril, tanto la producción industrial como el gasto real de consumo registraron reducciones interanuales del 2,5 % y 12,7 %, respectivamente, mientras que el superávit por cuenta corriente se redujo un 9 %, en términos desestacionalizados. Por su parte, la economía del Reino Unido continúa atravesando una fase de escaso crecimiento, aunque parece diluirse el riesgo de que pudiese adentrarse en una recesión. En el primer trimestre del presente año, la fuerte aportación negativa del sector exterior

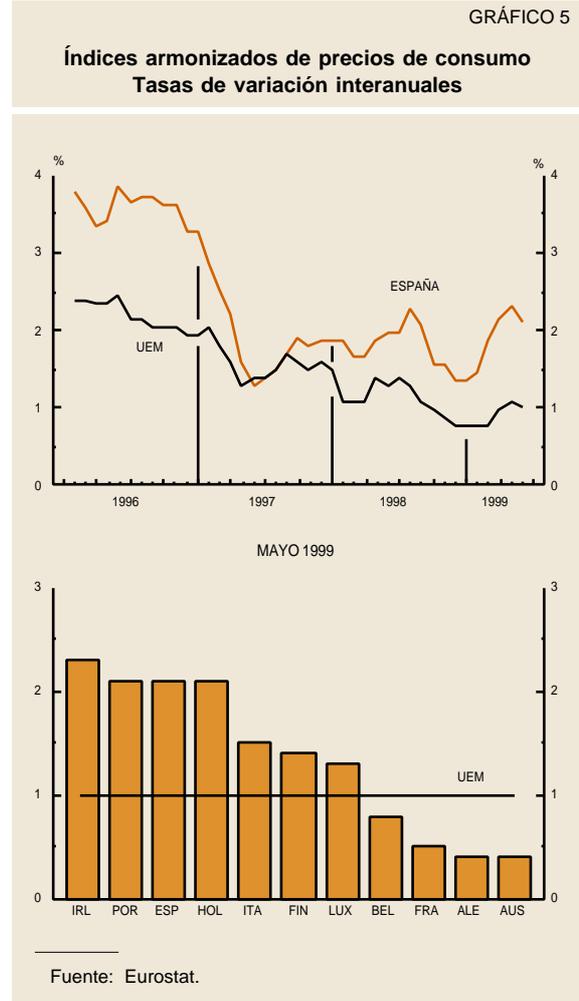
propició que el PIB creciese tan solo un 0,6 % en tasa interanual (1,1 % en el trimestre anterior), siendo los sectores más abiertos —los manufactureros— los que, lógicamente, registraron un menor crecimiento. Si bien la tasa de paro descendió una décima en mayo, hasta el 4,5 %, la moderación de los salarios nominales y de la inflación han facilitado que el Banco de Inglaterra recortara medio punto su tipo básico, hasta el 5 %.

Por lo que se refiere al comportamiento de los mercados financieros internacionales, hay que señalar que el tensionamiento de las expectativas inflacionistas en Estados Unidos ocasionó una subida de los tipos de interés a tres meses en ese país, desde el 4,9 % a mediados de mayo hasta el 5,1 % a mediados de junio, y un aumento de la pendiente positiva de la curva de rendimientos. El diferencial entre los tipos a largo y a corto plazo pasó de 0,6 puntos porcentuales a primeros de mayo hasta 1 punto porcentual a mediados de junio. Por otro lado, las cotizaciones bursátiles han mostrado, desde mediados de mayo, una notable variabilidad en torno a una tendencia ligeramente descendente. Así, entre mediados de mayo y mediados de junio, el índice Dow Jones

perdió alrededor de un 5 %, aunque la publicación del dato de inflación de mayo dio lugar a una ligera recuperación, si bien transitoria, de las cotizaciones. El tipo de cambio del dólar, por su parte, también ha experimentado una cierta volatilidad frente al yen y el euro. En el primer caso, continuó apreciándose hasta el 21 de mayo, depreciándose después, hasta alcanzar, a mediados de junio, un nivel similar al de primeros de mayo (alrededor de 120 yenes/dólar). Frente al euro, el dólar se ha apreciado un 2,9 % desde principios de mayo.

En la zona del euro, el PIB creció un 0,4 % intertrimestral en el primer trimestre (0,3 % en el cuarto trimestre de 1998), lo que sugiere que el proceso de desaceleración de la actividad experimentado en 1998 puede haber alcanzado un suelo. De todos modos, esa estimación, que será revisada a primeros de julio, está afectada por haber sido elaborada con metodologías de contabilidad nacional diversas: SEC 95 para algunos países y SEC 79 para otros. En el primer trimestre, las exportaciones continuaron cayendo (-0,9 % en tasa intertrimestral), mientras que la demanda interior creció un 0,7 % respecto al período anterior. Por otro lado, la encuesta de la CE de mayo muestra una mejora de la confianza empresarial (véase cuadro 1), apoyada en las expectativas de producción y en los pedidos exteriores. Los indicadores de confianza de la construcción, del comercio minorista y de los consumidores retrocedieron en mayo, si bien permanecen por encima de sus medias históricas respectivas. En cuanto al mercado de trabajo, se produjo una modesta caída de una décima de la tasa de desempleo en abril, hasta el 10,4 % de la población activa. Por su parte, el superávit de la balanza por cuenta corriente fue de 5,5 mm de euros en marzo (7,1 mm en el mismo mes de 1998). El saldo positivo de la balanza de bienes fue de 7,8 mm de euros (10 mm en marzo de 1998), mientras que el déficit conjunto de servicios, rentas y transferencias fue de 2,3 mm de euros (2,9 mm en marzo de 1998).

La estabilidad ha seguido caracterizando la evolución de los precios del área del euro, a pesar del encarecimiento del petróleo —su precio en dólares ha acumulado una subida del 39 % desde enero de 1999— y de la depreciación del euro —desde primeros de año un 10 % frente al dólar y un 7 % en términos efectivos nominales frente a los países desarrollados—. En mayo, el crecimiento interanual del IAPC se redujo una décima, hasta el 1 %, después de haberse acelerado dos décimas en marzo y una en abril (véanse cuadro 1 y gráfico 5). La diferencia entre los valores máximo y mínimo de las tasas de inflación de los once países de la UEM fue de 1,9 puntos porcentuales, sustan-

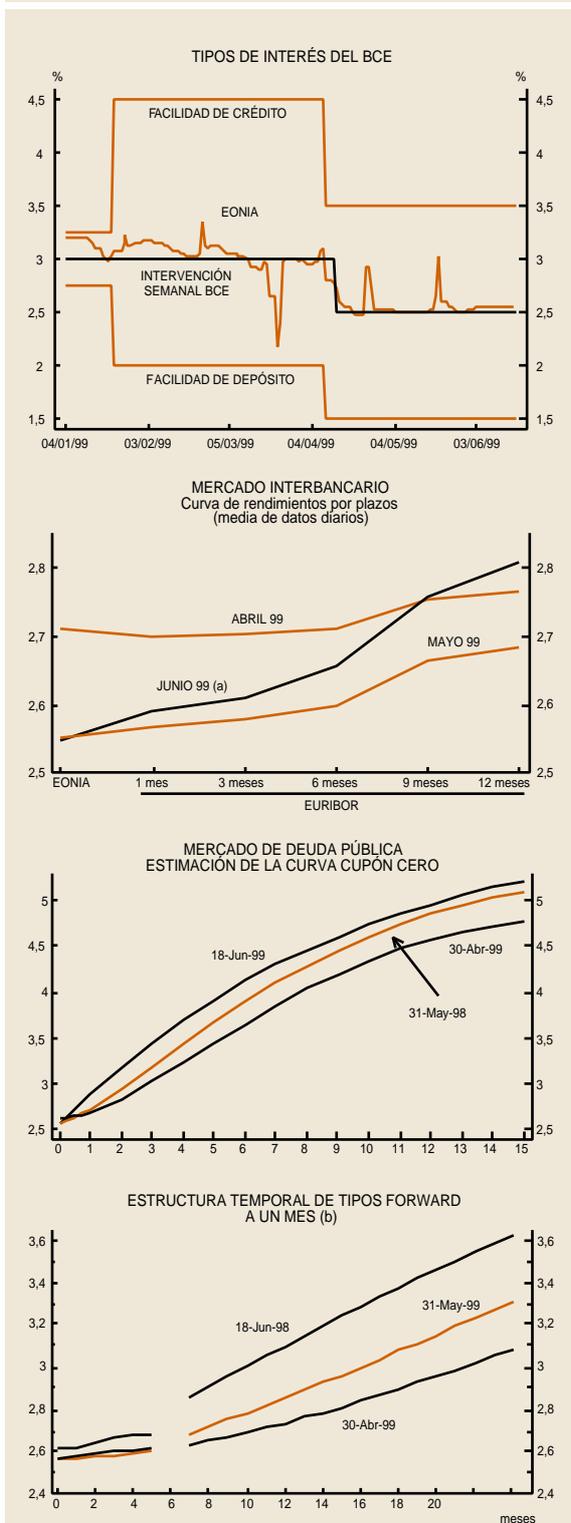


cialmente inferior a los 2,6 puntos porcentuales de los dos meses anteriores. Los precios industriales, por su parte, disminuyeron un 1,6 %, en términos interanuales, en abril, frente al descenso del 2,3 % en marzo.

Respecto a la evolución financiera en la zona del euro, el aspecto más destacable durante el mes de mayo y las tres primeras semanas de junio es la aparición de expectativas de aumentos de los tipos de interés a finales del presente año o comienzos del siguiente. Estas expectativas, que se evidencian en la parte inferior del gráfico 6, representan un movimiento inverso al que se produjo tras la reducción de los tipos de referencia del Eurosistema en abril. También en el mercado de depósitos interbancarios se ha observado un fenómeno similar: así, el EURIBOR a 12 meses ha venido aumentando en junio, hasta situarse en el 2,84 % el día 22, 16 puntos básicos por encima de la media registrada en mayo. Los factores que explican ese cambio en las expectativas podrían encontrarse en la existencia de perspectivas más optimistas sobre el crecimiento económico en la UEM tras la publicación de algunos indicado-

GRÁFICO 6

Tipos de interés en la zona del euro



Fuentes: Banco de España y BCE.

- (a) Media del mes hasta la última información disponible.
- (b) Implícitos hasta 6 meses en los tipos EURIBOR y estimados a partir de la curva cupón cero para horizontes mayores.

res referidos a las economías con más peso en el área, que podrían incidir, a su vez, en la evolución futura de la tasa de inflación. En todo caso, el Eurosistema no ha modificado sus tipos de intervención durante el período que es objeto de análisis —que se situaban en el 2,5 % para las operaciones principales de financiación, y en el 3,5 % y 1,5 %, respectivamente, para las facilidades permanentes de crédito y depósito—, por considerar que estas condiciones seguían siendo compatibles con el mantenimiento de la estabilidad de precios en la zona del euro.

También los tipos de interés a largo plazo aumentaron en mayo y el período transcurrido de junio, aunque, en este caso, junto a la posible influencia de las mejores perspectivas económicas, debería considerarse el efecto inducido por las alzas de tipos de interés habidas en los mercados financieros de Estados Unidos. En mayo, los tipos de interés a diez años en la zona del euro subieron 30 puntos básicos respecto a los niveles mostrados a finales del mes de abril, y en las tres primeras semanas de junio tuvo lugar un incremento adicional de, aproximadamente, 20 puntos básicos, hasta situarse en torno al 4,5 %. En todo caso, estos aumentos han sido más moderados que los experimentados en Estados Unidos, de forma que, con la última información disponible, los tipos de interés a diez años de este país están actualmente más de 140 puntos básicos por encima de los tipos en la UEM, en comparación con un diferencial de 75 puntos básicos en diciembre de 1998.

Pese a estos movimientos alcistas de los tipos de interés, las condiciones monetarias y financieras de la zona del euro siguen sustentando el crecimiento económico. En primer lugar, las entidades de crédito europeas comenzaron a repercutir en abril la disminución de los tipos de referencia del Eurosistema en los tipos de interés de sus operaciones con la clientela, dentro de un proceso que podría continuar en meses sucesivos. En segundo lugar, los tipos de interés reales a corto y largo plazo continúan estando en unos niveles reducidos, en torno al 1,5 % y 3 %, respectivamente. Finalmente, se ha mantenido parte de la depreciación experimentada por el euro frente al dólar, la libra esterlina y el yen japonés. En relación con la cotización de finales de abril, el euro se ha depreciado casi un 4 % frente a la divisa norteamericana hasta el 20 de junio, aunque durante este mes se ha producido una cierta resistencia a que el tipo de cambio del euro disminuyera por debajo de 1,02-1,03 dólares por euro, recuperándose hasta niveles próximos al 1,05, al cierre de este artículo (véase gráfico 7). La evolución cambiaria parece reflejar, funda-

mentalmente, las diferencias en las situaciones cíclicas de la zona del euro y de Estados Unidos y las posibilidades de que próximamente se produzca un endurecimiento de las condiciones monetarias norteamericanas.

Por su parte, la evolución bursátil de la zona del euro mantuvo la pauta de volatilidad mostrada en meses anteriores, ligada fundamentalmente a factores externos, y, en concreto, al impacto de las expectativas de subidas de tipos de interés en Estados Unidos sobre la bolsa de este país. En mayo, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio sufrió un ajuste a la baja próximo al 3 %, que tendió a corregirse en las primeras semanas de junio, probablemente como reflejo de la mejora de las perspectivas económicas para la zona del euro.

Los agregados monetarios y crediticios de la UEM tuvieron en abril, último mes para el que se dispone de información, una evolución similar a la de meses anteriores. El agregado monetario M3, que sirve de referencia al Eurosistema, registró en abril una tasa interanual de crecimiento del 4,9 %, que es algo más moderada que la experimentada en el primer trimestre del año —que fue del 5,3 %—, acercándose, por tanto, al valor de la referencia establecida por el Eurosistema (4,5 %). Esta evolución de M3 fue el resultado, sobre todo, de la desaceleración de las tasas de expansión de los depósitos a plazo inferior a dos años, mientras que los activos más líquidos, englobados en M1, mantuvieron un ritmo de crecimiento superior al 11 %.

Entre los pasivos no monetarios de las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) de la UEM hay que destacar que los pasivos a largo plazo —que incluyen los depósitos a plazo superior a dos años y los valores bancarios con vencimiento también superior a dos años, y que representan casi una tercera parte del balance de las IFM— siguieron mostrando un perfil de suave aceleración en su ritmo de crecimiento. Asimismo, debe destacarse que, aunque la posición neta exterior de las IFM de la UEM continuó siendo acreedora, la tasa de expansión de los pasivos frente al exterior ha venido siendo muy superior a la de los activos en los últimos meses.

Esta trayectoria de los pasivos a largo plazo y de los pasivos frente al exterior, junto al crecimiento de M3, ha permitido financiar la expansión del crédito concedido a los residentes en la zona del euro, que en abril alcanzó una tasa interanual del 7,3 %. Como en meses anteriores, esta evolución del crédito total fue el resultado de un comportamiento muy diferente del sector privado y de las AAPP, de forma que el



crédito concedido al sector privado mantuvo un elevado ritmo de crecimiento —que fue de casi el 10 % en abril, en términos interanuales—, mientras que prosiguió la desaceleración de la financiación concedida a las AAPP, cuyo ritmo de avance interanual se situó en el 0,4 % en dicho mes.

4. FLUJOS Y MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

Al igual que en los mercados financieros del resto de la UEM, en España ha tenido lugar un ligero repunte de los tipos de interés, que ha afectado tanto a los mercados de corto plazo como, sobre todo, a los mercados de bonos a largo plazo. Así, comparando la media de tipos de interés vigentes en junio hasta el día 22 con la del mes de abril, se observa que los tipos de las letras del Tesoro en el mercado secundario aumentaron 8 puntos básicos, mientras que los rendimientos de la deuda pública a diez años se incrementaron 46 puntos básicos en el mismo período (véase cuadro 2). Aunque este aumento fue generalizado en otros países de la

Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1997	1998	1999			
	DIC	DIC	MAR	ABR	MAY	JUN (a)
BANCARIOS:						
Tipo sintético pasivo	3,22	2,06	1,92	1,81	1,68	...
Tipo sintético activo	6,54	5,15	5,01	4,85	4,66	...
TESORO:						
Subasta de letras a doce meses (b)	4,47	2,95	2,94	2,59	2,57	2,69
Subasta de bonos a tres años	4,90	3,54	3,51	3,10	3,02	3,29
Subasta de obligaciones a diez años	5,78	4,32	4,40	4,12	4,21	4,59
MERCADOS SECUNDARIOS (c):						
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,50	2,88	2,91	2,59	2,54	2,67
Deuda pública a diez años	5,64	4,08	4,25	4,09	4,27	4,55
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,31	0,20	0,22	0,23	0,23	0,27
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	42,22	37,19	-0,12	2,24	2,86	5,71
Pagarés de empresa	4,90	3,38	3,08	2,72	2,58	...
Obligaciones privadas	5,48	4,29	3,93	4,43	4,45	...

Fuente: Banco de España.

(a) Media de datos diarios, hasta el 22 de junio.

(b) Tipo de interés marginal.

(c) Medias mensuales.

(d) Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

UEM, el diferencial a diez años de la deuda española respecto al bono alemán se vio ligeramente afectado, de forma que en junio se situó en torno a 27 puntos básicos, 4 puntos básicos por encima del nivel muy estable que prevaleció en el período marzo-mayo. Los mercados primarios de deuda pública también acusaron este aumento de los tipos de interés, de forma que los tipos de emisión siguieron la pauta marcada en los mercados secundarios.

Respecto a la evolución de los tipos bancarios, hay que señalar que durante el mes de mayo las entidades de crédito españolas han continuado reduciendo los tipos de interés que aplican a su clientela en los operaciones de crédito y depósito, transmitiendo, así, el recorte de los tipos de referencia del Eurosistema de medio punto porcentual aplicado a principios del pasado mes de abril. La transmisión ha sido más intensa en el caso de las operaciones activas, debido al elevado grado de competencia en el negocio bancario y a la existencia de un margen ya muy reducido para disminuciones adicionales de los tipos de interés de los depósitos, dado el bajo nivel medio que presentan en la actualidad —y que para algunas modalidades supone rentabilidades reales negativas—. De esta forma, el tipo de interés sintético de los créditos concedidos por bancos y cajas de aho-

ros se situó en mayo en el 4,7 %, mientras que el tipo de los depósitos lo hizo en el 1,7 %, de forma que el diferencial entre ambos ha conseguido su lenta disminución hasta colocarse por debajo del 3 %.

Durante el mes de mayo, en un entorno de mejores perspectivas económicas, los mercados bursátiles nacionales experimentaron ligeras ganancias, que se ampliaron a lo largo de la parte transcurrida de junio, de forma que el Índice General de la Bolsa de Madrid alcanzó el día 22 de este mes una revalorización en lo que va de año del 5,7 %, la mitad de la cual se ha conseguido en las primeras semanas de junio (véase cuadro 2). A pesar de ello, la rentabilidad acumulada a lo largo del año en el mercado español de renta variable continuó siendo más moderada que la observada en las principales bolsas internacionales.

En mayo siguió observándose la tendencia hacia la desaceleración de los activos financieros líquidos en poder de las familias y de las empresas no financieras que se viene constatando desde comienzos de 1997 (véase gráfico 8), alcanzándose en dicho mes una tasa interanual de crecimiento de casi el 4 %. En cuanto a la composición de los activos financieros líquidos por instrumentos, se mantuvieron

CUADRO 3

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

	1999	1997	1998	1999		
	MAY (b)	DIC	DIC	MAR	ABR	MAY
1. Activos financieros líquidos (2 + 3) = (4 + 7)	537,3	7,1	5,4	4,5	5,2	3,9
2. Medios de pago	242,7	11,6	14,8	14,9	15,8	14,0
3. Otros activos financieros	294,6	4,2	-1,1	-2,6	-2,1	-3,2
4. Familias (5 + 6)	448,0	6,5	3,6	2,5	3,4	2,6
5. Medios de pago	181,4	7,0	8,9	9,4	10,6	9,7
6. Otros activos financieros	266,6	6,2	0,4	-1,7	-0,9	-1,8
7. Empresas no financieras (8 + 9)	89,3	10,7	15,3	16,1	15,3	11,0
8. Medios de pago	61,3	32,9	36,7	35,1	35,0	29,1
9. Otros activos financieros	28,0	-9,7	-13,5	-10,2	-12,4	-15,0
PRO MEMORIA:						
10. Fondos de inversión (11 a 13) (c)	201,6	48,4	39,3	22,5	21,6	19,2
11. FIAMM	44,1	4,2	-10,3	-11,9	-11,0	-10,7
12. FIM de renta fija	104,6	31,6	25,6	11,9	11,7	8,6
13. Resto de fondos de inversión	52,9	12,5	24,1	22,5	20,9	21,3

Fuente: Banco de España.

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

(b) Saldo en miles de millones de euros.

(c) Variación interanual del saldo.

las pautas observadas en meses anteriores, caracterizadas por crecimientos altos y sostenidos de los medios de pago y disminuciones del resto de activos financieros líquidos. Así, los medios de pago se expandieron en mayo a un ritmo interanual del 14 %, algo inferior al registrado en los últimos meses, mientras que se intensificó la caída del resto de activos financieros líquidos, que, en ese mes, fue del 3,2 % en tasa interanual.

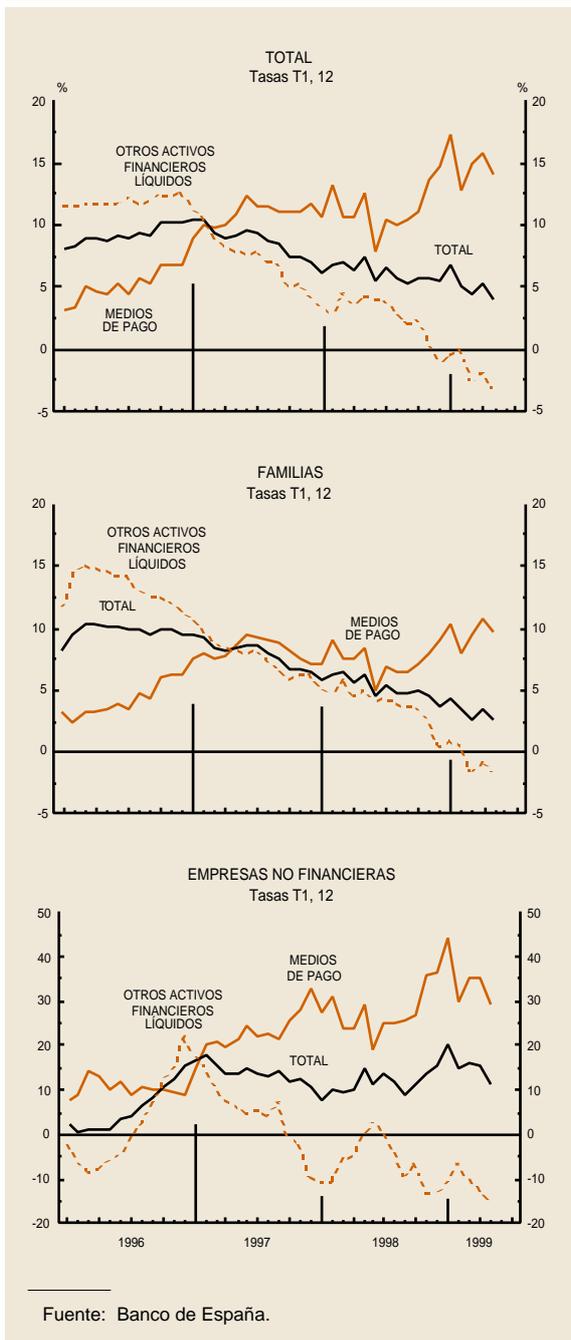
Analizando la evolución de los activos financieros líquidos por sectores, se observa que, en el caso de las familias, se mantuvo en mayo el elevado ritmo de avance de los medios de pago, con una tasa interanual de casi el 10 %, similar a la observada en meses anteriores, y un crecimiento negativo del resto de activos financieros líquidos, del -1,8 %, que, en su conjunto, dieron lugar a una desaceleración de la tasa de expansión interanual de los activos financieros líquidos de este sector hasta el 2,6 % (véase cuadro 3). Respecto a los medios de pago, los depósitos de ahorro fueron los que mostraron un crecimiento más elevado en el último trimestre, con tasas interanuales cercanas al 15 %, mientras que los depósitos a la vista han moderado su avance en mayo, hasta situarse en cifras próximas al 10 %. En cuanto al resto de activos financieros líquidos manteni-

dos por las familias, cabe destacar la moderación del ritmo de caída de los depósitos a plazo, que, aunque continúan mostrando tasas de crecimiento todavía negativas, son sensiblemente mayores que las observadas a finales de 1998, lo que está relacionado con el mejor tratamiento fiscal de los rendimientos obtenidos de los depósitos bancarios a plazo superior a dos años. En relación con la composición de la cartera de fondos de inversión de las familias, en mayo continuó el proceso de contracción del volumen de fondos monetarios (FIAMM) y el avance, aunque más moderado que en meses anteriores, de los fondos de inversión mobiliaria en renta fija nacional.

Por lo que respecta a las empresas no financieras, su cartera de activos financieros líquidos registró en mayo una fuerte desaceleración de su ritmo de crecimiento interanual, que pasó del 15,3 % en abril al 11 % en mayo. Esta trayectoria vino explicada por la menor expansión de los medios de pago, aunque todavía mantienen una tasa elevada (29 %), y por la mayor caída de los otros activos líquidos, que han pasado a contraerse a un ritmo del 15 %. Las tasas más variables que presentan los activos financieros líquidos en poder de las empresas no financieras se explican, por un lado, por el hecho de que estos activos no están tan

GRÁFICO 8

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



vinculados con sus decisiones de gasto como ocurre en el caso de las familias, y, por otro lado, porque el volumen de esos activos es muy inferior al de las familias —los activos líquidos de las empresas no financieras solo representan una sexta parte de los activos totales del sector privado—, de forma que pequeños cambios en los saldos de activos financieros mantenidos por las empresas dan lugar a intensas variaciones de sus tasas de crecimiento.

GRÁFICO 9

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



En cuanto a la financiación concedida a los sectores residentes, en mayo continuaron observándose las mismas pautas de comportamiento de meses anteriores: se mantuvieron los crecimientos elevados y sostenidos de la financiación proporcionada a las empresas no financieras y a las familias (un 15,7 % en mayo, en términos interanuales) en un contexto económico muy dinámico y de reducidos tipos de interés, y se produjeron avances prácticamente nulos en la financiación otorgada a las AAPP (véanse cuadro 4 y gráfico 9). En conjunto, la financiación concedida a dichos sectores continúa expandiéndose a un ritmo interanual cercano al 10 %. Un análisis más pormenorizado del sector privado permite observar que, en dicho mes, la financiación a las familias —que recoge los créditos intermediados por entidades de crédito tanto residentes como no residentes— mostró un crecimiento todavía elevado, del 15,4 %, aunque inferior a los observados a finales de 1998, mientras que la obtenida por las empresas no financieras —que, además de esos préstamos, incluye la emisión de valores de renta fija— parece haberse estabilizado en torno al 16 %.

CUADRO 4

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

	1999	1997	1998	1999		
	MAY (b)	DIC	NOV	MAR	ABR	MAY
1. Financiación total (2 + 5)	830,9	9,1	10,5	9,4	9,9	9,8
2. Empresas no financieras y familias (3 + 4)	529,0	11,9	16,2	15,9	16,0	15,7
3. Familias	234,8	13,9	18,3	15,4	15,5	15,4
4. Empresas no financieras	294,2	10,3	14,6	16,3	16,5	16,0
5. Administraciones Públicas	301,9	5,3	2,1	1,0	0,5	0,7

Fuente: Banco de España.

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

(b) Saldo en miles de millones de euros.

Finalmente, la financiación recibida por las AAPP ha estabilizado su ritmo de crecimiento a lo largo del año 1999 en tasas interanuales que se mueven entre el 0 % y el 1 %: concretamente, en mayo se situó en el 0,7 %. Por instrumentos, esa evolución es el resultado de una contracción del saldo de los valores a corto plazo y del crédito bancario, que ha venido compensada por un incremento en las colocaciones netas de

valores a medio y largo plazo. En concreto, en el mes de mayo, y en cuanto al saldo de valores emitidos por el Estado, tuvo lugar una pequeña reducción del saldo vivo de letras del Tesoro, mientras que se produjo una emisión neta positiva de deuda a medio y largo plazo por un importe de 3,4 mm de euros (560 mm de pesetas).

28.6.1999.