

---

# Informe trimestral de la economía española

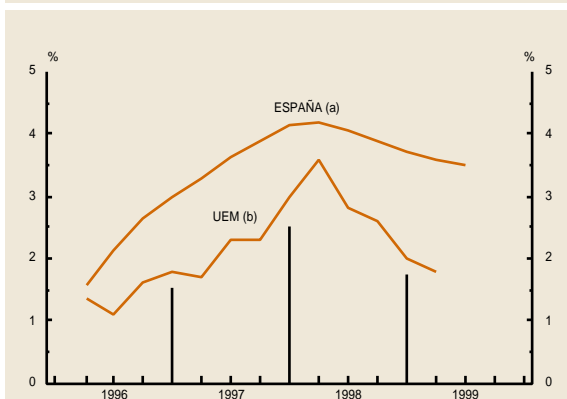
## 1. Rasgos básicos

El Instituto Nacional de Estadística (INE) ha publicado recientemente los primeros datos de la Contabilidad Nacional de España base 1995 (CNE 95), elaborados con la metodología del Sistema Europeo de Cuentas (SEC 95). Estas cifras incorporan cambios estadísticos —cuantitativamente los más importantes, debido, entre otros factores, al uso de nuevas fuentes y métodos de estimación— y conceptuales, derivados de la aplicación de una metodología que amplía la delimitación del concepto de actividad económica (véase recuadro 1).

Con la publicación de la nueva serie, el INE ha avanzado su estimación provisional del primer trimestre de 1999. El crecimiento interanual del PIB real en dicho período fue del 3,6 %, en términos de la serie de ciclo-tendencia, prolongándose la moderada desaceleración que se apreciaba en las cifras de año 1998 (véase gráfico 1). La demanda nacional acentuó su ritmo de aumento, hasta el 5,7 %, a la vez que alcanzaba un nuevo máximo la contribución negativa de la demanda exterior neta, que restó dos puntos porcentuales al crecimiento del producto real. Los rasgos más significativos que se aprecian entre los principales componentes de la demanda final son: la tendencia a la estabilización —en tasas interanuales muy elevadas— del gasto en el consumo final de los hogares y de la inversión en equipo; el fortalecimiento de la inversión en construcción y la notable debilidad de la exportación de bienes, a pesar del avance creciente del sector turístico; las importaciones, en fin, respondieron a la firmeza de la demanda, intensificando ligeramente su tasa de crecimiento. No se aprecia ningún cambio significativo en las pautas definidas a lo largo del pasado ejercicio para las distintas ramas productivas, constatándose una nueva pérdida de ritmo en la industria no energética.

La economía española siguió mostrando durante estos meses, los primeros transcurridos desde el comienzo de la Unión Económica y Monetaria (UEM), un extraordinario dinamismo —uno de los más elevados del área— y capacidad para la creación de empleo. El patrón de crecimiento descansa cada vez en mayor medida en la demanda interna, mientras que las exportaciones han acusado el impacto de la desaceleración de los mercados internacionales. El déficit con el exterior se corresponde, por tanto, con la disminución de la capacidad de financiación del sector privado de la economía, mientras que, por el contrario, mejora sensiblemente el saldo de las cuentas de las Administraciones Públicas, que han seguido reduciendo sus necesidades de financiación y de endeudamiento. Por otra parte, el aumento de los costes laborales en los sectores industriales y de servicios,

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.

aunque se ha moderado durante el primer trimestre del año, es elevado, lo que, unido a la recuperación que están experimentando los precios de los inputs intermedios en los mercados internacionales —el alza de los precios energéticos se está trasladando ya al índice de precios de consumo—, podrían crear un contexto menos propicio para el mantenimiento de la estabilidad y la competitividad de la economía.

A lo largo del segundo trimestre de 1999 se ha confirmado la mejoría de la situación económica del entorno exterior de la zona del euro. A ello ha contribuido de forma significativa la continuación de un ritmo sostenido de actividad económica sin tensiones inflacionistas en Estados Unidos, así como la recuperación paulatina del nivel de producción del Reino Unido y los datos más favorables procedentes de Japón. Por lo que se refiere a las economías con mercados emergentes, el final de la crisis en los países del sudeste asiático y la mejora de la situación económica de Rusia refuerzan la recuperación del contexto exterior. Sin embargo, algunos de los principales países latinoamericanos siguen afectados por las consecuencias de la crisis brasileña, a pesar de que la evolución de este país ha sido mucho mejor de la prevista.

La situación económica de la zona del euro ha mejorado, asimismo, en los meses transcurridos de 1999. A la vista de los datos disponibles, podría afirmarse que la desaceleración de la actividad de la zona alcanzó su mínimo a fi-

nales del año pasado y que ya desde los primeros meses del año actual se está asistiendo a una moderada expansión, registrando el consumo y la inversión ritmos de avance sostenidos. Por otra parte, la recuperación que ya se percibe en los mercados exteriores será, sin duda, uno de los factores claves para la consolidación de este proceso.

Desde el lado de los precios, la nota general ha sido la persistencia de ritmos de crecimiento moderados, a pesar de que el aumento de los precios del petróleo en los mercados internacionales se está trasladando a los precios de los bienes energéticos, que han pasado a registrar tasas de variación positivas. No obstante, la desaceleración de los precios de otros componentes del IAPC ha vuelto a situar la tasa de inflación del conjunto del área por debajo del 1 % en el mes de junio.

Durante el segundo trimestre de 1999, las condiciones monetarias y financieras en la zona del euro mantuvieron, en general, un carácter acomodante, en el marco de unas perspectivas de débil crecimiento sin riesgos significativos para la estabilidad de precios. En este marco, el Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del 8 de abril, decidió reducir en 50 puntos básicos el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, hasta el 2,5 %, lo que dio lugar a disminuciones de los tipos de interés a lo largo de toda la curva de rendimientos en abril.

Posteriormente, la mejora en las perspectivas económicas en la zona del euro a partir del mes de mayo, apoyadas, en parte, por un entorno internacional más optimista, generaron movimientos al alza en los tipos de interés de la UEM, más intensos en los plazos más largos, de forma que los tipos de interés de la deuda a largo plazo se situaron en niveles superiores a los mantenidos a finales de 1998, y los tipos de interés de los depósitos interbancarios a seis y doce meses recuperaron los niveles alcanzados antes de la disminución de los tipos de referencia del Eurosistema en abril. Durante el segundo trimestre continuó la tendencia hacia la depreciación del euro frente al dólar, aunque esta invirtió su trayectoria a partir de mediados de julio, al consolidarse mejores perspectivas económicas en la UEM. La recuperación progresiva de la actividad económica también se ha reflejado en la evolución de los agregados monetarios y crediticios del conjunto de la zona, que, con información hasta el mes de mayo, han presentado un comportamiento relativamente expansivo. En concreto, M3, que es el agregado monetario que sirve de referencia al Eurosistema, creció ligeramente por encima del 5 % en términos interanuales en abril y mayo, mien-

**Principales cambios incorporados en la contabilidad nacional de España, base 1995**

Las nuevas series de Contabilidad Nacional de España base 1995 (CNE 95) que acaba de publicar el INE reúnen dos novedades importantes: el cambio de base de las cuentas y la implantación de la nueva metodología SEC 95 (Sistema Europeo de Cuentas 1995). Ambas tienen como objetivo mejorar la adaptación de las cuentas nacionales a los cambios en la realidad económica. Las diferencias entre las estimaciones de la CNE 95 y de la CNE 86 se deben a dos tipos de factores (1): estadísticos y conceptuales. Los cambios estadísticos se producen con todos los cambios de base y son consecuencia de la utilización y adaptación de nuevas fuentes estadísticas y de la aplicación de nuevos métodos de estimación. Los cambios conceptuales están ligados, en esta ocasión, a la aplicación de la nueva metodología de contabilidad nacional. El INE ha proporcionado una estimación cuantitativa del impacto que han tenido las modificaciones estadísticas y conceptuales sobre el nivel del PIB y de los principales componentes de la demanda a precios corrientes, para el año 1995, que aparece recogida en el cuadro adjunto. Los cambios estadísticos son los que han tenido una mayor importancia cuantitativa, mientras que los cambios conceptuales han afectado principalmente a la formación bruta de capital, como consecuencia de la ampliación del concepto. En conjunto, el nivel del PIB ha aumentado un 4,4% en el año base.

En cuanto a la evolución del PIB en el período 1995-1998, en pesetas constantes, la nueva CNE ha supuesto una pequeña revisión al alza de las tasas de crecimiento en 1997 y 1998 (y a la baja en 1996). Desde el punto de vista de la evolución trimestral, una de las novedades que se ha introducido con la CNE 95 es la presentación de series de los principales agregados en términos de datos brutos y desestacionalizados, además de los datos de ciclo-tendencia, que ya se publicaban anteriormente. La comparación de los perfiles trimestrales entre la CNE 95 y la CNE 86, en términos de datos a precios constantes y en términos de ciclo-tendencia aparece en el gráfico adjunto. Se aprecia que la contribución de la demanda nacional se acentúa en las nuevas estimaciones —debido a la progresiva aceleración de la inversión, mientras que el gasto en consumo final muestra una tendencia ascendente hasta el último trimestre de 1998— y la aportación de la demanda exterior neta termina siendo más negativa a finales de 1998, ya que la desaceleración de las importaciones en el transcurso del año resulta menos acusada.

La principal novedad en el ámbito del mercado de trabajo es la estimación de diversos conceptos de ocupación, mientras que en el sistema anterior solo se estimaba el empleo equivalente, que supone medir los puestos de trabajo en términos homogéneos. En la CNE 95, el conjunto de variables relativas a la utilización del factor trabajo son las siguientes: empleo (comprende a todas las personas —asalariados y trabajadores autónomos— que realizan una actividad productiva); puestos de trabajo (número de contratos, explícitos o implícitos, entre una persona y una unidad institucional residente para realizar un trabajo a cambio de una remuneración); horas trabajadas (cifra global de horas efectivamente trabajadas por los ocupados de la economía); puestos de trabajo equivalentes (a tiempo completo) (total de horas trabajadas dividido por la jornada media a tiempo completo). Por ahora el INE solo ha publicado datos de puestos de trabajo y puestos de trabajo equivalentes, siendo esta última la variable comparable con el anterior empleo de contabilidad nacional. La nueva información sobre empleo ha supuesto una revisión al alza del nivel que arrojaban las cifras correspondientes a la CNE 86: la comparación entre estas y la nueva serie de puestos de trabajo equivalentes arroja un diferencial medio, para el período 1995-1998, de 230.000 puestos.

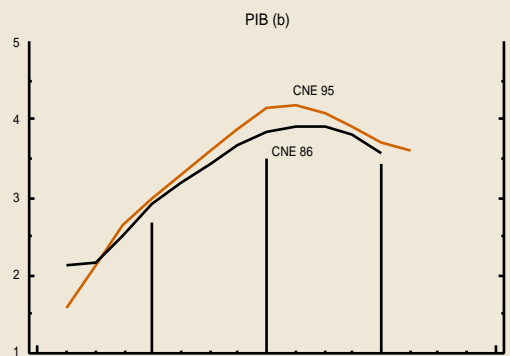
En relación con la medición del PIB desde la óptica de las rentas, los cambios más importantes son la pérdida de la participación del excedente en el PIB nominal y el aumento del peso de la remuneración de asalariados, que se explica, en gran parte, por la ampliación del concepto de asalariado en la nueva contabilidad; la partida de impuestos netos de subvenciones también ha ampliado su participación en el PIB, debido, en gran medida, a una definición más estricta de las subvenciones. Las tasas de variación de la remuneración de asalariados son similares a las anteriores, mientras que el excedente crece con mayor intensidad que con datos de la CNE 86, excepto en el año 1998, cuando se observa un crecimiento mayor tanto de la remuneración de los asalariados como de la remuneración por asalariado en el marco de la nueva contabilidad.

(1) Véase «Contabilidad Nacional de España 1995», INE, *Boletín Trimestral de Coyuntura*, junio 1999.

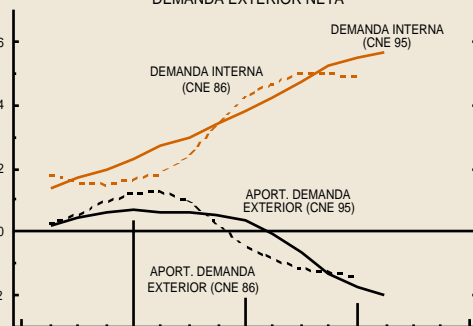
**Comparación entre las cifras de la CNE 95 y las de la CNE 86**

DIFERENCIAS EN EL NIVEL DEL P.I.B. Y DE LOS AGREGADOS DE LA DEMANDA. AÑO 1995 (a)

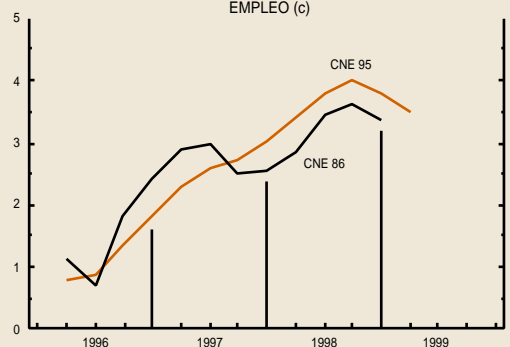
	Cambios totales	Cambios estadísticos	Cambios conceptuales
Gasto en consumo final	3,0	2,0	1,0
Formación bruta de capital	10,3	6,0	4,3
Exportaciones de bienes y servicios	-0,6	-0,8	0,2
Importaciones de bienes y servicios	0,8	-0,2	1,0
PIB	4,4	2,9	1,5



DEMANDA INTERNA (b) Y APORTACIÓN DE LA DEMANDA EXTERIOR NETA



EMPLEO (c)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

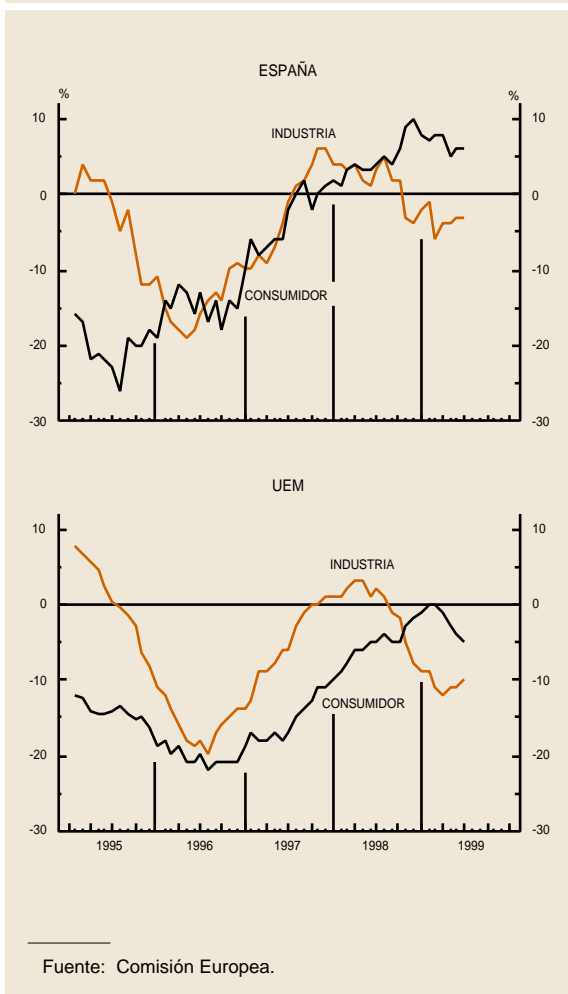
(a) En porcentaje de la CNE 95 sobre la CNE 86. PIB a precios corrientes.

(b) Tasas de variación interanuales calculadas sobre las series a precios constantes. Para las series de la CNE 95, las tasas están calculadas sobre el componente ciclo-tendencia.

(c) Tasas de variación interanuales. Para la serie CNE 95, calculadas sobre el componente ciclo-tendencia.

GRÁFICO 2

Indicadores de confianza

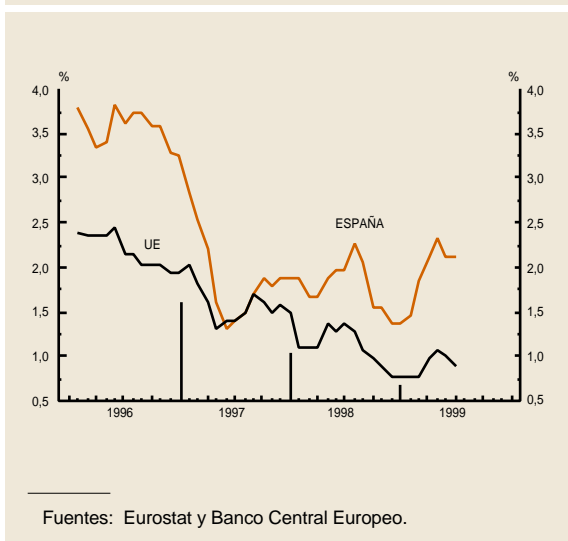


tras M1, que reúne a los activos más líquidos, mostró tasas interanuales de crecimiento superiores al 11 %. Asimismo, se registró un alto dinamismo en la financiación al sector privado, con un ritmo de avance del 10,5 % en términos interanuales en mayo.

La información disponible en el momento de redactarse este Informe muestra que la economía española ha seguido moderando sus altas tasas de crecimiento interanual en el transcurso del segundo trimestre del año. Los indicadores sobre la evolución de la demanda nacional señalan, en general, una tendencia hacia la estabilización o ligera reducción en sus elevados ritmos de crecimiento. Estos signos son más claros en el caso de la inversión en equipo, que, aunque sigue dando muestras de gran dinamismo, no deja de verse afectada por la relativa atonía que se aprecia en la actividad de las industrias manufactureras, ante la persistencia de resultados desfavorables en las ventas al exterior. Las expectativas favorables sobre la evolución de los mercados exteriores no se han trasladado todavía a las exportaciones de bienes, cuyos datos del mes de abril resultaron considerablemente negativos (1). Los cambios que se aprecian en el panorama internacional terminarán afectando, sin duda, a las exportaciones y contribuirán a la mejora de las expectativas empresariales. Por el lado del gasto de los hogares, algunos indicadores presentan un ligero retraimiento, a tenor con el que se ha producido en los niveles de confianza de los consumidores (véase gráfico 2). Sin embargo, otros segmentos del gasto, sobre todo las ventas de automóviles, conservan una gran fortaleza, lo que ha contribuido a que la inversión en el sector de la construcción haya sido, posiblemente, el único componente de la demanda que no ha reducido su ritmo de aumento interanual durante el segundo trimestre.

GRÁFICO 3

Índices armonizados de precios de consumo



Si estas tendencias se confirman, la demanda nacional podría registrar una tasa de crecimiento interanual del orden del 5,5 % en el segundo trimestre de 1999, medida a partir de la serie del ciclo-tendencia; las importaciones, por su parte, siguen mostrando un notable vigor, en consonancia con el de la demanda, por lo que, aunque las exportaciones alcanzasen un suelo en su proceso de desaceleración —contando con los excelentes resultados de los ingresos de turismo—, la demanda exterior neta volvería a restar unos dos puntos porcentuales al crecimiento del PIB real, dejando su tasa de crecimiento en el 3,5 %, aproximadamente.

(1) Estando cerrado este Informe, se han publicado las cifras de mayo, que no modifican esta valoración. Las importaciones mantienen su dinamismo.

La evolución de los indicadores sobre el empleo en el segundo trimestre se ajusta al comportamiento de las distintas ramas productivas, apreciándose, también, una tendencia hacia la desaceleración. Algo parecido ocurre con la remuneración de los asalariados, lo que, unido al ligero repunte de la productividad, está atenuando el ritmo de crecimiento de los costes unitarios laborales, que sigue siendo considerablemente más elevado que el registrado en los países de la UEM. La mayor presión relativa que ejercen los costes, en un contexto de fuerte crecimiento de la demanda, se ve reflejada en la evolución del diferencial de inflación de la economía española con el conjunto del área, medido a partir de los IAPC respectivos (véase gráfico 3). El valor de este diferencial en el componente de servicios se ha estabilizado en casi dos puntos a lo largo del período transcurrido del año (llegó a ser de un punto en 1996), y se está ampliando considerablemente en los bienes, por encima de un punto, cuando había sido prácticamente nulo durante los dos años anteriores.

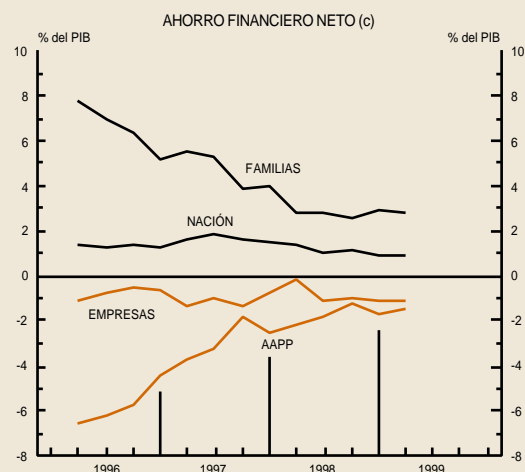
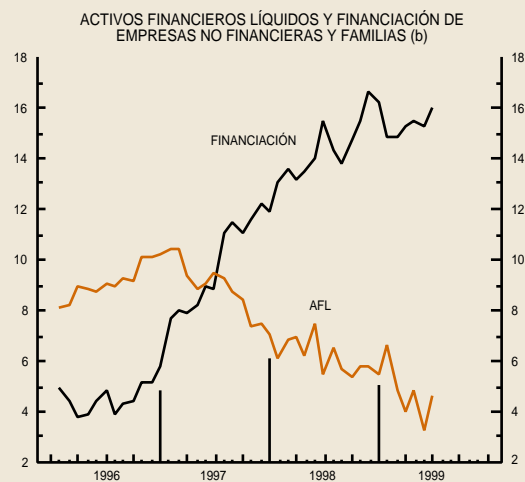
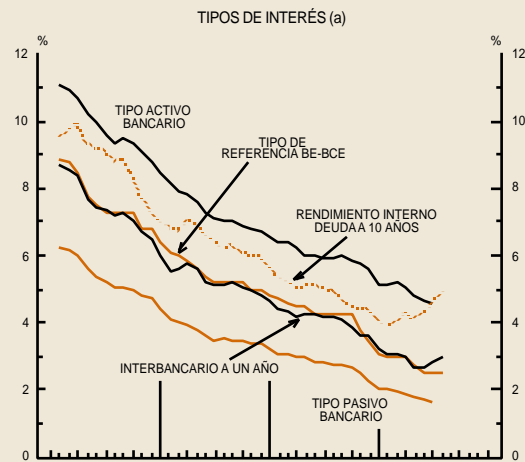
En cuanto a los datos relativos a la evolución del déficit del Estado, los resultados alcanzados en el primer semestre del año han sido muy favorables, constatándose un ritmo de aumento en los pagos que, cuando se corrige de los factores que distorsionan su comparación, se ajusta a los objetivos programados, mientras que el crecimiento de los ingresos supera las previsiones presupuestarias.

Por último, desde el punto de vista financiero, el segundo trimestre se ha caracterizado por una transmisión gradual de las disminuciones de los tipos de interés de política monetaria a los tipos de interés de los activos y pasivos bancarios en España, que han alcanzado, especialmente en el caso de los créditos, niveles muy reducidos. En cambio, las rentabilidades a largo plazo han experimentado un repunte significativo, en línea con la situación del conjunto del área, lo que ha incrementado la pendiente de la curva de rendimientos. La holgura con la que ha venido desenvolviéndose la financiación bancaria en España ha seguido incentivando el endeudamiento de las familias y de las empresas no financieras, que ha crecido a un ritmo elevado, mientras que ha reducido el atractivo de los activos financieros líquidos en favor de otros activos que ofrecen más rentabilidad —y más riesgo— y de activos reales.

En concreto, la financiación a familias y empresas materializada en crédito bancario y valores de renta fija mantuvo en el segundo trimestre una tasa de expansión del 16 % en términos interanuales, similar a la registrada a finales de 1998 y significativamente superior al ritmo

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.

de crecimiento del gasto nominal de la economía (véase gráfico 4). Por otro lado, los activos financieros líquidos en poder de familias y empresas mostraron una tasa interanual inferior al 5 % al final del segundo trimestre, más en consonancia con la evolución de la actividad económica. Con la información de las cuentas financieras correspondientes al primer trimestre, se observa que el

ahorro financiero neto de las familias ha mantenido la tendencia de desaceleración iniciada en 1995, lo que resulta coherente con el fuerte crecimiento del crédito bancario a este sector. Esta evolución no afectó al ahorro financiero neto de la nación, en la medida en que el ahorro de las Administraciones Públicas aumentó y el de las empresas se mantuvo constante.



## 2. El entorno exterior de la zona del euro

A lo largo del segundo trimestre de 1999 se ha ido consolidando la mejoría de la situación económica mundial que ya empezó a atisbarse en los primeros meses del año. Entre los países industrializados, la prolongación de la etapa de crecimiento sostenido en Estados Unidos, el inicio de una nueva fase de reactivación en el Reino Unido y el aumento inesperado del PIB en Japón en el primer trimestre han sido las notas más relevantes. A su vez, la inflación ha permanecido en niveles bajos, a pesar de que en los mercados internacionales los precios del petróleo han continuado la trayectoria alcista que iniciaron en febrero.

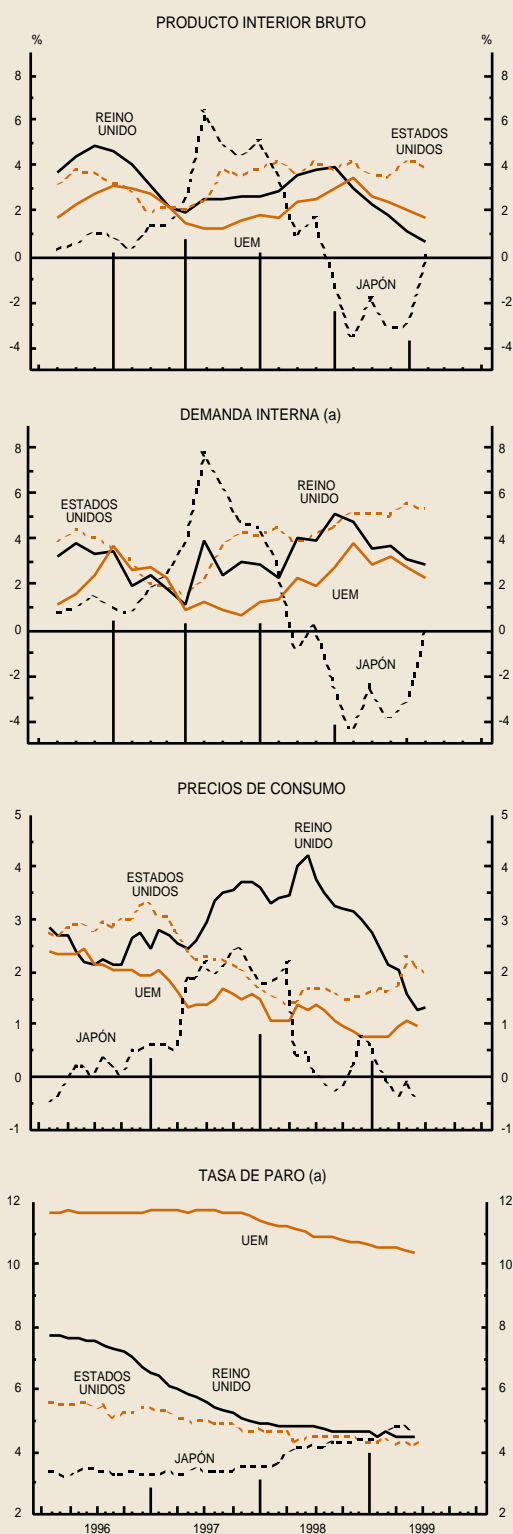
Por lo que respecta a la evolución de las economías con mercados emergentes, en los meses transcurridos de 1999 se ha confirmado el final de la crisis de los países del sudeste asiático, y algunos de ellos, como es el caso de Corea, están ya registrando tasas de crecimiento positivas. Asimismo, la situación económica de Rusia ha mostrado algunos signos de mejora en los últimos meses.

En Latinoamérica, el impacto derivado de la crisis padecida por Brasil sigue siendo el principal condicionante de la situación económica del área, si bien cabe señalar que sus efectos sobre los mercados financieros internacionales fueron menores de los esperados y que sus consecuencias se han circunscrito especialmente a los países del Mercosur. En este contexto, la recesión económica que está experimentando la economía brasileña está siendo menos intensa de la prevista, la inflación ha repuntado muy moderadamente tras la devaluación del real y las políticas de ajuste fiscales instrumentadas permiten anticipar el cumplimiento de los objetivos fiscales propuestos para este año. En cambio, Argentina es el país del área latinoamericana que está viéndose más afectado por la crisis brasileña, debido a la estrecha relación comercial que los une (el 30 % de las exportaciones argentinas se dirigen a Brasil). No obstante, en la medida que se vaya confirmando la recuperación de Brasil en los próximos meses, el efecto de arrastre que ejercerá sobre el área en general y sobre la economía argentina en particular podría mejorar las perspectivas económicas de la zona.

A lo largo del segundo trimestre, la economía de Estados Unidos ha seguido creciendo a un ritmo sostenido, similar al de los tres meses anteriores (4 % en tasa interanual). De acuerdo con los indicadores disponibles, la composición del crecimiento habría sido similar a la del primer trimestre, con una demanda interna muy dinámica (véase gráfico 5) y una contribución negativa del sector exterior. La pérdida de competitividad que supone la fuerte aprecia-

GRÁFICO 5

Principales indicadores macroeconómicos  
Tasas de variación



Fuentes: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

(a) Porcentaje de la población activa.

ción acumulada por el dólar —un 7 % entre enero y julio en términos efectivos reales frente al conjunto de países desarrollados— junto con la atonía de los mercados exteriores explican el comportamiento negativo de las exportaciones, lo que, unido a la mayor demanda de importaciones, está traduciéndose en un aumento continuado del déficit comercial y corriente desde comienzos de año. Así, el saldo negativo de la balanza comercial acumulado en los cinco primeros meses del año era un 30 % superior al correspondiente al mismo período de 1998.

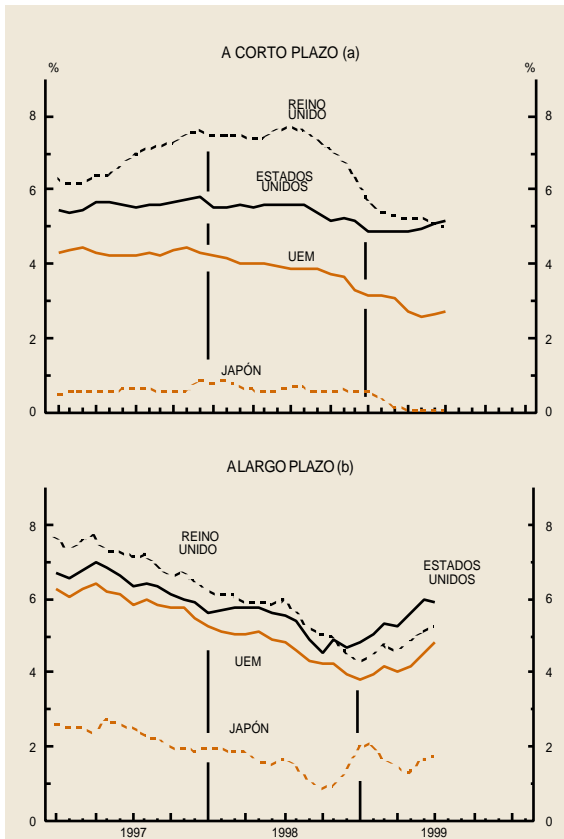
En el segundo trimestre, la tasa de paro se mantuvo entre el 4,2 % y 4,3 % de la población activa. Pese al fuerte ritmo de actividad, los precios de consumo siguieron creciendo a tasas muy moderadas. El repunte de la inflación en abril —hasta un 2,3 % en tasa interanual—, como consecuencia básicamente del incremento de los precios de los productos energéticos, no continuó en los dos meses posteriores. Así, en junio, los precios aumentaron un 2 % respecto al mismo mes del año anterior, tasa que se revisa hasta el 2,1 % si se excluyen del índice general los precios de la energía y de la alimentación.

En Japón, en el primer trimestre de 1999, el PIB creció un 0,1 % en tasa interanual (1,9 % respecto al trimestre anterior), claramente por encima de las previsiones. Este resultado, que ha supuesto una ruptura de la tendencia descendente que venía siguiendo la producción japonesa desde el cuarto trimestre de 1997, vino asociado a una sensible e inesperada mejora de la demanda interna, tanto por el lado del consumo privado —que aumentó un 0,8 % interanual— como de la inversión privada, cuyo ritmo de caída fue sustancialmente inferior al de trimestres anteriores. Los indicadores de actividad disponibles para el segundo trimestre no arrojan todavía una señal clara y robusta de que la reactivación económica haya continuado, si bien la producción industrial ha moderado su anterior ritmo de descenso, el sector de construcción parece haber tocado fondo y la última encuesta trimestral de expectativas empresariales apuntó una mejoría de las mismas para el conjunto de las grandes empresas manufactureras. Por su parte, la tasa de paro se redujo ligeramente, hasta el 4,6 %, en mayo, aunque el nivel de empleo ha continuado descendiendo. Los precios de consumo y los precios industriales han seguido creciendo a tasas negativas (−0,4 % y −3,4 % interanual en mayo, respectivamente), lo que indica la persistencia de presiones deflacionistas. En el sector exterior, la pérdida de competitividad que supuso la apreciación del yen en la segunda mitad de 1998 —un 25 % en términos reales entre agos-



GRÁFICO 6

**Tipos de interés**



Fuente: Banco de España.

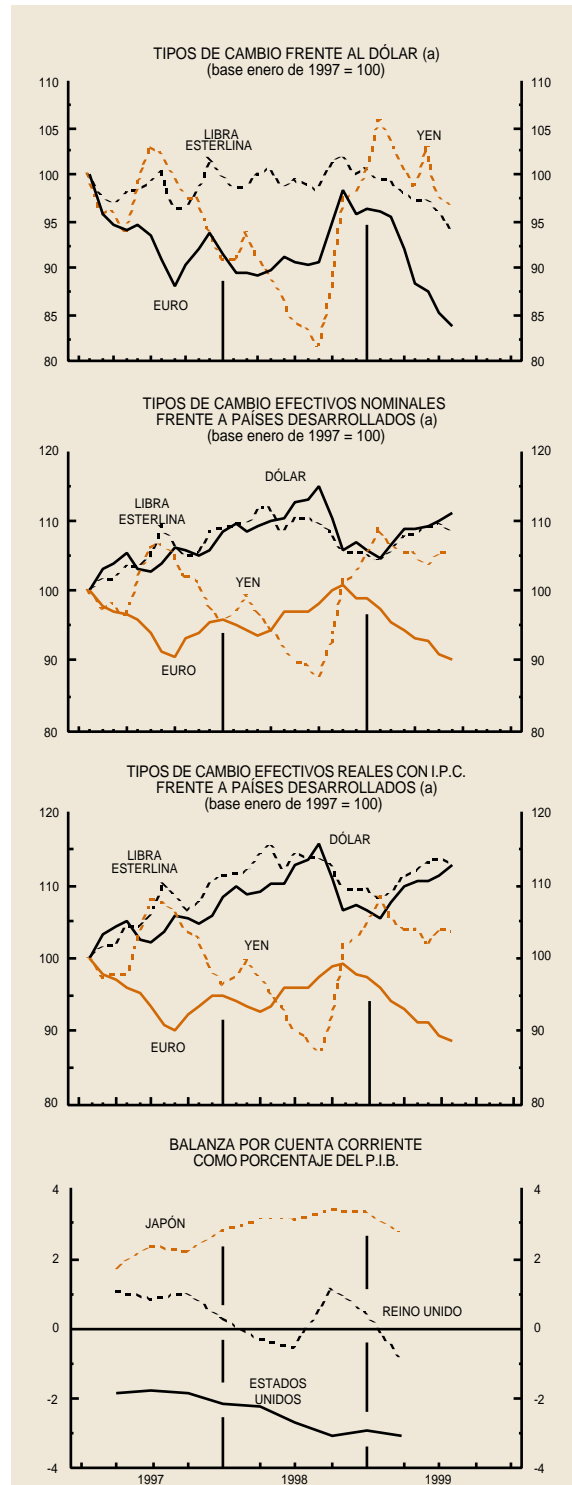
- (a) Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario. Unión Monetaria: hasta diciembre de 1998, media ponderada de los once países. En 1999: EURIBOR a tres meses.
- (b) Rendimientos de la deuda pública a diez años. Unión Monetaria: media ponderada de los once países.

to de 1998 y enero de 1999 frente al conjunto de países industrializados— se está reflejando en una reducción significativa de los excedentes comercial y corriente japonés.

Por lo que se refiere a las economías de la UE que no son actualmente miembros de la UEM, cabe señalar la senda de recuperación moderada y gradual del crecimiento económico que se perfila en el Reino Unido, a partir de la evolución positiva de los últimos indicadores de actividad disponibles. En el mercado de trabajo, el paro ha descendido hasta el 4,4 % de la población activa en junio. Esta evolución ha venido, además, acompañada por una clara moderación de la inflación: el incremento interanual de los precios al por menor, excluidos los pagos de intereses por hipotecas, fue un 2,2 % en junio (2,7 % en marzo), inferior al 2,5 % establecido como objetivo. El curso favorable de los salarios y la apreciación de la libra son algunos

GRÁFICO 7

**Tipos de cambio y balanzas por cuenta corriente**



Fuentes: Banco de España, BIS 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) El euro se corresponde, hasta 1999, con un indicador aproximado elaborado por el BIS a partir de los tipos de cambio efectivos de los países del área del euro.

de los factores que explican el descenso de la inflación en este país.

Respecto a las políticas económicas, la consolidación fiscal ha proseguido en las principales economías del área anglosajona. En Estados Unidos, el superávit federal, en mayo, se elevó a 24 mm de dólares y se prevé que al cierre del presente año fiscal dicho saldo positivo sea ligeramente superior al programado; la capacidad de financiación del conjunto de las Administraciones Públicas en 1999 se situaría, según distintas previsiones, entre el 1 % y el 2 % del PIB. En el Reino Unido, la consolidación de un mayor ritmo de crecimiento en los próximos meses podría ayudar a mantener, en 1999, un déficit público inferior al 1 % del PIB. Por el contrario, en Japón, las necesidades de financiación públicas para el año actual podrían situarse, en principio, en torno al 8 % del PIB, si bien la posibilidad de que se introduzca un nuevo paquete fiscal expansivo en el último trimestre del año podría elevar finalmente esa cifra.

Por lo que se refiere a la política monetaria, en Estados Unidos, la Reserva Federal elevó, el pasado 30 de junio, el tipo objetivo de los fondos federales en 25 puntos básicos, hasta el 5 %. Dicha medida fue presentada como una anticipación ante futuras tensiones inflacionistas, dado el elevado ritmo de crecimiento económico, el bajo nivel de la tasa de paro en el país y el aumento de los precios de las materias primas energéticas. No obstante, el incremento del tipo de interés oficial estuvo acompañado por el anuncio, por parte de la Reserva Federal, de mantener un sesgo neutral en la instrumentación de la política monetaria en los próximos meses, lo que ha contribuido a moderar las expectativas de aumentos adicionales de tipos en el futuro más inmediato. En cambio, el Banco de Inglaterra volvió a reducir su tipo básico el pasado 10 de junio (por cuarta vez desde comienzos de 1999) en un cuarto de punto, hasta el 5 %, dada la desaceleración de la tasa de inflación en los meses transcurridos del presente año. En Japón, finalmente, las autoridades monetarias han mantenido estables, y en niveles próximos a cero, los tipos oficiales de intervención.

En cuanto a los mercados monetarios y financieros, en Estados Unidos, el tipo de interés a tres meses aumentó ligeramente entre los meses de abril y julio (véase gráfico 6). El repunte de los tipos de interés a largo plazo en ese mismo período fue de mayor entidad, hasta situarse alrededor del 6 % desde mediados de junio. En el Reino Unido, por su parte, el descenso de los tipos de interés a corto plazo que siguió al nuevo recorte del tipo de interés oficial estuvo acompañado de un ligero incremento de los tipos a diez años, que se han colocado por encima del 5 %. Por último, en Japón, mientras que los tipos de interés a los plazos más cortos permanecían invariables y cercanos a cero, el rendimiento de la deuda pública a diez años ascendió de nuevo hasta el 1,7 %. En los mercados de valores, la tendencia general ha sido al alza, algo más acentuada en el caso de Japón, al hilo de los mejores datos económicos. En Estados Unidos, el comportamiento de los índices bursátiles ha sido algo más volátil y, desde mediados de mayo, han frenado, en cierta medida, la trayectoria alcista, aunque permanecen todavía en niveles muy elevados.

Finalmente, en los mercados cambiarios el dólar ha seguido apreciándose frente a las principales monedas (véase gráfico 7). Frente al euro, la moneda estadounidense se apreció un 5 % entre abril y julio (un 15 % desde comienzo de año), si bien, desde mediados de julio, el euro ha tendido a recuperar posiciones frente al dólar, de modo que en las dos últimas semanas de dicho mes cotizaba por encima de los 1,06 dólares por euro. Frente al yen, el dólar se apreció algo más de un 1 % entre abril y julio. No obstante, la fortaleza de la moneda japonesa, una vez conocido el aumento del PIB en el primer trimestre, ha ocasionado intervenciones en los mercados de cambios, no solo del Banco de Japón, sino, ocasionalmente, también del BCE y de la Reserva Federal, con el fin de evitar que un deterioro adicional de la competitividad merme las posibilidades de reactivación económica de Japón. Por último, entre abril y julio, el dólar se apreció frente a la libra esterlina cerca de un 3 %. En términos efectivos nominales frente al conjunto de países desarrollados, la apreciación del dólar en este período fue del 2 %.

### 3. La zona del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo

#### 3.1. Evolución económica

De acuerdo con la información disponible, en la primer mitad de 1999 la actividad económica de la zona del euro ha ido recuperándose, tras la desaceleración que se observó a lo largo de 1998. Este comportamiento obedece a la mejora paulatina de los principales mercados de exportación de la zona, sobre todo si se tiene en cuenta que la crisis de las economías emergentes fue una de las principales razones de la reducción del ritmo de producción de los países de la UEM. En el segundo trimestre, la tasa de paro del conjunto del área se redujo muy ligeramente y la inflación se situó nuevamente por debajo del 1 % en junio, a pesar del sesgo alcista inducido por el aumento de los precios de la energía.

Los datos de contabilidad nacional correspondientes al primer trimestre de 1999 (2) sugieren que la actividad económica del área inició un cambio de tendencia en dicho período. Así, aunque el crecimiento interanual del PIB (1,8 %) fue algo inferior al del trimestre anterior (2 %), la tasa de variación intertrimestral (0,5 %) superó en dos décimas a la del cuarto trimestre de 1998, rompiendo de esta forma la trayectoria bajista que venían mostrando estas tasas desde finales de 1997. El avance de la demanda interna fue el principal motor del crecimiento, y todos sus componentes registraron incrementos significativos. Así, en tasas interanuales, el consumo privado creció un 2,8 % y la formación bruta de capital fijo un 3,2 %. Por otro lado, la variación de existencias, después de haber alcanzado niveles muy elevados en 1998, redujo 0,8 puntos porcentuales el crecimiento del PIB (véase gráfico 8). Finalmente, la contribución de la demanda exterior neta siguió siendo negativa, aunque en una cuantía menor que en los trimestres previos. Las exportaciones crecieron un 0,4 % interanual, mientras que las importaciones aumentaron un 2,3 % (1,3 % y 4,6 % en el trimestre anterior, respectivamente).

Por lo que se refiere a los resultados individualizados de las economías de la zona del euro, en el primer trimestre de 1999 se redujo el grado de diacronía entre los seis países para los que se dispone información: la tasa de variación interanual más elevada de los PIB nacionales fue la de Finlandia (3,9 %), mientras que la más reducida correspondió a Alemania, (0,8 %). Cabe señalar que la mayor convergencia se ha alcanzado, sobre todo, por la recupera-

(2) La estimación del PIB de este trimestre combina criterios metodológicos mixtos según los países. La mayoría de ellos ha calculado sus cifras de acuerdo con los criterios del SEC 95, mientras que otros lo han hecho sobre la base todavía del SEC 79.

## Área del euro. Indicadores cualitativos

	1989-1998	1998	1998			1999		1999					
			II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN
<b>ENCUESTA MENSUAL (SALDOS DE RESPUESTAS):</b>													
Confianza industrial	-8	0	2	-1	-5	-10	-11	-8	-11	-12	-11	-11	-10
Valoración pedidos	-18	-4	-1	-4	-11	-19	-20	-15	-19	-22	-19	-20	-20
<i>Pedidos exteriores</i>	-20	-5	-3	-5	-15	-23	-24	-19	-24	-27	-24	-23	-24
Valoración stocks	11	8	7	8	10	14	14	13	14	14	14	14	13
Confianza construcción	-22	-19	-22	-13	-15	-9	-7	-9	-9	-9	-7	-8	-6
Valoración pedidos	-30	-25	-28	-19	-21	-17	-14	-19	-18	-15	-13	-16	-12
Confianza minoristas	-7	-2	-4	-1	-3	-3	-4	0	-4	-6	-1	-3	-9
Confianza consumidores	-14	-5	-5	-5	-2	0	-4	0	0	-1	-3	-4	-5
<b>Índice de sentimiento económico</b>													
<b>(base 1985 = 100)</b>	<b>101,2</b>	<b>104,0</b>	<b>104,9</b>	<b>104,4</b>	<b>103,7</b>	<b>104,1</b>	<b>103,9</b>	<b>104,4</b>	<b>104,1</b>	<b>103,9</b>	<b>104,1</b>	<b>103,8</b>	<b>103,8</b>
<b>ENCUESTA TRIMESTRAL:</b>													
Utilización cap. productiva (grado en %)	81,8	82,6	81,9	83,7	82,8	81,9	81,9						

Fuente: Comisión Europea.

ción que han registrado las economías que, como Alemania e Italia, habían sufrido con especial intensidad el impacto de la crisis internacional sobre su nivel de producción, habida cuenta de su mayor grado de exposición a la evolución de los mercados exteriores. No obstante, el incremento del PIB de estos dos países en el primer trimestre ha seguido siendo inferior al de la media del área.

Los indicadores relativos a la evolución de la actividad en la zona del euro durante el segundo trimestre tienden a corroborar que se está dando una recuperación. El indicador general de sentimiento económico del área que elabora la Comisión Europea, aunque descendió ligeramente en la media del segundo trimestre, ha tendido a estabilizarse y se mantiene en niveles históricamente elevados. Sin embargo, persiste una cierta dicotomía entre la confianza de empresarios y consumidores (véase cuadro 1). Por un lado, la confianza industrial ha mejorado respecto al mínimo alcanzado en marzo, en respuesta, en buena medida, a la recuperación de las carteras de pedidos, sobre todo los procedentes de los mercados exteriores. Asimismo, las expectativas de producción han venido creciendo desde febrero. También en el sector de la construcción el indicador de confianza ha tendido a repuntar ligeramente. Por otro lado, la confianza de los consumidores ha continuado disminuyendo, aunque se encuentra todavía en niveles históricamente elevados y las intenciones de compra han aumentado. En cualquier caso, otros indicadores de consumo (las ventas

de automóviles y las ventas minoristas, entre otros) siguen reflejando un crecimiento sostenido del mismo.

La información disponible para los países de la zona del euro apunta en la misma dirección, siendo especialmente relevantes la mejora del clima empresarial en Alemania y la revisión al alza de las previsiones oficiales del crecimiento del PIB para el conjunto del año en este país, que contribuye a reafirmar las perspectivas de reactivación en el área monetaria común en la segunda mitad del año. Asimismo, la recuperación que está experimentando el entorno exterior, unida a la ganancia de competitividad del euro frente a los países desarrollados desde comienzos de año —9 %—, favorecerá que la contribución del sector exterior al crecimiento del área vaya haciéndose menos negativa. La mayor incertidumbre para el crecimiento reside, en estos momentos, en si continuará o no en los próximos meses el ajuste de existencias observado en el primer trimestre, dados el carácter altamente volátil de las mismas y los problemas de medición que las rodean.

La evolución del mercado de trabajo en la zona continúa condicionada por la pérdida de vigor de la actividad en 1998. Así, el empleo viene creciendo a tasas descendentes desde mediados del año pasado, lo que impide que el desempleo se reduzca a mayor ritmo: entre marzo y mayo, la tasa de paro ha permanecido estabilizada en torno al 10,3 % de la población activa.

En cuanto a la situación de los precios, hay que destacar que a lo largo del segundo trimestre ha seguido manteniéndose la tónica de estabilidad, a pesar del aumento experimentado por los precios del petróleo —un 75 % desde febrero—. De este modo, el crecimiento interanual del IAPC del área, tras repuntar hasta el 1,1 % en abril, se ha situado en el 0,9 % en junio. Al explicar esta evolución, hay que considerar que, aunque los precios de los productos energéticos han experimentado un incremento muy significativo, su impacto alcista sobre el índice general se ha visto compensado por el descenso de los precios de los servicios y, muy especialmente, de los alimentos. Todo ello ha favorecido que el diferencial entre la inflación de los servicios y la de los bienes se haya reducido desde 1,4 puntos porcentuales en enero hasta 0,9 puntos en junio (véase gráfico 9).

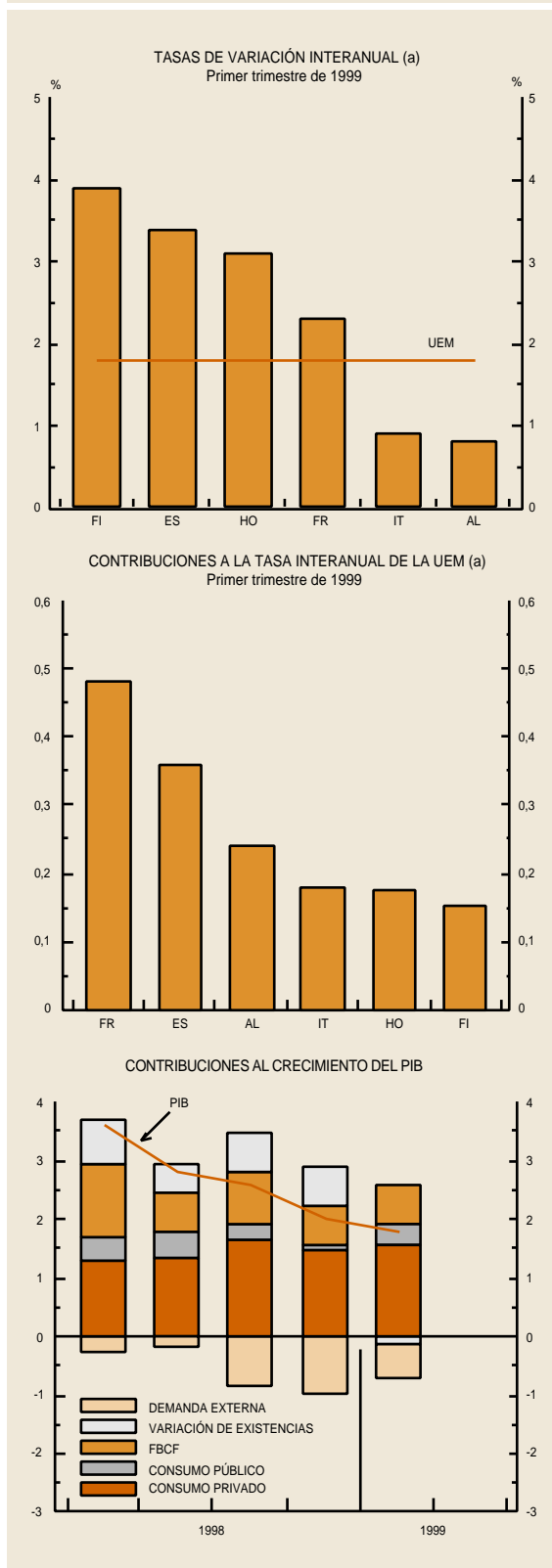
Por países, la convergencia entre las tasas de inflación nacionales ha aumentado, según corrobora el que el grado de dispersión de las mismas, medido por la diferencia entre los valores máximo y mínimo, haya pasado de 2,3 puntos porcentuales en enero a 1,9 puntos porcentuales en junio. Sin embargo, si se analizan las diferencias entre las tasas de crecimiento nacionales de los precios de los servicios —el componente más inflacionista del IAPC en todos los países—, los resultados son muy distintos, observándose que, entre enero y junio, dicho diferencial se ha ampliado en 0,6 puntos porcentuales.

En el futuro próximo, existen ciertos riesgos de que la evolución de la inflación del conjunto del área pueda verse sesgada al alza, aunque sin poner en peligro la estabilidad de precios. Tales riesgos están asociados a la evolución de los precios del petróleo, que, tras una ligera corrección en mayo, han crecido muy significativamente en las últimas semanas y parece poco probable que puedan reducirse sustancialmente en lo que resta de año; al comportamiento de los precios de las materias primas no energéticas, que han mostrado, asimismo, una cierta tendencia alcista; a que las revisiones salariales acordadas a primeros de año en algunos países no se vean compensadas por incrementos de productividad y se trasladan a los precios finales; y, por último, a la depreciación acumulada por el euro desde principios de año.

Desde el mes de mayo, el BCE publica las cuentas exteriores del conjunto del área. Así, según datos todavía provisionales, en los cinco primeros meses de 1999 el superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro ascendió a 18,5 mm de euros (19,4 mm en el mismo período de 1998). En ese mismo período, el saldo de la balanza comercial fue de

GRÁFICO 8

PIB en la UEM

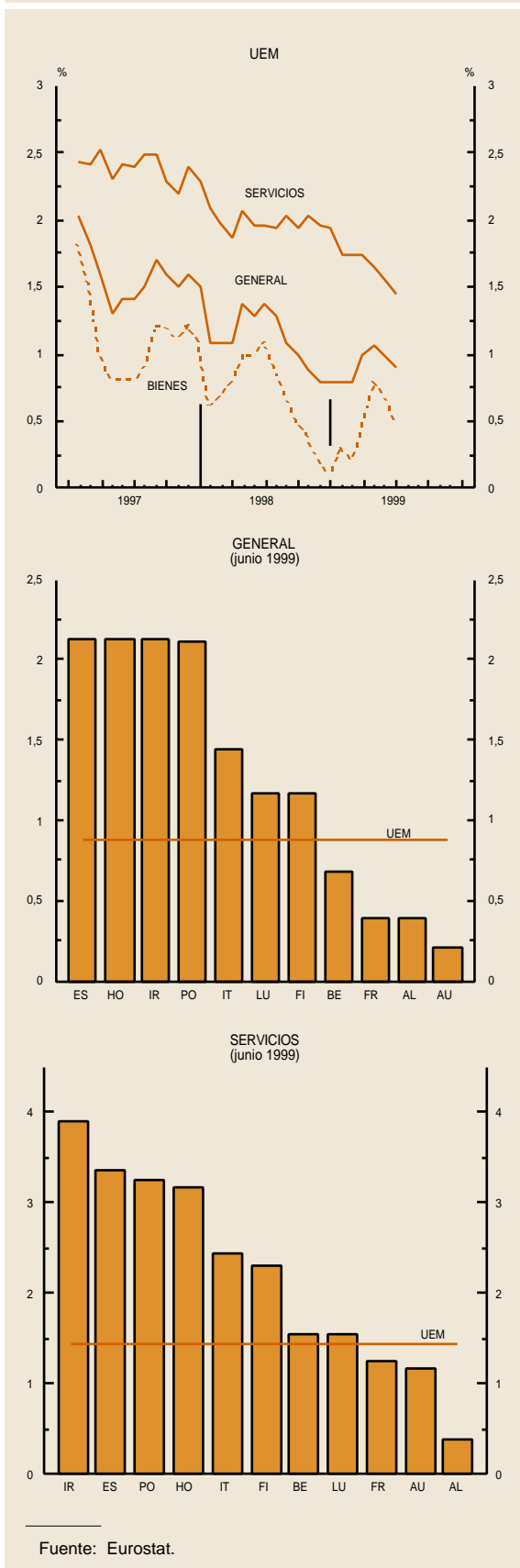


Fuente: Eurostat.

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

GRÁFICO 9

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



34,1 mm de euros, 9,5 mm inferior al registrado en 1998. En la balanza de servicios, los pagos fueron superiores a los cobros en 3,5 mm de euros; asimismo, la balanza de rentas y la de transferencias tuvieron saldos deficitarios (1,1 y 11,1 mm de euros, respectivamente).

En el ámbito presupuestario, en el conjunto del área no se esperan progresos adicionales en el proceso de consolidación presupuestaria en 1999, particularmente si se tiene en cuenta que las cifras definitivas de 1998 mostraron unos resultados mejores que los previstos (véase cuadro 2). Según las estimaciones disponibles, el saldo ajustado por el ciclo se mantendría inalterado en relación con 1998, mientras que el déficit observado registraría una ligera disminución, que sería el resultado, principalmente, de una caída en la carga de intereses. Asimismo, cabe señalar que la composición del crecimiento del producto observada en los meses transcurridos de 1999 resulta favorable para la recaudación impositiva, en particular la fortaleza del consumo privado. En todo caso, esta valoración agregada oculta situaciones diversas en los países del área, tal y como se observa en el cuadro 2.

Por lo que se refiere a la programación fiscal de los próximos años, dos países, Alemania e Italia, han hecho públicos sus planes a medio plazo. El gobierno alemán ha presentado las líneas maestras del presupuesto federal para el año 2000 y de su estrategia fiscal hasta el año 2003. Las autoridades contemplan un amplio catálogo de medidas, pendiente todavía de detalles adicionales. Para el próximo año, se ha anunciado una disminución del gasto federal en un 1,5 %, que compensaría la prevista reducción de la presión fiscal, situando el déficit federal en el 1,2 % del PIB. El gobierno italiano, por su parte, ha reafirmado, a través del Documento de Programación Económico-Financiera para el período 2000-2003, los objetivos de déficit para los dos próximos años contenidos en el Programa de Estabilidad, aunque se alcanzarían con un superávit primario inferior en medio punto porcentual del PIB, aproximadamente. Para el año 2003 se contempla alcanzar el equilibrio presupuestario, principalmente mediante el control del gasto primario corriente.

En un marco en el que la política fiscal está orientada a la consecución de objetivos de medio plazo —mediante posiciones próximas al equilibrio presupuestario en condiciones cíclicas neutras—, la mayor o menor lejanía respecto a estos objetivos condiciona las posibilidades de un uso contracíclico de la política fiscal. Además, las posiciones de los distintos países en el ciclo económico difieren entre sí. Para los que se encuentran más avanzados en



CUADRO 2

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

	1994	1995	1996	1997	1998	1999 (b)
Bélgica	-4,9	-4,0	-3,1	-1,9	-1,3	-1,3
Alemania	-2,6	-3,3	-3,4	-2,7	-2,1	-2,0
España	-6,2	-7,1	-4,5	-2,6	-1,8	-1,6
Francia	-5,8	-4,9	-4,1	-3,0	-2,9	-2,3
Irlanda	-1,5	-2,1	-0,3	1,1	2,3	1,7
Italia	-9,2	-7,7	-6,6	-2,7	-2,7	-2,0
Luxemburgo	2,7	1,8	2,8	2,9	2,1	1,1
Países Bajos	-3,8	-4,0	-2,0	-0,9	-0,9	-1,3
Austria	-5,0	-5,1	-3,7	-1,9	-2,1	-2,0
Portugal	-6,0	-5,7	-3,3	-2,5	-2,3	-2,0
Finlandia	-6,6	-4,6	-3,1	-1,2	1,0	2,4
<b>PRO MEMORIA:</b>						
<b>UEM</b>						
Saldo primario (a)	0,3	0,7	1,3	2,5	2,4	
Saldo total (a)	-5,1	-5,0	-4,1	-2,5	-2,1	
Deuda pública	70,8	74,8	76,1	75,4	73,6	

Fuente: BCE (hasta 1998).

(a) Déficit (-) / superávit (+).

(b) Programas de estabilidad y convergencia nacionales.

el mismo, ambas consideraciones hacen aconsejable la adopción de una orientación especialmente restrictiva de la política fiscal, a fin de evitar el afloramiento de tensiones inflacionistas y de consolidar los progresos realizados hacia los objetivos de medio plazo. Por el contrario, en los países en los que la desaceleración de la actividad económica se ha manifestado con una mayor intensidad —que tienden a coincidir con los que mantienen una posición estructural más desfavorable—, no existe apenas margen para que los estabilizadores automáticos contribuyan al sostenimiento de la actividad.

### 3.2. Evolución monetaria y financiera

Durante el segundo trimestre de 1999 las condiciones monetarias y financieras en la zona del euro mantuvieron, en general, un carácter acomodante, en un marco de perspectivas de crecimiento relativamente débil en la zona, sin riesgos significativos para la estabilidad de precios. Sin embargo, hay que señalar que la configuración de estas condiciones registró cambios significativos a lo largo del período considerado.

Como se señaló en el anterior «Informe trimestral», a comienzos de año la situación económica de la zona del euro se caracterizaba por unas expectativas de crecimiento relativamente pesimistas y por una tasa de inflación muy reducida. En este contexto, el Consejo de

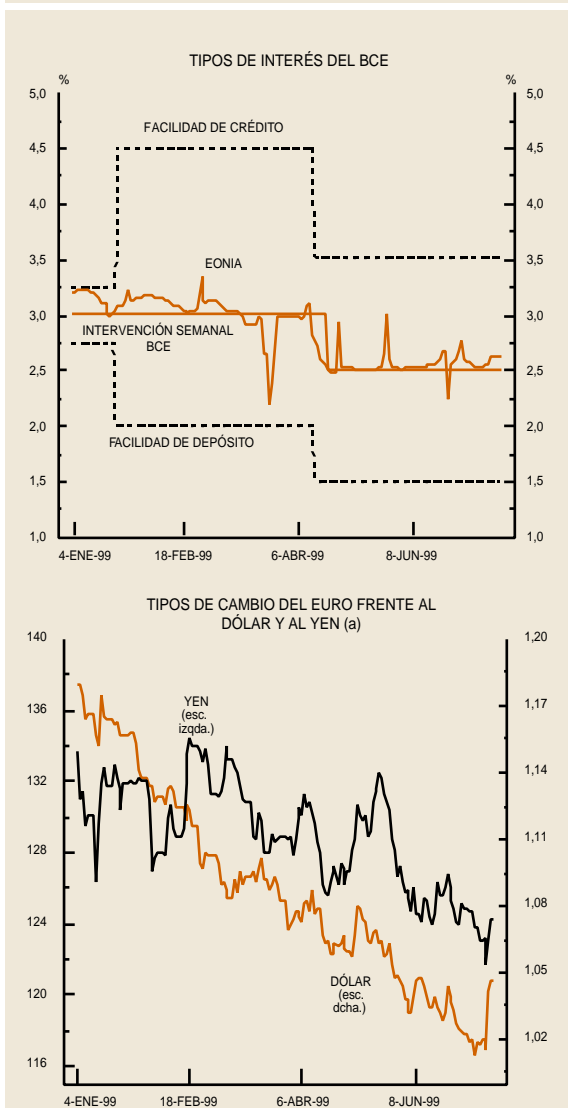
Gobierno del BCE, en su reunión del 8 de abril, decidió reducir en 50 puntos básicos el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, hasta el 2,5 %, disminuyendo, simultáneamente, los tipos de las facilidades permanentes de crédito y de depósito hasta el 3,5 % y el 1,5 %, respectivamente, desde el 4,5 % y 2,5 % (véase gráfico 10). Este recorte en los tipos oficiales del Eurosistema fue superior al previsto por parte de los mercados y dio lugar, en abril, a disminuciones de los tipos de interés a lo largo de toda la curva de rendimientos.

El entorno exterior en el segundo trimestre estuvo presidido por las expectativas de elevación del tipo de interés de la Reserva Federal, que, según se ha mencionado previamente en este Informe, se materializaron finalmente el 30 de junio. Por otro lado, en el ámbito de la UEM se vislumbraron ciertos signos de recuperación en el ritmo de actividad a partir del mes de mayo. Estos factores propiciaron, a partir de dicho mes, movimientos al alza en los tipos de interés de la UEM, que fueron más intensos en los plazos más largos, con lo que estos se situaron en niveles superiores a los mantenidos a finales de 1998.

En relación con los tipos de interés a plazos más cortos, los tipos de los depósitos interbancarios experimentaron incrementos a partir del plazo de seis meses (véase gráfico 11). Con la última información disponible, el EURIBOR a seis meses se situaba, el 20 de julio, en torno

GRÁFICO 10

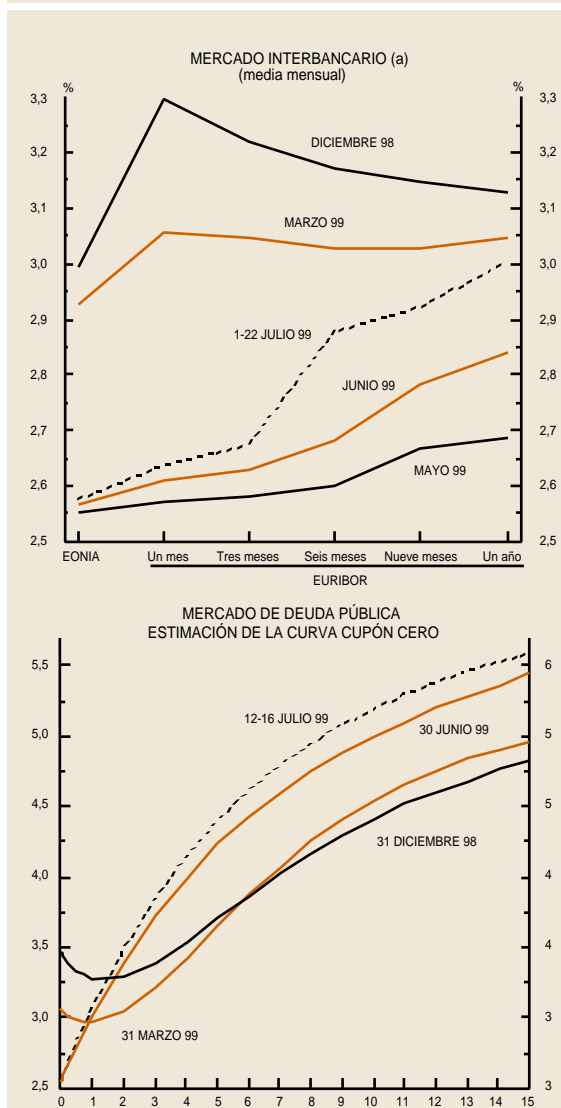
**Tipos de interés del BCE y tipos de cambio del euro**



Fuentes: Banco de España y BCE.  
(a) Tipo de cambio dólar/euro y yen/euro.

GRÁFICO 11

**Zona del euro  
Curva de rendimiento por plazos**



Fuentes: Banco de España y BCE.  
(a) En diciembre de 1998, media de los tipos de interés interbancarios de los países de la zona del euro.

a 35 puntos básicos por encima del nivel medio alcanzado en mayo, mientras que en el caso del EURIBOR a doce meses el aumento era de 41 puntos básicos. En consecuencia, la pendiente de la curva EURIBOR ha aumentado significativamente en las últimas semanas, pasando la diferencia entre el EURIBOR a doce meses y a un mes, de 11 puntos básicos en mayo, a 23 puntos básicos en junio y a 43 puntos básicos el 20 de julio. En cambio, los tipos de los depósitos interbancarios a tres meses y a plazos inferiores apenas han registrado cambios en el mismo período.

Por su parte, los tipos de interés a más largo plazo también experimentaron ascensos significativos en los últimos meses. En este caso, los primeros incrementos comenzaron a constatar-se en los primeros meses del año, de forma que ya en febrero y marzo tuvieron lugar aumentos en los tipos de los bonos a diez años respecto al nivel mínimo, inferior al 4 %, observado en enero. En todo caso, esa evolución se intensificó a partir de mayo, y, en la actualidad, los tipos se sitúan en torno al 5 %, lo que supone más de un punto porcentual por encima de los valores a comienzos de 1999. Como consecuencia de estos movimientos, los diferenciales

de tipos de interés a largo plazo frente a Estados Unidos tendieron a reducirse, sobre todo a partir del 30 de junio, fecha en la que la Reserva Federal decidió aumentar su tipo de intervención y los tipos de interés a largo plazo estadounidense tendieron a moderar su trayectoria alcista. Así, el diferencial entre Estados Unidos y la zona del euro disminuyó en la primera parte de julio hasta niveles en torno a los 115 puntos básicos, tras haberse situado por encima de los 140 puntos básicos durante los meses de mayo y junio.

Inicialmente, los movimientos al alza en los tipos de interés de la zona del euro y la disminución del diferencial a largo plazo con la deuda de Estados Unidos no frenaron la tendencia a la depreciación del euro frente al dólar durante el segundo trimestre, en el que el tipo de cambio del euro se debilitó alrededor de un 5 % frente a la divisa estadounidense, hasta alcanzar una depreciación acumulada del 12 % respecto a la cotización media mantenida en el mes de enero. Sin embargo, a mediados de julio el tipo de cambio del euro se estabilizó, para iniciar, después, un proceso de apreciación, que se mantenía a la fecha de cierre de este Informe (véase gráfico 10).

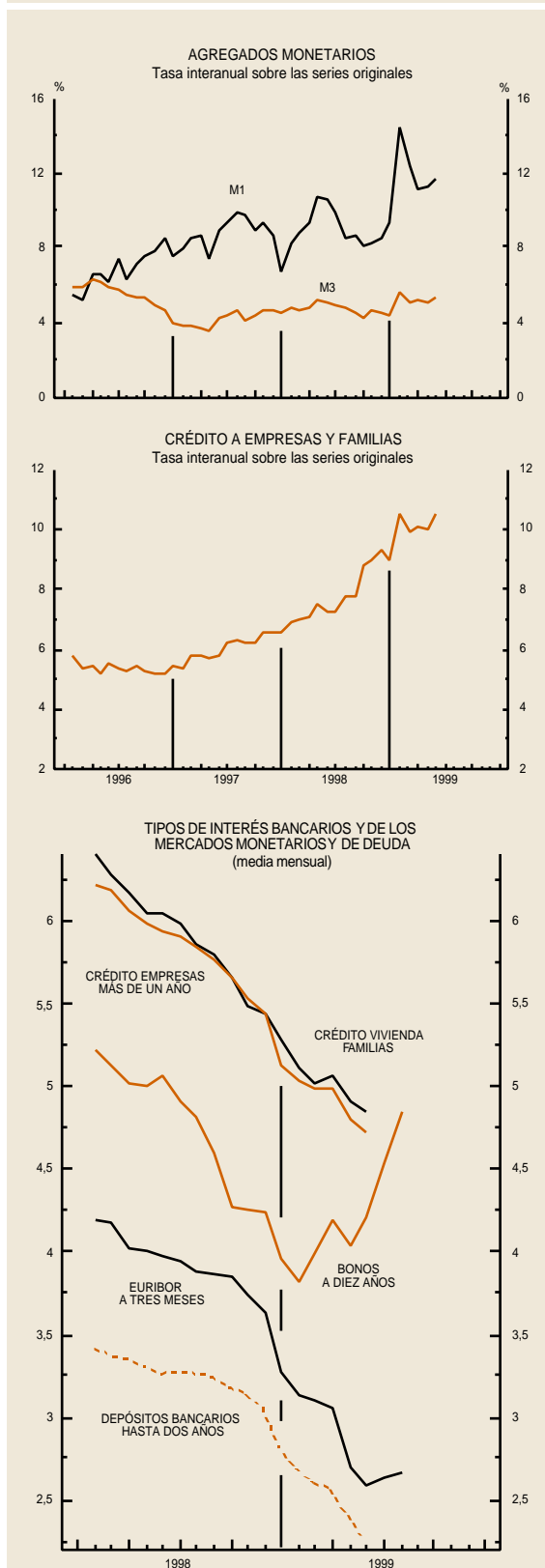
Por lo que respecta a los tipos de interés bancarios, la parte inferior del gráfico 12 muestra que, hasta el mes de mayo, los tipos de interés de los créditos bancarios a empresas y a familias han seguido descendiendo, reflejando con cierto retraso la disminución de los tipos de interés de mercado que tuvo lugar en trimestres anteriores.

Pese al aumento de los tipos de interés a largo plazo en el segundo trimestre, los mercados de renta variable de la zona del euro registraron, como el resto de las bolsas internacionales, una cierta mejoría, como consecuencia de las más favorables perspectivas económicas en la zona. Así, el índice *Dow Jones EURO STOXX* amplio experimentó, desde el mes de marzo y hasta el 15 de julio, un aumento en torno al 8,5 %, al tiempo que ha disminuido su volatilidad respecto al patrón exhibido en meses anteriores.

Las mejores perspectivas económicas y los reducidos niveles de los tipos de interés a corto plazo también se han reflejado en la evolución de los agregados monetarios y crediticios, que, con información hasta el mes de mayo, han presentado un comportamiento relativamente expansivo (véase gráfico 12). El agregado monetario de referencia (M3) registró crecimientos interanuales en torno al 5 % en abril y mayo, y su media móvil en los últimos tres meses se situó en el 5,2 %. Esta evolución se debió, fundamentalmente, al fuerte crecimiento de la demanda de los depósitos a la vista, que, tras

GRÁFICO 12

**Agregados monetarios y crediticios y tipos de interés en la zona del euro**



Fuentes: Banco de España y BCE.

la desaceleración mostrada en marzo, volvieron a dar muestras de un renovado dinamismo en abril y mayo. Así, M1 mostró crecimientos interanuales superiores al 11 % en estos dos meses. Entre el resto de activos financieros incluidos en M3, solo la demanda de participaciones en fondos del mercado monetario presentó una gran fortaleza, con un crecimiento interanual en torno al 15 % en el mes de mayo.

Respecto a las contrapartidas de M3, se mantuvo el elevado crecimiento de la financiación a los sectores residentes en la zona del euro, que alcanzó casi el 8 %, en términos interanuales, en mayo. Esta evolución siguió reflejando la fuerte expansión de la financiación a empresas no financieras y familias, que registró un crecimiento interanual del 10,5 % en mayo, y un crecimiento muy moderado de la financiación a las Administraciones Públicas (1,2 %). Por su parte, los pasivos a más largo plazo no incluidos en M3 mostraron, en general, un comportamiento bastante estable, con un crecimiento interanual en torno al 5 %. La diferencia entre, por un lado, el crecimiento del crédito y, por otro, de M3 y otros pasivos se financió mediante una disminución de la posición acreedora neta de las IFM frente al exterior.

En cuanto a la instrumentación de la política monetaria durante el segundo trimestre, la liquidez proporcionada por el Eurosistema a través de las operaciones principales de financiación (75 % del total) y de las operaciones a más largo plazo (25 % del total) hizo posible que el tipo de interés interbancario a un día, EONIA, se mantuviera en niveles entre el 2,5 % y el 2,6 %, alrededor de 30 puntos básicos por debajo de los niveles medios mantenidos en el mes de marzo. Los porcentajes de prorrateo aplicados por el Eurosistema en las subastas de las operaciones principales de financiación continuaron siendo muy pequeños a lo largo del segundo trimestre y, en especial, en las últimas semanas, en las que el porcentaje de adjudicación ha variado entre el 4 % y el 7 %. La liquidez neta proporcionada por el Eurosistema en los períodos de mantenimiento tercero, cuarto y quinto, correspondientes al segundo trimestre, se elevó a 175,5, 167 y 176,7 mm de euros, respectivamente, que fue suficiente para cubrir las necesidades de liquidez de las entidades por coeficiente de caja y el efecto de los factores autónomos. Estos factores supusieron, en media, un drenaje neto de liquidez de 74,4, 65,8 y 74,8 mm de euros, respectivamente.

## 4. La economía española

### 4.1. Demanda

Como ya se señaló en el epígrafe de Rasgos básicos, con la publicación de los datos provisionales de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del primer trimestre de 1999, el INE ha realizado el cambio a la nueva base CNE 95, que incorpora la metodología SEC 95. Los nuevos datos presentan modificaciones significativas en la evolución de algunos agregados económicos. En concreto, la nueva información revela un crecimiento mucho más pronunciado de la demanda nacional en el segundo semestre de 1998 que el estimado con anterioridad. En términos del PIB, sin embargo, se sigue observando el perfil de suave desaceleración desde mediados del pasado año, que recogía la anterior contabilidad, ya que la demanda exterior neta ha pasado a tener una aportación mucho más negativa desde el tercer trimestre de 1998.

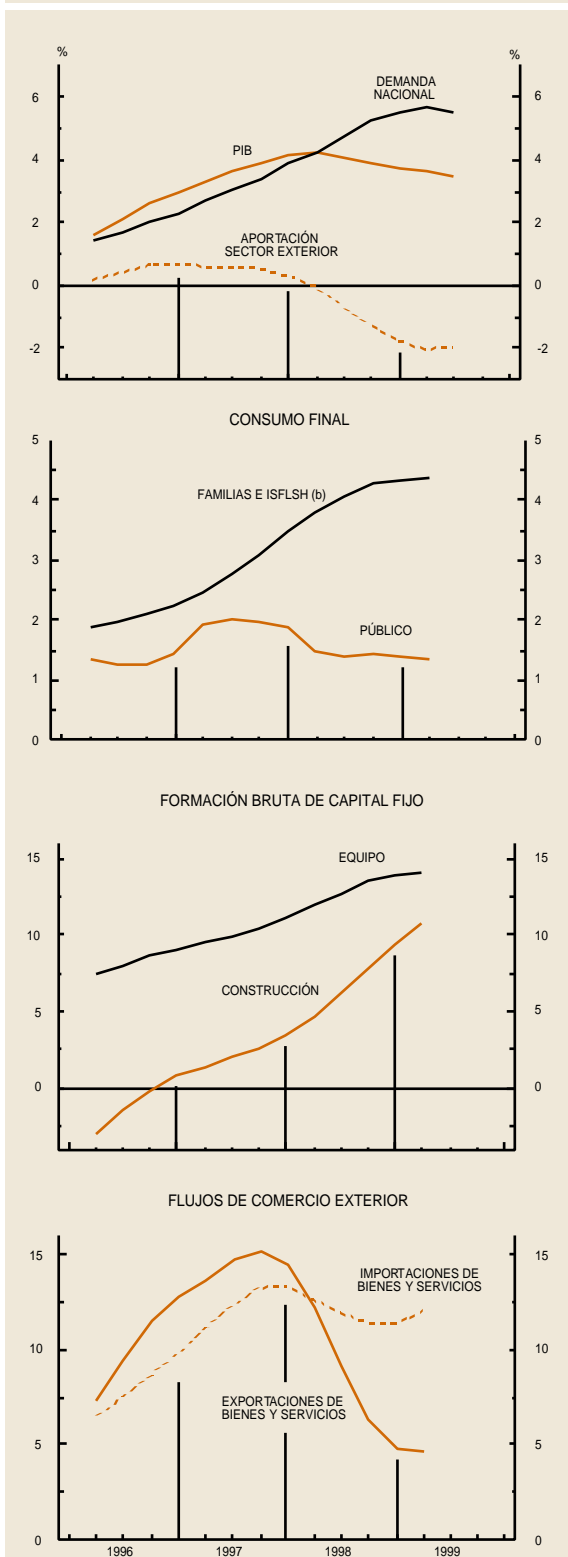
Según esta nueva información, la demanda nacional experimentó un crecimiento real interanual del 5,7 % en el primer trimestre (3) de 1999, ligeramente por encima del valor registrando en el cuarto trimestre de 1998, año en el que alcanzó un crecimiento medio del 5 % (véase gráfico 13). Todos los componentes de la demanda nacional, excepto el gasto en consumo final de las AAPP, intensificaron sus tasas de aumento en el primer trimestre de 1999. Destaca la aceleración que experimentó el gasto en construcción, mientras que el gasto en consumo final de los hogares y la inversión en equipo registraron tasas de aumento una décima superior a las del trimestre precedente. Por su parte, la demanda exterior neta amplió su carácter contractivo en el primer trimestre del año, restando dos puntos porcentuales al crecimiento real del producto. Este resultado refleja la aceleración de las importaciones, en línea con la fortaleza de la demanda interna, y un debilitamiento adicional de las exportaciones.

La información coyuntural disponible para el segundo trimestre de 1999 indica que el proceso de aceleración que venía registrando la demanda nacional, en términos de tasas interanuales, no ha continuado. De hecho, se estima que este agregado macroeconómico registró en ese período una tasa de crecimiento ligeramente inferior a la observada en el primer trimestre del año, ya que tanto el gasto en consumo final nacional como la formación bruta de capital se desaceleraron, aunque volvieron a registrar tasas de aumento real elevadas. Por su parte,

(3) Salvo indicación en contrario, las tasas de variación de la CNTR a las que se haga referencia en este epígrafe son las definidas en términos de ciclo-tendencia; el INE también publica datos brutos y desestacionalizados.

GRÁFICO 13

Principales agregados macroeconómicos (a)



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

con la información parcial disponible en este momento, se estima que la aportación negativa de la demanda externa al crecimiento real del producto se habría mantenido en torno a los niveles del primer trimestre, como consecuencia de un avance todavía muy reducido de las exportaciones, mientras que las importaciones siguieron impulsadas por la fortaleza que conserva la demanda final de la economía.

La última información coyuntural recibida de los indicadores de consumo señala que, durante el segundo trimestre del año, este agregado mantuvo un patrón de comportamiento próximo al del trimestre anterior, aunque inició una ligera tendencia a la desaceleración. En el gráfico 14 se observa que, aunque el índice de disponibilidades de bienes y servicios, calculado con información todavía escasa, ha tendido a estabilizar su tasa de crecimiento, en relación con la registrada el trimestre anterior, el componente de bienes ha moderado su ritmo de avance en el segundo trimestre del año, como consecuencia de la pérdida de tono del componente alimenticio y del agregado de bienes de consumo duradero. La desaceleración de este último componente ha venido determinada por el conjunto de bienes duraderos distintos de los destinados al transporte privado, en tanto que la compra de vehículos mantiene un gran dinamismo. En efecto, el tono expansivo de las disponibilidades de bienes de transporte es compartido por el indicador de matriculaciones de vehículos automóviles destinadas al consumo, que ha experimentado un avance adicional en el segundo trimestre. Por otra parte, el índice de ventas del comercio al por menor registró un crecimiento interanual del 0,5 %, en términos reales, en el conjunto de los meses de abril y mayo, con respecto al mismo período del año anterior, muy por debajo del 3,2 % observado en el primer trimestre. No obstante, esta desaceleración no ha sido confirmada por el indicador de opiniones del comercio minorista, cuya mejora en el segundo trimestre se ha sustentado en una evolución más optimista de la situación contemporánea de este tipo de negocios.

Dado que todavía no están disponibles las cuentas sectoriales estimadas en el marco de la CNE 95, resulta especialmente complejo aproximar la evolución de la renta disponible de las familias para el año 1999. No obstante, los indicadores referidos a algunos de los componentes de este agregado confirman que la renta ha seguido registrando altas tasas de crecimiento, ya que al avance todavía importante de la remuneración de asalariados —a pesar de la suave desaceleración del empleo— se ha añadido el efecto expansivo procedente de la reforma del IRPF. El resto de factores determinantes del consumo privado —riqueza y tipos de interés—



también respaldaría un comportamiento dinámico del gasto, ya que su evolución favorable a lo largo de 1998 y los retrasos con los que actúan estas variables sobre las decisiones de las familias suponen un estímulo adicional al crecimiento del consumo en 1999. El optimismo que continúa caracterizando a las expectativas de los hogares favorece, asimismo, la materialización de las decisiones de gasto. En efecto, aunque el indicador de confianza de los consumidores ha mostrado un ligero descenso en el segundo trimestre, su nivel sigue siendo positivo y elevado. La ligera caída del indicador ha sido consecuencia de las opiniones sobre la situación del país, tanto actual como futura, mientras que el resto de componentes que lo integran tuvo un comportamiento más estable. No obstante, cabe destacar también el reciente empeoramiento de las expectativas sobre precios y empleo, que podrían estimular el ahorro de los hogares por motivo de precaución.

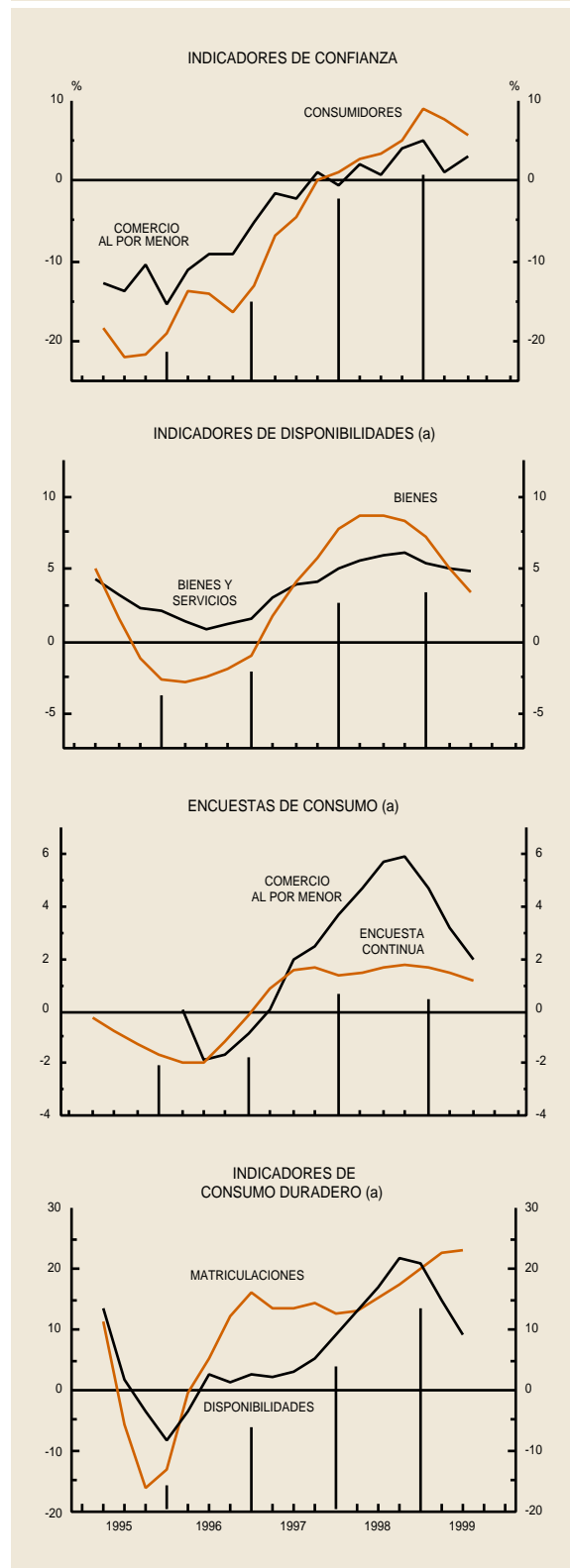
Según las estimaciones de la CNTR, el gasto en consumo final de las Administraciones Públicas registró un incremento interanual del 1,4 %, en términos reales, durante el primer trimestre de 1999, en línea con el tono de moderación manifestado a lo largo de 1998. Este ritmo de crecimiento se mantuvo prácticamente estabilizado durante el segundo trimestre de 1999, debido a la evolución de la remuneración de los asalariados de las Administraciones Públicas. Por el contrario, las compras netas de bienes y servicios y el consumo de capital fijo del sector público mostraron tasas de crecimiento algo más elevadas.

La formación bruta de capital fijo registró un incremento interanual, en términos reales, del 11,9 % en el primer trimestre de 1999, que prolonga la aceleración experimentada por este agregado desde 1996. Dicha aceleración vino apoyada en el fuerte dinamismo del gasto en construcción y en el elevado crecimiento de la inversión en bienes de equipo. En el segundo trimestre del año, la información coyuntural disponible señala que este componente de la demanda podría haber registrado una tasa de aumento algo inferior a la del trimestre anterior, debido, fundamentalmente, a la evolución estimada para la inversión en bienes de equipo.

Entre los indicadores disponibles referidos al comportamiento de la inversión en equipo en el segundo trimestre del año, cabe citar el índice de disponibilidades, que se desaceleró en abril, arrastrado por el menor crecimiento de la producción interior de este tipo de bienes, mientras que las importaciones intensificaron su dinamismo hasta alcanzar un incremento del 26,3 % en los cuatro primeros meses del año (véase el gráfico 14). Por componentes, tanto

GRÁFICO 14

Indicadores de consumo privado

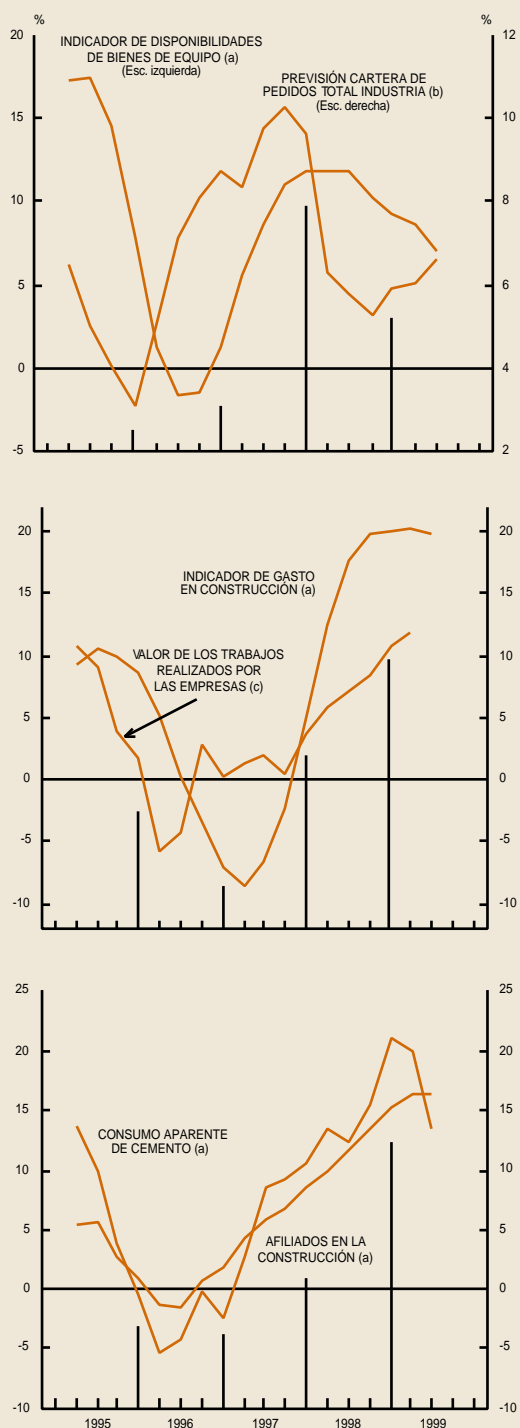


Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Dirección General de Trabajo y Banco de España.

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

GRÁFICO 15

**Indicadores de formación bruta de capital fijo**



Fuentes: Ministerio de Industria y Energía, Oficemen, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, 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 de la construcción. Tasas interanuales sobre la serie original.

las disponibilidades de material de transporte como las del resto de bienes de equipo han compartido el perfil de desaceleración del índice agregado, aunque el material de transporte se ha situado en ritmos de crecimiento comparativamente más elevados. No obstante, según la encuesta de coyuntura industrial publicada por el MINER, la previsión de cartera de pedidos del total de la industria ha mantenido en abril y mayo la tendencia alcista que inició a mediados de 1998, y el indicador de clima industrial en el sector de bienes de equipo ha mejorado tras el deterioro registrado en el primer trimestre del año (véase gráfico 15).

La ligera moderación del proceso inversor en el segundo trimestre de 1999 estaría relacionada con la ralentización experimentada por la demanda final, ya que los restantes determinantes básicos de la inversión productiva han conservado la buena situación de trimestres precedentes. De acuerdo con los datos de la CBT, en el primer trimestre de 1999 la cuenta de resultados de las empresas no financieras continuó beneficiándose de las reducciones de los tipos de interés que tuvieron lugar en los trimestres previos, aunque de forma cada vez menos intensa, y las rentabilidades, tanto las del activo neto como las de los recursos propios, se mantuvieron en niveles considerablemente altos. La mejora en las fuentes de financiación propias, reflejo del aumento de beneficios, y las buenas condiciones en que las empresas pueden apelar a la financiación ajena han sostenido el vigor de la actividad inversora. Según datos referidos al sector industrial, la finalidad prioritaria de la inversión está siendo el incremento de la capacidad productiva instalada, cuyo grado de utilización se mantiene en niveles elevados; la mejora de los rendimientos de los procesos de producción también figura como una finalidad importante de la inversión, según manifiestan los empresarios en la encuesta semestral de inversión realizada en el otoño de 1998.

La CNTR muestra que la inversión en construcción continuó ganando impulso durante el primer trimestre de 1999, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 10,7 %, siendo el componente de la demanda nacional que registró una aceleración más intensa en ese período. La información proporcionada por los indicadores de construcción durante el segundo trimestre indica que, si bien estos mantienen tasas de crecimiento muy elevadas, el proceso de aceleración ha tendido a detenerse.

Entre los indicadores contemporáneos de construcción, el dinamismo del consumo aparente de cemento, que registró un crecimiento interanual del 17,7 % entre los meses de abril y

junio, frente al 19,3 % observado durante el primer trimestre, es compatible con una desaceleración tendencial, como se recoge en el gráfico 14. Por su parte, el número de afiliados a la Seguridad Social en la actividad constructora mantuvo su pujanza en los meses de abril y mayo, con un crecimiento medio interanual del 16,5 %, muy próximo al 16,3 % del primer trimestre de 1999. En línea con este comportamiento del empleo, el paro registrado en la construcción experimentó una caída media interanual del 22,3 % durante esos meses, de nuevo similar al 22,9 % del trimestre anterior. Por último, el indicador de clima industrial en la construcción, publicado por la Comisión Europea con información hasta junio, ha mostrado un debilitamiento en los últimos meses.

Una valoración alternativa del comportamiento de la inversión en construcción durante el segundo trimestre puede obtenerse a partir de la evolución de los indicadores adelantados durante los trimestres anteriores. En este sentido, la licitación oficial, contabilizada por su fecha de publicación en el BOE, creció un 29 % durante el segundo semestre de 1998. Sin embargo, los últimos datos recibidos de licitación oficial, correspondientes al primer trimestre del año actual, muestran un retroceso de esta variable, que se cifra en una caída media del 19,9 % en términos interanuales, más acusada para el componente de obra civil, y que en caso de consolidarse podría afectar a medio plazo el dinamismo con el que evolucionan la obra pública y, por tanto, la construcción. No obstante, es de esperar que la puesta en marcha del Programa de Ejecución de Grandes Infraestructuras, en un futuro próximo, mantenga el tono elevado de la construcción pública en el medio plazo.

Los indicadores adelantados de edificación del sector privado (como el número de metros cuadrados a construir incorporados en las licencias municipales) han mostrado incrementos elevados durante el año 1998 que, en general, han continuado en los primeros meses de 1999. Además, la evolución de los factores determinantes de la inversión en vivienda parece respaldar un crecimiento significativo de esta variable: en este sentido, se pueden citar el comportamiento favorable del empleo, los reducidos niveles alcanzados por los tipos de interés, el alargamiento de los plazos de devolución de los créditos hipotecarios y las ganancias acumuladas de riqueza financiera, entre otros. Frente a estos factores, el repunte observado en los precios de la vivienda podría ser un elemento moderador del gasto, aunque el dinamismo que sigue manteniendo la oferta de viviendas lleva a esperar que las tensiones de precios no se acentúen significativamente.

La evolución tendencial de la inversión en construcción, estimada a partir de los indicadores adelantados que se acaban de comentar, se representa en la parte central del gráfico 15, resumida en el indicador del gasto. Los resultados obtenidos con este indicador corroboran el elevado dinamismo de la construcción en el segundo trimestre del año, que se desprendía de la evolución del resto de los indicadores.

La inversión en existencias tuvo una aportación positiva de una décima al crecimiento del producto en el primer trimestre del año, la mitad que en el trimestre anterior. La información disponible para el segundo trimestre refleja el mantenimiento de una aportación positiva de la acumulación de existencias al crecimiento del PIB. Según se desprende de los resultados de las encuestas de opinión publicadas por la Comisión Europea, en ese período el porcentaje de empresas que declaraban tener existencias superiores a las deseadas se situó en niveles ligeramente inferiores a los del trimestre precedente.

En el primer trimestre de 1999, la demanda exterior neta continuó intensificando su aportación negativa al crecimiento del PIB, debido a la acentuada debilidad que mostraron las exportaciones de bienes y a las elevadas tasas de crecimiento de las importaciones, apoyadas en la fortaleza de la demanda interna. La información coyuntural disponible para el segundo trimestre es aún muy incompleta, pues se refiere a los datos de comercio de bienes y de balanza de pagos del mes de abril (4), y no muestra cambios significativos en relación con las tendencias observadas en el primer trimestre. No obstante, la evolución de los determinantes de las exportaciones de bienes permite esperar una recuperación de este agregado a partir de los meses de verano. En efecto, la mejora del contexto internacional, en general, y de la UE, en particular, y la fuerte depreciación que ha registrado el euro con respecto al dólar deberían repercutir, si no lo han hecho ya, en una mejora de la exportación. En todo caso, el mal dato de exportaciones de abril, combinado con la fortaleza de los ingresos por turismo y con el mantenimiento de una tasa de crecimiento de las importaciones similar a la del primer trimestre del año —en línea con la evolución estimada de la demanda final—, permite estimar, en conjunto, que la contribución negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del producto se habrá mantenido, en el segundo trimestre, en torno a los niveles alcanzados en el trimestre anterior.

(4) Habiéndose cerrado este Informe, se han publicado los datos agregados de comercio exterior del mes de mayo, que confirman la fortaleza de las importaciones de bienes y el bajo crecimiento de las exportaciones.

GRÁFICO 16

Comercio exterior (a)



Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda, Instituto Nacional de Estadística 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.

De acuerdo con las cifras de Aduanas, las exportaciones de bienes, tras regresar a una senda de crecimiento real positivo en el primer trimestre de 1999, volvieron a mostrar un comportamiento muy deprimido en el mes de abril, con una caída del 4,8 %, en términos reales; en consecuencia, en el período enero-abril su crecimiento real acumulado fue tan solo del 0,8 %. La fuerte atonía que registraron las ventas a la UE y el intenso descenso de las exportaciones a los mercados extracomunitarios propiciaron ese resultado. Dada la variabilidad que caracteriza a estos flujos, la valoración del único dato disponible para el segundo trimestre ha de hacerse con precaución; la evolución tendencial que aparece representada en el gráfico 16 estaría apuntando a la persistencia de un tono muy bajo de las exportaciones, que, no obstante, podrían haber tocando fondo en la primavera, lo que sería coherente con la evolución de sus factores determinantes. Por grupos de productos, las ventas de bienes de equipo fueron las

únicas que mantuvieron un tono elevado (14 % en tasa de crecimiento real) en el conjunto de los cuatro primeros meses del año, a pesar de su reciente desaceleración, mientras que el resto de componentes registraron caídas, destacando el retroceso de las exportaciones de consumo no alimenticio, influidas por la pérdida de competitividad de ciertas manufacturas de consumo frente a terceros países. Del mismo modo, las ventas de productos intermedios no energéticos continuaron acusando la caída de la demanda procedente de los países más afectados por la crisis financiera internacional.

Por el contrario, los ingresos reales por turismo han prolongado su comportamiento expansivo a lo largo del año en curso: los ingresos por turismo de la Balanza de Pagos crecieron un 13 %, en términos nominales, hasta el mes de abril; del mismo modo, tanto la entrada de turistas como el número de viajeros extranjeros alojados en hoteles mostraron un elevado dinamismo en el conjunto de los cinco primeros meses del año (10,2 % y 19,4 %, respectivamente), repitiendo en el conjunto de los meses de abril y mayo las altas tasas registradas en el primer trimestre. Por áreas de procedencia, cabe destacar el importante aumento del turismo británico y la reactivación experimentada por el turismo procedente de otros países europeos, como Alemania, Italia o los Países Bajos. A la fortaleza de los resultados turísticos han contribuido el elevado nivel de confianza que mantienen los consumidores europeos y el abaratamiento de este servicio para aquellos turistas procedentes de países de fuera de la zona del euro, ligado a la depreciación de esta moneda.

Las importaciones de bienes crecieron a una tasa interanual del 14,5 % en el mes de abril, en términos reales, prolongando el ritmo de avance elevado que mostraron a lo largo del primer trimestre del año, y alcanzaron un incremento del 11,7 % en los cuatro primeros meses del año. Por componentes, la fortaleza que caracterizó a las compras de bienes de equipo y de bienes no alimenticios en el año 1998 se ha mantenido en el conjunto de los cuatro primeros meses de 1999, en sintonía con el vigor de la demanda interna; por su parte, las importaciones de consumo alimenticio registraron un perfil de moderada aceleración, favorecidas por los malos resultados de la última campaña hortifrutícola y por el descenso de los precios de estos productos en los mercados internacionales, mientras que las compras de bienes intermedios no energéticos registraron un incremento moderado, en consonancia con la ralentización de la actividad industrial. El volumen de importaciones de productos intermedios energéticos siguió experimentando tasas de cre-

cimiento elevadas como consecuencia del proceso de reposición de existencias que está teniendo lugar en las principales refinerías españolas, y que no se ha detenido a pesar de la fuerte tendencia al alza que está registrando el precio del crudo desde el mes de abril. Finalmente, los pagos por turismo crecieron un 15,6 % en los cuatro primeros meses del año, en términos nominales, en línea con el dinamismo que les venía caracterizando con anterioridad y que es consecuencia de la mayor capacidad de compra que han alcanzado los hogares españoles.

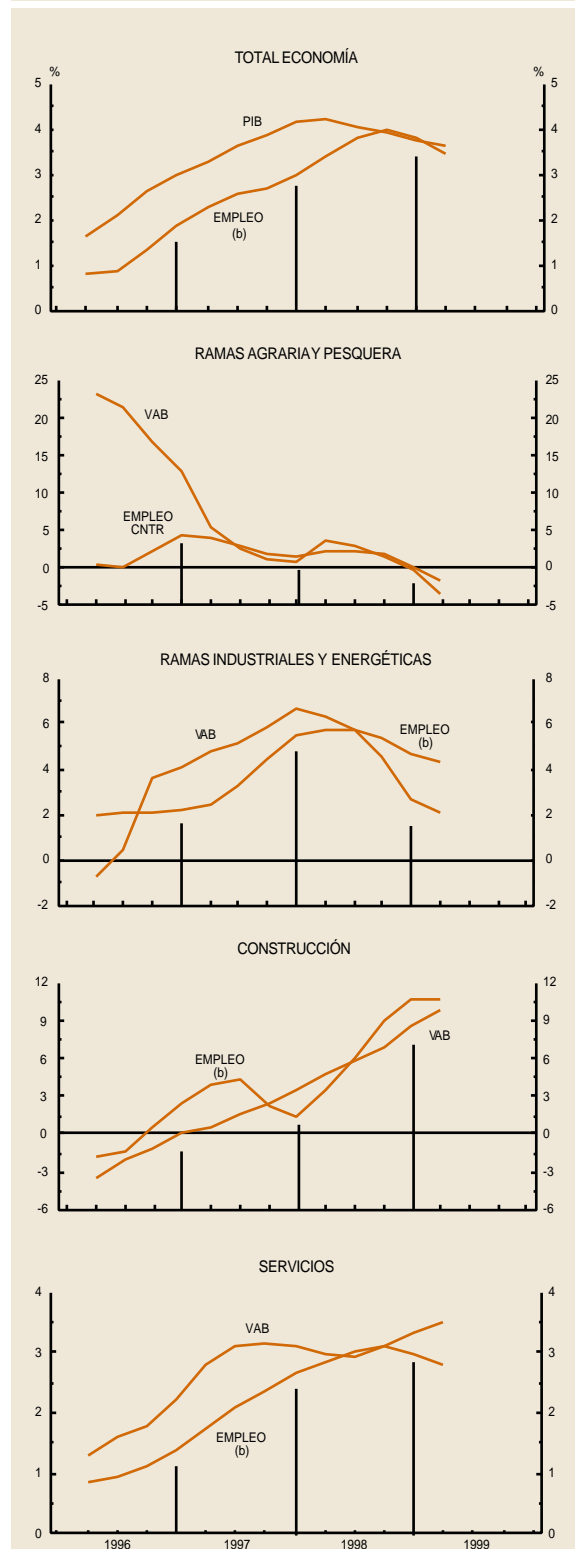
#### 4.2. Producción y empleo

Como se deduce del comportamiento mostrado por la demanda interna y la demanda exterior en el segundo trimestre de 1999, se estima que, en ese período, el PIB de la economía española se desaceleró suavemente, en tasa interanual, prolongando la tendencia mostrada desde el comienzo de 1998. De esta forma, tras aumentar un 3,6 % en el primer trimestre, se estima que el PIB se incrementó en torno al 3,5 % en el segundo, tasa notablemente elevada y que ha venido acompañada de una importante creación de empleo. Desde la óptica de las ramas productivas, esta evolución del producto ha sido compatible con una moderación adicional en las tasas de crecimiento del valor añadido de las ramas industriales, en tanto que la construcción y los servicios han mostrado una mayor estabilidad. El número de puestos de trabajo equivalente a tiempo completo creció un 3,4 % en el primer trimestre del año (5), por debajo de la tasa media registrada en el ejercicio anterior, y los indicadores disponibles para el segundo trimestre de 1999 coinciden en señalar una desaceleración adicional de esta variable, aunque menos acentuada que en el trimestre previo; ello favorecería una recuperación del ritmo de avance de la productividad aparente del trabajo, que ha alcanzado tasas muy reducidas en los trimestres más recientes (véase gráfico 17). Por otra parte, si bien los resultados de la negociación colectiva confirman la desaceleración de las tarifas salariales, en relación con 1998, situándose muy próximas al crecimiento de los precios de consumo, existen indicios de agotamiento del proceso de desaceleración de las remuneraciones. Por último, el IPC ha registrado tasas de variación interanual en torno al 2,2 % durante el segundo trimestre, repuntando ligeramente tras el mínimo alcanzado el último trimestre de 1998.

(5) Los datos de empleo de la CNTR a los que se hará referencia, en adelante, son los correspondientes a las series de ciclo-tendencia de los puestos de trabajo equivalente a tiempo completo.

GRÁFICO 17

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



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre las series ciclo-tendencia de la CNTR.

(b) Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.



En el primer trimestre de 1999, la actividad primaria acentuó el perfil de desaceleración que venía registrando desde principios de 1998, hasta registrar en ese período un descenso interanual del 3,7 %, según la CNTR. Esta pérdida de ritmo ha venido determinada, en gran medida, por la desfavorable climatología experimentada a partir del segundo semestre de 1998, que se ha concretado en una escasa pluviosidad, cuyos efectos también se harán notar en la producción de esta rama en el segundo trimestre del año. La ausencia de lluvias ha afectado intensamente a las cosechas de cereales de secano y de remolacha, así como al olivar y al viñedo, y ha repercutido en la producción ganadera, donde la consiguiente reducción de pastos ha empezado a afectar a las cabañas vacuna y ovina. La información coyuntural disponible referida al segundo trimestre de 1999 es muy escasa y confirma, en general, el tono deprimido del valor añadido de esta rama. En efecto, tanto la evolución del paro registrado en el segundo trimestre, en el sector agrícola, como la fabricación de productos para la agricultura en los meses de abril y mayo han mostrado signos de desaceleración, mientras que el número de afiliados a la Seguridad Social en esta rama se ha mantenido bastante estable.

El valor añadido de las ramas energéticas registró una recuperación en el primer trimestre de 1999, deteniendo la progresiva desaceleración que venía experimentando desde finales de 1997. La información disponible para el segundo trimestre del año, sin embargo, no parece indicar que se prolongue esta evolución favorable. Según el Índice de Producción Industrial (IPI), aunque la rama energética fue la actividad que mayor dinamismo mostró en los cinco primeros meses de 1999, con un crecimiento interanual acumulado del 3,5 % en dicho período, ha sido también la que en mayor medida se ha desacelerado en ese período. Esta pérdida de vigor se extendió a todos sus componentes, destacando la extracción de combustibles sólidos, cuya producción descendió un 8,7 % hasta mayo.

La continuada pérdida de vigor de la actividad industrial acontecida desde principios de 1998 se extendió al primer trimestre de 1999, aunque de forma atenuada. La información coyuntural disponible para el segundo trimestre tiende a confirmar el escenario de desaceleración observado al comienzo de 1999, aunque existen indicios de que el proceso pudiera estar finalizando. El componente no energético del índice de producción industrial (IPI) aumentó un 2,6 %, en tasa interanual, en el conjunto de los meses de abril y mayo, tasa que se reduce sustancialmente si se corrige de los efectos del ca-

lendario, y que prolonga el tono deprimido de los meses anteriores. No obstante, el indicador cualitativo de clima industrial detuvo el ritmo de marcado deterioro que venía registrando desde mediados de 1998 en el segundo trimestre del año. A ello se añade la esperada recuperación de las exportaciones a la UE y a aquellas economías que más se vieron afectadas por la pasada crisis internacional, como se ha señalado en el apartado de demanda, por lo que existen elementos revitalizadores que pueden impulsar la actividad industrial en los próximos meses.

El análisis desagregado de las distintas ramas industriales ofrece comportamientos diferenciados entre ellas. La industria transformadora de los metales intensificó en los meses de abril y mayo el proceso de desaceleración que venía registrando desde el segundo trimestre de 1998, registrando un crecimiento interanual acumulado del 0,8 % hasta el mes de mayo. Dentro de esta rama, cabe destacar los fuertes descensos experimentados en los cinco primeros meses del año por la fabricación de material electrónico (excluidos los ordenadores), la construcción de máquinas de oficina y la construcción naval. Por el contrario, el conjunto de actividades comprendidas dentro de la extracción y transformación de productos no energéticos e industria química aumentó su ritmo de crecimiento en los meses de abril y mayo, hasta situarse en una tasa interanual acumulada del 2,6 % en ese último mes, truncando la tendencia a la desaceleración que venía mostrando desde doce meses antes. Ello ha sido el resultado de la favorable evolución experimentada por la industria química, la industria de mineral no metálico y la extracción de mineral no metálico ni energético. Asimismo, las otras industrias manufactureras también han comenzado a recuperarse a partir del mes de marzo, registrando un crecimiento interanual acumulado del 1,5 % en los cinco primeros meses del año. Dentro de ese último conjunto de actividades, cabe diferenciar claramente aquellas inmersas en procesos recesivos —cuero, calzado, vestido y confección, y la industria textil—, de las que han registrado signos de recuperación, como la industria del corcho y del mueble, la transformación del caucho y la producción de alimentos, bebidas y tabacos, sector este último que parece comenzar a abandonar las tasas de variación negativas de los primeros meses del año, motivadas, en gran medida, por la escasez de la última cosecha de aceituna con destino a la fabricación de aceite de oliva.

El valor añadido derivado de la actividad constructora avanzó en el primer trimestre de 1999 a un ritmo interanual del 10,2 %, según las estimaciones de la CNTR, en línea con la fase



de fuerte expansión que ha registrado desde principios del año 1996. La continuidad de este dinamismo se ha fundamentado en el vigoroso comportamiento de la obra civil y de la edificación, en su conjunto, tanto residencial como la destinada a otros usos. Como ya se ha comentado en el epígrafe de demanda, la información disponible para el segundo trimestre de 1999 confirma el mantenimiento de tasas elevadas de crecimiento en esta actividad, pero sin indicar una aceleración adicional.

Las ramas de los servicios alcanzaron un ritmo de crecimiento del 3,5 % en el primer trimestre de 1999, dos décimas superior al registrado el trimestre precedente, debido a la aceleración experimentada tanto por el componente de servicios de mercado como de no mercado. La reducida información disponible para el segundo trimestre de 1999 apunta hacia un estancamiento en el ritmo de crecimiento del valor añadido de los servicios de mercado, producto de movimientos contrapuestos y compensatorios de sus distintos componentes. Así, el proceso de desaceleración que vienen registrando ramas tales como el comercio —según se desprende del índice de ventas del comercio al por menor, en los meses de abril y mayo— se vería compensado por el creciente dinamismo del sector de transporte —según muestran los indicadores de empleo, con información hasta el mes de mayo— y por el excelente comportamiento observado en los últimos meses en la rama de restauración y alojamiento, ya que los indicadores sobre alojamientos y pernoctaciones han registrado fuertes avances en los cinco primeros meses del año.

La nueva CNTR ha proporcionado, por primera vez, datos de empleo calculados en términos de puestos de trabajo y de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Según estos datos, el menor ritmo de crecimiento de la actividad económica en el primer trimestre de 1999 vino acompañado de un menor empuje del empleo, aunque dentro de registros elevados. En concreto, el número de puestos de trabajo equivalentes aumentó un 3,4 % en dicho período, en relación con el mismo trimestre de 1998, prolongando la desaceleración iniciada en el tercer trimestre de ese año. Este menor dinamismo apenas se reflejó en el empleo asalariado —colectivo que ha experimentado una ampliación significativa con la definición de la nueva CNE 95—, que ha mantenido un ritmo estable y elevado de aumento desde la segunda mitad de 1998, alcanzando un incremento interanual del 4,4 % en el primer trimestre. Por su parte, los autónomos, tras recuperarse levemente en 1998, registraron un descenso del 1 % en la primera parte del presente año.

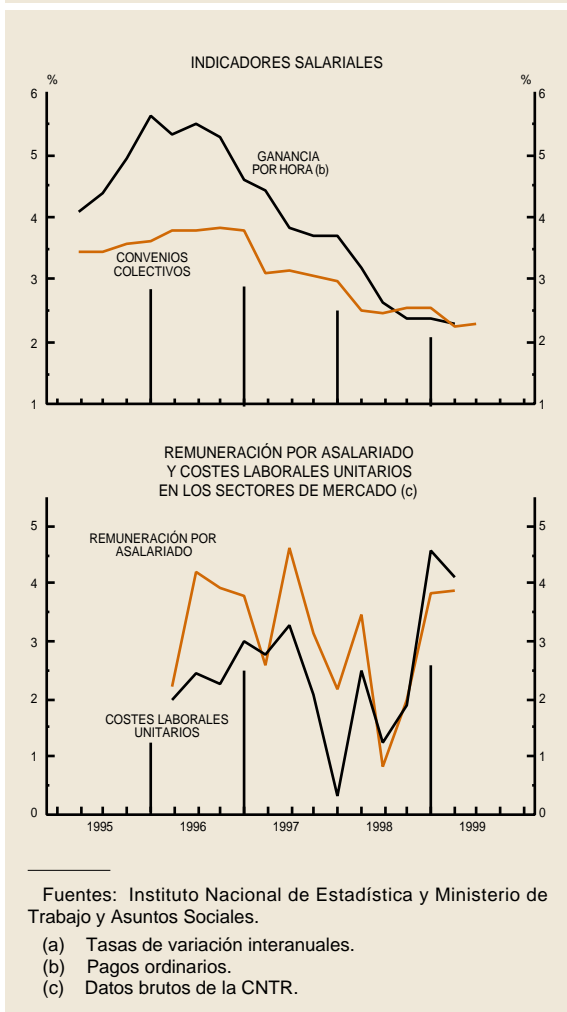
La EPA, principal indicador de empleo disponible, ha recogido una aceleración sustancial del número de ocupados en el primer trimestre de 1999, que contrasta con los datos de la CNTR para ese período y con la información aportada por el resto de indicadores. De hecho, los datos proporcionados por la EPA para ese período deben interpretarse con cautela, ya que han incorporado algunos cambios en el diseño de la Encuesta (6). Estos cambios permiten, sin duda, una mejor medición de los niveles de empleo y de desempleo, pero han afectado transitoriamente a las tasas de variación de las principales variables analizadas y será necesario tenerlos en cuenta en su interpretación. En relación con el desempleo, cabe mencionar que la tasa de paro estimada por la EPA para el primer trimestre quedó situada en el 17 % de la población activa. Por su parte, el paro registrado experimentó un importante recorte en dicho trimestre, en el que registró un descenso del 13,8 %, en términos interanuales. El ritmo de caída del paro registrado empezó a dar muestras de desaceleración a lo largo del segundo trimestre, que, no obstante, se cerró con un retroceso del 13,3 % en el número de desempleados apuntados en el INEM. El número de afiliaciones a la Seguridad Social también ha mostrado una cierta desaceleración en el segundo trimestre, en el que aumentó un 5,5 % con respecto al mismo período del año anterior, dos décimas menos que en el primer trimestre. Los datos disponibles apuntan, por tanto, hacia un avance del empleo en el segundo trimestre, inferior al del precedente. Por otra parte, la ligera desaceleración del producto, junto con la moderada pérdida de tono del empleo, habría supuesto una suave recuperación de la productividad aparente del trabajo, tras registrar crecimientos cercanos a cero en los trimestres anteriores.

Atendiendo al tipo de contrato, y con las salvedades que merecen los datos del primer trimestre, la EPA ha mostrado un aumento destacado de los asalariados fijos en ese período, más del doble del crecimiento observado en los temporales, lo que está de acuerdo con el perfil ascendente de los contratos de naturaleza indefinida registrados por el INEM, y que ha situado la *ratio* de temporalidad en el 32,6 % en el primer trimestre, ocho décimas por debajo del nivel alcanzado en igual período de 1998. En cuanto al empleo por ramas de actividad, en el primer trimestre de 1999 la información de la EPA es coincidente, en buena medi-

(6) Véase «La evolución del empleo durante el primer trimestre de 1999», *Boletín económico*, junio de 1999.

GRÁFICO 18

**Evolución de los salarios y costes laborales (a)**



da, con la que se desprende de la CNTR. Destaca el descenso del empleo en la agricultura (-2 %, según la CNTR), acorde con la evolución del VAB en esta rama. La pérdida de vigor de la actividad industrial, por su parte, solo vino acompañada de una suave moderación en el ritmo de aumento de puestos de trabajo (hasta el 4,3 %) —debido a una fuerte caída de los autónomos—, que apunta a un retroceso en la productividad aparente del trabajo en esta rama. En la construcción, la actividad más dinámica, el empleo mantuvo el fuerte empuje de finales de 1998, experimentando un incremento del 10,6 % en el número de puestos de trabajo. En cuanto a los servicios, los puestos de trabajo netos aumentaron un 2,8 %, ligeramente por debajo del trimestre anterior; la desaceleración afectó en menor cuantía a los servicios de mercado, que crecieron un 4 %, mientras que, en los de no mercado, el número de puestos de trabajo apenas se incrementó un 0,4 %.

**4.3. Costes y precios**

Con la nueva base CNE 95 se han comenzado a publicar datos trimestrales de remuneración de asalariados, que permiten calcular costes laborales unitarios, también trimestrales, compatibles con la evolución del PIB y del empleo. Según los nuevos datos, todavía provisionales, la remuneración por asalariado en el conjunto de la economía se incrementó un 3,8 % (7) en el primer trimestre de 1999, tras haber registrado un crecimiento medio del 2,7 % en 1998. Estos resultados imprimen un perfil de aceleración a la remuneración, desde mediados de 1998, que, sumada a la moderación de las ganancias de productividad, configura una evolución también alcista de los costes laborales unitarios (CLU) en el conjunto de la economía; en el primer trimestre de 1999 el incremento estimado para los CLU alcanza el 3,7 %. Cabe señalar que la utilización de series de datos brutos de la CNTR alivia algo el perfil creciente de la remuneración por asalariado y de los costes, al mostrar una desaceleración de ambas magnitudes en el primer trimestre de 1999. En cualquier caso, esta senda de aceleración no se aprecia en los indicadores disponibles sobre la evolución de los salarios durante 1998 y el comienzo de 1999, aunque la utilización de información desagregada de estos indicadores —en concreto, de la encuesta de salarios—, con criterios y ponderaciones más próximos a los de la CNE, sí permite un mayor acercamiento a las tasas de crecimiento de la remuneración estimadas por la CNTR.

Los datos de la encuesta de salarios en la industria y los servicios del primer trimestre del año —los últimos recibidos— y los convenios firmados hasta junio, indicarían el mantenimiento de tasas moderadas de crecimiento salarial (véase gráfico 18). Según la encuesta de salarios, el aumento de la ganancia media por persona y hora en el concepto de pagos ordinarios fue del 2,3 % durante el primer trimestre de 1999, una décima menos que en el cuarto trimestre de 1998; no obstante, en términos de pagos totales se observó un repunte hasta el 2,6 %. La incorporación al mercado de trabajo de asalariados con jornadas más reducidas ha seguido repercutiendo en un menor aumento de las ganancias por persona y mes (1,8 %, en términos de pagos ordinarios). Por ramas de actividad, el mayor incremento de las ganancias por persona y hora en el primer trimestre se produjo en la construcción (3,9 %), tras la aceleración que mostró durante el año anterior.

(7) Mientras no se indique lo contrario, las tasas mencionadas se corresponden con las calculadas sobre las series de ciclo-tendencia.

Por su parte, en la industria y los servicios el aumento fue de un 2,3 %, si bien en la primera de estas ramas el perfil fue de aceleración, mientras que en la segunda el aumento fue inferior al del cuarto trimestre del año anterior.

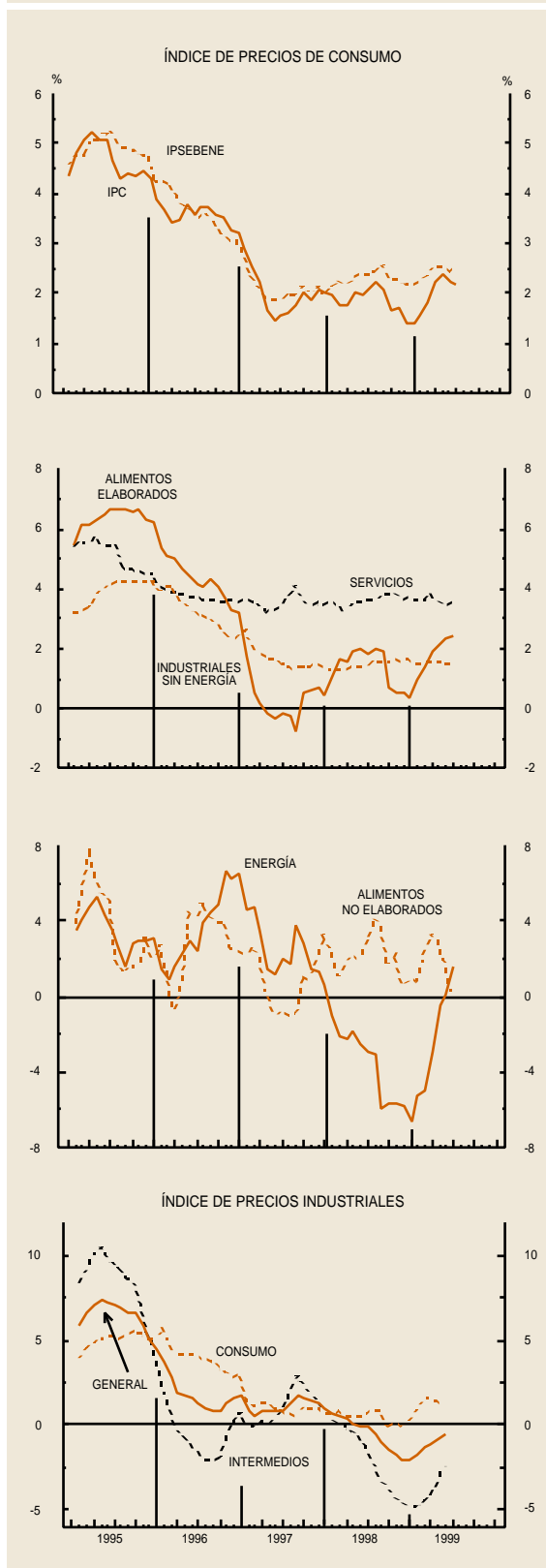
El incremento medio de las tarifas salariales negociadas en los convenios colectivos registrados hasta el 30 de junio —que anticipa cuál puede ser su resultado para el conjunto del año— fue del 2,3 %, tres décimas por debajo del observado en 1998, y solo unas décimas por encima del incremento esperado para los precios de consumo —un 2,1 %, según la previsión oficial incluida en Presupuestos—. Por ramas de actividad no hay apenas diferencias, correspondiendo los aumentos pactados más altos a la agricultura (2,6 %), seguida de los servicios (2,3 %), y de la industria y la construcción, con crecimientos salariales pactados del 2,2 %. Si se comparan estos datos con los incrementos de las ganancias por hora de la encuesta de salarios, se observa que, si bien en términos agregados los crecimientos son similares —indicando una deriva salarial próxima a cero—, por ramas de actividad se ha producido una notable ampliación de la deriva en la construcción, mientras que en los servicios tiene un signo negativo.

La interpretación de los indicadores salariales que se acaban de comentar lleva a estimar que la desaceleración de la remuneración por asalariado y de los CLU, que apuntaban los datos brutos de la CNTR en el primer trimestre de 1999, habrá continuado en el segundo trimestre, reforzada, en caso de los CLU, por el mayor avance de la productividad. No obstante, la persistencia de ritmos de crecimiento de los CLU superiores a los de los precios podría afectar negativamente a la competitividad de la economía, si la evolución favorable que han venido registrando otros costes (como los de los productos importados) se invirtiera y dejara de compensar las alzas de los costes laborales. Antes de analizar conjuntamente la evolución de precios y costes, en los siguientes párrafos se comenta brevemente la evolución de los principales indicadores de precios.

La mayor parte de los indicadores representativos de la evolución de los precios en la economía española ha mostrado una gran estabilidad en el segundo trimestre del año, tras el deterioro experimentado en el primer trimestre. La tasa de variación interanual del IPC se situó en el 2,2 % en el mes de junio, igualando el registro alcanzado en marzo (véase gráfico 19), mientras que el agregado que excluye los precios de los alimentos no elaborados y de la energía (IPSEBENE) ha mantenido estable su tasa de crecimiento interanual en junio,

GRÁFICO 19

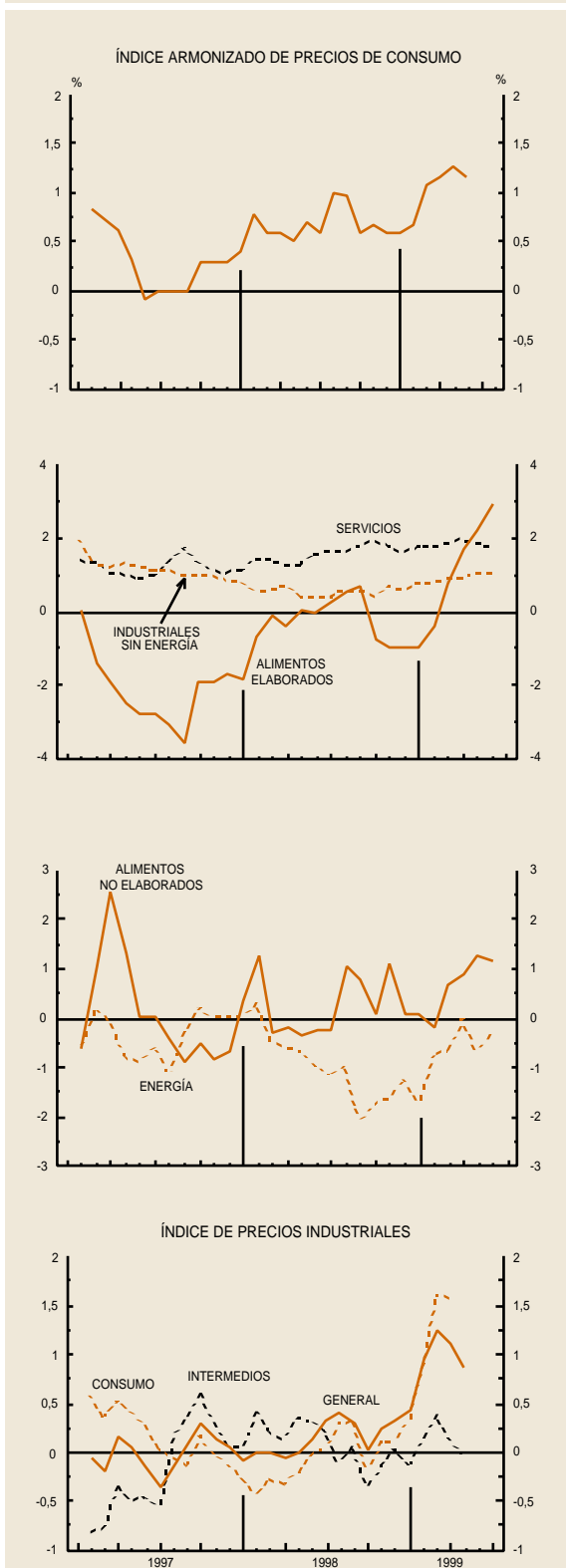
Indicadores de precios (a)  
España



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

GRÁFICO 20

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



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

(a) Calculados con las tasas interanuales de las series originales.

en el 2,5 %. Por componentes, los precios de los alimentos elaborados registraron un crecimiento interanual en junio del 2,4 %, cinco décimas por encima del correspondiente al mes de marzo, mientras que los alimentos no elaborados, caracterizados por una trayectoria mucho más variable, se desaceleraron a lo largo del segundo trimestre, compensando la evolución alcista registrada en los primeros meses del año; ese proceso, no obstante, podría revertir en un futuro próximo si la sequía derivase en escasez de algunos alimentos. Los precios de los bienes industriales registraron un aumento entre marzo y junio, como consecuencia de la aceleración que viene produciéndose en los precios de la energía, cuya tasa de variación interanual pasó del 2,9 % al 1,6 % en dicho período. Las reducciones de precios de la tarifa eléctrica y del gas, introducidas por el Real Decreto-Ley de medidas urgentes de liberalización e incremento de la competencia, no han podido contrarrestar el efecto de los aumentos del precio del petróleo en los mercados internacionales. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos han mantenido su ritmo de variación interanual en el 1,5 %. Finalmente, los precios de los servicios situaron su variación interanual en el 3,5 %, en el mes de junio; estos precios han experimentado alzas y bajas de algunas décimas en su tasa interanual, desde el mes de marzo, como consecuencia de la evolución del precio de los servicios turísticos, que ha seguido un patrón algo diferente del observado en 1998. No obstante, en junio la tasa interanual de esta última rúbrica era todavía del 9,4 %.

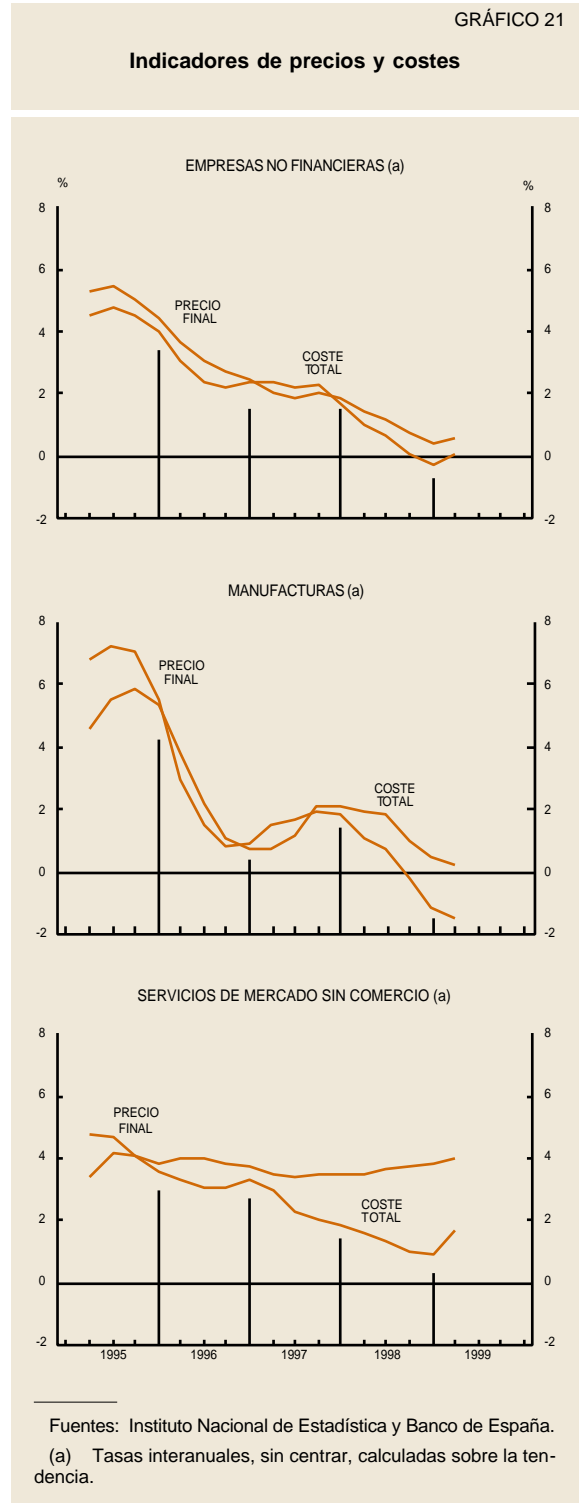
El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) mantuvo aproximadamente estable su tasa de crecimiento interanual, entre marzo y junio, en el 2,1 %. No obstante, la moderada evolución del IAPC en el conjunto de la zona del euro ha propiciado una ligera ampliación del diferencial de inflación con esta área, que alcanzó 1,2 puntos porcentuales en junio. Por componentes, se aprecia una mejora en el diferencial de servicios, que sigue siendo muy amplio, así como una apertura de la brecha de inflación en el caso de los alimentos (véase gráfico 20).

El índice de precios industriales (IPRI) ha mostrado un cierto deterioro durante los últimos meses, aunque su tasa de variación respecto al año anterior ha seguido teniendo signo negativo. La tasa interanual del índice general se situó, en mayo, en el -0,5 %, frente al -1,2 % correspondiente al mes de marzo. Esta evolución ha venido marcada por la trayectoria de los precios de los bienes intermedios energéticos, cuya tasa de variación alcanzó en mayo el -1,8 %, siendo -5,2 % a finales del primer trimestre. Los precios de producción de los bie-

nes de consumo, tras el deterioro sufrido en los primeros meses, estabilizaron su tasa interanual en el 1,3 %, mientras que los precios de los bienes de equipo también se han estabilizado en torno al 0,5 %. Por otra parte, los precios en origen de los productos agrícolas siguieron una trayectoria alcista en los primeros meses del año —febrero es el último dato conocido del índice de precios percibidos por los agricultores—, reflejando el encarecimiento del aceite de oliva y de las frutas frescas; otras informaciones más actualizadas han mostrado una atenuación de las alzas de precios en los meses posteriores, que, no obstante, podrían recrudecerse como consecuencia de la sequía. Por último, el índice de valor unitario de las importaciones mantuvo en abril una tasa de variación interanual negativa, aunque su ritmo de descenso se moderó en el transcurso de los cuatro primeros meses del año. Este resultado se observa tanto en el caso de los productos no energéticos —debido a la aceleración de los precios de los bienes de consumo no alimenticio— como de los energéticos.

Combinando la información que proporcionan los indicadores de precios y costes, en el marco contable de las tablas *input-output* de la economía española, se pueden obtener indicadores representativos del proceso de formación de precios y, residualmente, de la evolución de los márgenes de explotación (véase gráfico 21). En el primer trimestre de 1999, último para el que se dispone de información completa, los precios finales de las empresas no financieras experimentaron una modesta aceleración, que refleja la mayor proporción de productos destinados al mercado interior —donde se registran incrementos moderados de los precios finales—, frente al debilitamiento de la exportación —cuyos precios han descendido—. Los costes variables también se aceleraron ligeramente, de forma que los márgenes unitarios de explotación tendieron a estabilizarse, tras la importante ampliación observada en 1998. Dentro de los costes, las alzas de costes laborales, en línea con el comportamiento de los CLU calculados con datos de la CNTR, se vieron compensadas por los descensos de los costes intermedios, que siguen reflejando las sustanciales reducciones que todavía experimentan los precios de los productos intermedios importados.

Por ramas de actividad, se mantuvo el comportamiento diferencial de precios y márgenes en las manufacturas y en los servicios. En las primeras, los precios finales registraron fuertes descensos, asociados tanto a la evolución de los precios interiores como, especialmente, a los precios de los productos destinados al exterior, mientras que los costes variables, impulsados



por los costes laborales, crecieron por encima de los precios, por lo que se produjo una nueva comprensión de los márgenes de explotación. Por su parte, los precios de los servicios tendieron a acelerarse en el primer trimestre, manteniendo ritmos de crecimiento muy superiores a los de los costes, por lo que el margen bruto de explotación por unidad de producto continuó ampliándose.



CUADRO 3

## Estado. Ejecución presupuestaria

mm de pesetas y %

	Liquidación		Variación porcentual 3=2/1	Liquidación ENE-MAR		Liquidación	
	1998	1999		Variación porcentual 1999/1998	1998 ENE-JUN	1999 ENE-JUN	Variación porcentual 7=6/5
	1	2		4	5	6	
<b>1. Ingresos no financieros</b>	<b>17.534</b>	<b>17.445</b>	<b>-0,5</b>	<b>23,0</b>	<b>8.372</b>	<b>9.158</b>	<b>9,4</b>
Impuestos directos	7.457	7.431	-0,3	35,8	3.378	3.839	13,6
<i>IRPF</i>	4.992	5.201	4,2	24,9	2.834	3.059	7,9
<i>Sociedades (a)</i>	2.324	2.082	-10,4	—	463	683	47,7
<i>Otros</i>	140	149	5,7	137,2	82	96	17,9
Impuestos indirectos	7.015	7.524	7,3	14,7	3.499	3.954	13,0
<i>IVA</i>	4.373	4.807	9,9	17,8	2.231	2.591	16,1
<i>Especiales</i>	2.391	2.463	3,0	7,0	1.149	1.233	7,3
<i>Tráfico exterior</i>	132	133	0,8	16,6	61	67	10,4
<i>Otros</i>	120	120	0,7	26,8	58	63	8,8
Otros ingresos netos	3.063	2.490	-18,7	20,9	1.495	1.366	-8,6
<b>2. Pagos no financieros</b>	<b>18.649</b>	<b>18.867</b>	<b>1,2</b>	<b>19,2</b>	<b>9.280</b>	<b>10.165</b>	<b>9,5</b>
Personal	3.053	3.132	2,6	0,4	1.519	1.525	0,4
Compras	388	340	-12,4	14,7	195	227	16,5
Intereses	3.334	3.042	-8,8	51,6	1.782	2.183	22,5
Transferencias corrientes	9.906	10.411	5,1	10,5	4.811	5.204	8,2
Inversiones reales	898	945	5,3	36,3	476	582	22,2
Transferencias de capital	1.071	997	-6,9	-4,3	498	444	-10,9
<b>3. Déficit de caja (3 = 1 - 2) (b)</b>	<b>-1.114</b>	<b>-1.422</b>	<b>27,6</b>	<b>-3,1</b>	<b>-908</b>	<b>-1.006</b>	<b>10,8</b>
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL:							
Ingresos no financieros	17.316	—	—	17,4	8.014	8.898	11,0
Pagos no financieros	18.550	—	—	19,2	9.211	10.172	10,4
<b>Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (c)</b>	<b>-1.234</b>	<b>-1.164</b>	<b>-5,6</b>	<b>29,3</b>	<b>-1.198</b>	<b>-1.274</b>	<b>6,4</b>

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

(a) La ejecución enero-junio de 1999 incluye la totalidad de los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.

(b) Este es el «Déficit de caja (no financiero)» de la Intervención General de la Administración del Estado.

(c) La cifra del Presupuesto corresponde a la Administración Central, según contestación del MEH al cuestionario de Protocolo sobre Déficit Excesivo, y las de liquidación enero-junio no incluyen el excedente bruto de explotación, por la falta de información hasta el momento, aunque esta carencia no afecta a la necesidad de financiación.

#### 4.4. La actuación del Estado

El déficit de caja del Estado se situó en 1.006 mm de pesetas en el primer semestre del año, un 10,8 % superior al del mismo período del año precedente. Esta tasa de variación se encuentra por debajo de la prevista en los Presupuestos Generales del Estado para el conjunto del año (27,6 %) (véase cuadro 3). El aumento del déficit de caja se debió a un incremento de los pagos no financieros (9,5 %) superior al de los ingresos (9,4 %), que contrasta con la previsión presupuestaria de una pequeña reducción de los ingresos (0,5 %) y un ligero aumento de los pagos (1,2 %). No obstante, las tasas de crecimiento del primer semestre se encuentran influidas de forma transitoria por ciertos efectos extraordinarios, especialmente importantes en el caso de los gastos, que se han visto afectados por la concentración de pagos por intereses en los primeros meses del presente año. Si se eliminaran estos efectos,

se obtendría una mejora del déficit de caja también con respecto al primer semestre de 1998.

Por otra parte, en términos de Contabilidad Nacional, el déficit público del Estado se situó en 1.274 mm de pesetas en el primer semestre, un 6,4 % por encima del registrado en el mismo período de 1998. Los gastos se incrementaron un 10,4 %, en línea con los anotados según el criterio de caja, mientras que los ingresos aumentaron un 11 %. El resultado del primer semestre, una vez tenidos en cuenta los efectos de calendario mencionados, es compatible con el objetivo anual de déficit público fijado por el Gobierno en el Programa de Estabilidad y Crecimiento. A continuación se comenta la evolución desglosada de ingresos y gastos en el segundo trimestre, utilizando la información en términos de caja, por ser esta la que se encuentra disponible en el momento de redactar este Informe (véase cuadro 3).



RECUADRO 2

**Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social**

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 640 mm de pesetas, según los datos de ejecución presupuestaria hasta abril, superior en 175 mm de pesetas —un 37,5 %— al registrado durante el mismo período del año precedente. Este resultado mejora notablemente la previsión presupuestaria para el conjunto del año, que recogía una reducción del déficit de 48 mm de pesetas respecto al Presupuesto de 1998.

Esta evolución se debió a un crecimiento de los ingresos no financieros del 9,1 % hasta abril —por encima de la previsión presupuestaria del 6,2 %—, superior al incremento del 5,8 % en los pagos no financieros. Los ingresos por cotizaciones sociales aumentaron un 8,1 %, tres puntos más que lo previsto en el Presupuesto, debido, sobre todo, a la evolución favorable de las afiliaciones, principalmente en el régimen general. La otra fuente importante de ingresos, las transferencias corrientes procedentes del Estado, también registró un incremento superior en más de dos puntos al presupuestado.

En cuanto a los pagos, su crecimiento durante el primer cuatrimestre de 1999 coincidió con la previsión presupuestaria para el conjunto del año, ya que los mayores incrementos respecto a lo presupuestado en los gastos de consumo (sobre todo, en compras) se vieron compensados por el menor crecimiento de los pagos de prestaciones, fundamentalmente de pensiones contributivas y de gasto en farmacia —que en el cuadro adjunto se incluye en la rúbrica Resto—. Por el contrario, las prestaciones por Incapacidad temporal registraron un fuerte aumento, en contraste con la reducción prevista en el Presupuesto.

En lo relativo al INEM, se dispone de información sobre las cotizaciones sociales percibidas hasta marzo, que crecieron en dicho período un 11,7 % respecto al mismo período del año precedente, y de las prestaciones por desempleo hasta mayo, observándose una caída del 4,8 %. Ambas circunstancias se explican por la buena evolución del empleo. Por último, las bonificaciones para fomento del empleo se incrementaron en torno a un 65 % en el primer trimestre.

**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			Ejecución		
				ENE-ABR		
	1998 (c)	1999	%	1998	1999	%
<b>1. Ingresos no financieros</b>	<b>12.731</b>	<b>13.519</b>	<b>6,2</b>	<b>4.399</b>	<b>4.801</b>	<b>9,1</b>
Cotizaciones sociales	8.596	9.032	5,1	2.763	2.987	8,1
Transferencias corrientes	3.998	4.327	8,2	1.597	1.766	10,6
Otros	137	160	16,5	39	48	20,9
<b>2. Pagos no financieros</b>	<b>12.850</b>	<b>13.589</b>	<b>5,8</b>	<b>3.934</b>	<b>4.161</b>	<b>5,8</b>
Personal	2.038	2.144	5,2	719	761	5,8
Gastos en bienes y servicios	1.211	1.281	5,7	400	433	8,3
Transferencias corrientes	9.417	9.959	5,8	2.777	2.926	5,4
Prestaciones	9.357	9.896	5,8	2.752	2.900	5,4
<i>Pensiones contributivas</i>	7.477	7.892	5,6	2.119	2.221	4,8
<i>Incapacidad temporal</i>	519	505	-2,8	125	143	14,7
<i>Resto</i>	1.361	1.499	10,1	508	535	5,3
Resto transferencias corrientes	60	64	5,9	25	26	5,9
Otros	184	205	11,6	38	41	9,2
<b>3. Saldo no financiero (3 = 1 - 2)</b>	<b>-119</b>	<b>-71</b>	<b>-40,4</b>	<b>465</b>	<b>640</b>	<b>37,5</b>

Fuentes: Ministerios de Economía y 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 1999.

(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 la cuentas de las Administraciones Públicas para 1995 (último año disponible).

(c) La referencia presupuestaria toma como base para la comparación el presupuesto para 1998, ya que aún no se dispone de liquidación para el pasado año.

Tanto los capítulos impositivos como los otros ingresos netos presentaron tasas de variación superiores a las previsiones presupuestarias en el segundo trimestre, aunque se observó una desaceleración con respecto al primer trimestre. El elevado crecimiento de los impuestos directos (13,6 %) en los seis primeros meses, que contrasta con el descenso previsto en los Presupuestos (0,3 %), se debió, sobre todo, a la buena evolución de los ingresos procedentes del IRPF (7,9 %) y del impuesto sobre sociedades (47,7 %). En el caso del IRPF, hay que tener en cuenta, por un lado, la caída de los ingresos por retenciones del trabajo, asociada al descenso de los tipos medios de retención aplicado desde febrero, y, por otro, el ingreso de 145 mm de pesetas procedentes de las CCAA y de la Seguridad Social en concepto de retenciones del trabajo de ejercicios anteriores (el año pasado los ingresos realizados por este concepto fueron de 30 mm de pesetas). Si se elimina este último efecto, los ingresos del IRPF crecerían un 3,9 %, una tasa algo inferior a la previsión presupuestaria (4,2 %). Por su parte, la recaudación del impuesto sobre sociedades se vio influida positivamente por las menores devoluciones y por los ingresos procedentes de las retenciones sobre arrendamientos de bienes inmuebles y sobre las ganancias de los fondos de inversión, mientras que las plusvalías derivadas de las privatizaciones tuvieron un efecto negativo, si se compara con el año precedente.

Los impuestos indirectos crecieron un 13 % en el primer semestre, manteniendo todas las figuras impositivas que componen esta rúbrica un elevado dinamismo, con tasas de crecimiento muy por encima de las presupuestadas, debido, en gran medida, a la evolución del consumo y de las importaciones. Destaca, especialmente, el IVA, que creció un 16,1 %, aunque sobre esta tasa incide el descenso de las devoluciones en relación con el año precedente. Una vez eliminado este efecto, su tasa de crecimiento sigue siendo, sin embargo, superior a lo presupuestado (9,9 %). En el caso de los impuestos especiales, debe resaltarse el avance de los impuestos sobre hidrocarburos y determinados medios de transporte, y del impuesto sobre la electricidad, que incluye un mes más que en 1998, y, entre los otros impuestos indirectos, el que recae sobre las primas de seguro. El comportamiento de este último tributo, al igual que el de determinados medios de transporte, se justifica por la evolución expansiva de las ventas de automóviles.

Finalmente, a lo largo del segundo trimestre los otros ingresos netos acercaron su tasa de variación acumulada a la prevista en el Presupuesto. La caída de los ingresos patri-

moniales se debió a que el aumento de los dividendos y participaciones en los beneficios del Banco de España no compensó los menores ingresos por privatizaciones en este año. Del resto de los otros ingresos, solo las transferencias corrientes presentaron una tasa de crecimiento positiva. Las tasas y otros ingresos cayeron un 13,3 % en el primer semestre, como consecuencia de los menores ingresos por primas de emisión de deuda pública, y las transferencias de capital registraron un descenso del 9,7 %, explicado por un calendario distinto de las procedentes de la UE.

En cuanto a los pagos no financieros, también se desaceleraron con respecto al primer trimestre. No obstante, todos los capítulos de gasto, salvo los de personal y las transferencias de capital, presentaron, en el primer semestre, tasas de variación superiores a las presupuestadas para el conjunto del año. La tasa de crecimiento de los pagos por intereses (22,5 %) se encuentra influida, como se comentó con anterioridad, por el distinto calendario de vencimientos de deuda pública. Este efecto se eliminará en la segunda mitad del año, de tal forma que la tasa de crecimiento de los pagos por este concepto se irá acercando a la caída prevista en los Presupuestos (8,8 %); este descenso viene justificado por los mayores pagos ocasionados en 1998 por la amortización anticipada de deuda, y por los efectos derivados de la disminución de los tipos de interés desde 1995 y por los superávits primarios de los últimos ejercicios. Las desviaciones más significativas con respecto a lo presupuestado se produjeron en los capítulos de compras y de inversiones reales, habiéndose consumido, en ambos casos, algo más del 60 % de los créditos presupuestados. En el caso de las compras, se presupuestó una caída del 12,4 % frente al incremento del 16,5 % en el primer semestre. En el caso de las inversiones reales, la tasa prevista es del 5,3 %, que contrasta con la observada hasta junio (22,2 %). El crecimiento de las transferencias corrientes también ha sido superior al presupuestado, aunque debe tenerse en cuenta que, entre estas, se encuentran las destinadas a la Seguridad Social y a las CCAA, que crecen como consecuencia de la asunción por parte del Estado del coste de la sanidad y por el traspaso de competencias en materia de enseñanza no universitaria a las comunidades de Aragón, Baleares y La Rioja. Por su parte, las transferencias de capital se redujeron un 10,9 % en relación con el primer semestre del año anterior, descenso explicado por el retraso de los pagos a RENFE y por la disminución de las transferencias destinadas a subvencionar los intere-

ses de los préstamos para adquisición de viviendas. Por último, en lo relativo a los gastos de personal se mantuvo una tasa de crecimiento inferior a la presupuestada (0,4 %, frente a 2,6 %).

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

Según los datos de la Balanza de Pagos, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital alcanzó un superávit de 279 millones de euros en los cuatro primeros meses de 1999, lo que supone un deterioro de 2.699 millones en relación con el observado en las mismas fechas del ejercicio anterior (véase cuadro 4). Este resultado fue consecuencia, fundamentalmente, de la notable ampliación del desequilibrio comercial en este período, reflejo de la debilidad que han mostrado las exportaciones de bienes, que no ha podido ser compensado por los excelentes resultados de las operaciones turísticas ni por la mejora que ha registrado el resto de los saldos de la cuenta corriente: el superávit por transferencias corrientes aumentó ligeramente gracias al mayor avance de los flujos procedentes de la UE, en concepto de FEOGA-Garantía; del mismo modo, el déficit de rentas registró una corrección, como consecuencia del fuerte dinamismo que mostraron los ingresos, en especial los correspondientes al sector privado, que se han beneficiado de la expansión de los activos de este sector. Por el contrario, el saldo por cuenta de capital mostró un considerable deterioro en el período enero-abril, en comparación con el año anterior, debido a los retrasos en la percepción de los fondos estructurales asignados a España en el presupuesto comunitario.

Como ya se señaló en el epígrafe 4.1, la no disponibilidad, por el momento, de las cuentas de los sectores institucionales con la nueva metodología SEC 95 impide valorar adecuadamente el desglose sectorial de los flujos de ahorro e inversión de los sectores residentes. No obstante, sí puede deducirse de los comentarios realizados en este epígrafe que el debili-

CUADRO 4		
<b>Balanza de pagos: resumen (a)</b>		
Millones de euros		
	ENE-ABR 1998	ENE-ABR 1999
	Ingresos	Ingresos
<b>Cuenta corriente</b>	<b>54.547</b>	<b>56.634</b>
Mercancías	32.944	32.475
Servicios	12.450	14.083
<i>Turismo</i>	7.156	8.086
<i>Otros servicios</i>	5.294	5.997
Rentas	3.978	4.754
Transferencias corrientes	5.175	5.322
<b>Cuenta de capital</b>	<b>2.636</b>	<b>1.972</b>
	Pagos	Pagos
<b>Cuenta corriente</b>	<b>53.976</b>	<b>57.993</b>
Mercancías	36.816	39.317
Servicios	7.696	8.685
<i>Turismo</i>	1.231	1.423
<i>Otros servicios</i>	6.465	7.262
Rentas	6.231	6.750
Transferencias corrientes	3.234	3.240
<b>Cuenta de capital</b>	<b>228</b>	<b>334</b>
	Saldos	Saldos
<b>Cuenta corriente</b>	<b>571</b>	<b>-1.359</b>
Mercancías	-3.872	-6.842
Servicios	4.754	5.398
<i>Turismo</i>	5.925	6.663
<i>Otros servicios</i>	-1.170	-1.265
Rentas	-2.253	-1.996
Transferencias corrientes	1.941	2.082
<b>Cuenta de capital</b>	<b>2.408</b>	<b>1.638</b>

Fuente: Banco de España.

(a) Avance provisional.

tamiento que continúa mostrando la capacidad de financiación de la economía, estaría, en parte, compensado por la menor necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, aunque también podría haberse reflejado en un deterioro de los saldos sectoriales de empresas y familias, a consecuencia de la fuerte expansión que siguen mostrando la inversión residencial y la inversión productiva privada.

## 5. Los mercados y los flujos financieros de la economía española

En el ámbito financiero, el segundo trimestre se ha caracterizado en España por una transmisión gradual de las disminuciones de los tipos de interés oficiales a los tipos de interés de muy corto plazo y a los tipos bancarios, que han llegado a situarse, especialmente en el caso de los tipos crediticios, en niveles muy reducidos. En cambio, las rentabilidades negociadas en los mercados españoles de bonos y obligaciones se han visto incrementadas significativamente, siguiendo las pautas del área del euro.

Las favorables condiciones crediticias han propiciado una continuación del elevado ritmo de expansión de la financiación al sector privado de la economía, que se estima ha crecido en torno al 16 % en tasa interanual en el segundo trimestre. Por su parte, el incremento de los tipos de interés a más largo plazo en relación con los de corto plazo ha reducido el atractivo de los activos financieros líquidos en favor de otros activos que ofrecen más rentabilidad y riesgo. Esto se ha reflejado en un ritmo de avance interanual de los activos financieros líquidos que se estima ligeramente por debajo del 5 % al final del segundo trimestre, una cifra más en consonancia con la evolución de la actividad económica.

### 5.1. Los tipos de interés y los mercados financieros

Como en otros países europeos, a partir del mes de mayo ha tenido lugar un aumento significativo de las rentabilidades negociadas en los mercados españoles de bonos y obligaciones, que se ha intensificado en las últimas semanas. Este incremento ha sido especialmente acusado en el caso de las obligaciones a diez años, que se han negociado en los últimos días a tipos de interés en torno al 5 %, que es la misma rentabilidad a la que se negociaban hace un año y casi un punto por encima del nivel de finales de 1998.

Obviamente, este desarrollo ha afectado a los mercados primarios de deuda pública, en los que, tras un período transitorio durante los meses de abril y mayo en el que las rentabilidades ofrecidas por el Tesoro mostraron una ligera caída, en el mes de junio, y sobre todo en las subastas celebradas en julio, los tipos de interés se han revisado al alza. Así, la rentabilidad en las emisiones de letras del Tesoro a un año ha recuperado, en julio, los niveles del primer trimestre, en torno al 2,9 %, mientras que los tipos en las emisiones de letras a dieciocho meses se han situado por encima del 3 %. Por lo que respecta a las emisiones de deuda a medio y largo plazo, este cambio de tendencia se ha

CUADRO 5

## Tipos de interés y mercados financieros nacionales (a)

	1998				1999		Pro memoria: julio 1999
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	
<b>BANCARIOS:</b>							
Tipo sintético pasivo	3,02	2,79	2,67	2,06	1,90	1,66	...
Tipo sintético activo	6,20	5,93	5,80	5,15	5,02	4,54	...
<b>TESORO:</b>							
Subasta de letras a doce meses (b)	4,01	4,05	3,67	2,95	2,94	2,75	2,95
Subasta de bonos a tres años	4,32	4,35	3,96	3,54	3,51	3,29	3,92
Subasta de obligaciones a diez años	5,14	5,05	4,75	4,32	4,40	4,59	5,09
<b>MERCADOS SECUNDARIOS:</b>							
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,05	4,06	3,64	2,88	2,91	2,68	2,78
Deuda pública a diez años	5,09	5,02	4,47	4,08	4,25	4,60	4,90
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,18	0,22	0,43	0,20	0,22	0,25	0,22
Pagarés de empresa	4,12	4,30	3,82	3,21	3,09	2,89	2,94
Obligaciones privadas	5,06	4,96	4,35	4,29	3,93	4,18	...
Índice General de la Bolsa de Madrid (c)	40,49	39,66	8,72	37,19	-0,12	4,22	0,76

Fuente: Banco de España.  
(a) Datos medios diarios del último mes del trimestre.  
(b) Tipo de interés marginal.  
(c) Variación porcentual acumulada del Índice desde comienzos de año.  
Última información disponible: 23 de julio de 1999.

acusado de forma más pronunciada. Concretamente, en la subasta del mes de junio el tipo de colocación de las obligaciones a diez años aumentó 38 puntos básicos sobre el nivel del mes anterior, y en la subasta del mes de julio el tipo marginal se incrementó adicionalmente en casi medio punto porcentual, hasta el 5,1 % (véase cuadro 5).

En cuanto a los mercados de valores privados de renta fija, hay que destacar el notable aumento de la contratación en el mercado AIAF en el período enero-junio de 1999. El volumen negociado en este período ha sido de 216 mm de euros (36 billones de pesetas), lo que supone casi triplicar el volumen negociado en el mismo período del año anterior. El mayor dinamismo de este mercado se ha debido, de una parte, al auge de los fondos de titulización tras las importantes emisiones de estos bonos en el mercado primario, ligados en su mayoría al mercado hipotecario; y, de otra, a la reactivación del mercado de pagarés de empresa, como consecuencia, en parte, del cambio de fiscalidad de estos productos que ha tenido lugar desde principios de 1999, que ha supuesto la eliminación de la retención a cuenta en las transmisiones realizadas por personas jurídicas. Respecto a las rentabilidades negociadas en este segmento, hay que señalar que permanecen muy alineadas con el mercado de depósitos interbancarios a doce meses, en torno al

3 %. Por último, también es destacable el incremento de la contratación de valores privados de medio y largo plazo (obligaciones, bonos y cédulas). El mantenimiento de un diferencial respecto a la deuda pública, en un entorno de tipos de interés reducidos, ha podido ser un factor que haya incentivado la demanda de estos valores.

En línea con la evolución del mercado secundario, las emisiones primarias de valores de renta fija han mantenido el tono de mayor dinamismo que viene mostrando este mercado desde finales de 1998, si bien durante el segundo trimestre de 1999 se detecta un menor volumen en la emisión de valores. Con todo, durante el primer semestre del año las emisiones de valores privados ascendieron a 2,7 mm de euros, de los que un 85 % corresponde a emisiones de bonos titulizados.

En cuanto a la renta variable, los mercados bursátiles nacionales siguen experimentando una volatilidad relativamente elevada, que puede estar frenando la inversión en estos valores. Tras el retroceso experimentado en los meses de febrero y marzo, durante el segundo trimestre se perfiló una senda de moderada recuperación, asociada a la mejora de las perspectivas económicas en el contexto europeo. Así, en conjunto, el Índice General de la Bolsa de Madrid experimentó una revalorización acumulada



CUADRO 6

**Ahorro y posición financiera**

	AHORRO FINANCIERO EN % DEL PIB (Datos acumulados de cuatro trimestres)							
	Media 1988-1992	Media 1993-1997	1997	1998				1999
				I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
Ahorro financiero de la nación	-2,6	0,5	1,5	1,3	1,0	1,1	0,9	0,9
Empresas no financieras y familias	-0,2	4,9	3,2	2,6	1,7	1,5	1,8	1,6
<i>Empresas no financieras</i>	-3,9	-0,8	-0,7	-0,2	-1,1	-1,0	-1,1	-1,1
<i>Familias</i>	3,7	5,7	3,9	2,8	2,8	2,6	2,9	2,8
Instituciones de crédito (a)	1,4	0,7	0,6	0,7	0,8	0,6	0,6	0,5
Inversores institucionales (b)	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Administraciones Públicas	-3,8	-5,4	-2,5	-2,2	-1,8	-1,2	-1,7	-1,4

	POSICIÓN FINANCIERA EN % DEL PIB (Datos del cuarto trimestre)							
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999 (d)
Posición financiera de la nación	-16,6	-19,0	-19,3	-18,1	-17,7	-18,1	-19,4	-18,3
Empresas no financieras y familias	39,5	47,8	52,8	59,1	68,4	77,2	86,4	86,0
<i>Empresas no financieras (c)</i>	-17,2	-16,3	-13,6	-11,0	-6,8	-4,9	-0,5	-0,2
<i>Familias</i>	56,7	64,1	66,3	70,1	75,3	82,1	86,9	86,3
Instituciones de crédito (a) (c)	12,4	14,0	12,9	12,1	12,8	14,3	14,3	14,4
Inversores institucionales (b)	-1,1	-1,2	-1,0	-0,9	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6
Administraciones Públicas	-35,0	-42,0	-46,1	-50,3	-52,6	-52,0	-50,0	-49,2

Fuente: Banco de España.

(a) Definido según la 1ª Directiva bancaria.

(b) Empresas de seguro, instituciones de inversión colectiva, y sociedades y agencias de valores.

(c) Excluidas las acciones del pasivo.

(d) Datos del primer trimestre.

del 4,2 % en el primer semestre de este año, que es algo inferior a las revalorizaciones registradas en las principales plazas europeas.

Por lo que respecta a los tipos de interés bancarios, el efecto dominante en el segundo trimestre ha sido, todavía, el del traslado del recorte en el tipo oficial del Eurosistema instrumentado en abril a las operaciones con clientes. Este descenso ha sido más acusado en las operaciones activas que en las de captación de pasivo. Así, el tipo sintético de las operaciones de crédito se situó, en el segundo trimestre, en torno al 4,5 %, frente al 5 % del primer trimestre de 1999, lo que representa una disminución similar a la del tipo oficial (véase cuadro 5). Por su parte, el ya de por sí reducido nivel de los tipos de interés de los depósitos ha supuesto que estos hayan disminuido en menor medida en el segundo trimestre. Aun así, el tipo sintético de los depósitos se ha revisado a la baja en 25 puntos básicos, hasta situarse en el 1,7 % en junio. En cualquier caso, habrá que prestar atención al posible efecto sobre los tipos de interés bancarios derivado del cambio de tendencia observado en las últimas semanas en los tipos de interés de los mercados financieros.

**5.2. Los flujos financieros del conjunto de la economía**

La información de las cuentas financieras del primer trimestre de 1999 refleja la ausencia de cambios significativos en los flujos financieros de la economía durante los tres primeros meses del año, en relación con el cuarto trimestre de 1998. Como se observa en el cuadro 6, se produce una reducción del ahorro neto del sector privado y se consolidan las tendencias ya apuntadas en el anterior «Informe trimestral», que mostraban un ahorro financiero neto de las familias reducido, especialmente si se compara con los datos pasados y, en concreto, con un período similar de bonanza económica como fueron los años 1988-1992. Las tendencias que podrían extrapolarse sobre la base de la información provisional disponible para el segundo trimestre del año confirman el deterioro del ahorro financiero neto de las familias, en la medida en que el ritmo de adquisición de activos financieros ha sido mucho más moderado que el de la toma de pasivos. La tendencia a un menor ahorro de las familias no ha repercutido significativamente en el ahorro financiero de la nación, que sigue situado en torno al 1 % del



CUADRO 7

## Detalle de la cuenta financiera de la Balanza de Pagos

Millones de euros

	1997	1998	ENE-ABR	
			1998	1999
<b>SALDO DE LA CUENTA FINANCIERA</b>	<b>-2.775</b>	<b>-1.188</b>	<b>-1.610</b>	<b>1.856</b>
<b>VARIACIÓN DE PASIVOS FRENTE AL EXTERIOR</b>	<b>34.479</b>	<b>65.681</b>	<b>25.405</b>	<b>24.859</b>
<b>Inversiones directas (a)</b>	<b>5.621</b>	<b>10.152</b>	<b>3.809</b>	<b>2.553</b>
<b>Inversiones de cartera (b)</b>	11.068	15.354	-1.662	8.946
Administraciones Públicas	9.952	4.125	-6.067	5.783
Otros sectores residentes	1.183	8.469	2.199	863
Sistema crediticio	-67	2.760	2.206	2.300
<b>Otras inversiones</b>	<b>17.790</b>	<b>40.176</b>	<b>23.258</b>	<b>13.360</b>
Administraciones Públicas	21	866	76	152
Otros sectores residentes	544	4.319	2.298	3.682
Sistema crediticio	17.226	34.991	20.884	9.526
<b>VARIACIÓN DE ACTIVOS FRENTE AL EXTERIOR</b>	<b>37.255</b>	<b>66.870</b>	<b>27.015</b>	<b>23.003</b>
<b>Inversiones directas</b>	<b>10.970</b>	<b>16.507</b>	<b>3.837</b>	<b>5.371</b>
Otros sectores residentes	9.844	14.756	3.432	5.293
Sistema crediticio	1.126	1.751	405	78
<b>Inversiones de cartera</b>	<b>14.377</b>	<b>40.985</b>	<b>10.874</b>	<b>21.020</b>
Otros sectores residentes	10.049	29.873	9.441	13.965
Sistema crediticio	4.328	11.112	1.433	7.055
<b>Otras inversiones</b>	<b>1.555</b>	<b>21.625</b>	<b>13.629</b>	<b>10.103</b>
Administraciones Públicas	331	388	163	-19
Otros sectores residentes	12.392	17.668	9.133	1.012
Sistema crediticio	-11.168	3.569	4.333	9.110
<b>Activos de reserva</b>	<b>10.352</b>	<b>-12.248</b>	<b>-1.325</b>	<b>-13.491</b>

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.

PIB al final del primer trimestre (calculado en términos acumulados de los últimos cuatro trimestres), puesto que se ha producido una mejora progresiva del ahorro de las Administraciones Públicas, hasta el -1,4 % del PIB en el primer trimestre de 1998. Por otro lado, las necesidades de endeudamiento de las empresas no financieras se han mantenido estables en el primer trimestre, en torno al -1,1 % del PIB.

En términos de la posición financiera neta, definida como la diferencia entre el total de activos y pasivos financieros, esta evolución del ahorro financiero neto ha supuesto una ligera caída en el caso de las familias, que contrasta con el continuo aumento registrado en el pasado, y un incremento de la posición financiera de las empresas, que han ido saneando su situación financiera en los últimos años.

La información disponible sobre la evolución de la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, que abarca hasta el mes de abril, refleja una continuación de las tendencias registradas a lo largo de 1998, a la vez que se percibe un cam-

bio de signo en los flujos netos de capitales respecto a los experimentados el mismo período del año anterior. Así, el saldo de la cuenta financiera mostró unas entradas netas de capital por importe de 1.856 millones de euros en los cuatro primeros meses de 1999, frente a unas salidas netas de 1.610 millones de euros en el mismo período del año anterior (véase cuadro 7).

La adquisición de activos exteriores (salidas de capital) mantuvo un fuerte dinamismo en los primeros meses de 1999. Las inversiones directas experimentaron un crecimiento elevado en el período enero-abril, sustancialmente superior al registrado en el mismo período del año anterior, fruto del intenso proceso inversor de las empresas españolas en el exterior, especialmente en Iberoamérica. Las inversiones en cartera se han duplicado en los cuatro primeros meses del año, y en ellas destaca la adquisición de valores por parte de las entidades de crédito españolas. En el apartado de otras inversiones, se ha observado un ligero aumento de los depósitos de los residentes en el exte-

rior, aunque muy inferior al mostrado en el mismo período del año anterior. Finalmente, la disminución que se observa en los activos de reserva está, en buena medida, explicada por el vencimiento de las operaciones *swap* de divisas contratadas el año anterior y por la transferencia de reservas del Banco de España al BCE que tuvo lugar a comienzos de este año —y que, en contrapartida, dio lugar a un activo de la misma magnitud clasificado en el apartado de otras inversiones—.

En cuanto a las entradas de capital, entre enero y abril de 1999 se ha registrado un volumen similar al exhibido en el mismo período del año anterior, aunque este año un alto porcentaje de la variación de pasivos frente al exterior se ha canalizado a través de la compra de valores emitidos por las AAPP. También hay que destacar el elevado flujo de financiación obtenido por el sector privado en el exterior, que, en los cuatro primeros meses del año, está solo ligeramente por debajo de la financiación total concedida por entidades no residentes a lo largo de todo 1998. Además, como ha venido sucediendo en los últimos años, las entidades de crédito españolas aumentaron su endeudamiento exterior, lo que supone que el ahorro financiero nacional continúa siendo insuficiente para cubrir la cuantiosa adquisición de activos exteriores por parte de los residentes.

### 5.3. Flujos financieros de las empresas no financieras y de las familias

Según se ha comentado en el apartado anterior, el ahorro financiero neto del sector privado en relación con el PIB se redujo en el primer trimestre y se estima que podría registrar una nueva disminución en el período abril-junio. Esta evolución general es el resultado del menor ahorro financiero de las familias y de un mantenimiento del correspondiente a las empresas no financieras. El menor ahorro financiero neto del sector privado viene explicado por el fuerte incremento de los pasivos financieros, frente a un crecimiento más moderado de sus activos financieros (véase cuadro 8).

El seguimiento que se realiza mensualmente del conjunto de los activos financieros más líquidos, así como de la financiación bancaria, ya ha permitido observar la diferente trayectoria de los activos y pasivos financieros de las empresas y las familias en los últimos meses, si bien, como se refleja en el gráfico 22, la evolución de los activos financieros líquidos resulta mucho más moderada que la de los activos totales. Así, se estima que los activos financieros totales de empresas y familias han crecido en torno a un 11 % en tasa interanual en el segun-

do trimestre, cifra que se sitúa por encima de la expansión del trimestre anterior, pero inferior al 13 % alcanzado a finales de 1998. Por el contrario, los activos financieros líquidos —que incluyen, junto a los medios de pago, otros activos financieros, como los depósitos a plazo, las cesiones temporales, los valores bancarios y las participaciones en fondos de inversión de renta fija— han crecido en torno al 5 %, ligeramente por debajo de la tasa registrada a finales de 1998. Dentro de este subconjunto de activos financieros, son los medios de pago los instrumentos que han mostrado una aceleración mayor durante este segundo trimestre, como consecuencia, muy probablemente, del reducido coste de oportunidad de mantener dichos activos.

Por el lado de los pasivos financieros, se aprecia una cierta aceleración de la evolución ya marcadamente expansiva que se había experimentado en los últimos trimestres, hasta alcanzar una tasa interanual de casi el 17 % en junio. Dado el carácter más provisional de la información disponible sobre algunos pasivos financieros, como el crédito interempresarial, sería conveniente prestar más atención al agregado de endeudamiento compuesto por el crédito bancario y los valores de renta fija. Al analizar esta variable de financiación, se observa que en el segundo trimestre no se ha producido una aceleración como la que muestran los pasivos totales estimados, aunque sí se comprueba que la financiación concedida al sector privado ha consolidado los elevados ritmos de crecimiento (16 %) ya mostrados en períodos anteriores.

#### 5.3.1. Flujos financieros de las familias

La evolución de los flujos financieros durante la primera mitad del año 1999 pone de manifiesto la consolidación de la menor capacidad de ahorro de este sector, situada por debajo del 3 % del PIB. Este resultado es consecuencia de una cierta estabilización del ritmo de crecimiento de las operaciones activas, aunque con altibajos, mientras que los niveles de endeudamiento han mostrado un perfil creciente que se ha acentuado significativamente en lo que va de año. Además, a diferencia de lo que ocurrió en 1998, el efecto de las revalorizaciones de algunos activos financieros apenas compensa la moderación de los flujos financieros, habida cuenta de la incertidumbre y volatilidad que han mostrado los mercados bursátiles durante todo el primer semestre de 1999. Todo ello determina un incremento muy pequeño de la riqueza financiera neta de las familias (véase gráfico 23).

CUADRO 8

## Activos y pasivos financieros de las familias y las empresas no financieras

	Saldo último trimestre (a) (b)	Tasas T1,4					
		1998				1999 (b)	
		I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
<b>FAMILIAS Y EMPRESAS NO FINANCIERAS:</b>							
<b>Activos financieros totales</b>	<b>1.270,5</b>	<b>14,9</b>	<b>14,0</b>	<b>10,5</b>	<b>12,9</b>	<b>10,2</b>	<b>11,4</b>
Activos financieros líquidos	545,6	6,9	5,5	5,3	5,4	4,0	4,7
<i>Medios de pago</i>	253,9	10,5	7,7	10,2	14,6	14,6	16,8
<i>Otros activos financieros líquidos</i>	291,6	4,5	3,9	2,0	-1,1	-3,3	-4,0
Resto de activos financieros	724,9	22,8	22,4	15,4	20,0	15,5	17,1
<b>Pasivos financieros totales</b>	<b>863,8</b>	<b>10,3</b>	<b>12,7</b>	<b>12,3</b>	<b>13,3</b>	<b>15,5</b>	<b>16,9</b>
Financiación bancaria más valores de renta fija	543,5	13,1	15,4	14,8	16,2	15,3	16,0
<i>Crédito de entidades de crédito residentes</i>	440,3	14,2	16,7	15,9	15,8	14,4	15,5
Resto de pasivos financieros	320,3	5,7	8,3	8,2	8,4	16,0	18,4
<b>FAMILIAS:</b>							
<b>Activos financieros totales</b>	<b>806,6</b>	<b>15,2</b>	<b>11,7</b>	<b>6,9</b>	<b>10,5</b>	<b>6,4</b>	<b>8,8</b>
Activos financieros líquidos	453,6	6,5	4,4	4,7	3,6	2,0	3,7
<i>Medios de pago</i>	191,2	7,6	4,9	6,5	8,9	10,6	14,0
<i>Otros activos financieros líquidos</i>	262,4	5,8	4,1	3,6	0,4	-3,1	-2,8
Resto de activos financieros	353,0	30,8	24,1	10,6	21,9	12,7	16,2
<b>Pasivos financieros totales</b>	<b>360,3</b>	<b>11,7</b>	<b>12,2</b>	<b>12,0</b>	<b>13,4</b>	<b>16,0</b>	<b>18,3</b>
Financiación bancaria más valores de renta fija	250,4	16,8	17,4	16,5	18,3	18,6	20,0
<i>Crédito de entidades de crédito residentes</i>	226,8	17,6	18,2	17,2	19,1	19,4	20,9
Resto de pasivos financieros	109,9	2,2	2,4	3,3	3,6	10,5	14,6
<b>EMPRESAS NO FINANCIERAS:</b>							
<b>Activos financieros totales</b>	<b>463,9</b>	<b>14,1</b>	<b>18,6</b>	<b>17,5</b>	<b>17,5</b>	<b>17,6</b>	<b>16,3</b>
Activos financieros líquidos	92,0	8,9	11,2	8,7	14,8	15,1	9,9
<i>Medios de pago</i>	62,8	22,3	18,1	24,7	35,4	28,8	26,0
<i>Otros activos financieros líquidos</i>	29,2	-5,7	2,4	-9,7	-13,5	-4,5	-13,7
Resto de activos financieros	371,8	15,6	20,7	20,0	18,2	18,3	18,0
<b>Pasivos financieros totales</b>	<b>503,4</b>	<b>9,3</b>	<b>13,1</b>	<b>12,5</b>	<b>13,2</b>	<b>15,2</b>	<b>15,9</b>
Financiación bancaria más valores de renta fija	293,1	10,3	13,9	13,5	14,6	12,7	12,8
<i>Crédito de entidades de crédito residentes</i>	213,5	11,0	15,4	14,7	12,7	9,6	10,3
Resto de pasivos financieros	210,4	7,9	11,8	11,1	11,2	19,0	20,5

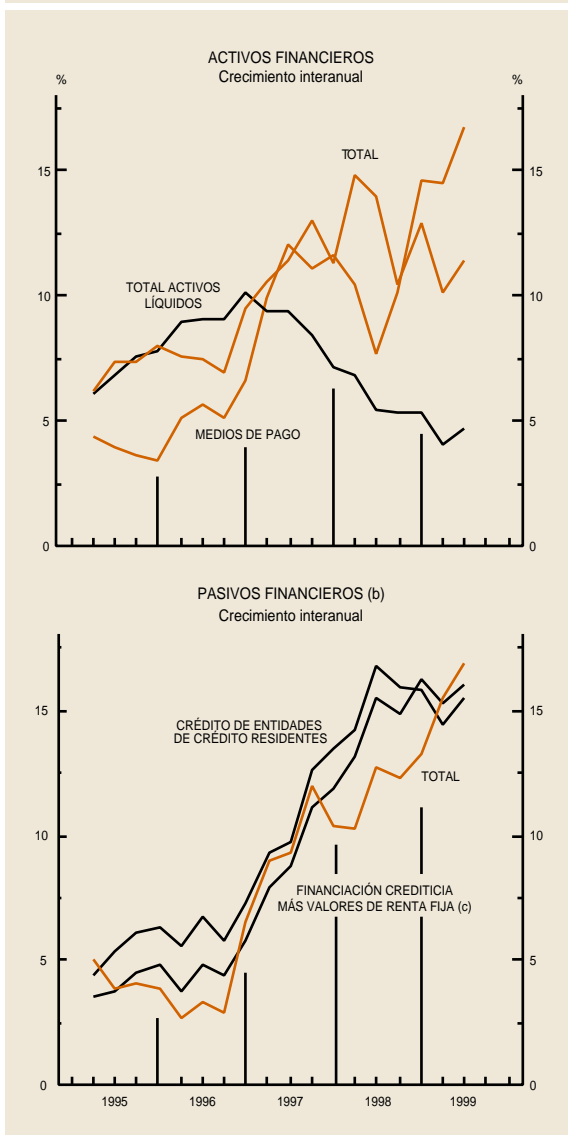
Fuente: Banco de España.  
(a) Miles de millones de euros.  
(b) Los datos correspondientes al segundo trimestre de 1999 son estimaciones provisionales.

El ritmo más moderado de crecimiento de los activos financieros de las familias, en comparación con el registrado en años anteriores o con la evolución de los pasivos financieros, puede deberse, en parte, a la baja rentabilidad de los instrumentos tradicionales de ahorro, que incentiva el consumo y la inversión en activos reales. De hecho, los indicadores de actividad y precios del sector de construcción muestran un fuerte dinamismo, como se pone de manifiesto en el capítulo anterior de este Informe. La mayor volatilidad de los mercados bursátiles nacionales y las caídas de precios en los mercados de deuda podrían estar también desanimando la adquisición de activos financieros a favor del gasto en consumo y en vivienda.

Atendiendo a la evolución más reciente de los activos financieros totales de las familias, su crecimiento interanual se ha situado en tasas próximas al 9 % en el segundo trimestre. El reducido nivel de los tipos de interés ha provocado que la demanda de activos financieros se siga polarizando en los activos más líquidos —cuyo coste de oportunidad ha disminuido significativamente— y en los activos con menor grado de liquidez, pero que pueden ofrecer una mayor rentabilidad a cambio de un mayor riesgo. De esta forma, los activos con tasas de crecimiento más elevadas son los medios de pago, que en el segundo trimestre presentan una expansión interanual estimada del 14 %, y los activos con un grado reducido de liquidez,

GRÁFICO 22

**Empresas no financieras y familias (a)**



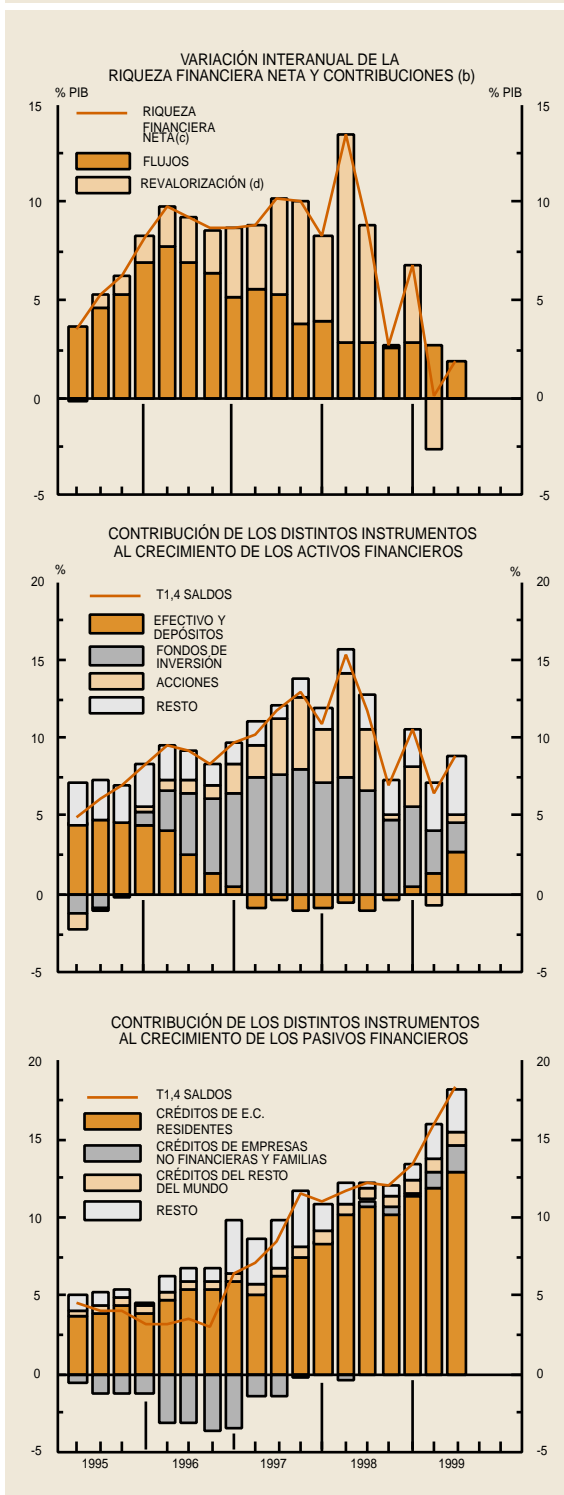
Fuente: Banco de España.  
 (a) Los datos del segundo trimestre de 1999 son estimaciones provisionales.  
 (b) Excluidas las acciones.  
 (c) No incluye el crédito comercial.

como son las acciones y los valores de renta fija. En contraste, el conjunto de los activos líquidos distintos de los medios de pago —esto es, los depósitos a plazo, las cesiones temporales y las participaciones en fondos de inversión de renta fija— mostó tasas de avance negativas en los dos primeros trimestres de 1999, en la medida en que la rentabilidad adicional ofrecida no parece compensar su menor liquidez.

En el primer semestre de 1999, se estima que la cartera de acciones de las familias ha re-

GRÁFICO 23

**Familias (a)**



Fuente: Banco de España.  
 (a) Los datos del segundo trimestre de 1999 son estimaciones provisionales.  
 (b) Los datos de flujos y revalorización son acumulados en cuatro trimestres.  
 (c) Calculada con una estimación del activo para aproximarlo a una valoración a precios de mercado.  
 (d) Diferencia entre la variación del saldo y el flujo.

gistrado una expansión moderada, reflejo de la ausencia de una tendencia clara de los precios en este mercado. En todo caso, en el segundo trimestre se ha apreciado una tímida revalorización, fruto de las mejores perspectivas económicas, y las adquisiciones por parte de las familias podrían haber sido más elevadas. Además, a comienzos del tercer trimestre se han producido varias Ofertas Públicas de Valores, que han recibido una demanda cuantiosa por parte del público.

Por lo que respecta a la evolución de los pasivos financieros, durante el segundo trimestre se estima que ha tenido lugar una progresiva aceleración, hasta tasas del 18 %, consolidándose un perfil de avance rápido durante los últimos nueve meses. En concreto, el crédito bancario, concedido tanto por entidades residentes como no residentes, que es el instrumento más relevante y sobre el que se dispone de información más precisa, aumentó a una tasa interanual del 20 % en el segundo trimestre, lo que sugiere que el reducido nivel de los tipos de interés crediticios, las buenas perspectivas económicas y el aumento de la renta disponible derivado de la disminución de las retenciones por IRPF han incentivado un endeudamiento intenso de las familias.

La información trimestral de los balances bancarios respecto al destino del crédito concedido a las personas físicas (que es un concepto que no coincide exactamente con el de familias que se analiza en este epígrafe) evidencia el mantenimiento de los importantes ritmos de crecimiento del crédito destinado a la adquisición de vivienda, que se situaron durante el primer trimestre de 1999 en tasas cercanas al 20 %. Asimismo, se observa un importante repunte del crédito destinado a bienes de consumo duradero, que aumentó a una tasa superior al 40 % en el primer trimestre.

### 5.3.2. *Flujos financieros de las empresas no financieras*

Los flujos financieros de las empresas muestran una evolución más equilibrada entre el crecimiento de los activos y pasivos financieros que en el caso de las familias, lo que se traduce en el mantenimiento de un ahorro financiero neto estable. Esto podría explicarse, en alguna medida, por la mayor facilidad de las empresas para financiar sus inversiones con cargo a sus recursos propios en la fase alcista del ciclo, cuando sus cuentas de resultados son más favorables, sin necesidad de acudir al endeudamiento externo. De hecho, las tasas de crecimiento de los activos financieros de las

empresas han superado a las de los pasivos en los últimos trimestres.

Se estima que los activos financieros totales experimentaron un crecimiento del 16 % durante el segundo trimestre, que es el resultado, como en el caso de las familias, de un fuerte crecimiento de los medios de pago (26 %) y de los activos que no se consideran líquidos. Dentro de estos, los activos frente a las empresas y familias (el denominado crédito interempresarial) y frente al resto del mundo siguen mostrando una contribución elevada al crecimiento de los activos financieros de las empresas, como se aprecia en el gráfico 24. En relación con este último componente, se observa una cierta moderación en los depósitos mantenidos en entidades no residentes, mientras que las inversiones directas en el exterior mantienen el dinamismo de trimestres anteriores, con flujos medios de crecimiento trimestral en torno a los 2,5 mm de euros en el último año.

La evolución estimada de los pasivos financieros durante el segundo trimestre se ha caracterizado por una ligera aceleración, hasta alcanzar el 16 % en tasa interanual. En términos de la contribución al crecimiento de estos pasivos, se observa un cierto cambio en su composición por instrumentos: así, aunque el crédito bancario continúa siendo la principal fuente de financiación, desde mediados del año pasado muestra una trayectoria descendente en su contribución al crecimiento del total de la financiación de las empresas; por su parte, las otras fuentes de financiación alternativas —como son el crédito empresarial y la financiación exterior— han mostrado una importante contribución al conjunto de la financiación obtenida por este sector.

Por último, la información disponible sobre el destino del crédito bancario concedido a las empresas durante el primer trimestre indica que la financiación otorgada al sector de servicios y a la industria se mantiene en tasas interanuales de crecimiento similares a las de final de año, en torno a un 16 % y un 11 %, respectivamente. Sin embargo, el crédito al sector de la construcción se ha moderado significativamente hasta el 12 %, desde el 17 % que registraba a finales de año.

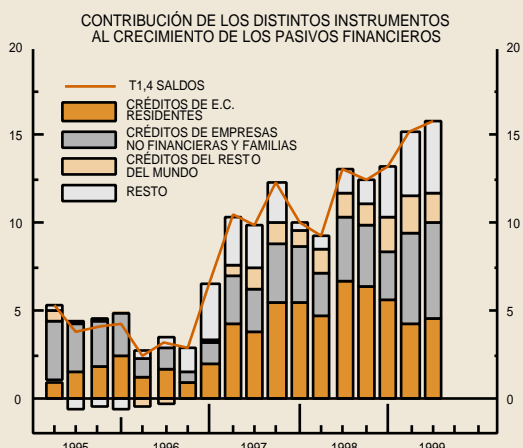
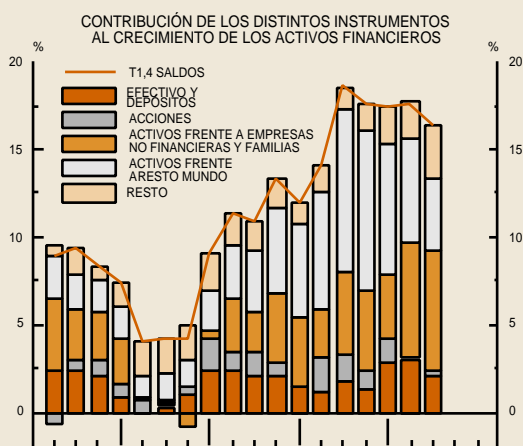
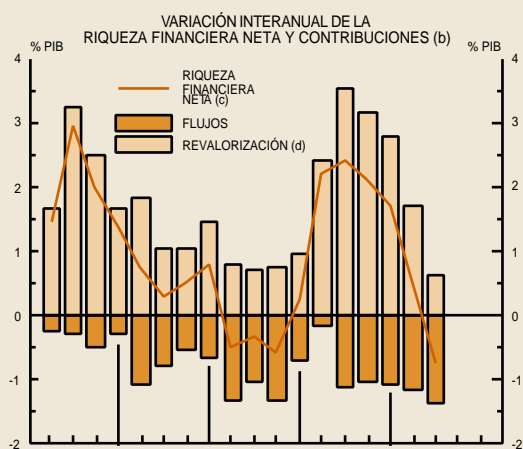
### 5.4. *Flujos financieros de las Administraciones Públicas*

En el primer trimestre de 1999, el ahorro financiero neto del conjunto de las Administraciones Públicas ha experimentado una nueva mejoría, al pasar del -1,7 % del PIB a finales de 1998 al -1,4 %; la información disponible del



GRÁFICO 24

Empresas no financieras (a)

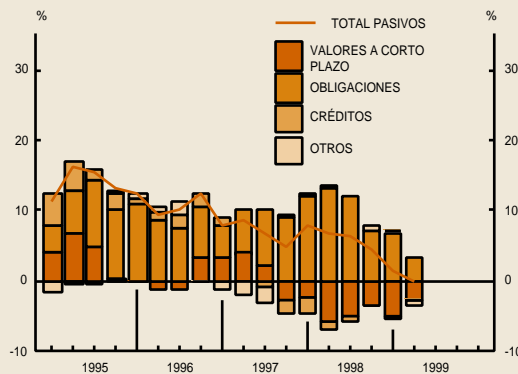


Fuente: Banco de España.

- (a) Los datos del segundo trimestre de 1999 son estimaciones provisionales.
- (b) Los datos de flujos y revalorización son acumulados en cuatro trimestres.
- (c) No se incluyen las acciones en el pasivo. Calculada con una estimación del activo para aproximarla a una valoración a precios de mercado.
- (d) Diferencia entre la variación del saldo y el flujo.

GRÁFICO 25

Crecimiento de los pasivos de las Administraciones Públicas T 1,4 y contribuciones



Fuente: Banco de España.

segundo trimestre apunta a que esta mejora podría haber continuado.

La trayectoria descendente descrita por las necesidades de financiación durante los últimos trimestres ha tenido su correspondencia en la desaceleración continuada de los ritmos de crecimiento de los pasivos financieros de las AAPP, como se observa en el gráfico 25. En cuanto a la cobertura por instrumentos de estas necesidades de financiación, ha continuado el alargamiento de los plazos de los pasivos financieros, mediante la sustitución de valores de renta fija a corto plazo por bonos y obligaciones.

En el conjunto de la primera mitad del año, la colocación neta de valores públicos en los mercados de emisión ha ascendido a 6,5 mm de euros, a la que se añade un incremento de la financiación en moneda extranjera por importe de 950 millones de euros. Al haber superado los recursos captados en los mercados de valores a las necesidades de financiación efectivas, se ha elevado el volumen de activos financieros de las AAPP. En concreto, el saldo de los depósitos de las AAPP en el Banco de España se ha incrementado por importe de 6 mm de euros en el primer semestre.

Atendiendo a los resultados de las colocaciones de valores del Estado, las emisiones netas de letras del Tesoro efectuadas durante el período abril-julio fueron negativas por importe de 4,1 mm de euros. A pesar de ello, este importe supone una cierta recuperación de la actividad en relación con la fuerte contracción del trimestre anterior, período donde tuvo lugar la

mayor parte de los vencimientos para este año. La reducción acumulada del saldo vivo de letras del Tesoro en la parte transcurrida del año se eleva a 11,3 mm de euros, concentrándose dicha disminución en el plazo de los dieciocho meses, mientras que en los plazos de doce y seis meses se ha producido, en general, una renovación de los saldos que vencían. En cuanto a las subastas de deuda a medio y largo

plazo resueltas en el período abril-julio, la emisión bruta superó los 11,6 mm de euros, con una distribución próxima a la de los objetivos máximos de colocación establecidos. Sin embargo, la financiación neta finalmente captada ha sido escasa, como consecuencia de las amortizaciones que ha habido en este período.

28.7.1999.