
Informe trimestral de la economía española

1. Rasgos básicos

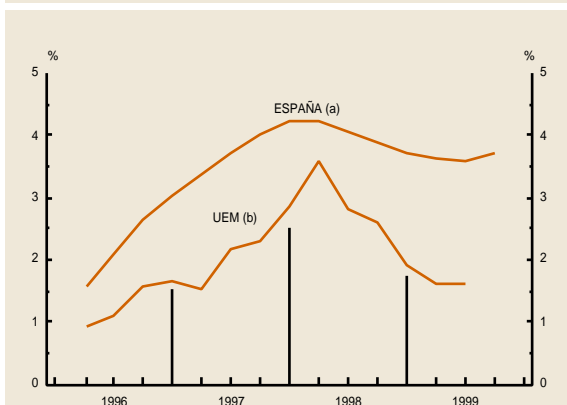
La economía española alcanzó un ritmo de crecimiento sostenido de su producto interior bruto (PIB) real, durante el segundo trimestre 1999, del 3,6 %, según la estimación provisional del Instituto Nacional de Estadística (INE) expresada en términos de la tasa de variación interanual de la serie de ciclo-tendencia. Esta tasa, idéntica a la del trimestre precedente, fue algo inferior a la del promedio del pasado ejercicio, pero siguió superando ampliamente a la del grupo de países que forman la Unión Económica y Monetaria (UEM), tal como se aprecia en el gráfico 1. La consolidación de tasas de crecimiento interanual elevadas en la demanda nacional —del 5,3 % desde hace prácticamente un año, con notables incrementos en casi todos sus componentes— y la aportación negativa de la demanda exterior neta al aumento del producto —hasta alcanzar un valor de 1,7 puntos porcentuales— son dos de los rasgos característicos de la evolución reciente de la economía española. Los últimos datos aportados por el INE no muestran cambios significativos en la evolución de la demanda final en la primera mitad de 1999, solo la constatación de la pujanza de la inversión en construcción, que ha pasado a ser su componente más dinámico, y algunos síntomas de recuperación en las exportaciones de bienes y servicios, cuya tasa de aumento real continuó descansando, sin embargo, en los excelentes resultados del sector turístico; las importaciones, por su parte, acentuaron ligeramente su tono de firmeza, a tenor con el comportamiento del gasto interior.

En este contexto de crecimiento sostenido —la tasa de variación intertrimestral de la serie de ciclo-tendencia del PIB real está estabilizada en el 0,9 % desde hace año y medio, prácticamente—, el aumento del empleo en el primer semestre de 1999 fue considerable. Los mayores registros tuvieron lugar en las ramas que lideran el crecimiento del producto: la construcción y, en menor medida, los servicios de mercado, mientras que en el resto de las ramas industriales el ritmo de aumento de la producción y el empleo se fue atenuando y en la agricultura fue negativo. En cuanto al comportamiento de los precios, en el último «Informe trimestral» se comentó el impacto alcista que estaban teniendo los precios de los productos energéticos y los de algunos alimentos elaborados en la evolución del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), así como la ampliación del diferencial con los países de la UEM.

La situación económica internacional ha mostrado síntomas de mejoría en los últimos meses. A la continuidad del fuerte dinamismo de la economía norteamericana se han unido la recuperación de la economía japonesa —que ha registrado, por segundo semestre consecuti-

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.

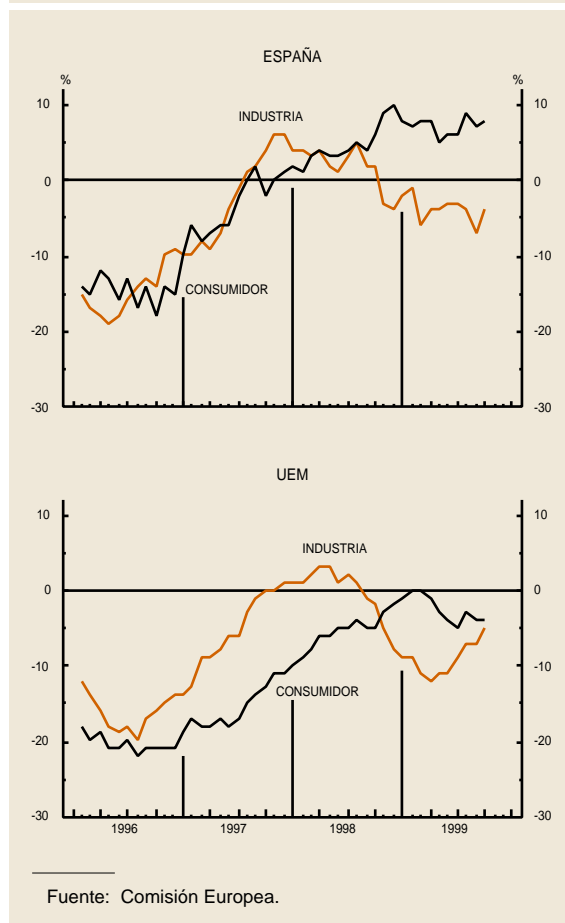
(b) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

vo, cifras de crecimiento del PIB real positivas— y la aceleración de la actividad en el Reino Unido y en las economías emergentes del sudeste asiático. En Latinoamérica, la situación difiere sensiblemente entre países, aunque se observan signos positivos en la evolución de la economía brasileña que, por su tamaño relativo y sus relaciones comerciales con el resto del área, resultan particularmente relevantes. En todo caso, el elevado nivel de las cotizaciones bursátiles en Estados Unidos y los desequilibrios comerciales que permanecen entre las grandes áreas constituyen elementos de riesgo. Por el lado de los precios, aunque todavía las grandes economías continúan registrando tasas de inflación moderadas, el fuerte aumento de los precios del petróleo de los últimos meses, junto con las tensiones que se aprecian en los mercados de trabajo en algunos países, ponen de manifiesto un cierto deterioro en las perspectivas inflacionistas que ha motivado la reacción de las autoridades monetarias de Estados Unidos y del Reino Unido. Por su parte, los mercados financieros y cambiarios internacionales han mantenido una relativa estabilidad, aunque se han registrado correcciones generalizadas a la baja en las cotizaciones de los valores bursátiles y de renta fija pública, así como una significativa apreciación del yen frente al dólar.

En lo que respecta al área del euro, las cifras de Contabilidad Nacional del segundo trimestre reflejaron una ligera recuperación de la actividad, fundamentalmente asociada al incremento de la demanda exterior. Aunque las ta-

GRÁFICO 2

Indicadores de confianza



Fuente: Comisión Europea.

sas de crecimiento del PIB en el conjunto del área continuaron siendo modestas (1,6 % en términos interanuales en los dos primeros trimestres), las discrepancias entre países son notorias. En todo caso, los indicadores recientes ofrecen señales coherentes con mejoras adicionales en la actividad en la segunda parte del año (véase gráfico 2), si bien las perspectivas del área para el futuro próximo están condicionadas por el comportamiento de las economías alemana e italiana, que, aun habiendo mostrado recientemente signos de mejoría, continúan creciendo a tasas sensiblemente por debajo de la media del área. En cuanto al comportamiento de los precios, la tasa de inflación del área permaneció en niveles relativamente reducidos durante los últimos meses (véase gráfico 3), aunque el alza de los precios del crudo ha provocado incrementos en las tasas interanuales de crecimiento de los precios de consumo, que, previsiblemente, tendrán continuidad en los meses próximos.

Durante el tercer trimestre de 1999, el entorno económico en el que se desenvuelve la polí-

tica monetaria dentro de la UEM se ha alterado en la medida en que el estancamiento de la actividad económica que se detectaba a comienzos de año en un buen número de los países del área ha ido dando paso a unas perspectivas de crecimiento más favorables en el conjunto de la zona. A esta mejora han contribuido el mayor dinamismo de la economía mundial y el aumento de la demanda y de la confianza en los países europeos, alentadas, entre otros factores, por unas condiciones financieras favorables y por la depreciación del tipo de cambio. De este modo, aunque los tipos de interés oficiales no se han modificado durante el tercer trimestre, el Eurosistema ha ido prestando progresivamente más atención a los riesgos que el mayor crecimiento económico puede generar para la estabilidad de precios. En este contexto, el alza significativa de los precios del petróleo ha representado un motivo adicional de preocupación.

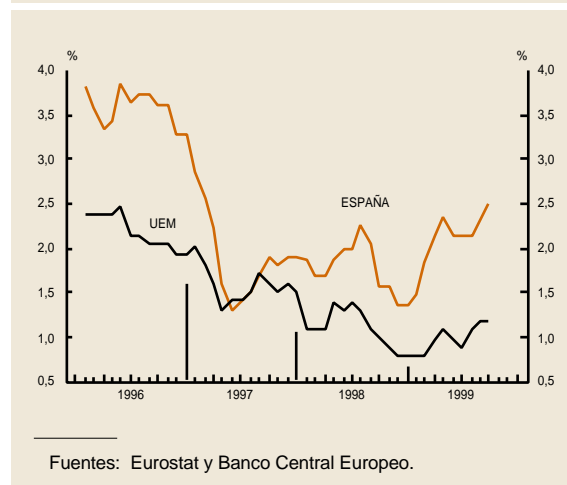
Estas consideraciones han dado lugar a unas expectativas de incrementos de los tipos de interés, que se han reflejado en un significativo aumento de los rendimientos de la deuda a medio y largo plazo, y también, aunque de menor magnitud y de forma más tardía, en un repunte de los tipos de interés de los mercados monetarios.

Los tipos de interés más elevados han contribuido a que el euro se apreciara frente al dólar de forma notable en los últimos meses, recuperando parte de la depreciación acumulada en la primera mitad del año. Por otra parte, los agregados monetarios y crediticios han mantenido durante el tercer trimestre las pautas de comportamiento de la primera mitad del año, sin que, aparentemente, el cambio de tendencia en los tipos de interés haya moderado su trayectoria. En particular, M3 ha seguido creciendo a ritmos superiores a su nivel de referencia, de forma que la media de las tasas interanuales de los últimos tres meses, referida al período julio-septiembre, alcanzó el 5,9 %, frente al 5,6 % alcanzado en agosto. El agregado más estrecho, M1, que incluye los activos con un grado mayor de liquidez, ha mostrado ritmos de expansión mucho más elevados, de casi el 13 %, en términos interanuales, en septiembre. Por su parte, el crédito al sector privado ha mantenido una trayectoria muy estable, con una tasa de avance del 10,5 % en septiembre.

En este contexto, más proclive al crecimiento económico y al aumento de los precios —circunscrito este último, hasta el momento, al impacto de las alzas experimentadas por los precios de los productos energéticos en los precios al por mayor y de consumo—, la economía española acentuó ligeramente su ritmo de creci-

GRÁFICO 3

Índices armonizados de precios de consumo

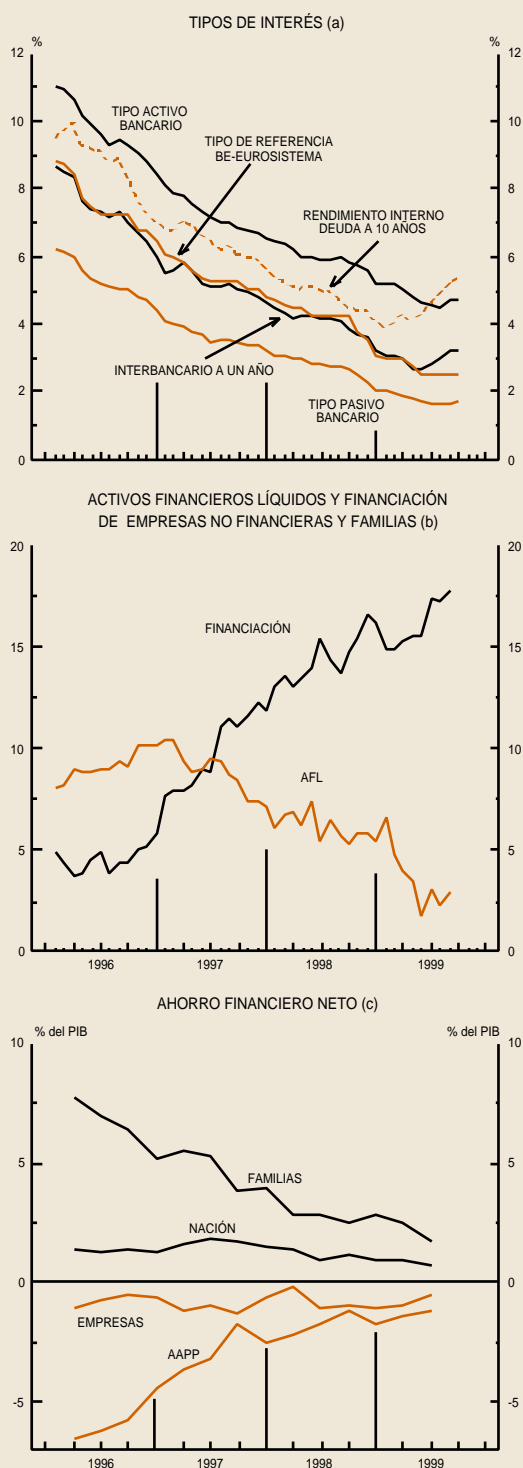


miento durante el tercer trimestre de 1999. Con los datos disponibles al redactarse este Informe, se estima que la tasa de variación interanual del PIB real —calculada para la serie de ciclo-tendencia— fue del orden del 3,7 %, lo que supone una suave aceleración, también, en términos de las tasas intertrimestrales. Este tono algo más expansivo, si se confirma, sigue estando basado, principalmente, en el comportamiento de la demanda nacional, que podría repetir, al menos, la tasa de crecimiento registrada en el trimestre precedente. La cuantificación de la aportación de la demanda externa resulta más incierta. Las exportaciones aumentaron su tasa de variación real en el período julio-agosto y se espera que sigan haciéndolo en los próximos meses, tal como anticipan las cartaras de pedidos y las expectativas de las empresas exportadoras; su intensidad dependerá, en gran medida, de la evolución de la competitividad de la economía. Teniendo en cuenta que las importaciones mantienen un notable dinamismo, la aportación de la demanda neta real al crecimiento del PIB en el tercer trimestre no diferirá mucho de la del trimestre anterior, aunque con un valor algo menos negativo.

El tono expansivo de la economía durante los meses del verano se extendió a todos los componentes de la demanda interna, con la excepción del consumo público, y así lo confirman la mayoría de los indicadores disponibles. Las encuestas de opinión reflejaron este clima favorable de los hogares (véase gráfico 2), cuyas compras se están viendo impulsadas por el crecimiento de la renta real disponible y por el descenso acumulado por los tipos de interés en términos reales. El crecimiento de la renta disponible, a su vez, se debe a la evolución favorable del empleo y a la influencia expansiva de

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.

la reforma del impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) sobre las rentas salariales. Estos mismos factores —aumento de la renta real y bajos tipos de interés— contribuyen a explicar el notable dinamismo de la compra de viviendas por parte de las familias, cuya capacidad de financiación se está viendo considerablemente mermada por la continuidad en el crecimiento de sus gastos de consumo e inversión. El aumento de la inversión residencial, junto con el impulso que arrastra la obra pública, determinan el tono expansivo que está registrando la formación bruta de capital fijo en construcción, a lo que se une la persistencia de tasas de crecimiento elevadas en la inversión en equipo. La percepción por parte de los empresarios de las expectativas favorables que configuran el entorno internacional no se ha reflejado todavía en los indicadores de confianza (véase el gráfico 2 mencionado antes), pero los buenos resultados de las empresas siguen sosteniendo los proyectos de inversión destinados a la mejora del aparato productivo. Los últimos datos del índice de producción industrial (IPI) recogen ya una recuperación en la actividad de las ramas manufactureras, por lo que se espera una mejora en su aportación al crecimiento del valor añadido en el tercer trimestre de 1999.

Los indicadores sobre la evolución del empleo en el tercer trimestre han seguido dando muestras de un notable dinamismo, aunque compatible con una recuperación en el crecimiento de la productividad aparente del trabajo desde los niveles anormalmente bajos alcanzados en los trimestres precedentes. Este hecho, y la relativa estabilidad que han mostrado los indicadores salariales durante el período, han permitido un ligero recorte en la tasa de aumento de los costes laborales unitarios (CLV), que, sin embargo, mantienen fuertes discrepancias entre las distintas ramas productivas, siendo las de servicios las que más se están beneficiando de la favorable evolución de los costes totales.

El rebrote que ha registrado el índice de precios de consumo (IPC) durante el tercer trimestre de 1999 se ha debido al impacto de las alzas de los precios energéticos, ya que el resto de los componentes, o ha estabilizado su ritmo de variación en niveles similares a los de junio, o lo ha atenuado ligeramente, como los servicios, que recortaron en dos décimas su tasa de variación interanual a lo largo de los meses del verano. En cualquier caso, el diferencial entre el ritmo de crecimiento de los precios de consumo españoles y el de los países del área del euro, medido a través de los índices armonizados, ha vuelto a situarse en el nivel alcanzado en el pasado mes de junio: 1,3 puntos porcentuales, el máximo desde finales de 1996 (véase gráfico 3).

La puesta en marcha de las cláusulas de revisión salarial al final del año, si el crecimiento de los precios de consumo resulta menos favorable de lo que se había previsto, vuelve a poner de manifiesto el peligro de que aumentos en los precios de consumo de carácter transitorio, que deberían ir cancelándose en las tasas de crecimiento interanual del próximo año, acaben incorporándose en las expectativas de inflación y afecten a la competitividad de la economía. Es necesario, por tanto, que las negociaciones salariales del próximo año tengan especialmente en cuenta las pautas de estabilidad que rigen en la zona del euro y que el resto de las políticas económicas contribuya activamente al mantenimiento de la estabilidad macroeconómica. En este sentido, los avances que se han producido en la reducción del déficit del Estado durante el año actual han sido, sin duda, importantes, y su continuidad queda plasmada en el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado que se ha presentado al Parlamento para el próximo ejercicio. Un control estricto del crecimiento del gasto público debe permitir que los aumentos adicionales de recaudación impositiva que pudieran obtenerse, como consecuencia del dinamismo de la economía, se traduzcan en una aceleración del proceso de consolidación fiscal. De esta manera, la política presupuestaria podría reforzar su contribución al mantenimiento de la estabilidad a medio y largo plazo.

Las condiciones monetarias en las que se ha desenvuelto la actividad de la economía española no han experimentado modificaciones importantes en estos últimos meses. El cambio de tendencia en los tipos de interés de los mercados financieros apenas se ha reflejado en el comportamiento de los agentes económicos durante el tercer trimestre. Esto se debe, en parte, a que, pese al aumento de los tipos de interés, su nivel se encuentra todavía en tasas muy bajas en términos históricos y a que el repunte de la tasa de aumento de los precios ha supuesto un descenso de los mismos en términos reales. Igualmente, la ausencia de una repercusión notoria de los aumentos de los tipos de interés en los flujos financieros de la econo-

mía puede explicarse por el hecho de que el incremento de los tipos negociados en los mercados financieros solo se ha trasladado muy tímidamente a los tipos de interés que las entidades financieras aplican en las operaciones con su clientela, que son los más relevantes para determinar las decisiones de gasto y de ahorro de las familias y de las empresas (véase gráfico 4). De esta forma, persisten unas condiciones crediticias muy holgadas, que han continuado impulsando una fuerte demanda de crédito por parte del sector privado, mientras que los incentivos financieros al ahorro siguen siendo escasos.

En particular, la financiación concedida a las empresas no financieras y a las familias mediante crédito bancario y la emisión de valores de renta fija ha continuado acelerándose en los últimos meses, de forma que su tasa interanual de crecimiento podría encontrarse a finales del tercer trimestre en niveles cercanos al 20 %. Por el lado de los activos financieros, la tímida recuperación que se observa en el ritmo de crecimiento de los activos financieros líquidos de las empresas no financieras y de las familias podría interpretarse como un resultado del aumento de la rentabilidad ofrecida en algunos de esos instrumentos. En cualquier caso, el atractivo de los activos financieros en su conjunto está lejos de las cotas alcanzadas en los últimos años, lo que impulsa tanto el consumo como la inversión en activos reales, y desincentiva el ahorro.

Esta evolución reciente de los flujos financieros refleja la continuación de un proceso que viene desarrollándose en los últimos años, según el cual el fuerte crecimiento del endeudamiento bancario de las familias está conduciendo a una progresiva disminución de su ahorro financiero neto y, con ello, a una reducción del ahorro financiero neto de la nación. En este sentido, las menores necesidades de financiación de las Administraciones Públicas y de las empresas solo permiten compensar parcialmente el efecto que el menor ahorro financiero neto de las familias tiene sobre el de la nación.

2. El entorno exterior de la zona del euro

A lo largo del tercer trimestre de 1999 se han confirmado los indicios positivos sobre la evolución de la actividad económica mundial en la primera mitad del año. Los principales países industrializados han mostrado una mejoría generalizada, caracterizada, principalmente, por el mantenimiento del fuerte dinamismo de la economía en Estados Unidos, los síntomas de salida de la recesión en Japón y la rápida reactivación económica del Reino Unido. Esta evolución favorable del entorno internacional ha tenido lugar en un contexto de inflación moderada, a pesar de la fuerte subida del precio del petróleo en lo que va de año (más del 100 % entre enero y octubre) y el tensionamiento del mercado de trabajo en algunos países.

En los meses transcurridos de 1999, la actividad económica en Estados Unidos ha seguido mostrando el fuerte dinamismo que mantiene desde hace varios años (véase gráfico 5). Aunque la tasa de crecimiento intertrimestral anualizada del PIB del segundo trimestre (1,9 %, frente al 3,7 % del trimestre anterior) reflejó una cierta desaceleración, esta no ha tenido continuidad en los meses posteriores, a la vista de los indicadores disponibles. Así, la producción industrial señala una ganancia de dinamismo en el sector manufacturero, asociada al aumento de las exportaciones ocasionado por el incremento de la demanda mundial. En el mismo sentido, los indicadores de consumo sugieren que la desaceleración de este componente de la demanda en el segundo trimestre podría haber sido transitoria, manteniéndose, en todo caso, el descenso continuado de la tasa de ahorro. Sin embargo, el sector de la construcción, especialmente sensible al aumento de los tipos de interés, mantiene un perfil poco dinámico (1).

A pesar del repunte de las exportaciones, la fortaleza de la demanda interna en Estados Unidos continúa expandiendo las importaciones y generando incrementos continuados del déficit comercial: en el período comprendido entre enero y agosto, el déficit de la balanza comercial superó los 200 mil millones de dólares, un 36 % por encima del registrado en el mismo período del año anterior. Las notorias diferencias que todavía persisten en el dinamismo de la demanda interna en Estados Unidos y en el resto del mundo (véase gráfico 5) no permiten anticipar, para el futuro cercano, correcciones significativas del desequilibrio comercial y por cuenta corriente de la economía norteamericana.

(1) Estando ya cerrada la edición de este Boletín, se han publicado los datos de crecimiento del PIB del tercer trimestre (4,8 % en tasa intertrimestral anualizada), que confirman las tendencias señaladas y el continuado dinamismo de esta economía.

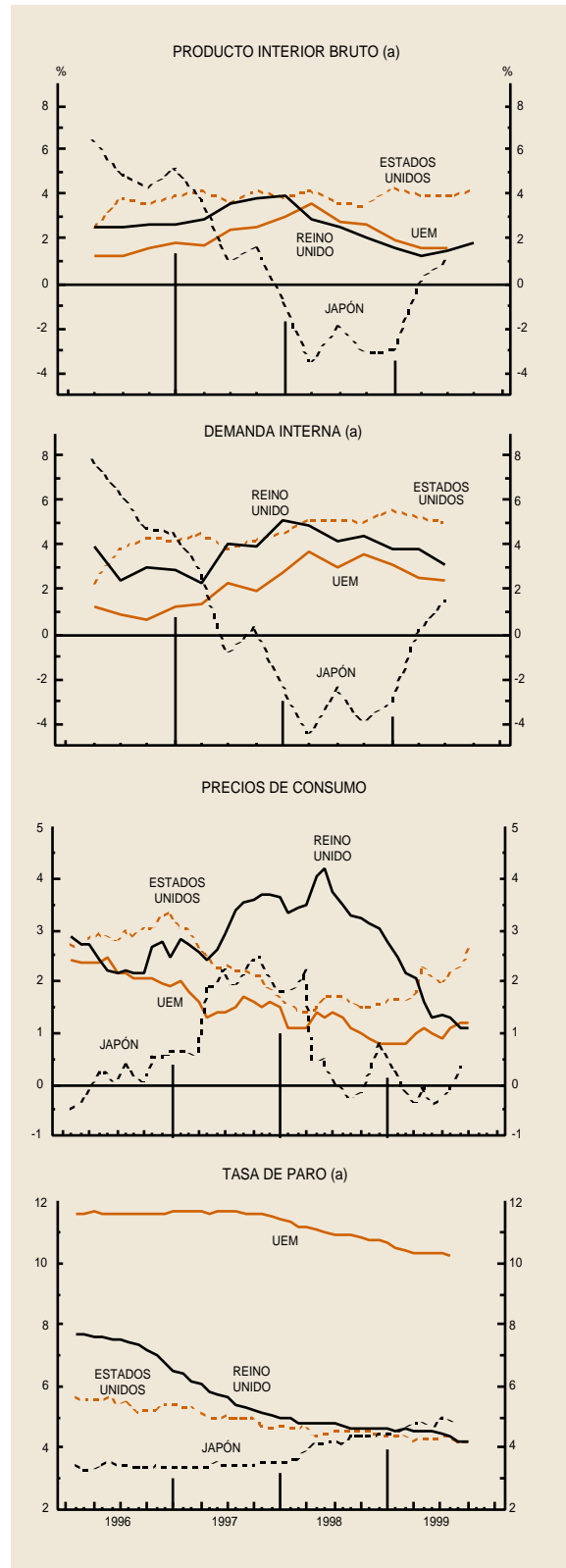
na, que, previsiblemente, alcanzarán este año el 3,5 % del PIB (2,7 % en 1998). Este deterioro progresivo del saldo exterior y de la tasa de ahorro del sector privado continúa representando un elemento importante de vulnerabilidad del patrón de crecimiento de esta economía.

Por lo que se refiere a la evolución de la inflación, en el mes de septiembre, tanto los precios de consumo como los industriales experimentaron repuntes significativos que han situado sus tasas interanuales de crecimiento en el 2,6 % y 3,2 %, respectivamente (véase gráfico 5). El aumento de los precios del petróleo y su impacto incipiente sobre los costes de producción de las manufacturas son las causas principales de esta evolución. Por su parte, el IPC, excluyendo el componente energético y los alimentos, se ha acelerado ligeramente, hasta el 2 % (1,9 % en agosto). En el mercado de trabajo comienzan a manifestarse signos de escasez de oferta, manteniéndose la tasa de paro en niveles muy reducidos (4,2 %). Así, en septiembre los salarios por hora registraron un cierto repunte, si bien se mantienen creciendo entre el 3,5 % y 3,8 % en tasa interanual, en un contexto de crecimiento elevado de la productividad.

En Japón, los datos de Contabilidad Nacional del segundo trimestre confirmaron la mejoría de la situación económica: el PIB aumentó un 0,2 % en términos intertrimestrales, lo que supuso un avance del 1,1 % respecto al mismo período del año anterior y el segundo trimestre consecutivo de variación positiva. El aumento de la actividad se reflejó tanto en la demanda interna, muy especialmente en el consumo, como en las exportaciones. Los indicadores más recientes, entre los que hay que destacar las encuestas de confianza, señalan que los signos de recuperación de la economía japonesa se habrían mantenido en el tercer trimestre. Asimismo, los datos de precios señalan la interrupción del proceso desinflacionista, como consecuencia del comportamiento algo más expansivo de las decisiones de gasto: en agosto, el IPC tuvo, por primera vez en muchos meses, una tasa de crecimiento interanual positiva (0,3 %) (véase gráfico 5). Sin duda, uno de los factores que más ha contribuido a la mejora de las perspectivas de la economía japonesa en los últimos meses ha sido el aumento de la demanda proveniente de los países asiáticos, que explica el 35 % del total de sus exportaciones. Asimismo, la decisión del Banco de Japón de proporcionar de forma directa mayor liquidez y el anuncio de la instrumentación de un nuevo paquete fiscal expansivo en los próximos meses han favorecido el fortalecimiento de las expectativas de reactivación económica. No obstante, las deficiencias estructurales de esta economía —en particular, de su

GRÁFICO 5

Principales indicadores macroeconómicos
Tasas de variación interanual



Fuentes: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

(a) Porcentaje de la población activa.

sistema financiero— y la trayectoria apreciativa del yen podrían limitar las posibilidades de que se alcance, en el corto plazo, una senda de crecimiento sostenido.

A partir del primer trimestre, la economía del Reino Unido se ha recuperado con cierta intensidad. El motor principal de esta nueva fase expansiva ha sido la demanda interna, aunque la mejora global de la actividad ha permitido un avance sensible de las exportaciones. En el tercer trimestre, el PIB alcanzó un crecimiento intertrimestral del 0,9 % (1,8 % interanual), el mayor registrado desde el tercer trimestre de 1997. Todo ello ha tenido lugar en un contexto de cierto tensionamiento en el mercado de trabajo: en agosto, la tasa de paro descendió y los salarios aumentaron un 4,9 % en tasa interanual. Estas presiones no se han trasladado por el momento a los precios finales, pues el IPC (neto de intereses hipotecarios) aumentó en septiembre un 2,1 %, sensiblemente por debajo del objetivo del gobierno del 2,5 %; no obstante, el alza de otros precios, como los del sector inmobiliario, refleja la existencia de presiones inflacionistas latentes.

Por lo que respecta a los países asiáticos afectados por la crisis del verano de 1997, la recuperación económica que han mostrado en los últimos meses ha sido, en general, de una intensidad mayor que la esperada. No obstante, persisten diferencias importantes entre los distintos países. Así, Corea, Tailandia y Singapur registrarán previsiblemente tasas de crecimiento del PIB este año entre el 4 % y el 6,5 %, a las que han contribuido las ganancias de competitividad derivadas de la depreciación de sus monedas y las políticas fiscales expansivas adoptadas. El resto de los países muestran todavía tasas de crecimiento reducidas, aunque Indonesia es el único caso para el que se prevé un incremento del PIB negativo en 1999.

En cuanto a las economías latinoamericanas, aunque la evolución del área está siendo globalmente positiva, la mejora observada en los últimos meses no ha sido generalizada. Por un lado, la economía brasileña —que representa cerca del 45 % del PIB de la zona— está mostrando señales relativamente claras de recuperación, esperándose que en el tercer y cuarto trimestres de este año vuelva a registrar tasas de crecimiento interanuales positivas. Del mismo modo, la economía mejicana está teniendo una evolución económica muy favorable en 1999, que en gran medida descansa sobre la fortaleza de la demanda de exportaciones procedente de Estados Unidos. Por otro lado, Argentina está sufriendo los efectos contractivos de las pérdidas de competitividad acumuladas tras las devaluaciones de las monedas de

otros países de la zona y del incremento de los tipos de interés domésticos causado por las tensiones cambiarias, situación que ha venido acompañada de tasas de inflación negativas. A la vista de los indicadores de actividad más recientes, la situación recesiva parece haber continuado en el tercer trimestre. No obstante, en la medida en que Brasil consolide su recuperación, parece posible que esta impulse la reactivación del conjunto del área y de Argentina en particular, dadas las estrechas relaciones comerciales que les unen. En este sentido, resulta destacable el fin de las disputas entre los países del Mercosur que tuvieron lugar en los meses centrales del año, y que llevaron a suspender algunos acuerdos comerciales vigentes.

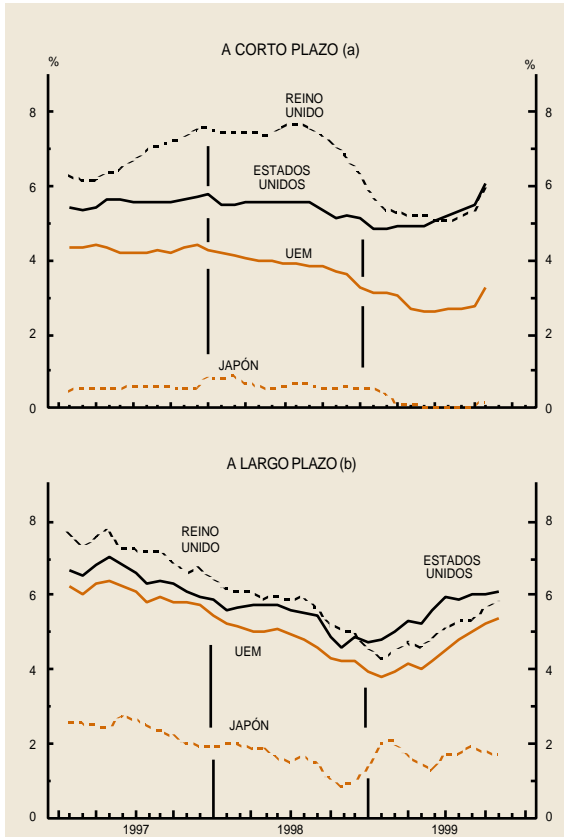
Asimismo, han de señalarse los nuevos episodios de inestabilidad financiera por los que han atravesado algunos países pequeños del área latinoamericana en los últimos meses, sin afectar al conjunto del área. Los casos más destacados han sido el anuncio, por parte de Ecuador, de la suspensión del pago del servicio de una parte de su deuda emitida a través de bonos Brady colateralizados, y la decisión de Colombia de abandonar su anterior régimen cambiario —bandas deslizables frente al dólar— para dejar paso a la libre flotación. Una decisión similar fue adoptada por las autoridades de Chile, cuya moneda fluctúa libremente desde principios de septiembre. De este modo, en el continente tan solo Venezuela, Uruguay y Argentina mantienen tipos de cambio semifijos —los dos primeros— o fijos —el caso del *currency board* argentino— con la moneda estadounidense.

Por lo que se refiere a las políticas fiscales, en Estados Unidos, el dinamismo económico está propiciando un incremento de los ingresos sustancialmente superior a las previsiones, por lo que, probablemente, el año fiscal que finalizó en septiembre se haya cerrado con un superávit superior al habido en el periodo anterior (1,7 %).

En Japón, los sucesivos programas presupuestarios expansivos adoptados han generado incrementos sucesivos del déficit y de la deuda públicos: las últimas previsiones del FMI apuntan a que en 1999 se alcanzará un déficit próximo al 10 % del PIB, con una deuda que ascendería hasta el 129 % del PIB. Por su parte, en el Reino Unido, el pasado mes de marzo entró en vigor un presupuesto de carácter moderadamente expansivo. No obstante, los datos de su ejecución hasta septiembre reflejan unos resultados sensiblemente más favorables que los programados, que podrían extenderse al conjunto del año fiscal si la actividad económica continúa avanzando por encima de las previsiones.

GRÁFICO 6

Tipos de interés



Fuente: Banco de España.

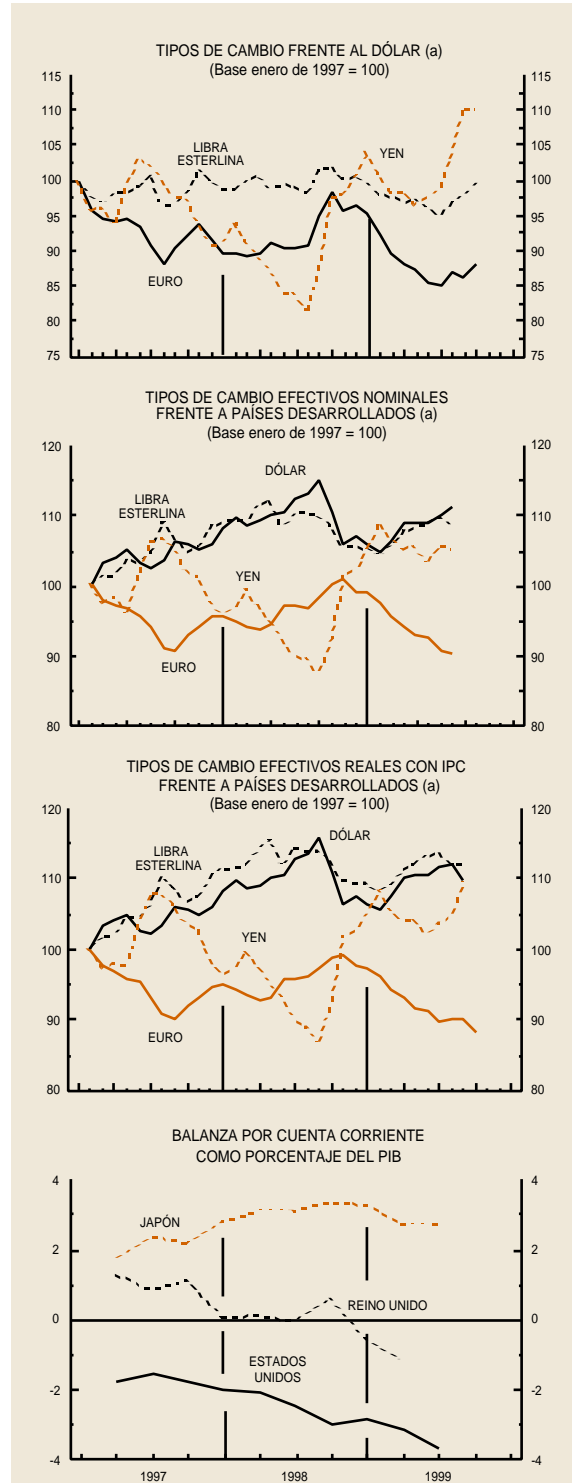
(a) Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario. Unión Monetaria: hasta diciembre de 1998, media ponderada de los once países. En 1999, EURIBOR a tres meses.

(b) Rendimientos de la deuda pública a diez años. Unión Monetaria: hasta diciembre de 1998, media ponderada de los once países.

Durante el tercer trimestre, las políticas monetarias de Estados Unidos y el Reino Unido han experimentado un cambio de orientación. La continuidad del fuerte dinamismo de la economía estadounidense y la intensidad de la reactivación británica, en un marco de tensiones latentes en los mercados de trabajo y, sobre todo, de aumentos persistentes del precio de las materias primas energéticas, configura un escenario de riesgo inflacionista, que ha propiciado que los bancos centrales de ambos países hayan elevado sus tipos de interés oficiales. Así, desde finales de junio la Reserva Federal ha incrementado el tipo objetivo de los fondos federales en dos ocasiones, por un total de 50 puntos básicos, situándolo en el 5,25 %; posteriormente, en su reunión del 5 de octubre decidió no alterar los tipos de interés, pero anunció su predisposición a instrumentar subidas adicionales en el futuro cercano, en función de la infor-

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) La línea «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.

mación que suministren los indicadores de inflación. El Banco de Inglaterra, por su parte, quebró la línea descendente que había seguido su tipo básico desde junio de 1998, elevándolo en 25 puntos básicos la primera semana de septiembre, hasta el 5,25 %. En Japón, no se han producido modificaciones de los tipos de interés oficiales, si bien el banco central sigue suministrando una oferta amplia de liquidez, que ha sido especialmente notable en las últimas semanas, a fin de contrarrestar la apreciación del yen en los mercados cambiarios.

Los aumentos de los tipos de interés oficiales han determinado la evolución de los tipos de interés a corto plazo (véase gráfico 6). No obstante, en los últimos días de septiembre se ha observado un repunte de entre 0,2 y 0,7 puntos porcentuales en los tipos de interés a tres meses de las principales economías desarrolladas, que parece deberse, principalmente, a la anticipación de un posible exceso de demanda de liquidez como consecuencia del llamado efecto del año 2000. Los tipos de interés a largo plazo estadounidenses, por su parte, tras haber permanecido relativamente estables en torno al 6 % desde junio, se han incrementado ligeramente a lo largo del mes de octubre, hasta situarse en el 6,2 % en la segunda mitad de dicho mes. En el caso del Reino Unido, los rendimientos de los bonos públicos a diez años han estado aumentando desde el

mes de abril, de forma que, a finales de octubre, habían alcanzado niveles cercanos al 6 %. Finalmente, en Japón los tipos a largo apenas han variado, permaneciendo en torno al 1,7 %. En lo que respecta a los mercados de renta variable, la bolsa de Nueva York ha tenido, desde finales de agosto, una cierta tendencia descendente. Así, entre el máximo alcanzado el 25 de agosto y la segunda quincena de octubre, el índice ha descendido un 10 %, aunque la revalorización acumulada desde principios de año es del 15 %, permaneciendo todavía en niveles muy elevados en relación con la pauta histórica de los beneficios empresariales.

En los mercados de cambios, el dólar ha interrumpido su anterior trayectoria alcista y desde el mes de julio se ha depreciado frente a las principales monedas (véase gráfico 7). La depreciación de la moneda estadounidense ha sido especialmente intensa frente al yen: tras haber alcanzado en mayo un máximo de 122 yenes por dólar, en octubre se encontraba cotizando entre los 105 y 106 yenes por dólar, lo que supone una depreciación del 13 %. Frente al euro, el dólar se ha depreciado en el mismo período en un 5,4 %. En términos efectivos nominales frente al conjunto de países desarrollados, entre junio y octubre el dólar se ha depreciado un 5 %, mientras que el yen se ha apreciado un 12 % y un 0,4 % la libra esterlina.

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

3.1. Evolución económica

A lo largo del tercer trimestre, ha tendido a confirmarse la reactivación económica de la zona del euro que empezó a atisbarse en la primera mitad del año. El aumento de la demanda exterior, una vez superada la crisis de las economías con mercados emergentes, y, en menor medida, la ganancia de competitividad que ha supuesto la depreciación acumulada por el euro desde su nacimiento, han contribuido al significativo incremento de las exportaciones del área, que están siendo el motor principal de la actividad en la etapa actual. Al mismo tiempo, el aumento del precio del petróleo se ha traducido en un repunte de la tasa de inflación de la zona del euro desde el mes de junio, si bien el efecto parcialmente compensador derivado de la evolución de los precios de otros bienes de consumo ha reducido la magnitud del impacto.

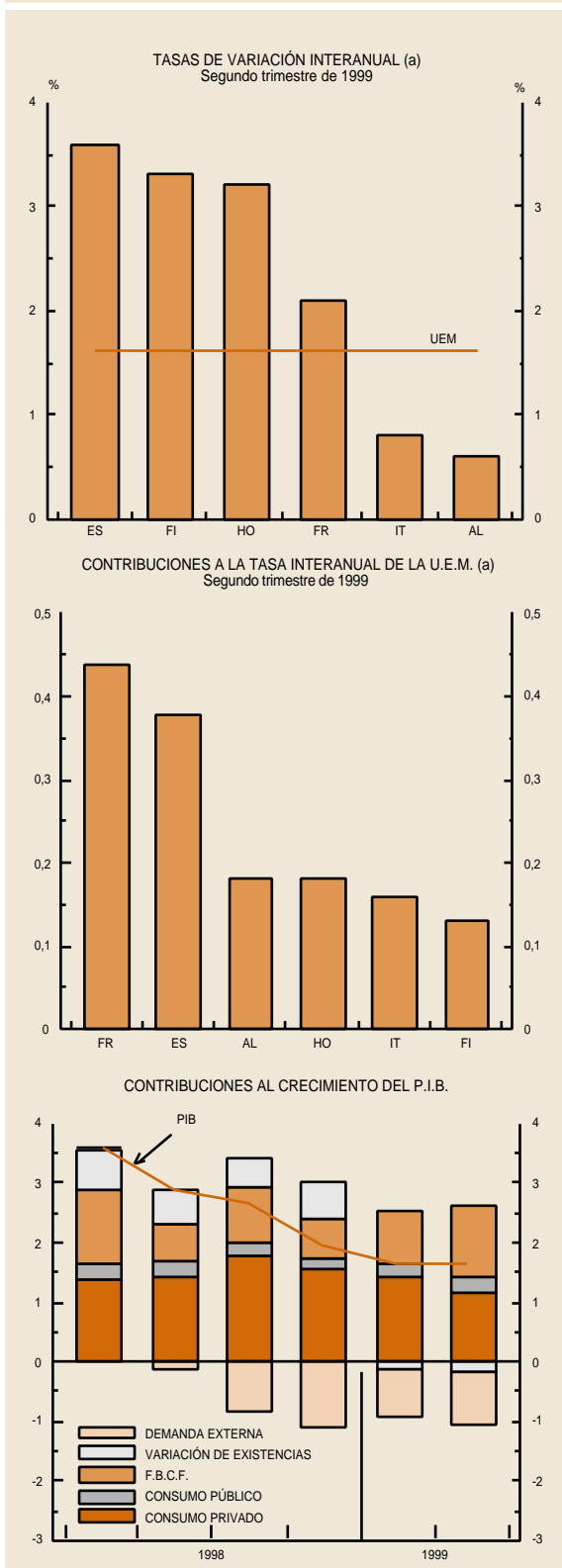
Según los últimos datos de Contabilidad Nacional, el PIB del conjunto del área creció un 1,6 % en tasa interanual durante los dos primeros trimestres del año (véase gráfico 8), teniendo lugar una aceleración progresiva de las tasas de variación intertrimestral desde el 0,1 % registrado en el cuarto trimestre de 1998 al 0,4 % y el 0,5 % de los trimestres posteriores.

El mayor pulso de la actividad económica en la primera mitad del año estuvo acompañado de un cierto cambio en la composición del crecimiento, con una demanda interna que, en el segundo trimestre, tendió a desacelerarse, mientras que las exportaciones se recuperaron de forma notable. Tal evolución se aprecia con claridad en términos de las contribuciones de los distintos componentes al incremento intertrimestral del PIB: en el segundo trimestre, el sector exterior tuvo una aportación ligeramente positiva (0,1 puntos porcentuales), que contrasta con su contribución negativa (0,2 puntos porcentuales) en el primero, mientras que la demanda interna redujo su impulso de 0,6 a 0,4 puntos porcentuales, como consecuencia de la mayor atonía del consumo y la inversión del sector privado.

Estos resultados para el conjunto de la zona del euro encubren un aumento de la dispersión de las tasas de crecimiento entre los distintos países del área. Alemania e Italia han sido los países que han mostrado los incrementos del PIB más reducidos, con unas tasas interanuales constantes en los dos primeros trimestres de 1999 del 0,6 y 0,8 %, respectivamente, mientras que el resto de los países ha experimentado tasas de crecimiento superiores a la media del área. Por tanto, la consolidación de la reactivación económica de la UEM en los

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.

próximos meses depende, en gran medida, de que estos dos países, que representan el 51 % del PIB de la zona, inicien una senda de crecimiento sostenido.

Los indicadores disponibles sobre la evolución económica de la zona del euro en el tercer trimestre tienden a reflejar una cierta intensificación del proceso de reactivación. Es muy destacable la aparente mejora de la situación de Alemania, tal como apuntan los aumentos de las carteras de pedidos y los indicadores de producción y de confianza industrial. Asimismo, las últimas encuestas elaboradas por la Comisión Europea han mostrado un ligero ascenso de la confianza industrial en el conjunto de la zona del euro (véase cuadro 1), siendo especialmente apreciable el repunte de las expectativas de producción futuras y de las carteras de pedidos, sobre todo los procedentes de fuera del área. En línea con todo ello, el índice de producción industrial ha dado muestras de reactivación, retornando a tasas de crecimiento positivas.

Por lo que se refiere a la confianza de los consumidores, los últimos resultados muestran una estabilización de la misma en torno a los niveles alcanzados en primavera, algo inferiores a los máximos históricos registrados en el primer trimestre. Los indicadores disponibles sobre el comportamiento del consumo privado en el conjunto del área en el tercer trimestre proporcionan una evidencia mixta, pues al mantenimiento de fuertes tasas de crecimiento de las matriculaciones de automóviles se contraponen una menor fortaleza de las ventas minoristas.

En el mercado de trabajo, la tasa de paro del conjunto de la UEM permanece estabilizada en el 10,2 % de la población activa desde abril. No obstante, el empleo en la industria ha venido reduciéndose desde el último trimestre de 1998 como reflejo directo de la pérdida de dinamismo de la actividad en este sector. Por otro lado, los datos disponibles de salarios apuntan una continuación de la pauta de incremento moderado de los mismos observada en los dos primeros trimestres del año.

En el primer semestre del año, a pesar de la recuperación de las exportaciones en los meses más recientes, la balanza por cuenta corriente del área presentó un superávit de 26,4 mm de euros, frente a los 29,8 mm del mismo período de 1998. La disminución del déficit conjunto de las sub-balanzas de rentas y de transferencias corrientes (hasta 14,2 mm de euros, frente a los 26 mm del primer semestre del pasado año) fue insuficiente para compensar plenamente la reducción del superávit de la balan-

CUADRO 1

Área del euro. Indicadores cualitativos

	1989- 1998	1998	1998		1999			1999					
			III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP
ENCUESTA MENSUAL (SALDOS DE RESPUESTAS):													
Confianza industrial	-8	-1	-1	-5	-11	-10	-6	-11	-11	-9	-7	-7	-5
Valoración pedidos	-18	-5	-4	-11	-20	-21	-17	-20	-22	-22	-18	-17	-15
<i>Pedidos exteriores</i>	-20	-7	-5	-15	-24	-26	-20	-25	-25	-27	-22	-21	-18
Valoración <i>stocks</i>	11	9	8	10	14	13	10	14	13	11	11	10	10
Confianza construcción	-22	-19	-13	-15	-9	-7	-7	-7	-8	-6	-5	-9	-8
Valoración pedidos	-30	-25	-19	-21	-17	-14	-14	-13	-16	-12	-13	-15	-15
Confianza minoristas	-7	-3	-1	-3	-3	-4	-7	-1	-3	-9	-6	-7	-7
Confianza consumidores	-14	-5	-5	-2	0	-4	-4	-3	-4	-5	-3	-4	-4
Índice de sentimiento económico													
(base 1985 = 100)	101,2	103,9	104,4	103,7	104,1	103,6	103,7	103,8	103,5	103,5	104,0	103,5	103,7
ENCUESTA TRIMESTRAL:													
Utilización cap. productiva (grado en %)	81,8	83,2	83,7	82,8	81,9	81,9	81,7						

Fuente: Comisión Europea.

za de bienes (54,7 mm y 45,5 mm de euros en los primeros seis meses de 1998 y 1999, respectivamente) y el empeoramiento del saldo de la balanza de servicios, cuyos pagos superaron a los cobros en 4,9 mm de euros (frente al superávit de 1,1 mm del primer semestre de 1998). Por su parte, la balanza por cuenta de capital registró un superávit de 5,1 mm de euros, ligeramente inferior al correspondiente al mismo período de 1998.

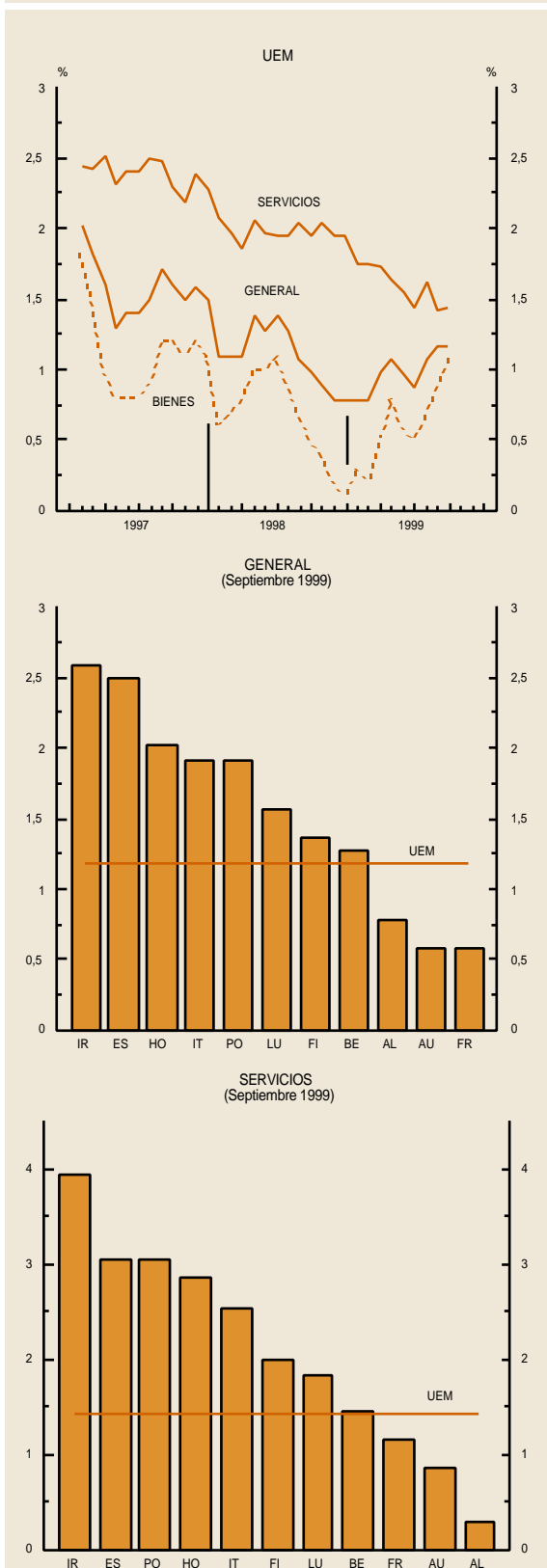
La situación inflacionista de la zona del euro ha mostrado un ligero deterioro en los últimos meses, sin que se haya visto amenazado, en principio, el mantenimiento de la estabilidad de precios en el futuro próximo. La tasa de crecimiento interanual del IAPC repuntó desde el 0,9 % en junio hasta el 1,2 % en septiembre (véase gráfico 9). En un contexto de marcada estabilidad de los precios de los bienes industriales no energéticos, de los alimentos elaborados y de los servicios, la evolución del IAPC ha venido determinada por el fuerte aumento de los precios de los bienes de consumo energéticos, que se ha visto compensada, en parte, por la caída de los precios de los alimentos no elaborados. Desde que en diciembre de 1998 la tasa de crecimiento interanual de los precios de los bienes energéticos registraran su máximo descenso (-4,8 %), este componente ha mostrado un comportamiento marcadamente inflacionista, hasta crecer un 6,4 % en septiembre. Esta evolución es la consecuencia del fuerte aumento del precio del petróleo en los mercados internacionales, alentado por el acuerdo

entre los principales países exportadores para establecer límites a sus producciones respectivas. En todo caso, el repunte de los precios de la energía no ha cobrado la misma intensidad en todos los países de la zona del euro, sino que, por el contrario, se aprecian diferencias importantes. Así, en septiembre, en España, Luxemburgo y Alemania el componente energético del IAPC aumentó en torno a un 9 % en tasa interanual, mientras que en Portugal ha seguido disminuyendo (-1,9 %). Aunque tal disparidad se debe a múltiples factores, la variedad de los procesos de determinación de los precios de los carburantes en los mercados nacionales constituye el elemento explicativo más relevante.

La evolución futura de la inflación en el área está fuertemente condicionada por la forma en la que el incremento de los precios de la energía se manifieste en los costes de producción de las empresas. En este sentido, cabe señalar la aceleración de los precios de producción industrial, hasta registrar en agosto tasas de crecimiento interanual positivas por primera vez desde abril de 1998. En un contexto de fortalecimiento de la actividad económica del área, este factor, junto con la modesta intensidad del proceso de consolidación fiscal, el alto crecimiento de los agregados monetarios y crediticios y la depreciación acumulada por el euro durante los meses transcurridos del año (algo más de un 7 % en términos efectivos frente al conjunto de países desarrollados), a pesar de su apreciación reciente, constituyen los ele-

GRÁFICO 9

Índices armonizados de precios de consumo
Tasas de variación interanuales



Fuente: Eurostat.

mentos de riesgo más relevantes para el mantenimiento de la estabilidad de precios. No obstante, las reformas estructurales tendentes a incrementar la competencia en los mercados y las medidas de desregulación de determinados precios administrados podrían ejercer un efecto moderador sobre la evolución de la inflación.

De acuerdo con las notificaciones a la Comisión Europea que los Estados miembros han realizado en el mes de septiembre, en el marco del procedimiento de déficit excesivos, casi todos los países cerrarán el año actual con un saldo presupuestario más favorable que el fijado como objetivo en los respectivos programas de estabilidad (véase cuadro 2). Sin embargo, estos resultados no reflejan, en general, la consecución de posiciones estructurales más saneadas, sino, más bien, la contribución de factores cuyo impacto favorable sobre las cuentas públicas tiene un carácter transitorio: el abaratamiento del coste del servicio de la deuda motivado por el efecto retardado de las reducciones de los tipos de interés en los últimos años y, sobre todo, la expansión de los ingresos impositivos por encima de las previsiones, a pesar de que el crecimiento económico no está superando el contemplado en los planes de estabilidad. Las dos únicas excepciones a la pauta general son Austria, cuyo resultado esperado coincide con el proyectado en su programa, e Italia. Este último país registrará previsiblemente un déficit superior al 2 % del PIB fijado como objetivo inicial; sin embargo, parece probable que el deslizamiento final del déficit sea inferior a los 0,4 puntos porcentuales previstos hace unos meses.

A la luz de la información disponible acerca de los distintos planes presupuestarios para el próximo año, puede afirmarse que, si bien los progresos planeados en el proceso de consolidación fiscal son, en general, algo más ambiciosos que los recogidos en los planes de estabilidad, dichos avances resultan, en la mayor parte de los casos, insuficientes para asegurar, en el medio plazo, una posición estructural sólida que permita hacer frente a los retos que las finanzas públicas tienen planteados. Por otra parte, sería probablemente aconsejable que, en algunos de los países que se encuentran en una posición más avanzada en el ciclo económico, el tono de la política fiscal mantuviera una orientación más marcadamente restrictiva, con el fin de contrarrestar las presiones de demanda existentes en estas economías.

3.2. Evolución monetaria y financiera

Durante el tercer trimestre de 1999 se mantuvo, en general, el carácter holgado de las

CUADRO 2

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

	1995	1996	1997	1998	1999 (a)
Bélgica	-3,8	-3,1	-1,6	-0,9	-1,0
Alemania	-3,3	-3,4	-2,7	-2,1	-1,9
España	-7,1	-4,5	-2,5	-1,7	-1,6
Francia	-4,9	-4,1	-3,0	-2,9	-2,2
Irlanda	-2,1	-0,2	1,0	2,4	3,2
Italia	-7,7	-6,6	-2,7	-2,7	-2,4
Luxemburgo	1,8	2,8	3,8	2,5	1,7
Países Bajos	-4,1	-1,8	-1,0	-0,7	-0,5
Austria	-5,1	-3,7	-1,8	-2,2	-2,0
Portugal	-5,7	-3,3	-2,5	-2,2	-1,8
Finlandia	-4,6	-3,1	-1,2	1,0	2,5
PRO MEMORIA:					
UEM					
Saldo primario (b)	0,7	1,3	2,5	2,4	
Saldo total (b)	-5,0	-4,1	-2,5	-2,1	
Deuda pública	84,8	76,1	75,4	73,6	

Fuentes: Comisión Europea y BCE (hasta 1998).

(a) Saldo notificados a la Comisión en el marco del procedimiento de déficit excesivos.

(b) Déficit (-) / superávit (+).

condiciones monetarias y financieras en la zona del euro que ya se manifestó en la primera mitad del año. Los agregados monetarios y crediticios siguieron mostrando elevados ritmos de expansión, alentados por los reducidos niveles de los tipos de interés nominales y por la mejora de las perspectivas económicas para la zona. Por su parte, los tipos de interés reales continuaron situándose en niveles históricamente bajos.

No obstante, la situación ha variado en algunos aspectos respecto al trimestre anterior. En efecto, los tipos de interés nominales a largo plazo registraron ascensos significativos a lo largo del trimestre, mientras que los tipos a corto plazo se mantuvieron bastante estables hasta finales de septiembre. Estos movimientos, que fueron consecuencia tanto de factores internos como del *contagio* de la evolución de los mercados financieros estadounidenses, provocaron un aumento significativo de la pendiente de la curva de rendimientos (véase gráfico 11). La consolidación de las mejores perspectivas económicas y cierta revisión al alza del crecimiento de precios esperado, como consecuencia del comportamiento del precio de los productos energéticos, provocaron que, desde finales de septiembre, también los tipos de interés a corto plazo comenzaran a aumentar.

Los tipos de interés a diez años del área registraron un aumento de su nivel medio, entre junio y septiembre, algo superior a los 70 puntos

básicos, al que se sumó un ascenso de algo más de 25 puntos básicos hasta el trece de octubre. Estos movimientos, dado el menor aumento relativo de los tipos estadounidenses, dieron lugar a una significativa reducción del diferencial a diez años frente a Estados Unidos, que disminuyó desde niveles superiores a 140 puntos básicos en el mes de junio hasta 70 puntos básicos. La evolución de este diferencial, junto con el aumento de la incertidumbre sobre la sostenibilidad de la evolución bursátil estadounidense, contribuyó, probablemente, a la apreciación del euro respecto a la divisa norteamericana. En este contexto, el euro tendió a apreciarse respecto al dólar: desde el mes de agosto y hasta la fecha de cierre de este Boletín, su cotización osciló entre 1,06 y 1,08 dólares, en torno a un 4 % por encima de los niveles mantenidos en junio y julio.

Hasta finales del mes de septiembre, los tipos de interés a corto plazo se mantuvieron bastante estables. Así, el tipo interbancario a un día, EONIA, se situó en niveles ligeramente superiores al tipo de las operaciones principales de financiación (2,5 %), excepto en los últimos días del período de cumplimiento del coeficiente de caja, en los que hubo descensos acusados de dicho tipo. Por su parte, el tipo interbancario a tres meses apenas mostró variaciones significativas durante los meses de julio y agosto, situándose en torno al 2,7 %, frente a un nivel medio del 2,6 % en junio. Paralelamente, los tipos a plazos entre seis y doce meses em-

GRÁFICO 10

Tipos de interés del BCE y tipos de cambio del euro

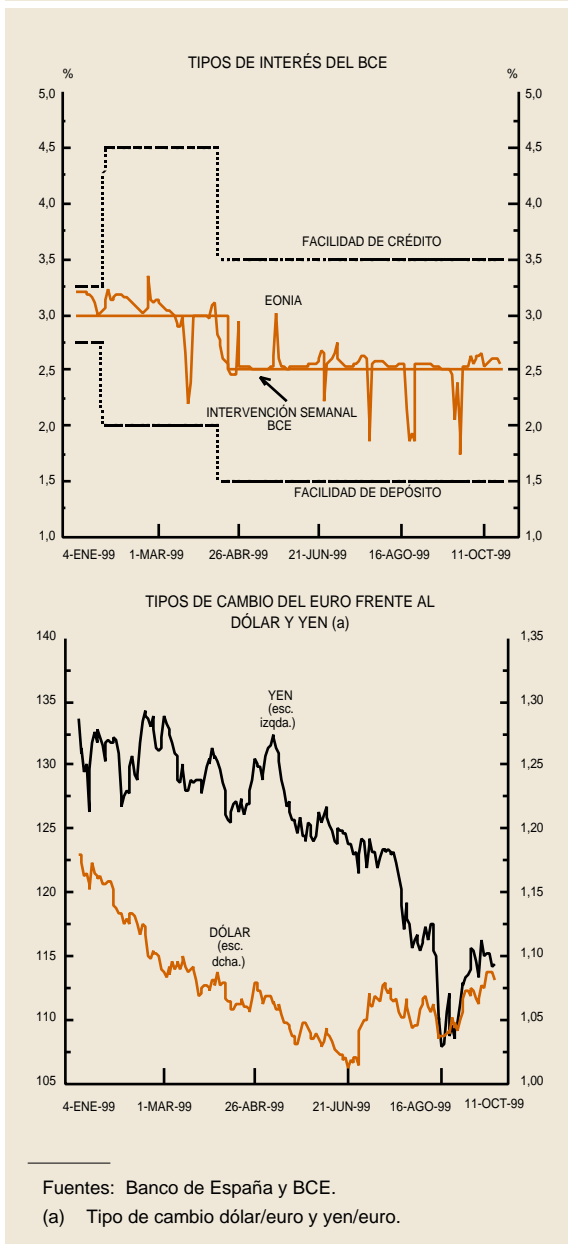
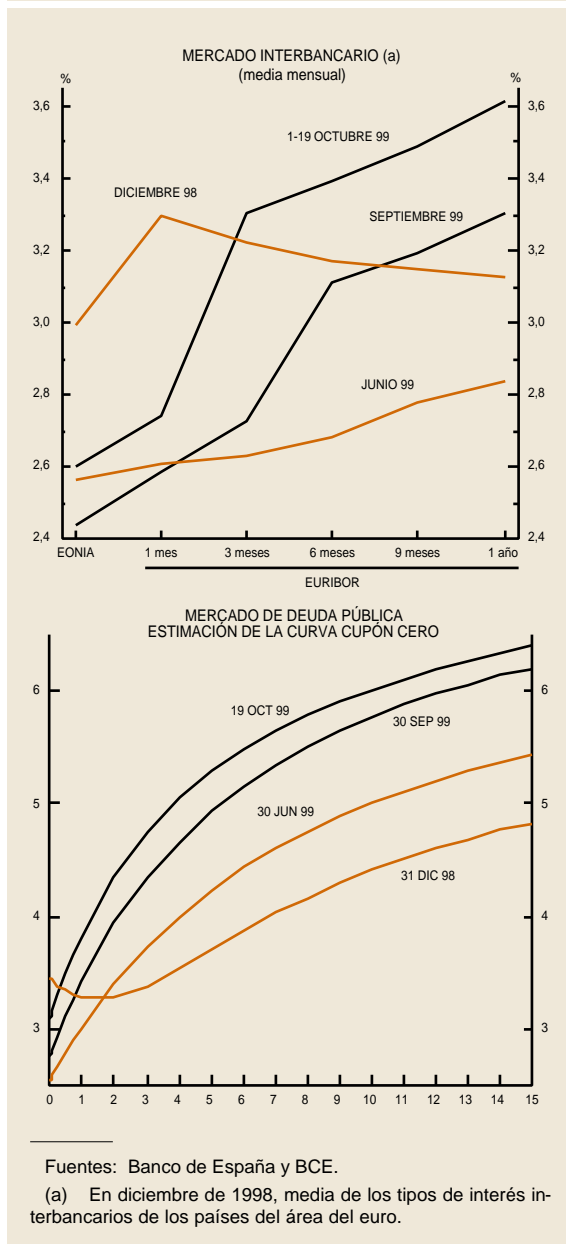


GRÁFICO 11

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



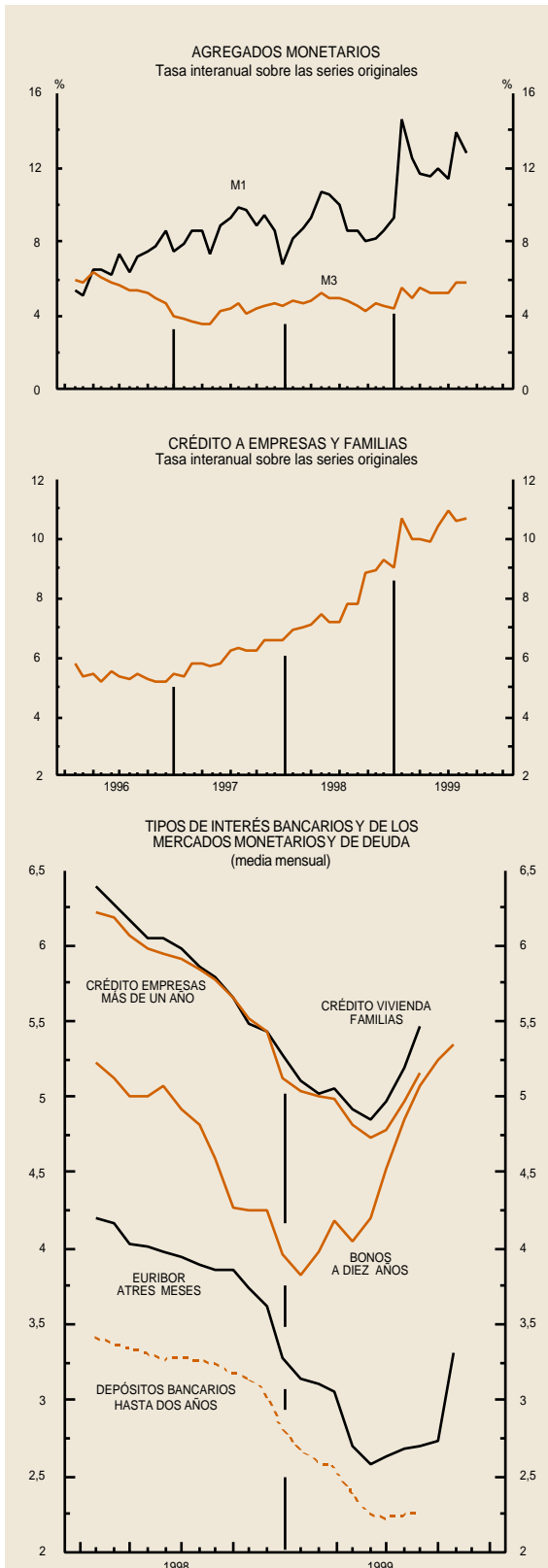
pezaron a repuntar, situándose su nivel medio en agosto alrededor de 40 puntos básicos por encima del nivel medio mantenido en junio. Esto se produjo en un entorno de mejores perspectivas de crecimiento para la zona y de expectativas alcistas sobre los tipos de intervención del Eurosistema. Esta situación se mantuvo, en términos generales, durante la mayor parte del mes de septiembre, si bien a partir del día 29 de dicho mes empezaron a producirse ascensos de cierta consideración en todos los plazos del mercado interbancario, que se mantuvieron e intensificaron hasta la fecha de cierre de este Informe. Así, entre el 28 de septiembre

y el 18 de octubre los tipos interbancarios a tres meses y a un año aumentaron en 74 y 43 puntos básicos, respectivamente.

Parte de los incrementos experimentados por los tipos de interés de los mercados monetarios desde finales de septiembre podría explicarse por la existencia de ciertos riesgos de tipo operativo asociados al denominado efecto 2000, tal como se desprende de la evolución de tipos *forward* y de los futuros que se cotizan en los mercados de derivados con vencimiento a finales de año y principios del siguiente. Este efecto es difícil de cuantificar, pero, en cual-

GRÁFICO 12

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



Fuentes: Banco de España y BCE.

quier caso, solo explicaría una parte de los incrementos observados.

Los aumentos en los tipos de interés en los mercados se trasladaron, aunque con un cierto retraso, a los tipos aplicados por las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) en sus operaciones de crédito y a los tipos correspondientes a los depósitos a más largo plazo. Así, los tipos medios del crédito concedido por las IFM de la zona a las familias y a las empresas no financieras mostraron movimientos alcistas, sobre todo los relativos a las operaciones a más largo plazo, que se incrementaron por encima de los 40 puntos básicos.

A pesar de la evolución descrita de los tipos de interés a largo plazo, los mercados de renta variable de la zona del euro tuvieron un comportamiento moderadamente alcista en el mes de julio, que se corrigió posteriormente, como consecuencia, en parte, del contagio de los movimientos en la bolsa estadounidense. De esta forma, el 15 de octubre, el índice Dow Jones EURO STOXX había experimentado una corrección a la baja de, aproximadamente, un 3 % respecto al nivel mantenido a finales del mes de junio.

Por lo que respecta a los agregados monetarios y crediticios en la zona del euro, estos siguieron mostrando ritmos de expansión elevados, en un marco caracterizado por el reducido nivel de los tipos de interés y la mejora de las perspectivas económicas. Así, el crecimiento interanual del agregado monetario de referencia, M3, fue, en agosto, del 5,7 %, con lo que la media móvil de las tres últimas tasas de incremento interanual disponibles se situó en el 5,6 %, aumentando la desviación respecto al valor de referencia (4,5 %) en relación con meses anteriores. La información correspondiente al mes de septiembre, publicada por el BCE el 27 de octubre, ha mostrado un comportamiento más expansivo de M3, cuya tasa interanual alcanzó en dicho mes el 6,1 %.

El crecimiento de M3 fue fruto, principalmente, de la fuerte expansión de los depósitos a la vista y, en menor medida, del aumento de la demanda de participaciones en fondos de inversión del mercado monetario. El intenso ritmo de aumento de los depósitos a la vista, que se concretó, en agosto, en una tasa de variación interanual del 15 %, es el factor que explica el fuerte crecimiento de los agregados monetarios más estrechos, M1 y M2, que presentaron, en dicho mes, unas tasas de avance interanual del 12,8 % y del 7 %, respectivamente.

Por lo que respecta a las contrapartidas de M3, se mantuvieron las tendencias ya observadas en meses anteriores: fuerte crecimiento del crédito al sector privado, que, en términos inter-

anuales, se situó, en agosto, en el 10,7 %, y relativa estabilidad de la financiación concedida a las Administraciones Públicas, cuyo incremento interanual fue del 0,2 %. Al igual que en el caso de M3, el dinamismo del crédito concedido al sector privado se debe, fundamentalmente, a la consolidación de las perspectivas más optimistas sobre el ritmo de actividad en la zona y al mantenimiento de unos niveles relativamente bajos para los tipos de interés. A su vez, los pasivos a más largo plazo de las IFM mostraron una variación anual del 5,5 %. Finalmente, la posición de las IFM frente al exterior continuó deteriorándose, como resultado del mantenimiento de una expansión más intensa del crédito concedido a los sectores residentes, en comparación con el incremento de los pasivos frente a dichos sectores.

En relación con la instrumentación de la política monetaria durante el tercer trimestre, se

mantuvieron las pautas mencionadas en anteriores informes. El Eurosistema mantuvo inalterados sus tipos de intervención y la liquidez proporcionada por el Eurosistema durante los períodos sexto, séptimo y octavo de mantenimiento de reservas ascendió a 187,9, 194,6 y 194,9 mm de euros, respectivamente. Hay que señalar que en el octavo período de mantenimiento —del 24 de agosto al 23 de septiembre— se observó una cierta reducción en la cuantía del exceso de reservas mantenido por las entidades, que alcanzó su nivel más bajo desde el comienzo de la tercera fase. Aunque no se sabe aún si el carácter de dicho movimiento es permanente o no, este puede deberse a una mejora de la gestión de tesorería de las IFM, como resultado del aprendizaje y la adaptación al nuevo marco de instrumentación de la política monetaria. Por su parte, el recurso a las facilidades permanentes de crédito y de depósito fue poco significativo.

4. La economía española

4.1. Demanda

De acuerdo con las estimaciones provisionales del INE, en el segundo trimestre de 1999 la demanda nacional registró un crecimiento real del 5,3 %, en tasa interanual (2), manteniéndose estable en relación con los meses finales de 1998 y el inicio de 1999 (véase el gráfico 13). El perfil de estabilidad de la demanda nacional fue consecuencia del comportamiento mostrado por el gasto en consumo de los hogares, en tanto que la construcción tuvo una evolución más expansiva y la inversión en bienes de equipo se moderó ligeramente. Por su parte, la demanda exterior neta amplió su carácter contractivo en el segundo trimestre del año, restando 1,7 puntos porcentuales al crecimiento real del producto. Este resultado refleja la aceleración de las importaciones, acorde con la evolución de la demanda final, que no se vio plenamente contrarrestada por el mayor impulso de las exportaciones.

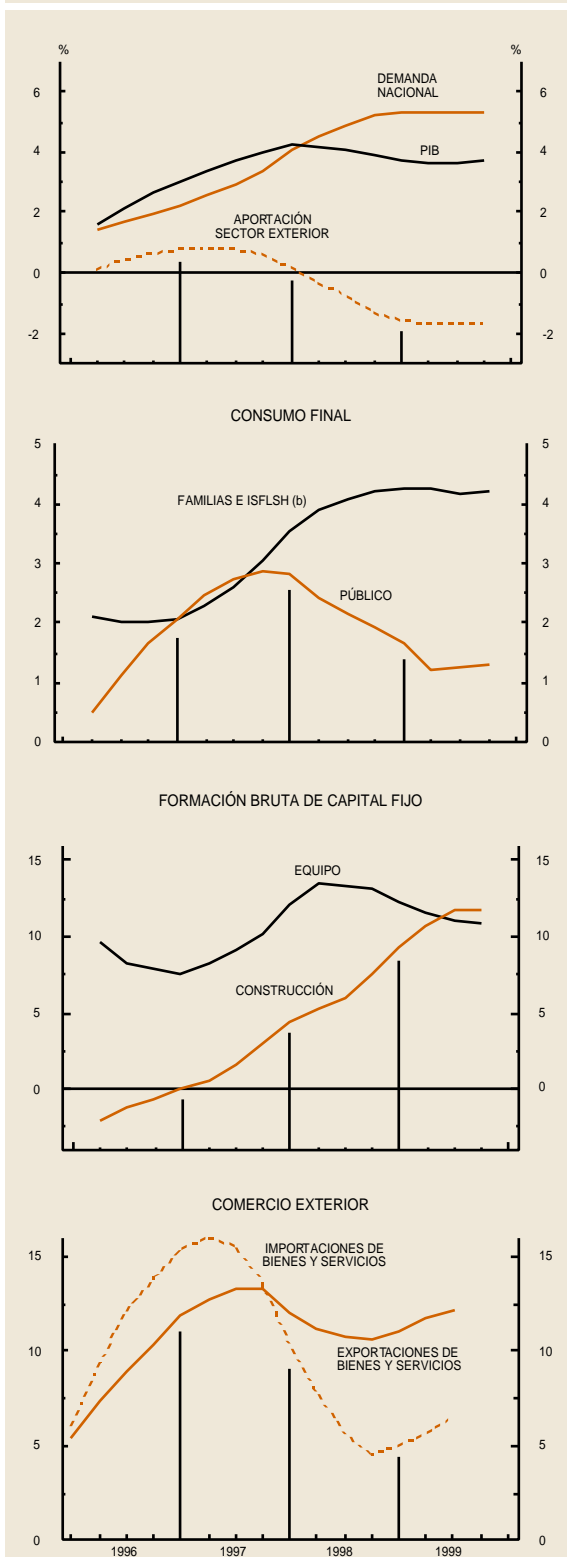
La información coyuntural disponible para el tercer trimestre del año —todavía incompleta— indica que la demanda nacional ha seguido creciendo a un ritmo similar, o incluso algo más elevado, al de trimestres anteriores. Se estima que el gasto en consumo final de las familias mantuvo una suave recuperación, en relación con el trimestre precedente, en tanto que la inversión en equipo continuó creciendo a tasas elevadas, aunque ligeramente descendentes; como nota diferencial, cabe destacar el cambio de tendencia que podría haber experimentado la inversión en construcción, que estaría llegando al final de su dilatado proceso de aceleración. Por otra parte, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB pudo ser algo menos contractiva que en el segundo trimestre, al apuntar las ventas al exterior una recuperación que debe confirmarse en los próximos meses, aunque la escasez de datos de comercio exterior otorga un carácter muy tentativo a esta previsión.

Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el gasto en consumo final de los hogares e instituciones privadas sin fines de lucro registró un incremento interanual, en términos reales, del 4,2 % durante el segundo trimestre de 1999. La última información coyuntural recibida señala que en el tercer trimestre este agregado mantuvo un patrón de comportamiento similar o ligeramente más expansivo que el de los trimestres anteriores. En el gráfico 14, se observa que el indicador de

(2) Los datos presentados en este capítulo referentes a la Contabilidad Nacional Trimestral se encuentran definidos en términos de ciclo-tendencia, según la terminología utilizada por el INE.

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.

disponibilidades de bienes y servicios de consumo, calculado con información aún muy parcial, incrementó su ritmo de avance respecto al trimestre precedente. No obstante, esta evolución ha venido determinada, en gran medida, por la trayectoria estimada para el componente de servicios —que se basa fundamentalmente en predicciones, dada la ausencia de datos—, mientras que el componente de bienes, para el que hay más información, ha tenido un comportamiento menos dinámico. Un perfil similar de sostenimiento del gasto en el tercer trimestre se aprecia en el caso del índice de ventas del comercio minorista.

Dado que todavía no se encuentran disponibles las cuentas sectoriales estimadas en el marco de la Contabilidad Nacional de España, 1995 (CNE 95), resulta especialmente difícil aproximar la evolución de la renta de las familias para el año 1999. No obstante, los indicadores referidos a la evolución de algunos de los componentes de este agregado muestran que la renta disponible ha continuado creciendo a tasas similares a las estimadas para el año anterior. Aunque la remuneración de los asalariados ha tendido a registrar aumentos elevados, pero inferiores a los de 1998, el efecto expansivo derivado de la rebaja de retenciones sobre las rentas del trabajo, tras la reforma del IRPF, ha contribuido a sostener el dinamismo de la renta de los hogares. Por otro lado, los descensos acumulados de los tipos de interés siguen siendo un elemento favorecedor de la demanda de bienes de consumo duradero, y, en particular, de automóviles, al haberse abaratado sustancialmente las condiciones de financiación; no obstante, aunque el ritmo de crecimiento de la matriculación de vehículos es todavía muy alto, se aprecian ciertos síntomas de debilitamiento. Un factor adicional que está contribuyendo al crecimiento elevado del consumo, pues favorece la materialización de las decisiones de gasto, es el optimismo que viene caracterizando a las expectativas de los hogares sobre su propia situación económica en el próximo futuro, según se desprende de las encuestas de opinión realizadas a estos agentes. Todo ello ayuda a explicar el moderado descenso que, según las estimaciones disponibles, está experimentando la tasa de ahorro.

De acuerdo con la CNTR, el gasto en consumo final de las Administraciones Públicas registró un ritmo de variación interanual, en términos reales, del 1,3 % durante el segundo trimestre de 1999, en línea con el tono de progresiva moderación seguido en trimestres anteriores. Este ritmo de crecimiento se mantuvo prácticamente estabilizado durante el tercer trimestre del año. Todos los componentes del consumo público están contribuyendo a la con-

tención del agregado, destacando, en particular, la moderación de las remuneraciones de los asalariados de las Administraciones Públicas.

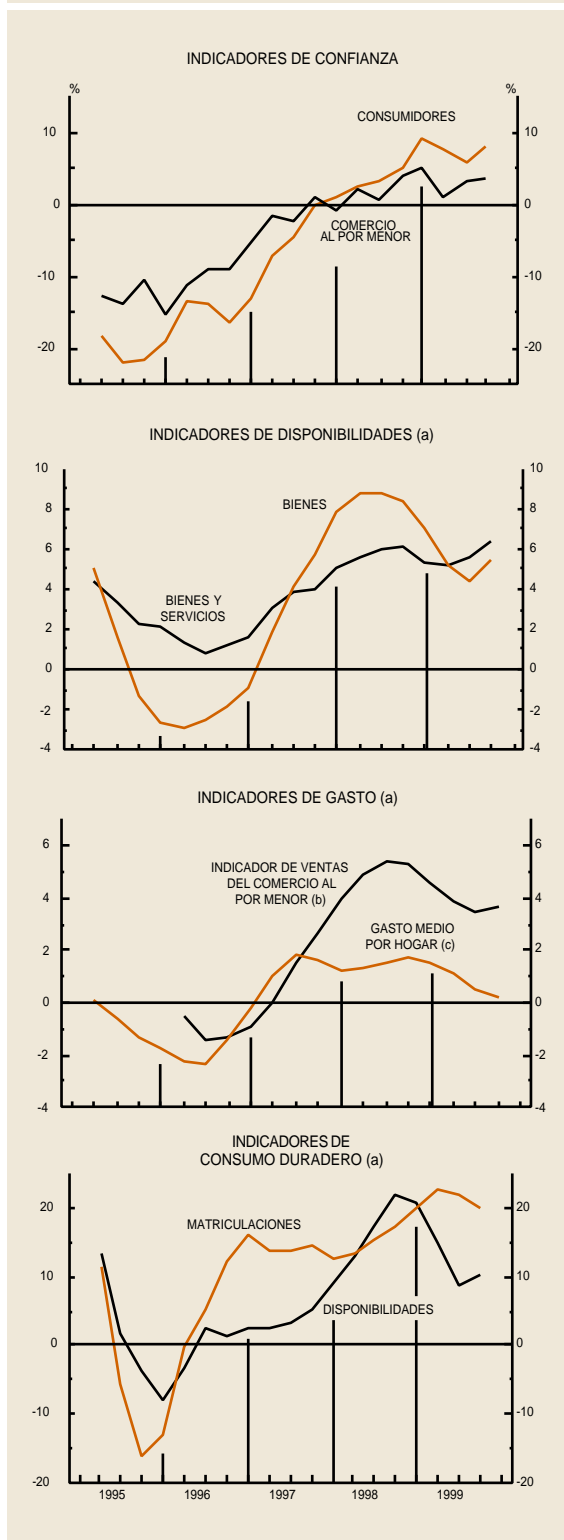
La formación bruta de capital fijo experimentó una nueva aceleración durante el segundo trimestre del año, alcanzando un crecimiento interanual, en términos reales, del 11,5 %, según datos de la CNTR. Este elevado dinamismo responde tanto a la marcada recuperación del gasto en construcción como a la pujanza que conserva la inversión en bienes de equipo. La información coyuntural referida al tercer trimestre del año apunta a que este componente de la demanda habría registrado una tasa de aumento ligeramente inferior a la del trimestre anterior, debido a que la inversión en construcción podría haber alcanzado su máximo incremento en el segundo trimestre.

Entre los indicadores referidos al comportamiento de la inversión en bienes de equipo, las disponibilidades de este tipo de bienes tendieron a mantener un ritmo de avance sustancial durante los meses de verano, apoyadas en la progresiva recuperación de la producción interior y en el extraordinario dinamismo de las importaciones (según datos hasta agosto) (véase gráfico 15). Por tipo de productos, las disponibilidades de material de transporte han liderado la expansión del agregado, mientras que el resto de bienes ha presentado un perfil de ligera desaceleración. El dinamismo del proceso inversor y las perspectivas de continuidad del mismo se han reflejado también en los datos de la encuesta de coyuntura industrial publicada por el Ministerio de Industria y Energía (MINER), puesto que tanto la previsión de cartera de pedidos del total de la industria como el indicador de clima industrial en el sector de bienes de equipo intensificaron en los meses de julio y agosto la tendencia ascendente de los meses precedentes. Por último, la encuesta semestral de inversiones reflejó, en su último avance, una revisión al alza del crecimiento de la inversión previsto para 1999, respecto a la anterior estimación realizada en otoño.

La fortaleza actual del gasto y las favorables expectativas de demanda que se están consolidando para los próximos meses justifican la permanencia de tasas de crecimiento elevadas de la inversión en equipo, que también se está viendo potenciada por las buenas condiciones para acceder a la financiación ajena. Estas condiciones están siendo aprovechadas por las empresas no solo para acometer ampliaciones de su capacidad instalada, sino también para racionalizar y modernizar su estructura productiva. Los datos de la Central de Balances Trimestral, correspondientes al primer semestre de 1999, muestran que en ese período la cuen-

GRÁFICO 14

Indicadores de consumo privado

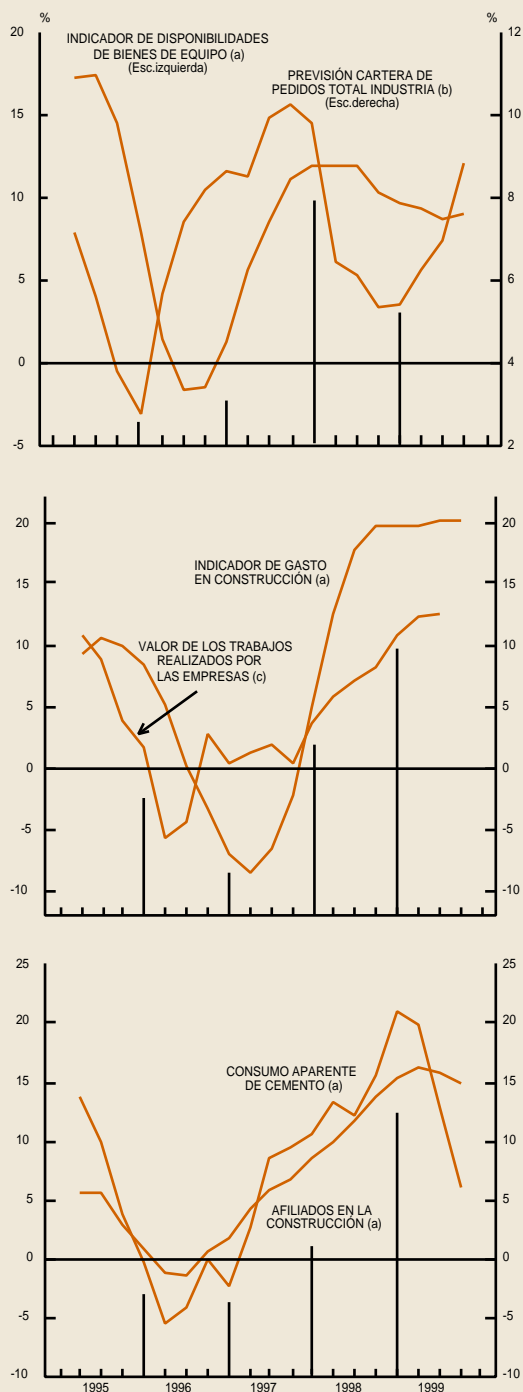


Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Dirección General de Trabajo y Banco de España.

- (a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.
- (b) Deflactado por el IPC.
- (c) ECPF, deflactado por el IPC.

GRÁFICO 15

Indicadores de formación bruta de capital fijo



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Industria y energía, Ministerio de Fomento, Oficemen, Instituto Nacional de Empleo y Banco de España.

- (a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.
- (b) Nivel, tendencia.
- (c) Obtenido a partir de la encuesta coyuntural de la industria de la construcción y deflactado por el indicador de costes en la construcción. Tasas interanuales sobre la serie original.

ta de resultados de las empresas no financieras continuó su mejora, y las rentabilidades, tanto del activo neto como de los recursos propios, se mantuvieron en niveles comparativamente altos, claramente por encima del coste de la financiación, indicando que la situación financiera de las empresas continúa siendo propicia para el desarrollo de proyectos de inversión.

La inversión en construcción continuó ganando impulso en el segundo trimestre del año, alcanzando un crecimiento interanual, en términos reales, del 11,8 %. La información proporcionada por los indicadores de construcción actualmente disponibles apunta a que este agregado parece haberse estabilizado en tasas de crecimiento muy elevadas en el tercer trimestre, como consecuencia del menor dinamismo del gasto en obra civil, ya que todo indica que el gasto en edificación mantuvo el vigor que venía mostrando con anterioridad. En concreto, los datos de la encuesta de coyuntura de la industria de la construcción —el indicador más relevante para medir la actividad en el sector— correspondientes al segundo trimestre estarían mostrando ya un cambio en la tendencia expansiva de la actividad.

Los indicadores contemporáneos de construcción señalan con mayor claridad un cambio en la actividad constructora hacia una fase de crecimiento algo menos intenso (véase el gráfico 15). Así, el consumo aparente de cemento, con un incremento interanual del 5,1 % en el tercer trimestre, siguió reduciendo su ritmo de avance tendencial, en línea con lo sucedido desde los primeros meses del año. Por su parte, entre los indicadores de empleo, el número de afiliados a la Seguridad Social en la construcción detuvo en los meses de julio y agosto la aceleración experimentada en meses anteriores y el paro registrado en ese sector frenó en el tercer trimestre su ritmo de caída. Finalmente, los indicadores de opinión referidos a la industria de la construcción señalan una moderación de la actividad del sector desde el inicio del año.

En cualquier caso, el dinamismo que todavía conserva la industria constructora se ve refrendado, en general, por la evolución de los indicadores adelantados. La información referente a la iniciación de obras de edificación —visados de los colegios de arquitectos y licencias concedidas por los ayuntamientos— ha mostrado un comportamiento muy expansivo en los meses transcurridos de 1999. La fortaleza de la edificación residencial es coherente con la favorable evolución de sus factores determinantes: los bajos niveles alcanzados por los tipos de interés, el alargamiento de los plazos de devolución de los créditos hipotecarios, las ga-

nancias acumuladas de riqueza financiera y la evolución favorable de la renta disponible de los hogares. Además, la tendencia creciente que reflejan los precios de la vivienda en los últimos meses podría haber llevado a una cierta anticipación del gasto en vivienda por parte de las familias, así como a la existencia de una demanda de vivienda por motivos de inversión, aunque si estas tensiones de precios persisten, constituirán un elemento moderador del gasto en vivienda en el futuro. Por otra parte, la licitación oficial en obra civil registró en los cinco primeros meses de 1999 un crecimiento notablemente inferior al del ejercicio precedente, por lo que este componente del gasto debería experimentar un cierto debilitamiento.

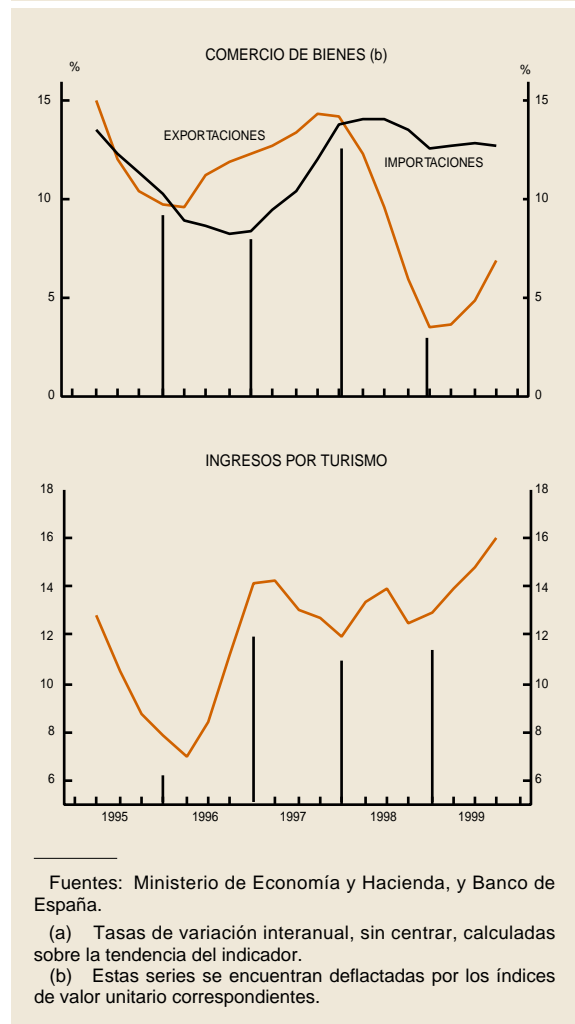
Según la CNTR, la inversión en existencias detrajo una décima del crecimiento del PIB en el segundo trimestre, frente a una aportación positiva de la misma magnitud en el trimestre precedente. La última información disponible para este agregado, recogida en la encuesta de opiniones de la Comisión Europea, señalaría un ligero aumento en el nivel de existencias respecto al trimestre precedente, al incrementarse el número de empresas que declaran tener existencias superiores a las deseadas.

La aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del producto intensificó su carácter negativo en el segundo trimestre de 1999, ya que la recuperación de las exportaciones de bienes y servicios no fue suficiente para contrarrestar el mayor impulso de las importaciones. La información disponible para el tercer trimestre —referida a los meses de julio y agosto, para los indicadores más importantes— continúa reflejando una recuperación moderada de las exportaciones de bienes frente al fortalecimiento de las importaciones. No obstante, la evolución de los determinantes de las exportaciones permite esperar una recuperación de este agregado más intensa que la producida hasta la fecha. En efecto, la depreciación del euro respecto al dólar y, sobre todo, la mejora del contexto internacional deberían estimular las ventas españolas en el exterior. De hecho, los últimos resultados de la encuesta de coyuntura de la exportación reflejan un mayor optimismo en relación con las ventas al exterior esperadas a medio plazo. Por ello, se estima que la aportación de la demanda exterior podría haberse hecho algo menos negativa en el tercer trimestre, tras situarse en -1,7 puntos porcentuales en el trimestre anterior.

Las exportaciones de bienes han aumentado a tasas muy reducidas desde la segunda mitad de 1998. Según la CNTR su crecimiento interanual en el segundo trimestre de 1999 fue del 3 % y las cifras facilitadas por el Departamento de Aduanas muestran una modesta recuperación en julio y agosto. Este resultado ha sido consecuencia, en buena medida, de la debilidad que siguen experimentando las ventas a América Latina. Por grupos de productos, todos los componentes han mantenido ritmos moderados de variación, salvo los bienes de equipo, que han experimentado un crecimiento real notable, en un contexto de caídas de precios. En contraste con la evolución de las exportaciones de bienes, los ingresos por turismo continuaron mostrando un notable dinamismo hasta el mes de julio, aunque atemperaron el fuerte ritmo de avance respecto a meses anteriores. Este comportamiento se observa también al analizar los indicadores reales de turismo, habiéndose desacelerado el número de extranjeros alojados en hoteles españoles, las pernoctaciones realizadas por los mismos, así como el número de turistas que visitaron nuestro país. La depreciación del euro registrada en 1999 y los elevados niveles de confianza de los consumidores eu-

GRÁFICO 16

Comercio exterior (a)



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

- (a) Tasas de variación interanual, sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.
- (b) Estas series se encuentran deflactadas por los índices de valor unitario correspondientes.

mento de Aduanas muestran una modesta recuperación en julio y agosto. Este resultado ha sido consecuencia, en buena medida, de la debilidad que siguen experimentando las ventas a América Latina. Por grupos de productos, todos los componentes han mantenido ritmos moderados de variación, salvo los bienes de equipo, que han experimentado un crecimiento real notable, en un contexto de caídas de precios. En contraste con la evolución de las exportaciones de bienes, los ingresos por turismo continuaron mostrando un notable dinamismo hasta el mes de julio, aunque atemperaron el fuerte ritmo de avance respecto a meses anteriores. Este comportamiento se observa también al analizar los indicadores reales de turismo, habiéndose desacelerado el número de extranjeros alojados en hoteles españoles, las pernoctaciones realizadas por los mismos, así como el número de turistas que visitaron nuestro país. La depreciación del euro registrada en 1999 y los elevados niveles de confianza de los consumidores eu-

ropeos estarían determinando la evolución, en cualquier caso expansiva, del turismo.

Según se puede estimar a partir de los datos de Aduanas hasta agosto, las importaciones de bienes continuaron mostrando una fortaleza notable en el tercer trimestre, estimuladas por el dinamismo de la demanda final, tras haberse incrementado un 11,8 % en el segundo trimestre, en términos de la CNTR. Por grupos de productos, cabe destacar el abultado avance que experimentaron las compras de bienes de equipo, mientras que las importaciones de bienes de consumo atenuaron el ritmo de crecimiento respecto al primer semestre; las compras de bienes intermedios no energéticos, por su parte, redujeron algo el perfil ascendente del trimestre anterior. Por último, los pagos por turismo han frenado el perfil de ralentización del segundo trimestre.

4.2. Producción y empleo

El crecimiento del PIB de la economía española se mantuvo estable en el segundo trimestre del año, registrando una tasa de variación interanual del 3,6 % (véase el gráfico 17). Para el tercer trimestre se estima un crecimiento ligeramente por encima del observado en el trimestre precedente, compatible con una ligera aceleración de la demanda nacional y una aportación algo menos negativa de la demanda exterior, como se ha comentado en el epígrafe anterior. Desde la óptica de las ramas productivas, esta suave recuperación del producto se habría correspondido con un mayor dinamismo de la producción industrial, una contribución menos negativa de la agricultura y un crecimiento estable de las ramas de servicios. Por su parte, la actividad constructora habría registrado un avance ligeramente inferior al del trimestre precedente, aunque seguiría siendo la rama con mayor crecimiento. Por lo que se refiere a la generación de empleo, el número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo se incrementó un 3,4 % en el segundo trimestre del año, una décima por encima del trimestre precedente, y los indicadores disponibles para el tercer trimestre apuntan hacia una ligera desaceleración de esta variable. Esta evolución habría permitido una recuperación de la productividad aparente del trabajo en ese período, tras haber alcanzado tasas de crecimiento muy reducidas en los trimestres precedentes.

La desfavorable climatología continuó determinando la evolución de la actividad primaria durante el segundo trimestre de 1999, período

en el cual se acentuó el retroceso del valor añadido de esta rama, hasta alcanzar una variación interanual del -6 %, según estimaciones de la CNTR. La reducción en la producción agrícola se ha extendido, con más o menos incidencia, a la mayoría de los cultivos, aunque también se han constatado aumentos en la producción de tubérculos, cítricos y frutas. Por su parte, la producción ganadera se ha resentido por la escasez de lluvias, que ha motivado la sustitución parcial de pastos por compuestos industriales, con la consiguiente reducción en el valor añadido del sector. La información coyuntural más reciente no permite augurar una pronta recuperación en la producción de la rama agrícola. En este sentido, los indicadores de empleo —afiliados a la Seguridad Social y paro registrado— han mostrado un deterioro adicional, al igual que la fabricación de productos para la agricultura y la construcción de maquinaria agrícola.

La recuperación que está experimentando la economía mundial y, especialmente, los países de la UE y los del sudeste asiático, se está conformando como elemento impulsor clave de las exportaciones españolas para los próximos meses. Este dinamismo de la demanda externa y el tono de firmeza que mantiene la demanda interior explican la recuperación que se detecta en la actividad industrial. Efectivamente, el proceso de continua pérdida de vigor que venía registrando este sector desde principios de 1998 parece haber tocado a su fin en el segundo trimestre de 1999, período en el que, según las estimaciones de la CNTR, el valor añadido de esta rama continuó desacelerándose hasta alcanzar un 1,2 %, en tasa de variación interanual. Sin embargo, analizando el perfil mensual del índice de producción industrial, los meses de mayo y junio supusieron el inicio de una tímida recuperación de la actividad que se vio refrendada por el empuje más intenso registrado en julio y agosto, con un crecimiento interanual del 3,8 %, cuando se corrigen los efectos del calendario. El mayor dinamismo del sector industrial también se aprecia en los datos más recientes de afiliación a la Seguridad Social. No obstante, el indicador de clima industrial publicado por la Comisión Europea denota todavía una cierta indecisión en las opiniones de los empresarios en cuanto a sus perspectivas futuras.

El análisis desagregado, atendiendo a las distintas ramas productivas de la industria, muestra alguna heterogeneidad, reflejando, además de las características propias de cada rama, el estado incipiente de la fase de expansión en la que se encuentra la industria. En concreto, destacan las expansiones de las ramas extractivas y químicas y de otras manufac-

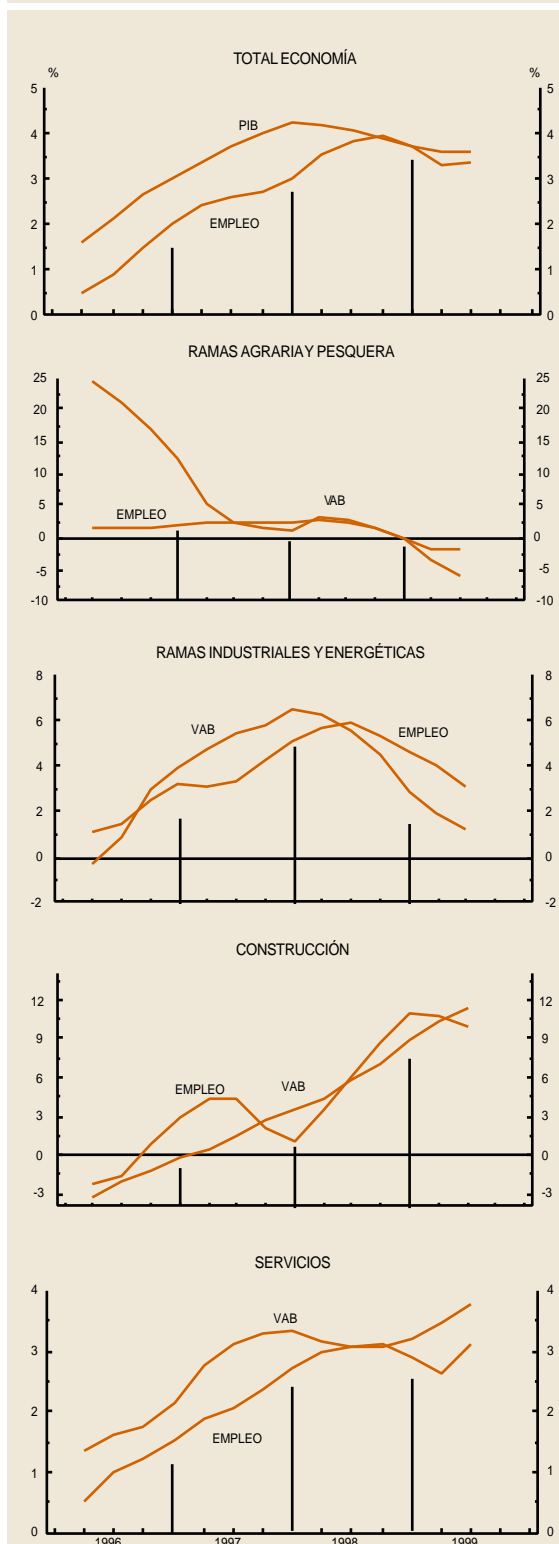
turas, mientras que en las ramas de transformación de metales la recuperación es menos intensa y más reciente. Las ramas energéticas, por su parte, mantienen un crecimiento moderado, centrado en la producción de energía eléctrica y gas.

Como se ha comentado al describir la evolución del gasto en construcción, la fase de elevado vigor de la actividad constructora se prolongó en el segundo trimestre de 1999, período en el que la CNTR estima que el valor añadido de esta rama aumentó a un ritmo interanual del 11,4 %. Este nuevo impulso de la construcción ha venido de la mano del componente de edificación, ya que, de acuerdo con la encuesta de coyuntura de la industria de la construcción, la obra civil, aunque mantuvo un elevado dinamismo, registró una ligera desaceleración en ese período. La información coyuntural relativa al tercer trimestre apunta hacia la consecución de ritmos de crecimiento más moderados de esta actividad; en concreto, los indicadores de empleo y de consumos intermedios muestran una clara desaceleración, aun conservando tasas de variación elevadas. La percepción de un máximo cíclico en la construcción está en consonancia con la evolución reciente del indicador de confianza.

El valor añadido bruto de las ramas de servicios registró un ritmo de variación interanual del 3,7 %, en el segundo trimestre de 1999, dos décimas por encima del crecimiento registrado un trimestre antes. El mayor avance se produjo tanto en la rama de servicios de mercado como en los servicios no destinados al mercado, si bien en este segundo caso el crecimiento de la actividad es menos marcado, como lo muestra el hecho de que el avance interanual en el segundo trimestre del año fuera del 1,6 %. Por su parte, los servicios de mercado incrementaron en dos décimas su ritmo de variación, hasta situarse en el 4,4 %, prolongando el período de expansión que se viene observando desde el segundo trimestre de 1998. La información relativa al tercer trimestre de 1999 tiende a reflejar el mantenimiento de elevados ritmos de crecimiento. Esta fortaleza se sustenta en las ramas de crédito y seguros, comunicaciones, sanidad y transportes —sectores en los que los indicadores de empleo muestran perfiles de aceleración—; el comercio experimentó un comportamiento algo más incierto hasta el segundo trimestre, pero ha ganado firmeza en los meses de verano, cuando al dinamismo de los indicadores de ocupación se ha sumado la mejora de los indicadores de ventas. Por último, en el caso de la restauración y el alojamiento, las estadísticas relevantes sufrieron una ligera pérdida de ritmo durante el verano.

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 publicadas por el INE. En el caso del empleo, se refiere a puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

Los últimos datos de la CNTR confirman la pujanza del proceso de creación de empleo, que siguió acompañando al notable crecimiento del producto en la primera mitad de 1999. En concreto, los puestos de trabajo, medidos en términos homogéneos en cuanto a la duración de la jornada (3), tras haber alcanzado ritmos de variación cercanos al 4 % en los trimestres centrales de 1998, experimentaron un aumento del 3,4 % entre abril y junio del presente año, cifra muy próxima a la registrada en la primera parte del ejercicio (3,3 %). Prácticamente la totalidad del empleo creado en el segundo trimestre fue por cuenta ajena, al incrementarse el número de asalariados un 4,4 % en relación con el mismo período de 1998. De hecho, aunque este colectivo se desaceleró suavemente en los dos primeros trimestres de 1999, la información más reciente muestra el mantenimiento de un elevado dinamismo, que se ve favorecido por el comportamiento moderado de las remuneraciones en el año en curso. El número de trabajadores autónomos volvió a disminuir en la primavera de 1999, en relación con el mismo período del año anterior, si bien en menor medida que en el primer trimestre. El empleo, medido en términos de personas ocupadas —información proporcionada por primera vez en el marco de la CNE 95—, muestra una evolución similar a la reflejada por los puestos de trabajo equivalentes.

Según la Encuesta de Población Activa (EPA), en el segundo trimestre de 1999 la creación de empleo experimentó una fuerte aceleración —cercana a un punto porcentual—, con un crecimiento de los ocupados del 4,7 %, y un avance del 6,5 % entre los trabajadores por cuenta ajena. No obstante, como ya se ha puesto de manifiesto en ocasiones anteriores (4), estas magnitudes deben interpretarse con prudencia, debido a que la introducción de ciertas modificaciones en la encuesta, al inicio de 1999, ha afectado a la comparabilidad intertemporal de algunos de los principales agregados. De hecho, esta evolución tan expansiva contrasta hasta cierto punto con los datos de empleo de la CNTR, comentados previamente, y con el resto de indicadores del mercado de trabajo, todos los cuales coinciden en señalar un aumento elevado del empleo, pero no acelerado. En cualquier caso, pese a todas las cautelas, el predominio en la generación de em-

pleo asalariado, frente a los ocupados por cuenta propia, que recoge la EPA es un rasgo característico de los dos últimos trimestres que también refleja la CNTR. En lo que a la información del tercer trimestre se refiere, las afiliaciones a la Seguridad Social mostraron un incremento sustancial en el mes de julio, que se atenuó notablemente en agosto y septiembre, de forma que el trimestre finalizó con un crecimiento medio semejante al observado en el período precedente. Esta evolución de las afiliaciones sería compatible con un mantenimiento de la suave desaceleración del empleo, que ya mostraron los datos de la CNTR en el primer semestre, y con un aumento de la productividad aparente del trabajo. En cuanto al paro, según la EPA, siguió cayendo a un ritmo cada vez más fuerte (-16,9 % entre abril y junio), que contrasta con la pérdida de intensidad que, a lo largo del presente año, ha ido manifestando el proceso de recorte del número de parados registrados en el Instituto Nacional de Empleo (INEM). No obstante, cabe esperar una reducción significativa del desempleo en el tercer trimestre de 1999, que, en un contexto de moderado aumento de la población activa, iría acompañado de un nuevo recorte de la tasa de paro.

En cuanto a la evolución del empleo según la duración de los contratos, en el segundo trimestre los asalariados con contrato indefinido mantuvieron la tónica del trimestre anterior, mientras que los asalariados con contratos temporales mostraron una leve recuperación, acercando su tasa de variación a la del empleo estable. Pese a la prudencia con que deben valorarse estas cifras de la EPA, cabe destacar su coherencia, en general, con el mayor empuje experimentado por los contratos temporales registrados en el INEM, y con la fortaleza que mostraron en ese período los de naturaleza indefinida, en parte como consecuencia del adelantamiento de las decisiones de contratación que trajo consigo la anunciada disminución de las bonificaciones a partir de mayo. En el tercer trimestre, habiendo desaparecido este efecto, los contratos indefinidos se desaceleraron, observándose también un repunte de los temporales.

4.3. Costes y precios

En lo que se refiere a la evolución de precios y costes, la información correspondiente al tercer trimestre ha puesto de manifiesto de forma clara los efectos derivados del encarecimiento de la energía, de manera que los principales indicadores de precios —desde los precios de importación a los precios de consumo— han registrado un repunte en sus tasas interanuales, que seguramente se trasladará al de-

(3) Denominados por el INE como puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Los datos de la CNTR de empleo se referirán a estos, cuando no se indique otra cosa.

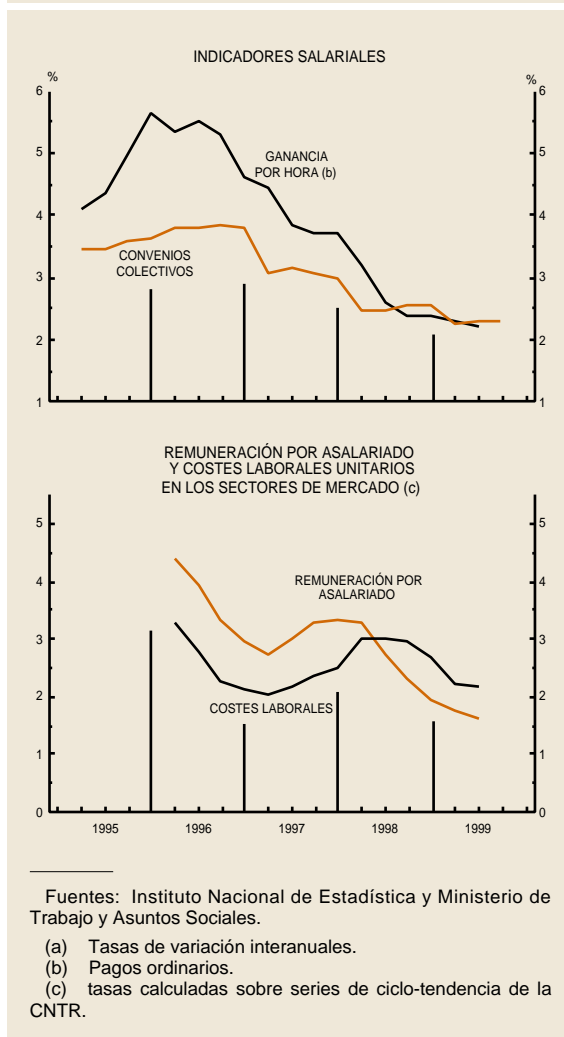
(4) Véanse «La evolución del empleo durante el primer trimestre de 1999», *Boletín económico*, junio de 1999, o «La evolución del empleo durante el segundo trimestre de 1999», *Boletín económico*, septiembre de 1999.

factor de la demanda final. Los costes interiores, y en particular los costes del trabajo, han mantenido pautas más próximas a las observadas en la primera mitad del año, si bien pueden hacerse dos matizaciones. La primera, en relación con la recuperación estimada de la productividad observada del trabajo durante el tercer trimestre, que ha podido repercutir en una moderada desaceleración de los costes laborales unitarios en ese período. La segunda, en relación con los resultados más recientes de la negociación colectiva, que, si bien siguen mostrando una evolución contenida de los salarios, han incorporado un cierto efecto alcista, fruto de la revisión al alza que ha sufrido la inflación esperada al final del año.

Según la encuesta de salarios, la ganancia media por persona y hora en el concepto de pagos ordinarios se desaceleró durante el segundo trimestre de 1999, alcanzando una variación del 2,2 %, en relación con el mismo período del año anterior. Como viene siendo habitual, el aumento de las ganancias por persona y mes fue algo menor (1,9 %), como consecuencia, fundamentalmente, de la incidencia que está teniendo la expansión del empleo a tiempo parcial —en particular, en los servicios— sobre la remuneración media por trabajador. Por ramas de actividad, la evolución salarial en el segundo trimestre no fue homogénea, registrándose el mayor incremento de las ganancias por persona y hora en la construcción (3,6 %); aunque esta cifra es elevada, rompe el perfil de aceleración mostrado hasta el primer trimestre del año. Por su parte, las otras ramas registraron un crecimiento salarial más moderado, alcanzando un 2,3 % en la industria y un 1,9 % en los servicios. En la primera de estas ramas ello ha supuesto una estabilización del ritmo de crecimiento, mientras que en los servicios se ha producido un recorte respecto a los primeros meses del año. Cuando se comparan estos datos con los de la negociación colectiva, no se aprecia una deriva significativa, fenómeno que está relacionado, fundamentalmente, con la eliminación en algunas ramas de las retribuciones por antigüedad y con el menor crecimiento del número de horas extraordinarias trabajadas.

La información salarial disponible para el tercer trimestre corresponde a los convenios colectivos firmados en ese período. El incremento medio de las tarifas salariales negociadas hasta el 31 de septiembre fue del 2,3 %, tres décimas por debajo del aumento observado en 1998. Dado lo avanzado del calendario, la mayor parte de los convenios registrados en el tercer trimestre fueron de nueva firma; hasta septiembre el incremento de las tarifas en convenios nuevos fue del 2,4 %, registrándose además una aceleración a lo largo de los últi-

GRÁFICO 18
Evolución de los salarios y costes laborales (a)

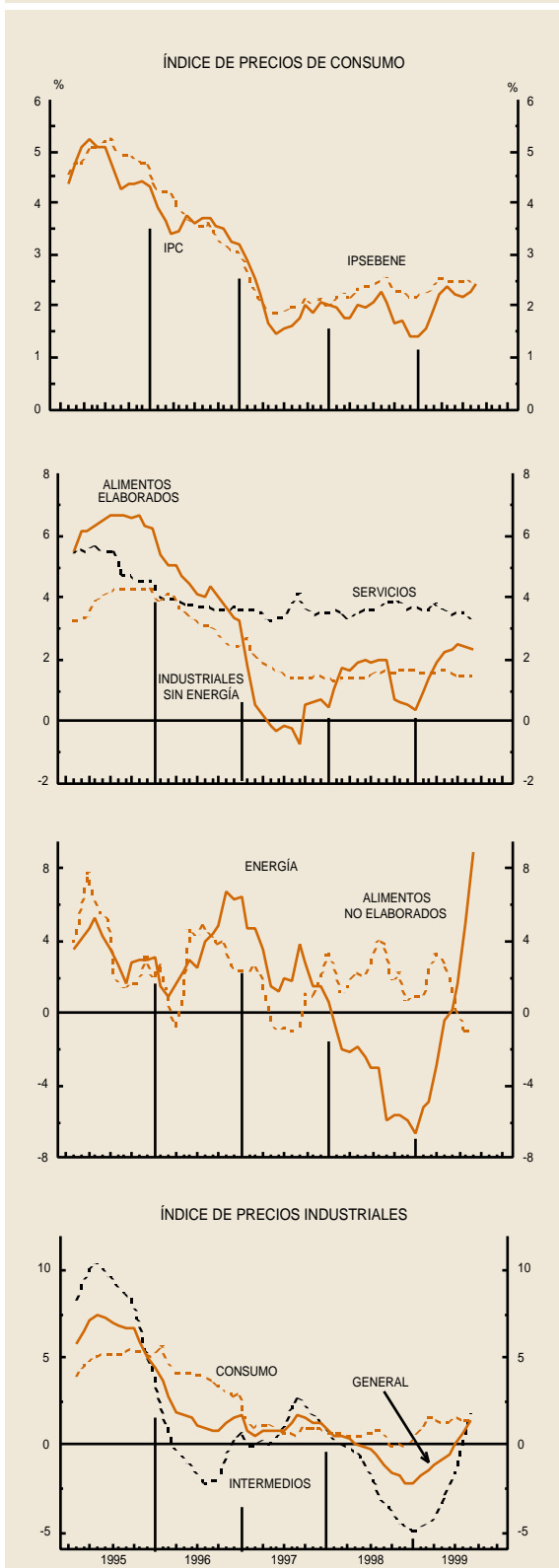


mos meses, como consecuencia de la revisión al alza en la inflación esperada al final del año. Por otro lado, en los convenios revisados el incremento pactado fue muy similar (2,3 %). Por ramas de actividad, los aumentos de las tarifas han sido bastante homogéneos, en el entorno del 2,3 %.

La mayor parte de los indicadores representativos de la evolución de los precios en la economía española ha mostrado un deterioro a lo largo del tercer trimestre del año, motivado, en buena medida, por la trayectoria alcista del precio del crudo en los mercados internacionales, combinada con la depreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar. La tasa de variación interanual del IPC —principal indicador de los precios finales— se situó en el 2,5 % en el mes de septiembre, tres décimas por encima de la registrada en el mes de junio, aunque fue solo del 2 % si se excluyen los bienes energéticos.

GRÁFICO 19

Indicadores de precios (a)
España



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

Por su parte, el IAPC también registró en septiembre un crecimiento del 2,5 % con respecto al mismo mes del año precedente; dado que la tasa correspondiente al agregado de países que integran la Unión Monetaria permaneció en el 1,2 %, el diferencial continuó ampliándose. Es especialmente relevante la brecha que se registra en el componente de bienes energéticos, aunque se ha cerrado algo el último mes (véase gráfico 20).

Los componentes más erráticos del IPC han registrado evoluciones contrapuestas en el período más reciente (véase gráfico 19). El componente energético incrementó sustancialmente su ritmo de avance, alcanzando en el mes de septiembre una variación interanual del 9,4 %, 7,8 puntos porcentuales por encima de la cifra de finales del segundo trimestre. Esta trayectoria se explica por la evolución de la cotización del petróleo en los mercados internacionales, que se ha visto reforzada por la posición del euro frente al dólar, y ha incidido particularmente sobre el precio del gas butano, el del gasóleo de calefacción y el de los distintos tipos de gasolina. Para amortiguar, al menos parcialmente, la incidencia de estas subidas sobre el índice general se ha aprobado el Real Decreto-Ley 15/1999, por el que se reduce el precio del butano, mediante una revisión a la baja del tipo impositivo del IVA sobre este producto, la exención del impuesto especial y una reducción del precio antes de impuestos. Asimismo, el precio de este gas licuado del petróleo se mantendrá congelado durante un año. Aunque la evolución futura de los precios del petróleo es compleja de establecer, cabe señalar que, de acuerdo con las cotizaciones de los mercados de futuros, cabría esperar una moderación gradual del precio del crudo en los meses venideros. Los precios de los alimentos no elaborados, por su parte, han registrado un recorte en el período más reciente, que alcanzó el -0,2 % en el mes de septiembre. Esta desaceleración, a pesar de los menores descensos que están experimentando los precios de algunas carnes —como la de pollo—, obedece, en buena medida, a los menores ritmos de avance de los precios de las frutas, como consecuencia de los incrementos de oferta.

Entre los restantes componentes del IPC, los alimentos elaborados se mantuvieron bastante estables, alcanzando un aumento interanual del 2,3 % en septiembre. No obstante, cabe destacar que dicha tasa de variación interanual incorpora una serie de elementos, en buena medida transitorios, ligados a la evolución de los precios de una serie de productos específicos —como el aceite de oliva, el tabaco y el vino—, que pueden ir desapareciendo en los primeros meses del año 2000. Por su parte,

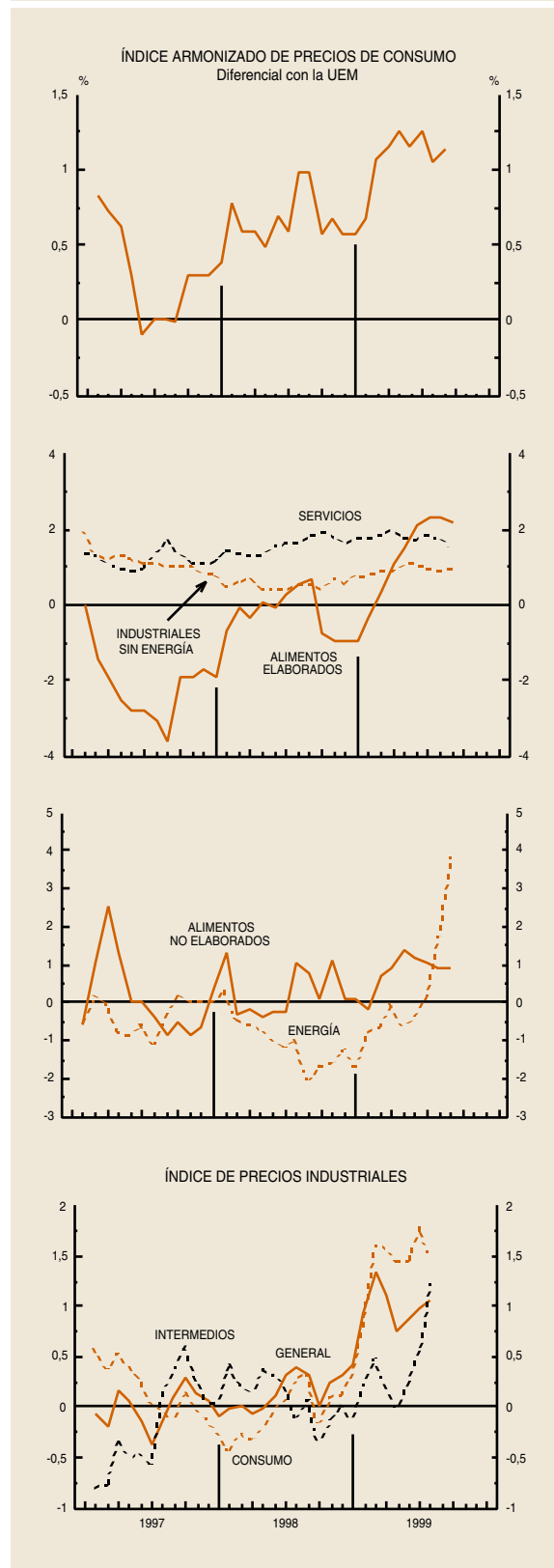
los precios de los bienes industriales no energéticos estabilizaron su tasa interanual en el tercer trimestre en el 1,4 %, sin que parezca haberse reflejado, de momento, en el índice el recorte aprobado para los precios de los medicamentos. Por último, los precios de los servicios —el componente tradicionalmente más resistente a la baja— recortaron su ritmo de avance interanual en dos décimas entre junio y septiembre, situándose en el 3,3 %. No obstante, este recorte corresponde en su casi totalidad a la evolución de los precios de las comunicaciones telefónicas, que han descontado en su tasa interanual el efecto de los incrementos de tarifas de agosto del año pasado, a lo que se ha añadido el impacto de la rebaja de tarifas telefónicas introducida en el Real Decreto-Ley 4/1999. De forma adicional, se ha aprobado recientemente un nuevo recorte de las tarifas telefónicas del principal operador. Respecto a los otros servicios, se aprecia una notable estabilidad de sus precios, en un contexto de desaceleración de los costes salariales.

Como ya se ha señalado, el IAPC español alcanzó también un crecimiento interanual del 2,5 % en septiembre, cuatro décimas por encima de la tasa interanual observada en junio. En el conjunto de la Unión Monetaria, el incremento fue de solo una décima, de forma que se produjo una ampliación del diferencial de inflación entre España y la UEM, que se situó en 1,3 puntos porcentuales. Por componentes, destaca especialmente el importante aumento del diferencial energético. Hay dos motivos que justifican este hecho. Por un lado, la ponderación de los carburantes en el índice español es superior a la del conjunto de la UEM, por lo que, ante variaciones de precios iguales, la repercusión de una perturbación petrolífera en España es mayor. Por otro lado, el precio del butano se ha incrementado sustancialmente más en España que en otros países de la UEM.

En cuanto a los restantes indicadores de precios, que proporcionan información sobre diversas etapas del proceso de formación de precios, en los meses más recientes el índice de precios industriales (IPRI), disponible hasta agosto, intensificó el proceso de aceleración que venía mostrando desde el inicio del presente año, situándose en el 1,4 % la variación con respecto al mismo mes del año anterior. Este comportamiento del índice general ha sido fruto, fundamentalmente, del componente de bienes intermedios energéticos, cuya tasa de variación alcanzó en agosto el 7,1 %, 9 puntos porcentuales por encima de la registrada tres meses antes. Por otra parte, los precios de los productos agrícolas —julio es el último dato publicado del índice de precios percibidos por los agricultores— han mostrado tasas de varia-

GRÁFICO 20

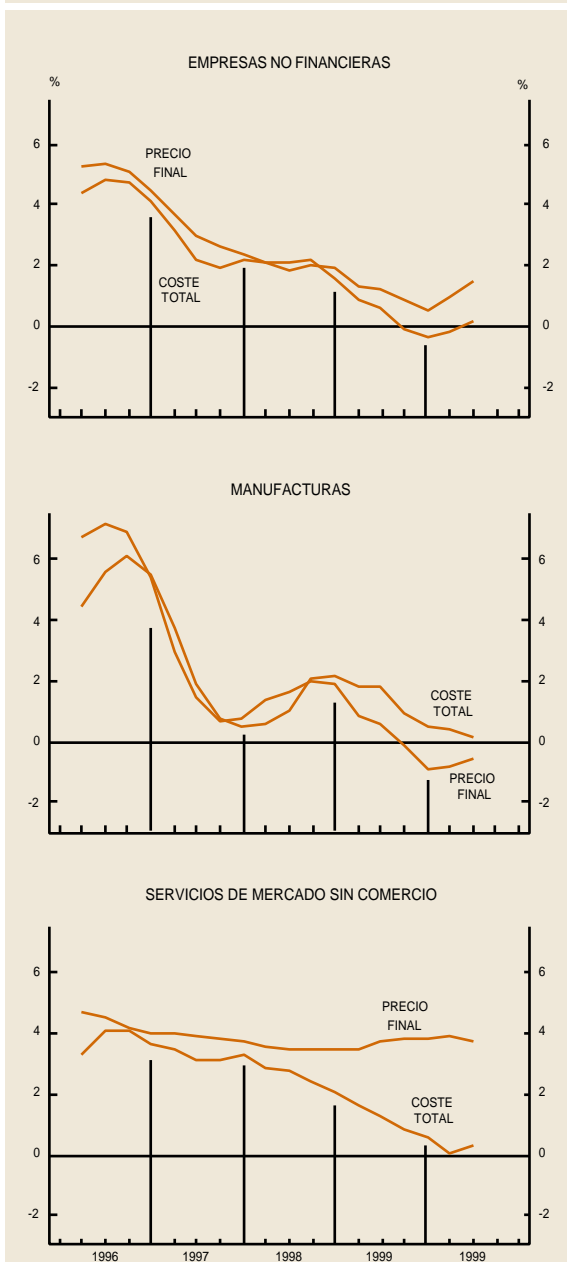
Indicadores de precios (a)
Unión Monetaria



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

GRÁFICO 21

Indicadores de precios y costes (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
 (a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la tendencia.

ción negativas en su componente de bienes destinados la consumo humano; la información parcial más actualizada, correspondiente a los precios fijados en los mercados mayoristas hasta el mes de octubre, indicaría una evolución moderada en ese período. Por último, los precios de las importaciones registraron en el mes de agosto un avance del 3,8 %. Cabe des-

tacar la trayectoria ascendente de los precios de las importaciones energéticas.

La información sobre precios y costes que se acaba de comentar permite inferir cómo se está desarrollando el proceso de formación de precios tanto a nivel agregado como en las principales ramas de actividad. Los indicadores recogidos en el gráfico 21 ilustran este proceso, con datos hasta el segundo trimestre de 1999. En el conjunto de empresas no financieras el comportamiento de los precios finales está siendo muy parecido al de los costes medios totales, si bien se observa una cierta tendencia a la ampliación de márgenes en los últimos trimestres. Cabe señalar que la evolución agregada de los costes totales es el resultado de combinar perfiles muy diferentes de los costes laborales del trabajo que, a pesar de su reciente moderación (véase gráfico 18), siguen creciendo por encima de los precios finales (excluidos los impuestos), y de los costes de los consumos intermedios, que todavía conservaban tasas de variación negativas en la primera mitad del año.

En términos más desagregados, cabe señalar los comportamientos marcadamente diferentes que se siguen observando en las manufacturas y en los servicios. En las primeras, los precios finales tendieron a recuperarse en la primera parte del año, aunque mostraban todavía tasas de variación negativas. Los costes totales crecieron por encima de los precios, como consecuencia de la aceleración de los costes unitarios del trabajo, prolongando la contracción del margen unitario de explotación, que ya se había producido en 1998. La aceleración de los costes laborales unitarios (CLU) en las manufacturas refleja, a su vez, una fuerte tendencia decreciente de la productividad del trabajo.

En los servicios, la importante desaceleración de los costes medios totales, consecuencia tanto de los recortes en los costes intermedios como de un comportamiento mucho menos expansivo que en las manufacturas de los CLU, no se ha trasladado a los precios finales. Estos han seguido creciendo a un ritmo marcadamente estable, algo superior al 3 %, de forma que el margen unitario de explotación ha tendido a ampliarse de manera significativa en estas actividades.

4.4. La actuación del Estado

El proyecto de Presupuestos Generales del Estado para el año 2000 incorpora un avance de la liquidación de los ingresos y gastos para el año corriente que permite analizar con mayor

RECUADRO 1

Los precios de los medicamentos y las medidas más recientes para su moderación

El precio de venta al público de los medicamentos se compone de cuatro elementos: el precio de venta del laboratorio, el margen del distribuidor, el margen de la farmacia y los impuestos indirectos. Todos ellos están sometidos a distintas regulaciones. Por lo que se refiere a los márgenes, la legislación fija los márgenes máximos que pueden aplicar tanto los distribuidores como las farmacias. En la actualidad, el margen máximo del distribuidor sobre el precio de venta del almacén (1), sin impuestos, es del 9,6% para los envases normales y del 5 % para los clínicos, y los márgenes máximos de las farmacias sobre el precio de venta al público, sin impuestos, para estos mismos envases, son del 27,9 % y del 10 %, respectivamente. En el cuadro adjunto se facilita la proporción que representan los márgenes que soportan los medicamentos en los países de la UE. Como se puede comprobar, el margen del distribuidor español se encuentra alineado con los de la UE, no así el que aplican las farmacias, que es ligeramente superior, aunque hay que constatar lo elevados que son los márgenes para el conjunto de la UE.

Los precios de los laboratorios, por su parte, se determinan atendiendo a dos sistemas diferenciados (véase esquema adjunto). Por un lado, los precios de los medicamentos no publicitarios incluidos en la financiación pública están regulados con carácter de máximos. Dentro de esta categoría, cuando se trata de un nuevo producto, existe un método para fijar el precio de venta de los laboratorios en función de los costes, que limita los incentivos para tratar de reducirlos. Cuando, por el contrario, el medicamento ya se comercializa, solo se regulan las revisiones de los precios de venta del laboratorio, que desde julio de 1996 se calculan a partir del crecimiento del IPC minorado en un porcentaje, según los costes y ganancias de productividad. Por otro lado, los precios de laboratorio de los medicamentos publicitarios están liberalizados, y lo mismo ocurre con los productos farmacéuticos no publicitarios excluidos de la financiación pública. No obstante, para estos últimos, si su comercialización se ha autorizado con anterioridad al 1 de enero de 1998, existe un régimen transitorio de tres años, que finaliza el 1 de enero del 2001, en el que se regulan sus revisiones con carácter de aumentos máximos. Adicionalmente, el Gobierno puede eximir de la regulación de precios a aquellos productos que considere tengan suficiente competencia en el mercado.

Como se puede apreciar en el gráfico adjunto, donde se representan el IPC y su subclase de medicinas, los precios de venta al público de las medicinas han estado creciendo a ritmos marcadamente superiores a los registrados por el IPC, en el último año. Al mismo tiempo, el gasto público farmacéutico ha experimentado tasas de variación muy elevadas (del 10,57 % hasta septiembre de 1999). En este contexto, el Gobierno ha introducido una serie de medidas con el fin de reducir el precio de los medicamentos. Cabe mencionar, en este sentido, la introducción de los medicamentos genéricos, que son especialidades farmacéuticas con el nombre del principio activo, cuya patente comercial ha expirado, por lo que sus precios son entre un 20 % y un 25 % más baratos que los medicamentos de marca bioequivalentes. Inicialmente, en 1997 solo se introdujeron seis medicamentos genéricos, en 1998 la lista se amplió hasta 47 y está previsto que a lo largo del presente año se autoricen unos 400 más. Aunque inicialmente el efecto de su introducción fue muy reducido, en los últimos meses su consumo ha crecido de manera apreciable. Aun así, su presencia está aún muy lejos de la cuota de mercado que los genéricos tienen en la media de la UE (en torno al 20 %).

De igual modo, los márgenes se han rebajado en varias ocasiones en los últimos años. La rebaja más reciente se llevó a cabo en mayo de 1999, cuando el margen del distribuidor de los envases normales se redujo desde el 11 %, que se venía aplicando desde 1997, al 9,6 % actual. Dicho recorte ha significado una caída del 2 % en junio de la subclase del IPC de medicinas. Posteriormente, su tasa interanual, que había estado situada desde principios de año en torno al 4 %, ha alcanzado valores negativos, al descontarse el fuerte crecimiento del índice de hace un año. Además, en los próximos meses se espera que esta subclase vuelva a moderarse, cuando se incorpore el recorte que se aprobó para los precios máximos de los fármacos vendidos con receta que costasen más de 558 pesetas. Para algunos productos los recortes, que entraron en vigor el 15 de septiembre de 1999, llegaron a ser de hasta un 10 %.

Es previsible también una contención de la subclase de medicamentos del IPC, cuando se haga efectivo el Real Decreto-Ley 12/1999, de 31 de julio, por el cual se establece que los precios de las medicinas que no resulten intercambiables por genéricos, pero que se hayan utilizado para el cálculo de los precios de referencia(2) de conjuntos homogéneos (3), y que superen dichos precios de referencia, se reducirán hasta igualarlos con ellos.

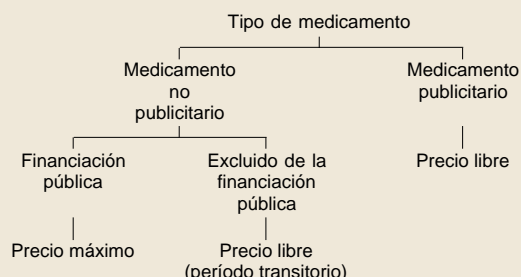
(1) El precio de venta del almacén resulta de agregar el precio de venta del laboratorio y el margen del distribuidor.
 (2) El precio de referencia será el máximo que pagará la sanidad pública por un principio activo determinado.
 (3) Especialidades iguales no solo en principio activo, sino también en dosis y forma.

Composición del precio de los fármacos en la UE

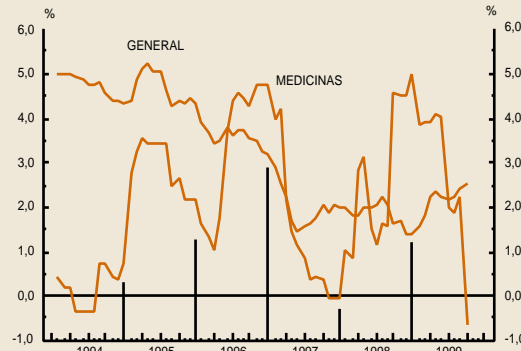
País	% sobre el precio de venta al público (IVA excluido)		
	Laboratorio	Distribuidor	Farmacia
Alemania	62	10	28
Austria	63	7	30
Bélgica	65	8	27
Dinamarca	70	5	25
España	65	7	28
Finlandia	64	5	31
Francia	68	7	25
Grecia	69	6	25
Holanda	63	12	25
Irlanda	65	10	25
Italia	66	7	27
Luxemburgo	62	8	30
Portugal	72	8	20
Reino Unido	64	10	26
Suecia	75	3	22
Media UE	66,5	7,5	26
Moda UE	68	7	25

Fuentes: GIRP European Pharmaceutical Data 1997 (excepto Irlanda y España), elaboración propia para España.

El precio de los medicamento



**IPC general e IPC de medicinas
Tasas interanuales**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

CUADRO 3

Estado. Ejecución presupuestaria

mm de pesetas y %

	Liquidación		Avance liquidación		Liquidación ENE-JUN		Liquidación	
	1998	1999	Variación porcentual	Variación porcentual	1998 ENE-SEP	1999 ENE-SEP	Variación porcentual	
	1	2	3=2/1	4	5	6	7=6/5	
1. Ingresos no financieros	17.534	18.450	5,2	9,4	12.753	13.255	3,9	
Impuestos directos	7.457	7.696	3,2	13,6	5.359	5.593	4,4	
IRPF	4.992	5.103	2,2	7,9	3.889	3.740	-3,8	
Sociedades (a)	2.324	2.430	4,5	47,7	1.362	1.729	27,0	
Otros	140	164	16,6	17,9	108	123	14,0	
Impuestos indirectos	7.015	7.916	12,8	13,0	5.241	5.868	12,0	
IVA	4.373	5.090	16,4	16,1	3.281	3.757	14,5	
Especiales	2.391	2.557	7,0	7,3	1.776	1.912	7,6	
Tráfico exterior	132	142	7,3	10,4	95	106	11,9	
Otros	120	127	5,9	8,8	89	93	4,1	
Otros ingresos netos	3.063	2.837	-7,4	-8,6	2.153	1.793	-16,7	
2. Pagos no financieros	18.649	19.445	4,3	9,5	13.598	14.435	6,2	
Personal	3.053	3.108	1,8	0,4	2.187	2.170	-0,8	
Compras	388	468	20,4	16,5	275	305	10,7	
Intereses	3.334	3.277	-1,7	22,5	2.442	2.678	9,7	
Transferencias corrientes	9.906	10.330	4,3	8,2	7.308	7.883	7,9	
Inversiones reales	898	1.184	31,9	22,2	638	710	11,4	
Transferencias de capital	1.071	1.079	0,7	-10,9	749	688	-8,1	
3. Déficit de caja (3 = 1 - 2) (b)	-1.114	-995	-10,7	10,8	-845	-1.180	39,7	
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL:								
Ingresos no financieros	17.313	—	—	11,0	12.306	13.073	6,2	
Pagos no financieros	18.529	—	—	10,4	13.079	14.232	8,8	
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (c)	-1.216	-1.194	-1,8	6,4	-773	-1.158	49,9	

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

(a) La ejecución enero-septiembre 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) Las cifras anuales (columnas 1 y 2) proceden de la contestación del MEH al cuestionario de Protocolo sobre déficit excesivo (metodología SEC/1979).

precisión los datos disponibles sobre la ejecución presupuestaria del Estado. Esta información que se presenta en el cuadro 3 (columnas 2 y 3) sustituye a las cifras del presupuesto inicial para 1999, que se utilizaron en informes anteriores. Según este avance, el Estado ingresará un 5,7 % más —1.005 mm de pesetas— y gastará un 3,1 % más —578 mm de pesetas— que lo presupuestado inicialmente. Ello permitirá una reducción del déficit de caja del Estado en 1999 del 10,7 %, en contraste con el aumento previsto en el presupuesto inicial. Este mejor resultado de las cuentas del Estado, en términos de caja, está motivado, fundamentalmente, por el dinamismo en los ingresos de la imposición indirecta y, en menor medida, por la mayor recaudación del Impuesto sobre Sociedades, que permitirán compensar las desviaciones en los gastos, causadas, principalmente, por el pago de obligaciones contraídas en años anteriores.

Hasta septiembre, el déficit de caja no financiero del Estado en términos acumulados aumentó cerca de un 40 %, respecto al mismo período del año anterior, hasta situarse en 1.180 mm de pesetas. Cabe destacar, como se ha señalado en informes anteriores, que, en general, la comparación interanual de la ejecución presupuestaria a lo largo del año tiende a estar distorsionada por los distintos calendarios de ingresos, devoluciones y pagos. En particular, la fuerte concentración de pagos por intereses durante los primeros meses de 1999 sigue distorsionando, aunque cada vez en menor medida, la tasa de variación de los gastos, mientras que, sobre los ingresos, incide notablemente el adelanto de las devoluciones en 1999, correspondientes a la pasada campaña del IRPF. A ello habría que añadir otros factores, con desigual incidencia sobre las distintas partidas de ingresos y gastos, que se analizarán posteriormente. Si se elimina el impacto de es-

tos desarrollos mediante la homogeneización de los ingresos del IRPF y de los gastos financieros en cada uno de los años afectados, la evolución del déficit de caja del Estado hasta septiembre estaría en línea con los resultados previstos en el avance de la liquidación arriba comentado.

También los datos disponibles en términos de Contabilidad Nacional proporcionan una información algo equívoca de la evolución de las cuentas públicas, y muestran un aumento del déficit del Estado hasta el tercer trimestre próximo al 50 %, hasta alcanzar 1.158 mm de pesetas (en torno al 1,3 % del PIB), frente a un objetivo de reducción del mismo para el conjunto del año del 1,8 %. También en este caso, el fuerte crecimiento de los gastos se encuentra aún condicionado por el diferente calendario de vencimiento de la deuda pública en 1998 y 1999, lo que ha supuesto un crecimiento de los pagos de intereses del 28 % hasta septiembre; al mismo tiempo, la evolución de los ingresos se ve afectada por el adelanto de las devoluciones en 1999. Si se corrigen estos efectos transitorios, los resultados de las cuentas no financieras del Estado, en el marco de la Contabilidad Nacional, serían compatibles con los objetivos anuales para el déficit de las Administraciones Públicas contenidos en el Programa de Estabilidad y de Crecimiento (del 1,6 % del PIB para 1999) y con las previsiones que proporcionan los Presupuestos Generales del Estado para el año 2000, que lo sitúan en el 1,4 % (5). Cabe destacar, por el lado de los ingresos, la fortaleza de los impuestos indirectos y, dentro de estos, del IVA, con tasas superiores a aquellas que, según las relaciones históricas estimadas, vendrían explicadas por el comportamiento del consumo y de las importaciones, mientras que, por el lado de los gastos, continuó observándose una fuerte contención del consumo público. A continuación se comenta la evolución de ingresos y gastos en el tercer trimestre, utilizando la información de caja, por ser esta la que se encuentra más detallada al redactar este informe.

En el transcurso del tercer trimestre, tanto los ingresos no financieros como los gastos no

financieros experimentaron una cierta desaceleración. No obstante, los ingresos impositivos continuaron mostrando un gran dinamismo, con una tasa de crecimiento hasta septiembre del 8 %, en línea con las cifras que proporciona el avance de liquidación. Como en trimestres anteriores, esta tasa agregada esconde comportamientos muy diferentes entre los ingresos provenientes de la imposición directa, que crecieron débilmente, y los de la imposición indirecta, que mostraron una sustancial fortaleza. También los dos principales componentes de los impuestos directos (IRPF y Sociedades) exhibieron resultados notablemente distintos.

La disminución en la recaudación del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas en el tercer trimestre (que disminuyó en un 3,8 % hasta septiembre, frente a un aumento del 7,9 % hasta junio) se debió principalmente al adelanto de las devoluciones correspondientes a la campaña del ejercicio 1998, con un efecto especialmente acusado durante este período, y, en menor medida, a la caída de las retenciones de capital. Por el contrario, la recaudación del Impuesto sobre Sociedades, a pesar de su desaceleración, mostró todavía una elevada tasa de variación, debido, fundamentalmente, a las menores devoluciones que tuvieron lugar en los primeros meses de 1999 y, en menor medida, a las retenciones sobre ganancias de fondos de inversión (aplicadas solo desde febrero de 1999). Adicionalmente, en julio y agosto, se incorporaron los ingresos por cuota diferencial del ejercicio 1998, con un aumento del 14,6 %. En este sentido, la homogeneización de las cifras de recaudación por este impuesto, hasta el tercer trimestre, con las correspondientes al mismo período de 1998, sugeriría un incremento de la recaudación en 1999 por este concepto superior a la del avance de liquidación.

Como se ha señalado, los impuestos indirectos continuaron mostrando un notable dinamismo, con una tasa de variación hasta septiembre del 12 %, aunque también tendieron a desacelerarse ligeramente. La fortaleza de la imposición indirecta afectó a todas sus rúbricas, destacando especialmente el IVA, los impuestos que gravan la energía (debido al incremento de los precios del petróleo) y el impuesto sobre determinados medios de transporte, reflejo del fuerte crecimiento en la matriculación de vehículos. El resto de ingresos acentuó su caída durante el tercer trimestre, con una tasa de variación acumulada del -16,7 %, destacando las reducciones de los dividendos por privatizaciones y de las tasas y otros ingresos, así como las menores transferencias de capital, debido al diferente calendario de recepción de los fondos europeos.

(5) Es necesario hacer esta distinción, dado que la utilización de las series de Contabilidad Nacional está sujeta transitoriamente a problemas metodológicos por la adopción del nuevo marco contable establecido en el SEC 95. De hecho, las cifras de déficit que proporciona el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para los años 1999 (1,4 %) y 2000 (0,8 %) se han estimado según los criterios contables del SEC 95. Por el contrario, los objetivos establecidos para 1999 (1,6 %) se fijaron en términos de la metodología del SEC 79, y los datos disponibles con periodicidad mensual de ingresos y gastos del Estado en términos de Contabilidad Nacional continúan elaborándose dentro del marco contable del SEC 79.

CUADRO 4

Balanza de pagos: resumen (a)

Millones de euros

	ENE-JUL 1998	ENE-JUL 1999
	Ingresos	Ingresos
Cuenta corriente	99.257	103.592
Mercancías	59.546	59.934
Servicios	24.944	28.207
<i>Turismo</i>	14.997	17.028
<i>Otros servicios</i>	9.947	11.179
Rentas	7.155	7.379
Transferencias corrientes	7.612	8.072
Cuenta de capital	3.781	3.863
	Pagos	Pagos
Cuenta corriente	97.723	106.976
Mercancías	66.876	73.468
Servicios	14.333	16.234
<i>Turismo</i>	2.462	2.799
<i>Otros servicios</i>	11.870	13.435
Rentas	11.770	11.962
Transferencias corrientes	4.744	5.312
Cuenta de capital	489	577
	Saldos	Saldos
Cuenta corriente	1.534	-3.384
Mercancías	-7.330	-13.533
Servicios	10.611	11.973
<i>Turismo</i>	12.535	14.228
<i>Otros servicios</i>	-1.923	-2.255
Rentas	-4.615	-4.584
Transferencias corrientes	2.867	2.760
Cuenta de capital	3.291	3.285

Fuente: Banco de España.

(a) Avance provisional.

Con respecto a los gastos no financieros, la desaceleración en su ritmo de crecimiento durante el tercer trimestre se debió, principalmente, a la evolución de los pagos por intereses, que, a pesar de ello, muestran todavía un importe superior al de 1999, por los diferentes calendarios de la deuda en ambos años. En lo que resta de año, se espera que los pagos por intereses continúen atenuándose sustancialmente, aun teniendo en cuenta los costes por amortización anticipada de deuda para su canje, con lo que es previsible que la tasa de variación de este tipo de gastos se sitúe en línea con la cifra proporcionada en el avance de liquidación para el conjunto del año (y que prevé un descenso de los pagos por intereses del 1,7 %).

Los gastos de personal reflejaron un cierto descenso, en parte como resultado de la dismi-

nución en las retribuciones al personal activo por los trasposos en materia de enseñanza no universitaria a determinadas Comunidades Autónomas (CCAA). Esta disminución se vio compensada por el aumento de las transferencias corrientes del Estado a estas mismas CCAA para financiar estos servicios. Las inversiones reales registraron tasas muy inferiores a las proporcionadas en el avance de liquidación para el conjunto del año (del 11,4 % y del 31,9 %, respectivamente), y lo mismo ocurre con las compras (con una tasa de variación hasta septiembre del 10,7 % y un aumento estimado en el avance del 20,4 %), lo que podría apuntar hacia una concentración de pagos por estos conceptos a finales de año. Con todo, el desbordamiento que muestran estas partidas de gasto en relación con las cifras presupuestarias obedece a la realización de obligaciones de pago contraídas en ejercicios anteriores. Por último, el recorte observado en las transferencias de capital refleja, principalmente, el retraso en la aprobación del Contratoprograma que regula las transferencias a RENFE.

4.5. La Balanza de Pagos y la cuenta de capital de la economía

Según los datos de la Balanza de Pagos, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 99 millones de euros en los siete primeros meses de 1999, que contrasta con el superávit de 4.825 millones de euros observado en el mismo período del ejercicio anterior. Este resultado refleja, en buena medida, la intensa ampliación que ha experimentado el déficit comercial durante este período, derivado del bajo tono de las exportaciones y de la fortaleza de las importaciones, y no ha podido compensarse por la notable mejora del superávit turístico. En cuanto a los restantes renglones de la cuenta corriente, el déficit de rentas se contrajo ligeramente gracias al elevado dinamismo de los ingresos correspondientes al sector privado, que se han beneficiado de la expansión de los activos de este sector. El superávit por transferencias corrientes, sin embargo, registró un deterioro, debido al aumento de los pagos destinados a la UE, especialmente en concepto de Recurso PNB, mientras que los ingresos procedentes de este organismo se estabilizaron en los mismos niveles del ejercicio anterior. Por otra parte, el superávit de la cuenta de capital registró un nivel similar al observado en el mismo período del año precedente, ya que el ligero aumento de las transferencias procedentes de la UE en concepto de FEOGA-Orientación se ha compensado con los leves deterioros de los ingresos correspondientes al Fondo de Cohesión

Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 489 mm de pesetas, según los datos de ejecución presupuestaria hasta julio, superior en 281 mm de pesetas al registrado durante el mismo período del año precedente. Este resultado mejora notablemente la previsión presupuestaria para el conjunto del año, que recogía un incremento del déficit de 57 mm de pesetas respecto a la liquidación de 1998, y supone también una mejora adicional respecto a los datos registrados hasta abril de 1999, comentados en el anterior Informe trimestral de la economía española.

Esta evolución se debió a un crecimiento de los ingresos no financieros del 8,5 % hasta julio, muy superior a la previsión presupuestaria, y al incremento de los pagos no financieros, ambos del 4,9 %, y a que estos se desaceleraron durante los últimos meses en mayor medida que aquellos. Los ingresos por cotizaciones sociales aumentaron un 8,2 % (6,3 % en el conjunto de 1998), rebasando en casi cinco puntos lo previsto en el Presupuesto, debido, sobre todo, al elevado dinamismo de las afiliaciones. Con datos disponibles hasta septiembre, el número de afiliados creció un 5,6 %, frente al 5,1 % en 1998. La otra fuente importante de ingresos, las transferencias corrientes procedentes del Estado, pese a haberse desacelerado últimamente, también registró un incremento superior al presupuestado.

En cuanto a los pagos, su crecimiento durante los primeros siete meses de 1999 se situó algo por debajo de 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, cuya tasa de crecimiento, pese a haberse reducido en dos puntos desde abril, todavía supera ampliamente a la establecida en el Presupuesto— 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 incluyen en la rúbrica resto—. Además, las prestaciones por incapacidad temporal se desaceleraron notablemente respecto al mes de abril, aunque su tasa de variación todavía resulta superior a la prevista en el Presupuesto.

En lo relativo al INEM, se dispone de información sobre las cotizaciones sociales percibidas hasta junio, que crecieron un 12,1 % respecto al mismo período del año precedente, y de las prestaciones por desempleo hasta septiembre, observándose una caída del 4,2 %. Ambas circunstancias se explican por la buena evolución del empleo. Por último, las bonificaciones para fomento del empleo se incrementaron en torno a un 60 % hasta mayo.

**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 %

	Liquidación		Presupuesto		Liquidación ENE-ABR		Liquidación ENE-JUL	
	1998	1999	%	%	1998	1999	%	
	1	2	3=2/1	4	5	6	7=6/5	
Ingresos no financieros	12.891	13.519	4,9	9,1	7.676	8.326	8,5	
Cotizaciones sociales (c)	8.715	9.032	3,6	8,1	4.955	5.361	8,2	
Transferencias corrientes	4.023	4.326	7,5	10,6	2.637	2.872	8,9	
Otros (d)	153	160	4,3	20,9	84	92	9,4	
Pagos no financieros	12.909	13.593	5,3	5,8	7.468	7.837	4,9	
Personal	2.049	2.144	4,7	5,8	1.237	1.309	5,8	
Gastos en bienes y Servicios	1.249	1.285	2,9	8,3	719	765	6,3	
Transferencias corrientes	9.438	9.959	5,5	5,4	5.445	5.689	4,5	
Prestaciones	9.377	9.896	5,5	5,4	5.405	5.647	4,5	
<i>Pensiones contributivas</i>	7.453	7.892	5,9	4,8	4.245	4.437	4,5	
<i>Incapacidad temporal</i>	526	505	-4,1	14,7	273	278	2,1	
<i>Resto (e)</i>	1.397	1.499	7,3	5,3	887	932	5,1	
Resto transferencias corrientes	61	64	4,3	5,9	40	42	6,0	
Otros (f)	174	205	18,2	9,2	66	74	10,9	
Saldo no financiero	-18	-75	—	37,5	208	489	134,8	

Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda, Ministerio 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 las Cuentas de las Administraciones Públicas para 1995 (último año disponible).

(c) Incluye recargos y multas.

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

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

(f) Minorados por la enajenación de inversiones.

y al Fondo Europeo de Desarrollo Regional (FEDER).

Como se ha señalado en informes anteriores, la falta de disponibilidad de cuentas sectoriales en el marco del SEC 95 impide valorar adecuadamente el desglose de sectorial de los flujos de ahorro e inversión de los sectores resi-

dentos. No obstante, la necesidad de financiación de la nación que reflejan estos datos estaría indicando un empeoramiento de los saldos sectoriales de hogares y empresas, derivado del dinamismo de las inversiones residenciales y de la fortaleza de la inversión productiva privada, tal como se analiza en otros epígrafes de este Informe.

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

Al igual que en el resto de países de la zona del euro, el entorno financiero nacional se ha caracterizado por un progresivo incremento de los tipos de interés a todos los plazos, que está vinculado, principalmente, a la consolidación de las perspectivas de recuperación económica en el conjunto de la UEM. Pese a ello, las condiciones financieras españolas continúan siendo bastante holgadas, especialmente si se tiene en cuenta que nuestro país muestra mayores ritmos de crecimiento económico y tasas de inflación que los del conjunto de la zona del euro.

En España, el bajo nivel de los tipos de interés ha seguido incentivando el gasto y el endeudamiento del sector privado, en detrimento del ahorro. No obstante, los tipos de interés del crédito bancario han comenzado a repuntar ligeramente a partir del segundo trimestre de 1999, en línea con el incremento de los tipos de interés de los mercados financieros. Asimismo, el aumento de la rentabilidad de algunos activos, principalmente de medio y largo plazo, los ha hecho algo más atractivos para el inversor, lo que ha podido incidir en una mayor demanda de esos instrumentos. Sin embargo, la tasa de expansión del endeudamiento sigue siendo muy superior a la de la adquisición de activos financieros. En el caso de los activos financieros líquidos en poder de familias y empresas, su crecimiento interanual durante el tercer trimestre podría situarse en torno al 5 %, mientras que el ritmo de expansión de la financiación ajena mediante crédito bancario y emisión de valores de renta fija podría estar próximo al 20 %. Por su parte, las bolsas nacionales han continuado mostrando un comportamiento bajista, más pronunciado que el de la mayoría de los mercados de renta variable europeos, con lo que la revalorización de la riqueza financiera en manos del sector privado se ha moderado apreciablemente.

5.1. Los tipos de interés y los mercados financieros

Según se ha mencionado con anterioridad, las mejores perspectivas económicas en la zona del euro han fortalecido en los últimos meses las expectativas de incrementos de los tipos de interés. En este contexto, en los mercados nacionales ha tenido lugar un proceso generalizado de aumentos de los tipos de interés, que se ha reflejado en un desplazamiento hacia arriba de la curva de rendimientos por plazos a lo largo del tercer trimestre, que acentúa su pendiente positiva.

En concreto, como se observa en el cuadro 5, entre junio y septiembre el rendimiento

Tipos de interés y mercados financieros nacionales (a)

	1998			1999			Pro memoria: OCT 1999
	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	
BANCARIOS:							
Tipo sintético pasivo	2,79	2,67	2,06	1,90	1,66	1,67	...
Tipo sintético activo	5,93	5,80	5,15	5,02	4,54	4,71	...
TESORO:							
Subasta de letras a doce meses (b)	4,05	3,67	2,95	2,94	2,75	3,17	3,35
Subasta de bonos a tres años	4,35	3,96	3,54	3,51	3,29	4,28	4,59
Subasta de obligaciones a diez años	5,05	4,75	4,32	4,40	4,59	5,27	5,50
MERCADOS SECUNDARIOS:							
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,06	3,64	2,88	2,91	2,68	2,99	3,22
Deuda pública a diez años	5,02	4,47	4,08	4,25	4,60	5,31	5,53
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,22	0,43	0,20	0,22	0,25	0,26	0,25
Pagarés de empresa	4,30	3,82	3,21	3,09	2,89	3,19	...
Obligaciones privadas	4,96	4,35	4,29	3,93	4,18	5,11	...
Índice General de la Bolsa de Madrid (c)	39,66	8,72	37,19	-0,12	4,22	-1,21	-2,80

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: 19 de octubre de 1999.

en el mercado secundario de las obligaciones a diez años ha aumentado alrededor de 70 puntos básicos. Esta escalada se ha intensificado durante los días transcurridos del mes de octubre, en que los rendimientos de las obligaciones a diez años han subido otros 20 puntos básicos, hasta situarse en torno al 5,5 %. De esta forma, se han recuperado niveles de rentabilidad que no se observaban desde el verano de 1997. Hasta el momento, el tramo de corto plazo no ha acusado de forma tan drástica este abrupto aumento de las rentabilidades, si bien las letras del Tesoro negociadas entre seis y doce meses también han visto incrementada su rentabilidad en más de 50 puntos básicos entre junio y los días transcurridos del mes de octubre.

Por su parte, los mercados primarios de deuda han permanecido alineados con las rentabilidades negociadas en los mercados secundarios, de tal forma que el Tesoro ya empezó desde el mes de junio a revisar al alza los tipos ofertados en las distintas subastas. Así, en el caso de las emisiones de letras a un año, el tipo marginal a lo largo de los últimos cuatro meses se ha visto incrementado en 75 puntos básicos, hasta el 3,5 %, en la subasta celebrada el día 15 de octubre, mientras que, en el caso de las obligaciones a diez años, el tipo marginal de la subasta correspondiente al mes de octubre se situó en el 5,5 %, 1,5 puntos por encima de los niveles de finales de 1998.

El mercado de renta fija privada ha continuado durante este trimestre dando muestras de una pujanza creciente, con un volumen negociado que supera los 60 mm de euros durante los primeros nueve meses del año, lo que representa el triple de la negociación del mismo período del año anterior. Aunque el mayor volumen de contrataciones se centra en los bonos de titulización —que representan casi el 50 % del volumen negociado en la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF)—, los pagarés de empresa y las obligaciones y bonos también han mostrado un aumento muy importante en su negociación. Este último puede ser debido a la equiparación que ha tenido lugar en el tratamiento fiscal de los valores privados respecto de la deuda pública —en el caso de los valores en manos de personas jurídicas—, a la desaceleración del volumen de emisiones del Estado y, finalmente, al mayor atractivo de la renta fija privada, como consecuencia de la posibilidad de aportarla como garantía en las operaciones de política monetaria.

Por lo que respecta a los mercados de renta variable, el hecho más destacable en el tercer trimestre ha sido, de nuevo, la elevada volatilidad que han experimentado las cotizaciones en las bolsas nacionales. En concreto, la Bolsa de Madrid, tras la efímera recuperación habida en el segundo trimestre del año (en el que se alcanzó una revalorización acumulada del 4 %), registró

un retroceso durante el tercer trimestre que le ha llevado a perder toda la rentabilidad conseguida a lo largo del primer semestre. De esta forma, la rentabilidad acumulada anual se cifraba, a finales del mes de septiembre, en el $-1,2\%$, que contrasta con las ganancias de otras bolsas europeas, como queda reflejado, por ejemplo, en el hecho de que el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, que engloba los principales valores europeos haya aumentado un 6% en el mismo período. El peor comportamiento de la Bolsa española puede ser debido a diversos factores, tales como la mayor sensibilidad de las grandes empresas españolas a los cambios en los tipos de interés a largo plazo y la incertidumbre en torno a la evolución de las economías iberoamericanas, en las que las empresas españolas mantienen participaciones muy significativas. A todo ello se añaden los efectos de contagio de las bolsas internacionales, y especialmente de la de Estados Unidos, muy sensible a las decisiones de la Reserva Federal y a la incertidumbre sobre el posible grado de sobrevaloración de las acciones en la bolsa de Nueva York.

En cuanto a los tipos de interés bancarios, como se ha comentado al inicio del epígrafe, a finales del segundo trimestre culminó el proceso de traslado de la última reducción del tipo de interés oficial del mes de abril, haciendo que los tipos activos y pasivos se situaran en mínimos históricos. Por el contrario, durante los últimos tres meses el progresivo repunte de la rentabilidad en los mercados financieros ha comenzado a trasladarse a los tipos bancarios, aunque de forma más moderada que en otros países europeos. Así, por ejemplo, el tipo sintético de las operaciones activas al cierre del tercer trimestre era inferior en 20 puntos básicos al nivel mínimo registrado en julio, mientras que, para el conjunto de la UEM, los tipos de interés del crédito a empresas y a familias para la compra de vivienda aumentaron en torno a medio punto durante los meses de verano. Esta menor traslación a los tipos bancarios españoles del cambio de tendencia de los tipos de interés de los mercados financieros se debe, probablemente, al hecho de que en España las operaciones bancarias estén más vinculadas a la trayectoria de los tipos a corto plazo que a los de largo plazo. En cualquier caso, es previsible que en los próximos meses las entidades bancarias continúen trasladando a sus operaciones activas y pasivas el nuevo escenario de tipos de interés.

5.2. Los flujos financieros del conjunto de la economía

La información correspondiente a las cuentas financieras del segundo trimestre pone de

manifiesto la consolidación de las tendencias que se apuntaban en el primer trimestre, así como las proyecciones que sobre esta base se realizaron para el período más reciente. Así, según se desprende de la observación del cuadro 6, se confirma la disminución del ahorro financiero neto de la nación, que se situó en el $0,7\%$ del PIB al final del segundo trimestre, calculado en términos acumulados de cuatro trimestres. Esta evolución ha venido determinada, fundamentalmente, por el menor ahorro de las familias, mientras que las empresas no financieras continúan mostrando una reducción de sus necesidades de endeudamiento, lo mismo que el sector de las Administraciones Públicas.

En términos de la posición financiera neta del sector privado, medida como la diferencia entre el total de sus activos y pasivos financieros, los datos del segundo trimestre muestran un ligero retroceso en relación con los correspondientes al primer trimestre (véase cuadro 6). Este se debe, por un lado, al mayor crecimiento de los pasivos financieros del sector privado, en relación con sus activos financieros, y, por otro, al estancamiento en la revalorización de la riqueza financiera de este sector, que contrasta con la favorable evolución del precio de los activos financieros —especialmente, los bursátiles— en los últimos años.

La información disponible sobre la Balanza de Pagos correspondiente al período enero-julio de 1999 pone de manifiesto un cambio de signo en la cuenta financiera frente al resto del mundo, en consonancia con el aumento del déficit por cuenta corriente y de capital. Como se desprende del cuadro 7, mientras que en los años más recientes las inversiones españolas en el exterior eran superiores a las inversiones en España de los no residentes, este fenómeno se ha invertido en el período transcurrido de 1999. De esta forma, en el período enero-julio se han producido una entradas netas de capital por valor de 3.258 millones de euros, frente a las salidas netas de capital de 2.733 millones de euros registradas en el mismo período del año anterior. En cualquier caso, más que en el resultado neto de las entradas y salidas de capital, conviene poner el énfasis en el significativo incremento de los activos y pasivos financieros frente al exterior que se ha registrado en estos últimos años y que también se viene manteniendo durante el año 1999.

El hecho más destacable en la evolución reciente de la cuenta financiera de la Balanza de Pagos es la expansión que han experimentado las inversiones directas en el exterior. Solamente en la primera mitad del año, las inversiones directas han triplicado la cantidad invertida

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	II TR
Ahorro financiero de la nación	-2,6	0,5	1,5	1,3	1,0	1,1	0,9	0,9	0,7
Empresas no financieras y familias	-0,2	4,9	3,2	2,6	1,7	1,5	1,8	1,6	1,2
<i>Empresas no financieras</i>	-3,9	-0,7	-0,7	-0,2	-1,1	-1,0	-1,0	-0,9	-0,5
<i>Familias</i>	3,7	5,6	3,9	2,8	2,8	2,5	2,9	2,5	1,7
Instituciones de crédito (a)	1,4	0,7	0,6	0,7	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6
Inversores institucionales (b)	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	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	-1,2

	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	-19,2	-18,0	-17,7	-18,1	-19,2	-19,9
Empresas no financieras y familias	39,5	47,7	52,7	59,2	68,4	77,1	86,4	85,7
<i>Empresas no financieras (c)</i>	-17,1	-16,3	-13,5	-10,9	-6,8	-4,8	-0,3	0,1
<i>Familias</i>	56,6	64,0	66,2	70,1	75,3	81,9	86,7	85,6
Instituciones de crédito (a) (c)	12,4	14,0	12,9	12,1	12,8	14,2	14,2	14,7
Inversores institucionales (b)	-1,1	-1,2	-1,0	-0,9	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Administraciones Públicas	-34,9	-41,9	-46,1	-50,3	-52,6	-52,0	-49,9	-48,5

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 segundo trimestre.

en el mismo período de 1998. En cuanto a las inversiones directas en España, los datos reflejados en el cuadro 7 ponen de relieve un moderado incremento respecto a 1998. Por su parte, las inversiones de cartera de residentes españoles en el exterior se han incrementado de forma notable en este período, concentrándose principalmente en valores de renta fija. Por lo que respecta a las inversiones de cartera de los no residentes en España, las entradas de capital muestran un volumen similar al de 1998, aunque su composición ha cambiado en relación con el último año: mientras que en 1998 el 60 % de esas inversiones se concentró en la adquisición de valores de renta variable, durante 1999 este porcentaje ha caído hasta el 14 %, como consecuencia de la incertidumbre que rodea a los mercados bursátiles nacionales. Por el contrario, la deuda pública adquirida por los no residentes ha experimentado un auge muy importante en la primera mitad del año.

Así pues, atendiendo a los flujos de capital por sectores, son las posiciones deudoras de las Administraciones Públicas y, especialmente, del sistema crediticio —con apelaciones crecientes a la financiación exterior— las que vie-

nen determinando la presencia de un flujo neto de entradas de capital en el transcurso del año. Esto último pone de manifiesto que el ahorro financiero interno se sigue mostrando insuficiente para cubrir la elevada adquisición de activos financieros exteriores por parte del sector privado. En términos agregados, la internacionalización de la actividad de algunas de las grandes empresas españolas, con la adquisición de importantes participaciones en empresas extranjeras, y de la cartera de los fondos de inversión está siendo financiada por la economía española, en un porcentaje importante, mediante la apelación a la financiación interbancaria exterior de las entidades de crédito 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 ha continuado disminuyendo moderada, pero progresivamente, durante el segundo trimestre del año, hasta situarse en el 1,2 % del PIB (en términos acumulados de los cuatro últimos trimestres). Esta situación obedece a la

CUADRO 7

Detalle de la cuenta financiera de la Balanza de Pagos

Millones de euros

	1997	1998	ENE-JUL	
			1998	1999
SALDO DE LA CUENTA FINANCIERA	-2.775	-1.188	-2.733	3.258
VARIACIÓN DE PASIVOS FRENTE AL EXTERIOR	34.479	65.681	53.599	58.586
Inversiones directas (a)	5.621	10.152	5.205	6.028
Inversiones de cartera (b)	11.068	15.354	18.829	19.137
Administraciones Públicas	9.952	4.125	7.584	10.636
Otros sectores residentes	1.183	8.469	6.878	5.182
Sistema crediticio	-67	2.760	4.367	3.319
Otras inversiones	17.790	40.176	29.565	33.421
Administraciones Públicas	21	866	-344	-299
Otros sectores residentes	544	4.319	3.472	9.385
Sistema crediticio	17.226	34.991	26.437	24.335
VARIACIÓN DE ACTIVOS FRENTE AL EXTERIOR	37.255	66.870	56.332	55.328
Inversiones directas	10.970	16.507	9.272	26.350
Otros sectores residentes	9.844	14.756	8.100	27.291
Sistema crediticio	1.126	1.751	1.172	-941
Inversiones de cartera	14.377	40.985	17.254	36.077
Otros sectores residentes	10.049	29.873	13.516	22.392
Sistema crediticio	4.328	11.112	3.738	13.685
Otras inversiones	1.555	21.625	30.504	11.762
Administraciones Públicas	331	388	266	54
Otros sectores residentes	12.392	17.668	18.359	-5.148
Sistema crediticio	-11.168	3.569	11.879	16.856
Activos de reserva	10.352	-12.248	-698	-18.861

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.

persistencia de un crecimiento más rápido de los pasivos financieros que de los activos financieros, lo que podría prolongarse durante el tercer trimestre del año, pues no se detecta una inflexión en la evolución de esas variables financieras. De hecho, el seguimiento mensual de un subconjunto de las magnitudes financieras que se analizan en este «Informe trimestral» —esto es, los activos financieros líquidos y la financiación crediticia— parece confirmar la prolongación de esta tendencia durante los últimos tres meses.

En el caso de los activos financieros, hay que señalar que la evolución del componente de los activos financieros líquidos muestra un ritmo de crecimiento mucho más moderado que el que viene experimentando el conjunto de los activos financieros totales. En efecto, como se desprende del cuadro 8 y el gráfico 22, mientras que estos últimos se expandieron durante el segundo trimestre a una tasa interanual en torno al 12 %, los activos líquidos —que se componen del efectivo, los depósitos bancarios, cesiones temporales, valores bancarios y participaciones

en fondos de inversión de renta fija— vienen mostrando un crecimiento relativamente estable, en torno al 5 %. Los medios de pago, que constituyen el componente más líquido de los activos financieros, experimentaron un gran dinamismo, con un crecimiento interanual en el segundo trimestre del 17,5 %, que previsiblemente se mantendrá al cierre del tercer trimestre. Las tenencias de otros activos con un menor grado de liquidez, como los fondos de inversión de renta variable e internacionales, las acciones y los productos de seguro, mantienen, por su parte, tasas de expansión muy intensas.

Por último, según se desprende de la observación del cuadro 8 y del gráfico 22, los pasivos contraídos por las empresas no financieras y las familias registraron tasas de expansión elevadas a lo largo del segundo trimestre, cercanas al 16 %. El mantenimiento de estos altos ritmos de crecimiento se concentra, principalmente, en el crédito bancario y en la financiación procedente de la emisión de valores de renta fija, que han mostrado a lo largo del segundo trimestre una cierta aceleración, con ritmos de crecien-

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

	Saldo último trimestre (a) (b)	Tasas T1,4					
		1998			1999 (b)		
		II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
FAMILIAS Y EMPRESAS NO FINANCIERAS:							
Activos financieros totales	1.311,7	15,2	11,8	14,3	10,8	11,7	13,9
Activos financieros líquidos	548,6	5,4	5,1	5,4	4,3	4,6	4,7
<i>Medios de pago</i>	258,3	7,7	10,2	14,6	14,8	17,5	17,3
<i>Otros activos financieros líquidos</i>	290,3	3,8	1,8	-1,1	-2,9	-4,7	-4,4
Resto de activos financieros	763,1	24,8	18,0	22,6	16,2	17,5	21,6
Pasivos financieros totales	879,0	12,7	12,3	13,1	14,2	15,9	16,5
Financiación bancaria más valores de renta fija	572,2	15,4	14,8	16,2	15,6	18,7	19,7
<i>Crédito de entidades de crédito residentes</i>	453,8	16,7	15,9	15,8	14,5	16,4	16,5
Resto de pasivos financieros	306,8	8,1	8,1	7,8	11,9	11,1	11,0
FAMILIAS:							
Activos financieros totales	832,2	13,6	9,0	12,9	8,6	8,8	11,4
Activos financieros líquidos	449,3	4,3	4,5	3,6	2,0	1,7	1,7
<i>Medios de pago</i>	193,9	4,9	6,5	8,9	10,5	14,1	14,2
<i>Otros activos financieros líquidos</i>	255,4	4,0	3,4	0,4	-3,1	-6,1	-6,0
Resto de activos financieros	382,8	29,1	16,2	27,7	17,8	18,4	25,4
Pasivos financieros totales	358,1	12,1	11,9	13,1	15,5	15,0	15,4
Financiación bancaria más valores de renta fija	252,7	17,4	16,5	18,3	18,5	18,3	18,6
<i>Crédito de entidades de crédito residentes</i>	228,4	18,2	17,2	19,1	19,3	19,0	19,3
Resto de pasivos financieros	105,5	2,2	3,1	2,7	9,1	8,0	8,4
EMPRESAS NO FINANCIERAS:							
Activos financieros totales	479,5	18,5	17,4	17,1	15,1	17,2	18,5
Activos financieros líquidos	99,2	11,2	8,6	14,8	17,0	19,7	20,7
<i>Medios de pago</i>	64,3	18,1	24,7	35,4	30,1	28,8	27,8
<i>Otros activos financieros líquidos</i>	34,9	2,4	-9,8	-13,5	-1,6	6,5	9,6
Resto de activos financieros	380,3	20,7	19,9	17,8	14,6	16,6	17,9
Pasivos financieros totales	520,8	13,0	12,5	13,1	13,3	16,5	17,3
Financiación bancaria más valores de renta fija	319,5	13,9	13,5	14,7	13,3	19,0	20,6
<i>Crédito de entidades de crédito residentes</i>	225,4	15,4	14,7	12,7	9,8	13,8	13,8
Resto de pasivos financieros	201,3	11,7	11,0	10,7	13,4	12,9	12,4

Fuente: Banco de España.

(a) Miles de millones de euros.

(b) Los datos correspondientes al tercer trimestre de 1999 son estimaciones provisionales.

to en torno al 19 %, que previsiblemente se han prolongado en el tercer trimestre.

5.3.1. Flujos financieros de las familias

Durante el segundo trimestre de 1999 ha tenido lugar una disminución del ahorro financiero neto de las familias, que se ha situado por debajo del 2 % del PIB, en comparación, por ejemplo, con el 5,6 % de media registrado en el período 1993-1997. Los factores que han podido determinar este comportamiento están relacionados, fundamentalmente, con la escasa remuneración de los activos financieros líquidos y con el aumento de la volatilidad y el riesgo im-

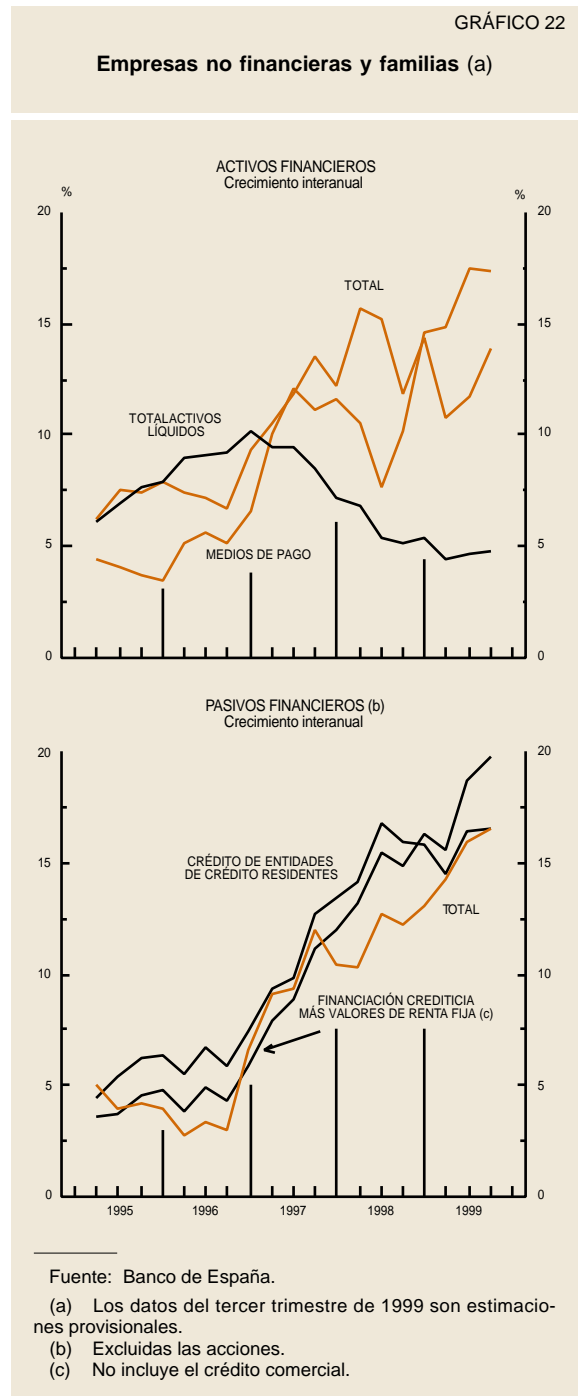
plicitos en el resto de instrumentos financieros, como los valores de renta variable. Estas circunstancias han propiciado que las familias hayan buscado alternativas de inversión a los activos financieros, como es el caso de los activos reales, aparentemente más rentables y con menor riesgo. Por otro lado, las favorables condiciones de financiación existentes han contribuido a que las familias mantengan un ritmo de endeudamiento crediticio muy notable. Finalmente, el entorno de reducidos tipos de interés ha supuesto, en general, un incentivo al gasto corriente en detrimento del ahorro.

Esta evolución del ahorro financiero neto de las familias, junto con la escasa contribución

de la revalorización de los activos financieros, ha conducido a un estancamiento del ritmo de expansión de la riqueza financiera neta en la primera mitad del año. En cualquier caso, las proyecciones preliminares existentes para el tercer trimestre arrojan un ligero aumento de los activos financieros, dentro del nuevo escenario de recuperación de rentabilidades de algunos instrumentos.

Por lo que respecta a la evolución más reciente de los activos financieros totales, y según se observa en el gráfico 23, en los dos primeros trimestres del año se han observado incrementos interanuales en torno al 8,7 %. En cuanto a la composición del crecimiento de los activos financieros, los activos financieros líquidos han mantenido una moderada contribución, arrojando tasas de expansión que se mantienen con carácter estable en torno al 2 %. No obstante, los medios de pago han acelerado su ritmo de crecimiento en el segundo y tercer trimestre del año, hasta alcanzar una tasa de avance interanual del 14 %, mientras que el resto de activos líquidos han tenido un ritmo de expansión negativo del 6 %. Por tanto, el mayor incremento de los activos viene determinado por el elevado crecimiento de los que no se consideran líquidos, constituidos, en su mayoría, por las participaciones en fondos de inversión de renta variable e internacionales, las acciones y los productos de seguro. En su conjunto, la evolución de estos componentes podría explicar casi ocho puntos porcentuales del incremento del total de los activos financieros en el tercer trimestre.

Los pasivos financieros de las familias han venido mostrando a lo largo del año tasas de crecimiento muy elevadas, superiores al 15 % (véanse cuadro 8 y gráfico 23). La financiación obtenida a través de las entidades de crédito residentes, que es el principal canal de obtención de financiación de este sector, ha mantenido una tasa de expansión superior al 19 % desde finales del año 1998. No obstante, conviene señalar que, según se desprende de la información suministrada por las entidades de crédito sobre el destino del crédito en el segundo trimestre del año, se observa una ligera ralentización del ritmo de avance del crédito otorgado a la adquisición de vivienda y al consumo de bienes duraderos, que crecen a tasas interanuales del 16 % en el primer caso y del 20 % en el segundo. Lógicamente, este menor crecimiento de los dos principales destinos del crédito a las personas físicas hay que valorarlo en términos relativos, ya que durante los últimos cuatro trimestres han mantenido tasas especialmente elevadas, con incrementos medios interanuales del 23 % en el caso de la financiación de vi-



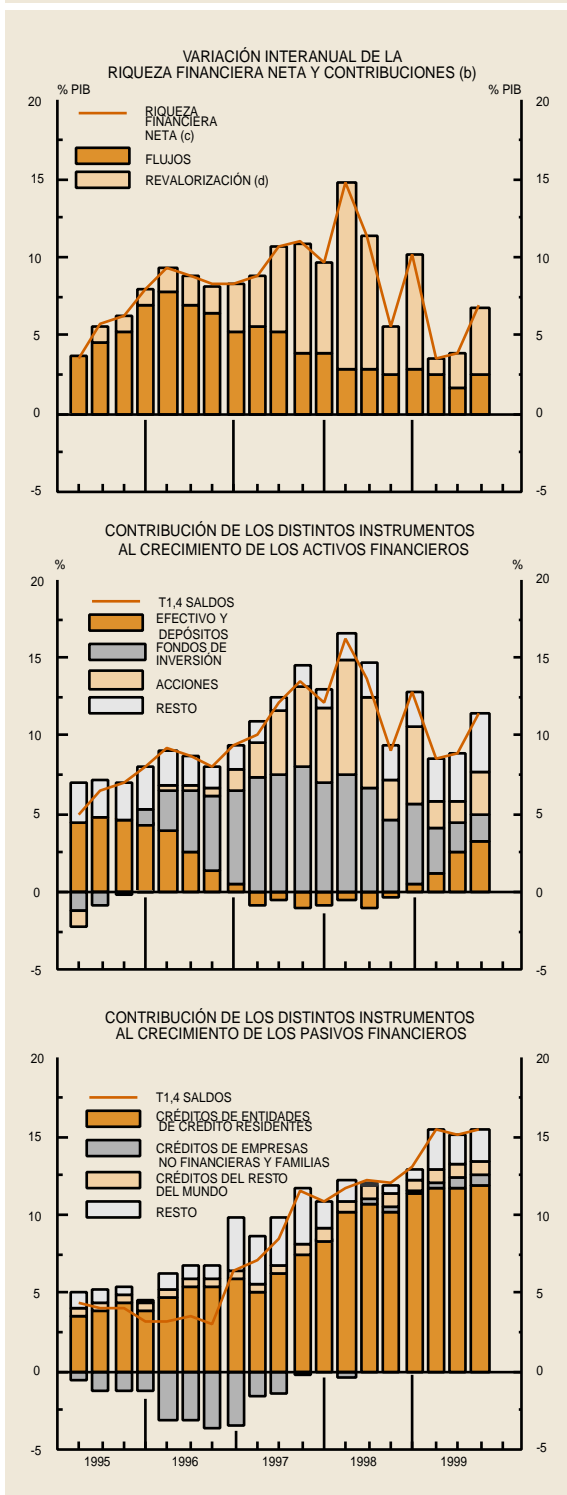
vienda y del 53 % en el caso de la adquisición de bienes de consumo duradero.

5.3.2. Flujos financieros de las empresas no financieras

La situación financiera de las empresas durante el segundo trimestre del año continuó presentando una evolución más equilibrada entre el crecimiento de los activos y el de los pasivos financieros. En concreto, durante dicho trimestre se produjo una aceleración tanto de las

GRÁFICO 23

Familias (a)



Fuente: Banco de España.

- (a) Los datos del tercer 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 aproximarla a una valoración a precios de mercado.
- (d) Diferencia entre la variación del saldo y el flujo.

operaciones activas, derivadas de las elevadas adquisiciones de activos exteriores, como de las operaciones pasivas, asociadas, probablemente, a la financiación de parte de dichas compras (véase gráfico 24). Las estimaciones preliminares correspondientes al tercer trimestre apuntan al mantenimiento de este perfil de fuerte y acompasado crecimiento de los activos y pasivos financieros de las empresas.

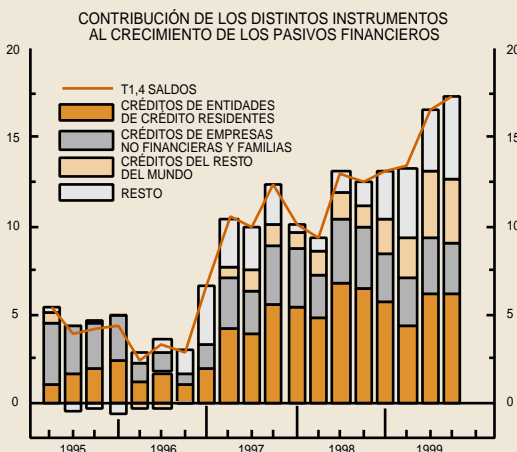
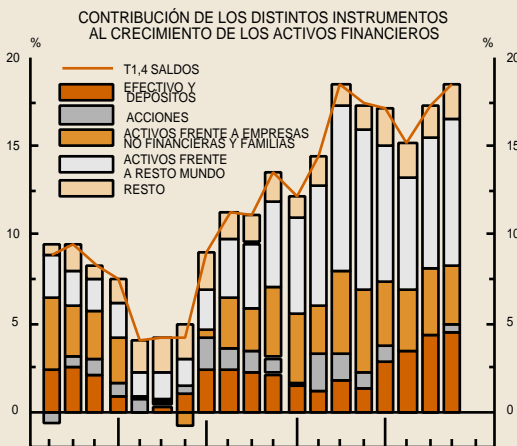
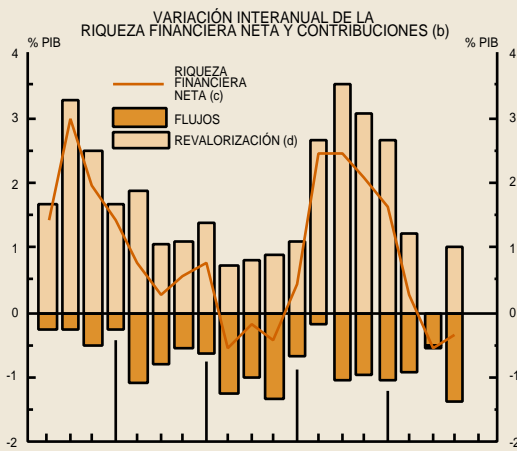
La evolución reciente de los activos financieros de las empresas no financieras muestra el mismo dinamismo de trimestres anteriores, con un crecimiento interanual para el total de los activos financieros del 17 % en el segundo trimestre, que podría incluso acelerarse durante el período julio-septiembre. Este elevado aumento se explica por la gran expansión de los medios de pago de este sector, que vienen incrementándose a tasas cercanas al 30 % y, en menor medida, por el avance del resto de activos líquidos. Respecto al resto de activos financieros, son los activos frente al resto del mundo y, más concretamente, las inversiones en cartera los instrumentos financieros donde más se ha concentrado la inversión financiera empresarial a lo largo de los dos últimos trimestres. En concreto, la adquisición de acciones extranjeras por parte de las empresas no financieras ascendió a más de 20 mm de euros a lo largo del segundo trimestre. De esta forma, la adquisición de activos exteriores explica por sí sola más de siete puntos porcentuales del crecimiento interanual del total de los activos financieros de este sector en cada uno de los dos últimos trimestres.

Paralelamente al incremento de los activos financieros, durante el segundo trimestre tuvo lugar también un notable incremento de los pasivos financieros de las empresas, con una tasa de crecimiento ligeramente inferior al 17 %, que podría ser algo mayor en el tercer trimestre. Esta aceleración se explica tanto por la apelación que las empresas han realizado al sistema bancario residente como por el incremento del crédito obtenido de las entidades de crédito no residentes. En su conjunto, la financiación bancaria más los valores de renta fija pasaron de expandirse a una tasa del 13 % en el primer trimestre a hacerlo al 19 % en el segundo trimestre, crecimiento que es extrapolable para el tercer trimestre.

En cuanto al destino final de la financiación bancaria, la información correspondiente al segundo trimestre pone de manifiesto el notable incremento del crédito concedido a las actividades productivas, que ha experimentado una aceleración significativa en todas sus ramas. Así, la financiación destinada a la industria creció en el período abril-junio un 19 % en tasa interanual, frente al 11 % del primer trimestre.

GRÁFICO 24

Empresas no financieras (a)

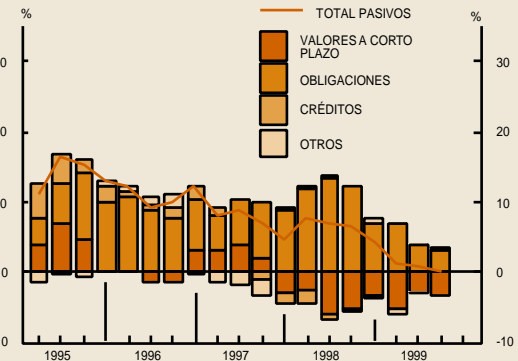


Fuente: Banco de España.

- (a) Los datos del tercer 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 aproximarlos 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.

A su vez, la financiación del sector servicios —que constituye un 52 % del total del crédito concedido a las actividades productivas— se aceleró en este segundo trimestre, con un crecimiento cercano al 20 %. Finalmente, el crédito concedido a la construcción también mostró un mayor dinamismo en el segundo trimestre, con una tasa interanual del 14 %.

5.4. Los flujos financieros de las Administraciones Públicas

Los datos de las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas para el segundo trimestre de 1999 —en los que, siguiendo la metodología utilizada para este análisis, se acumulan las cifras correspondientes a los cuatro últimos trimestres— han experimentado una reducción adicional, alcanzando el 1,2 % del PIB, frente al 1,4 % del trimestre precedente y al 1,7 % de finales de 1998. Tal y como ya se ha comentado en epígrafes anteriores, ese resultado refleja la favorable evolución presupuestaria del sector durante el ejercicio y la elevada probabilidad de cumplimiento, al cierre de 1999, de los objetivos presupuestarios que se establecieron a comienzos de año.

En línea con la evolución de las necesidades de financiación, los pasivos financieros han descrito una trayectoria continuada de desaceleración durante todo el año 1999, con tasas de crecimiento interanuales prácticamente nulas (véase gráfico 25). No obstante, durante el período analizado se ha modificado la composición del saldo de los pasivos financieros, puesto que ha habido emisiones netas positivas durante todo el año de los pasivos a largo plazo, mientras

que ha disminuido el saldo de los instrumentos a corto plazo, con lo que se ha ampliado la vida media de los pasivos financieros. En la actualidad, la vida media de la deuda del Estado en moneda nacional se sitúa en los 5,5 años, cuando a finales de 1998 era de 4,9 años.

Las emisiones de valores públicos en el período transcurrido de 1999 se han elevado a 7 mm de euros, como resultado de una emisión neta de instrumentos a medio y largo plazo de 18 mm de euros y de la amortización de financiación a corto plazo por 11 mm de euros. La cobertura de las necesidades de financiación hasta el mes de septiembre se ha completado con la utilización, especialmente durante el tercer trimestre, de los saldos de depósitos (sobre todo, en el Banco de España) por 0,5 mm de euros.

En cuanto a las novedades en el ámbito de los mercados primarios de valores públicos durante el período julio-septiembre, es relevante mencionar que el Tesoro ha reiniciado los programas de cancelación anticipada y canje de deuda, cuyo objetivo es abaratar los costes financieros de la deuda pública en los próximos ejercicios. No obstante, cabe esperar que dicha actuación supondrá un incremento de la carga financiera soportada durante el presente ejercicio, al asignarse como mayores costes financieros en el momento actual el rescate de los pasivos con más altos tipos de interés y su sustitución por otros con menor remuneración.

28.10.1999.