

El sector exterior de la economía española en 1997

Emilio Ontiveros y
Edita Pereira
Analistas Financieros
Internacionales, S.A., Madrid

El lector que tenga la curiosidad y la paciencia suficientes para releer este mismo capítulo del Anuario Internacional CIDOB correspondiente a años anteriores observará, sin necesidad de analizar otros ámbitos de la historia de la economía española, la transformación significativa que ésta ha experimentado durante los últimos cinco años. El sector exterior sintetiza, en gran medida, algunos de los cambios de mayor alcance que la economía española ha experimentado al socaire de su integración en la Unión Europea, destacando, muy especialmente, las respuestas de adaptación de sus empresas a un entorno económico cada día más global y competitivo. Tras un proceso de aclimatación y aprendizaje muy concentrado en el tiempo y ciertamente costoso en términos de empleo, las empresas españolas parecen haber asumido que su viabilidad pasa por ser capaces de competir en un entorno abierto, sin apenas protecciones. A las exigencias propias del mercado único europeo, se han unido los recientes avances liberalizadores en el seno de la Organización Mundial del Comercio (OMC), que definen en ambos casos un espacio exento de restricciones a la competencia, especialmente en los sectores manufactureros.

Sobre la base de esas nuevas reglas de juego ya asumidas, vale la pena destacar el número creciente de empresas que se han ido incorporando al censo de exportadores, convirtiendo las ventas al exterior en uno de los factores más dinámicos de la actual fase de crecimiento, aún cuando la penetración de importaciones siga siendo superior y ello derive en una ampliación del déficit comercial. Con todo, el carácter favorable del sector exterior español en el año 1997 admite pocos paliativos. A los ingresos generados por los servicios y, en particular, por el sector turístico, que compensaban el desequilibrio comercial, se ha unido un comportamiento excepcional de la inversión española directa en el exterior, que en cierta medida expresa esa presencia de empresas españolas en mercados emergentes con mayores posibilidades de crecimiento.

Entorno internacional: un año marcado por la crisis asiática

La crisis asiática ha sido sin duda el episodio más destacado en la economía internacional en 1997 y el principal obstáculo para que fuera recordado como un año excelente en el crecimiento de la economía y del comercio internacional. Su extensión a toda la región y su gran influencia sobre la generalidad de las economías emergentes la ha convertido en una crisis verdaderamente global, cuyos efectos seguirán extendiéndose a lo largo de 1998, sin que de los mismos queden exentas algunas de las economías industrializadas con mayores

vínculos comerciales y financieros con Asia. Economías con un patrón de crecimiento intensamente orientado al exterior devaluaron sus monedas en magnitudes significativas y pusieron sus sistemas bancarios al borde de la quiebra. El Fondo Monetario Internacional se vio obligado a diseñar cuantiosos paquetes de salvamento y los bancos acreedores a renegociar la deuda con vencimiento a corto plazo que amenazaba con estrangular a economías tan importantes como la de Corea del Sur. Lo relevante, a los efectos de este trabajo, es la redefinición de las ventajas competitivas que se ha producido como consecuencia de las variaciones de los tipos de cambio de las monedas. Si con los tipos de cambio antiguos, estrechamente vinculados al dólar de EEUU, esas economías eran capaces de inundar los mercados con producciones competitivas, en las circunstancias actuales lo serán en mayor medida, mermando la capacidad exportadora de otras economías emergentes y, en todo caso, reduciendo sus compras al exterior.

Latinoamérica no ha podido mantenerse ajena a la generalización de los ataques cambiarios y bursátiles. Su condición de región emergente -igual que los países del sudeste asiático- y su elevada dependencia del mercado estadounidense han hecho inevitable una fuerte salida de fondos de la zona que se ha traducido en grandes desplomes de las cotizaciones bursátiles. Hasta dicha crisis, las perspectivas para América Latina eran claramente favorables. Se habían revisado al alza las previsiones de crecimiento para 1997 y 1998 en la mayor parte de los países de la región, destacando el año pasado los incrementos superiores al 6% de Argentina, México y Perú, así como la recuperación de la economía colombiana tras el retroceso de 1996. Es pronto para evaluar el verdadero alcance de esta crisis y también para cifrar las implicaciones sobre el resto del mundo de esos escenarios extremos que se han dibujado tras su emergencia: la generación de una deflación a gran escala o, simplemente, la atemperación de las tensiones inflacionistas en la economía mundial.

Lo cierto, en cualquier caso, es que la región asiática no contribuirá de forma activa al crecimiento de la economía mundial en 1998 y, por contra, afectará al aumento del desequilibrio exterior de Estados Unidos. De la magnitud de ese

desequilibrio dependerá, en última instancia, el recrudescimiento de las tensiones proteccionistas en este país y su eventual extensión a otros. Ese es, hoy por hoy, uno de los riesgos más significativos de la crisis. Afortunadamente, la economía española mantiene un volumen de intercambios con aquella región relativamente reducido, sin que por el momento pueda anticiparse un impacto importante sobre su posición exterior.

Con todo, la economía mundial registró un crecimiento del 4%, compatible con unos avances significativos en la contención de los déficits públicos y en la estabilidad de los precios. En este contexto, la nota destacada es la continuidad en el debilitamiento de la economía japonesa. En concreto, las últimas previsiones de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) para Japón barajan un aumento medio del PIB de tan sólo un 0,5% en 1997. La crisis de las economías asiáticas vino a agravar la debilidad de la economía nipona, muy afectada desde la entrada en vigor en abril de 1997 del presupuesto restrictivo que pretendía corregir el abultado déficit del sector público.

La economía estadounidense, por su parte, dio muestras de una enorme fortaleza, combinando un crecimiento económico cercano al 4% con un proceso generalizado de corrección de las tasas de inflación que alcanzaron mínimos históricos en Estados Unidos. La buena marcha de la economía ha redundado en un claro dinamismo del mercado laboral y en el notable avance del proceso de consolidación fiscal, lo que ha permitido una nueva reducción del déficit federal hasta un 0,3% del PIB en el ejercicio fiscal que finalizó en septiembre.

En el seno de la Unión Europea, los avances en el proceso de convergencia constituyeron el eje directriz de la política económica. Lo más relevante ha sido la consolidación de la percepción de que el proyecto de la Unión Económica y Monetaria (UEM) será una realidad en 1999, la fecha prevista, y que la formarán un conjunto amplio de países. Hemos asistido, además, a un cambio cualitativo muy importante dentro del debate acerca del euro. Si en los primeros meses se discutía si era posible que países periféricos como España o Italia pudieran formar parte de los fundadores de la UEM en 1999, en el último período del año parecía casi asegurado. En concreto, son once los Estados miembros que tienen prácticamente garantizado el acceso. Tan sólo Grecia quedaría excluida por no cumplir los criterios de convergencia fijados en el Tratado de Maastricht, ya que los otros tres

“La crisis asiática tendrá un impacto reducido en la economía española debido al bajo nivel de relaciones”

(Dinamarca, Suecia y Reino Unido) se han autoexcluido por decisión propia. El euro se convertirá paulatinamente en la única moneda de curso legal en todos los países de la UE, facilitando así la definitiva y total integración de los diferentes mercados nacionales e impulsando la competitividad del viejo continente. Una vez conseguida la convergencia nominal, el paro se reveló como uno de los problemas más acuciantes en el seno de la Unión Europea, tal como se puso de manifiesto en la cumbre sobre el empleo celebrada en Luxemburgo el 20 y 21 de noviembre y cuyo principal país impulsor fue Francia.

Sin salir de Europa, se ha observado un comportamiento dispar entre los países donde la demanda externa se mantiene como el principal motor del crecimiento (Francia y Alemania), y aquellos en los que la demanda interna comenzó a mostrar claros signos de reactivación (España y Portugal). En materia de precios los resultados han sido hartamente satisfactorios. Las economías europeas acentuaron la senda descendente de la inflación, situando sus tasas de crecimiento en niveles históricamente bajos. En cuanto a la evolución de los desequilibrios presupuestarios, todos los países de la UE, a excepción de Grecia, podrían haber situado el déficit público en niveles en torno al 3% del PIB según los criterios de Maastricht.

España y el sector exterior

A lo largo de 1997, la economía española ha dado signos de una clara reactivación, con una tasa de crecimiento del PIB de alrededor del 3,3% y de un relevo en el liderazgo de los factores del crecimiento. El gasto de las familias ha ido aumentando gradualmente su ritmo de expansión hasta convertir a la demanda interna en el componente más importante, a pesar de la relativa contención del gasto público. Ahora bien, ese protagonismo de la demanda interna en modo alguno ha oscurecido el favorable comportamiento del sector exterior que ha seguido contribuyendo al crecimiento del producto nacional.

A diferencia de lo acaecido en ciclos anteriores, el actual proceso de expansión económica se está caracterizando por la persistencia de una contribución positiva del sector exterior al PIB. Tradicionalmente, el sector exterior ha constituido una restricción para nuestro crecimiento económico. Los períodos cíclicos expansivos venían acompañados de una ampliación del desequilibrio exterior propiciado por el deterioro de la balanza

comercial de bienes, característica común de la mayoría de los países industrializados, pero que se ha manifestado con mayor intensidad en la economía española. Sin embargo, en el actual ciclo económico, el sector exterior ha sido uno de los principales factores impulsores de la actividad cuando la demanda nacional presentaba signos de debilidad y se destinaba la mayor parte de la producción hacia el exterior. Desde 1996, la recuperación de la demanda interna ha venido acompañada de una aportación positiva del sector exterior al crecimiento del producto que ha continuado a lo largo del año pasado, si bien, a medida que ha transcurrido 1997, se ha podido percibir como el peso del sector exterior disminuía paulatinamente. Se ha observado, pues, un cierto cambio en el comportamiento del sector exterior en el sentido de estar menos sujeto a las fluctuaciones cíclicas que le caracterizaban en el pasado.

Además, la evolución de las balanzas por cuenta corriente y de capital señala que *la economía española corrigió su desequilibrio exterior*. La capacidad de financiación comenzó a ser positiva en 1995. En el año siguiente se mantuvo ese superávit en ambas balanzas gracias al buen comportamiento del déficit comercial (que se ha situado en un 2,6% del PIB, rompiendo la barrera del 3% por primera vez desde 1986) y del superávit de servicios, alcanzándose una capacidad de financiación frente al exterior del 1,4% del PIB. En 1997, la notable mejora de las transferencias y el excelente comportamiento de los ingresos por turismo han determinado un nuevo excedente en la balanza por cuenta corriente y de capital, que tiene todos los visos de superar al del año precedente, a pesar de que la reactivación de la demanda interna está propiciando un mayor ritmo de las importaciones, ampliando así el déficit comercial.

Otro de los rasgos que consolidan la firmeza del sector exterior es el proceso continuado de apertura e integración en los mercados internacionales. Como se puede observar en el Gráfico 2, *el grado de apertura* -calculado como la participación de las importaciones y las exportaciones en el PIB a precios constantes- prosigue en 1997 una lenta pero constante trayectoria ascendente, que se ha traducido en una ganancia de cuota en el mercado mundial en torno al 2%, según el avance anual de la OMC. Tanto por la vertiente exportadora como la importadora, el comercio de bienes se concentra en los países de la UE, si bien se constata una mayor apertura hacia otros mercados fuera del ámbito comunitario. Todo ello

fue posible en condiciones de una acusada *estabilidad del tipo de cambio* de la peseta frente a las monedas de sus principales socios comerciales: los países de la Unión Europea y los futuros miembros del área del euro. Así, sobre la base de un tipo de cambio no alejado del de equilibrio, las empresas españolas pueden llegar a ensanchar sus nichos de mercado sin necesidad de acudir a las socorridas y recurrentes devaluaciones de la peseta. Esto es importante en vísperas de la transición a la fase final de la UEM, en cuyo seno los tipos de cambio serán irrevocablemente fijos.

El papel de las exportaciones en la balanza comercial

Lo más sobresaliente de la balanza comercial en el transcurso de 1997 ha sido la fortaleza que mantuvieron las exportaciones. No sólo los factores tradicionales - contención de los precios, tipo de cambio más acorde con la situación de los precios relativos - se esconden detrás de este dinamismo exportador, sino que cada vez son más importantes otros elementos de carácter cualitativo como la calidad de los productos, la innovación tecnológica o la diferenciación del producto. Dado que la economía española está inmersa en el proyecto de la UEM, no cabe esperar sucesivas devaluaciones que mejoren la competitividad de cara al exterior. De esta manera, la habilidad de afrontar con éxito la competencia va a depender del comportamiento de los precios y de los costes, además de la capacidad de crear mecanismos alternativos como la calidad, el diseño o el alto contenido tecnológico de los productos que contribuyan a la potenciación y consolidación de nuestro sector exterior en los mercados mundiales. Conscientes de este desafío, la Administración, las asociaciones de exportadores y las empresas se han puesto de acuerdo para elaborar una serie de acciones que conforman el Plan 2000 para potenciar la capacidad exportadora y la internacionalización de las empresas españolas, fundamentalmente las pequeñas y las medianas. Es decir, se trata de imponer una nueva mentalidad para consolidar la vocación exportadora de nuestros empresarios y, de este modo, que las operaciones con el exterior se conviertan en una actividad permanente y no residual, irregular o inestable.

“Se ha observado un cierto cambio que señala que la economía española corrigió su desequilibrio exterior”

Otro factor que ha favorecido el avance de la competitividad de nuestros productos ha sido la evolución de los precios y de los costes. Un análisis detallado a través de los índices del tipo de cambio efectivo real con los costes laborales unitarios (CLU) y otras medidas de precios finales, como los precios al consumo (IPC) o los precios industriales (IPRI), revela que se ha producido una mejora en la competitividad, asociada en mayor medida al proceso de desaceleración de los precios al consumo y de los precios de producción. Esta mejoría fue más firme respecto a los países de la OCDE y ha venido determinada, junto con la evolución positiva de la inflación, por una continuada e intensa depreciación del tipo de cambio de la peseta frente al dólar. Durante 1997, el logro en la competitividad medida en términos de costes laborales también fue considerable y, al igual que en los precios, resultó mayor frente a los países industrializados. Por último, el tipo de cambio de la peseta mostró una notable estabilidad frente a las monedas europeas y, consecuentemente, ha respondido de una manera mucho más adecuada a la situación de los precios relativos de nuestra economía, de modo que nuestras empresas pudieron competir en un mercado internacional sin las distorsiones de un tipo de cambio sobrevalorado o infravalorado.

Los datos hablan por sí solos. De acuerdo con la información disponible sobre demanda exterior, todavía incompleta para el conjunto del año 1997, las exportaciones de bienes manifestaron un notable dinamismo, alcanzando crecimientos en torno al 15% en términos reales, tasa superior a la registrada en 1996. Así, tras las ganancias de competitividad alcanzadas por las devaluaciones de 1993, la actividad exportadora ha mantenido un ritmo de crecimiento real elevado, que se ha manifestado con gran intensidad el año pasado gracias al mayor vigor de las ventas de bienes de equipo y al perfil más acelerado de las exportaciones de bienes de consumo. Este auge de las exportaciones españolas, cercano al 20% en términos nominales, se ha traducido en un crecimiento generalizado, aunque desigual, de las ventas de las distintas Comunidades Autónomas. Aquellas que han elevado sus exportaciones por encima de la media nacional son el País Vasco, Extremadura, Asturias, Madrid, La Rioja y Cataluña. Por el contrario, las Comunidades Autónomas que presentaron un tono más deprimido fueron Baleares y Canarias. Entre las más activas, el País Vasco, Madrid y Cataluña son las más importantes en términos absolutos,

ya que el valor conjunto de sus ventas supone más del 60% del total. El mayor crecimiento de las exportaciones de Madrid y del País Vasco se concentró en el sector de bienes de equipo y, especialmente en ésta última comunidad, en el sector de las semimanufacturas.

Según la distribución geográfica de las exportaciones, las destinadas a países de fuera de la UE han exhibido un aumento más acentuado. El vigor de la economía estadounidense y el escenario económico más favorable de los países latinoamericanos, junto con la apreciación del dólar, son los factores que explican la fortaleza de las ventas dirigidas a estos países. En este sentido, es previsible una cierta reducción de las exportaciones hacia Estados Unidos al hilo de la prevista moderación de su economía, que probablemente sea compensada con el auge que puedan registrar las que tienen su destino en los países comunitarios. La postergada recuperación europea se ha manifestado en nuestras ventas dirigidas a Francia y Alemania. Se ha constatado una leve pero continuada pérdida de la importancia relativa de nuestros principales socios comunitarios en consonancia con la debilidad de su demanda interna. Sin embargo, surge una perspectiva favorable en la medida en que avancen su posición en el actual ciclo económico.

En lo que se refiere a las importaciones, éstas presentaron una tasa de variación interanual superior al 10% en términos reales, frente al 5,5% de 1996. Resulta llamativo el repunte de las importaciones de bienes intermedios, en consonancia con la aceleración de la actividad industrial. También sobresale la firmeza de las compras de bienes de consumo, fiel reflejo de la fortaleza del consumo privado en el último trimestre del año. Estos resultados presagiaron el agotamiento de la aportación positiva de la demanda exterior en este período, aunque para el conjunto de 1997 su contribución al crecimiento del PIB será positiva y superior a medio punto porcentual.

Nuevo récord en ingresos por turismo

Nadie pone en duda que el sector turístico es una pieza clave de la economía española, ya que genera los recursos suficientes para corregir el déficit comercial y tiene efectos beneficiosos sobre el empleo y otras actividades relacionadas. En el ámbito del sector exterior, nos parece relevante detenernos en el análisis de la balanza por turismo, pues ha sido uno de los cimientos sobre

los que se sustentó el nuevo excedente de la balanza por cuenta corriente.

El balance turístico de 1997 ha sido muy satisfactorio. Según las cifras de la balanza de pagos, los ingresos por turismo han prolongado la trayectoria ascendente iniciada a mediados de 1996, registrando un crecimiento acumulado superior al 8% en términos reales con respecto a dicho año. Además, estos ingresos han supuesto más del 7% del PIB a precios constantes, frente al 6,7% de 1996. El análisis desagregado de los indicadores ratifica esta valoración. La afluencia turística sobrepasó las previsiones más optimistas: tanto el número de viajeros hospedados en hoteles como el de pernoctaciones efectuadas en este tipo de alojamientos acentuaron su ritmo de avance. Al cierre del ejercicio 1997, se registró un aumento superior al 6% del número de viajeros. Este resultado, junto con un crecimiento nominal de los ingresos del 12%, supone que el gasto por turista se ha incrementado, lo que a efectos económicos tiene una mayor importancia.

Este comportamiento tan positivo se ha visto favorecido por la apreciación del dólar y la libra, así como por la situación de bonanza por la que atraviesan las economías ligadas a estas monedas. Estas circunstancias han compensado el fuerte repunte que han experimentado los precios de los hoteles y de los servicios turísticos en el pasado período estival. No obstante, es injusto justificar la expansión del turismo tan sólo por factores relacionados con la recuperación de la economía internacional y la apreciación del dólar. El año 1997 recogió los primeros frutos de un nuevo planteamiento del sector turístico, más orientado a la calidad, a la oferta de nuevas tipologías turísticas y a la mejora de las infraestructuras. Un proyecto en el que se han involucrado la Administración, las Comunidades Autónomas (a las que se han transferido gran parte de las competencias) y el sector privado, para aunar esfuerzos que potencien esta actividad y consoliden nuestra posición internacional. El reto está ahí y los resultados más recientes ofrecen una perspectiva bastante alentadora de cara al futuro del sector.

Movimientos de capital: el protagonismo de la inversión directa en el exterior

El favorable comportamiento del sector exterior ha contribuido a consolidar el proceso gradual de internacionalización de las empresas españolas, mediante la realización de importan-

tes proyectos de inversión directa en el exterior. De persistir esta tendencia, estaríamos ante una transformación muy beneficiosa del comportamiento de un número creciente de empresas, cuya importancia excede a la constatación de los vientos cíclicos favorables que, al igual que al resto de Europa, empujan a la economía española hacia mayores tasas de crecimiento.

En un contexto de creciente asunción por las empresas españolas de los retos de la apertura internacional hay que contemplar el crecimiento, hasta niveles desconocidos, de las inversiones directas en el exterior. La inversión directa de dos billones de pesetas en adquisiciones de empresas o en su creación, supera en un 56% la correspondiente a 1996 y en más del 100% la de 1995. A pesar de que sigue estando muy concentrada sectorial y geográficamente, esa presencia inversora en el exterior habrá de facilitar la subsiguiente de otras empresas de menor tamaño, afianzando a su vez el crecimiento de las ventas al exterior. En 1997, las inversiones españolas en América Latina han sido más importantes que las de los inversores tradicionales en aquella región, como EEUU, contribuyendo al fortalecimiento de sectores clave de aquellas economías y, en cierta medida, actuando de arrastre para otras empresas españolas de menor tamaño dispuestas a materializar también proyectos de internacionalización. A las empresas de servicios públicos (eléctricas, con un marcado liderazgo reciente de Endesa, además de la ya tradicional presencia de Telefónica) y las de servicios financieros (banca y seguros) empiezan a sumarse las enclavadas en otros sectores (cemento, vehículos industriales, fundición de aceros, servicios a las empresas, etc.) que en cierta medida son premonitorias de una continuidad de esa presencia exterior.

“El año 1997 recogió los primeros frutos de un nuevo planteamiento del sector turístico, más orientado a la calidad”

En definitiva, son señales más esperanzadoras que este impulso cíclico en el que está inmersa la economía, tanto más si tenemos en cuenta que las empresas no han dispuesto de incentivos específicos para esas decisiones de apertura, salvo el importante saneamiento financiero registrado en estos dos últimos años. Estos cambios en la forma de conducir las empresas serán los que garanticen en mayor medida la capacidad de la economía española para crecer y resistir cualquier perturbación externa en el seno de la venidera UEM. Aún

cuando la presencia de inversión directa procedente de los principales países industrializados todavía sigue siendo significativamente importante, no puede pasarse por alto que se viene advirtiendo una disminución del ritmo de avance de este tipo de inversión. El punto de partida se remonta a comienzos de la década de los 90, a raíz del debilitamiento cíclico de los países de la OCDE y del descenso de las *ratios* de rentabilidad de nuestro país. La reactivación económica de 1994, y el nuevo auge de la inversión extranjera directa que observamos desde 1995 en el ámbito mundial, no fueron suficientes para que la actividad inversora extranjera abandonara ciertos síntomas de agotamiento en nuestro país. En un escenario de progresiva liberalización de los mercados de capitales, somos espectadores de un cambio de tendencia hacia la primacía de los países en desarrollo como destinatarios de fondos, entre los que China y América Latina emergen como los primeros receptores. En 1997, pese a la recuperación económica de los países del área de la OCDE y a la mejora de la rentabilidad y la salud financiera de las compañías españolas, las inversiones directas procedentes del exterior mantuvieron un progreso similar al del año 1996, que se materializó en operaciones de adquisición de sociedades y de ampliación de capital, dentro de las cuales la Unión Europea mantuvo su predominio tradicional.

Frente a la práctica estabilización de las inversiones extranjeras directas, destaca la mayor importancia relativa de las adquisiciones de valores públicos por parte de los no residentes, cuya trayectoria estuvo muy condicionada por la evolución de los mercados financieros y de cambios. El entorno cambiario prevaleciente en 1997 se ha desarrollado en un clima de estabilidad respecto al conjunto de las divisas de los principales países europeos. Las perspectivas crecientes de participación en el euro han facilitado una notable estabilidad de la cotización de la divisa, que paulatinamente se ha ido acercando al tipo de cambio central del Sistema Monetario Europeo (SME) de 85,07 pesetas por marco. Tan sólo la oleada de *eurodudas* en el primer trimestre provocó fuertes cesiones de la moneda española, que fue sostenida por intervenciones del Banco de España para evitar deslizamientos por encima de las 85 PTA/marco. En cambio, el cruce con el dólar dibujó una tendencia claramente alcista, observándose alguna depreciación puntual a finales del verano relacionada con unas mejores perspectivas para Europa.

En cuanto a los mercados financieros, el favorable comportamiento de la inflación y el *factor euro* han impulsado un acelerado proceso de reducción de los tipos de interés en nuestro país. El Banco de España ha recortado su tipo de interés de referencia en un punto y medio hasta situarlo en el 4,75%. El ritmo del proceso obedeció en un primer momento a la evolución de las variables macroeconómicas españolas, fundamentalmente la ausencia de presiones inflacionistas y un aumento moderado de la actividad económica. Los recortes del tipo de intervención efectuados por el Banco de España se iniciaron en enero con un descenso de 25 puntos básicos (pb) y, posteriormente, se acometieron tres movimientos a la baja, el último en mayo, que situaba el tipo decenal en el 5,25%. Este último movimiento daría paso a un período de estabilidad durante el tercer trimestre del año que finalizó en octubre, cuando el Banco de España tomó la decisión de acometer un nuevo recorte de 25 pb del tipo de intervención, una vez presentado el Proyecto de Ley de los Presupuestos Generales del Estado para 1998. Este último movimiento se anticipó a la decisión de tensar los tipos de interés oficiales que el 9 de octubre llevaron a cabo un conjunto de bancos centrales liderados por el Bundesbank (Alemania, Francia, Austria, Dinamarca, Países Bajos y Bélgica). En el caso de Alemania, el tipo *repo* se situaba en el 3,30%, reduciéndose así el diferencial frente al tipo de intervención español hasta 170 pb. El aumento de 30 pb del tipo *repo* alemán sorprendió a los mercados, que no esperaban subidas de tipos hasta finales de año. En consecuencia, las curvas de rentabilidad se tensaron en todos los mercados europeos, correspondiendo los mayores movimientos a los tramos cortos en el caso de los países del grupo antes mencionado, que anunciaron subidas de tipos similares. El último movimiento del año se produjo el 16 de diciembre y esta vez ya venía exclusivamente explicado el recorte por el *factor euro*.

La evolución global de los tipos de interés de la deuda pública tuvo un recorrido bajista, similar en términos cuantitativos al producido en los tipos a corto plazo. Las rentabilidades que se han alcanzado en España son mínimos históricos en todos los plazos, al igual que en gran parte de los mercados europeos. Este movimiento a la baja se vio acentuado en los últimos meses de 1997 a raíz de la crisis asiática. Sin embargo, esta evolución general enmascara un comportamiento desigual a

lo largo del año. Las semanas finales de enero marcaron el punto máximo de las expectativas favorables a la incorporación de España a la tercera fase de la UEM en 1999, lo que se reflejó en los mínimos de rentabilidad alcanzados en todas las referencias de la deuda del Estado. Entre febrero y marzo, las expectativas de los agentes sobre el proceso de convergencia hacia la moneda única en 1999 se deterioraron de forma notable, más por causa de rumores y comentarios que debido a nuevos elementos reales. Proveniente del otro lado del Atlántico, un elemento adicional que ha pesado sobre los mercados, alejándolos de los mínimos de rentabilidad alcanzados en enero, fue el gran vigor de la economía norteamericana. Desde entonces, a medida que aumentaba la probabilidad que los mercados asignaban a un inicio puntual de una UEM amplia, y tras la reunión en septiembre del Consejo de Ministros de Economía y Finanzas (ECOFIN), en la que se anunció que los tipos bilaterales de conversión al euro se conocerían al mismo tiempo que los países que formarán parte de la tercera fase de la UEM, los diferenciales de los tipos de interés a largo plazo de la peseta frente al marco alcanzaron nuevos mínimos históricos. Los condicionantes antes expuestos tuvieron un fiel reflejo en las operaciones de deuda pública española efectuadas por no residentes, cuyo comportamiento fue muy errático durante 1997. Según las cifras de la Central de Anotaciones a Cuenta del Banco de España (Cuadro 10), la cartera a vencimiento de los no residentes experimentó en los primeros meses un descenso considerable, fruto de las tensiones en los mercados de la deuda. La estabilización posterior se tradujo en una notable inversión, que compensó sobradamente las ventas anteriores. De este modo, el nivel alcanzado supera al del año 1996. Esta recuperación de los tenedores extranjeros de deuda pública se explica por las expectativas de ganancias ante las disminuciones esperadas de los tipos de interés y al mantenimiento de diferenciales de rentabilidad de los activos españoles a largo plazo frente a los países de la UE, aunque se hayan reducido bastante.

Referencias bibliográficas

Banco de España (1996) *Balanza de Pagos en España*.

Buisan, A. (1997) "Exportaciones de turismo y competitividad", *Revista de Economía Aplicada*, 13: 65-81.

Buisan, A. y Gordo, E. (1997) "El sector exterior en España", Banco de España - Servicio de Estudios, *Estudios Económicos*, 60.

Información Comercial Española (1997) "Tendencias actuales de la inversión directa extranjera", *Boletín Económico de ICE*, 2557.

Información Comercial Española (1997) "Las inversiones españolas en el exterior en 1997", *Boletín Económico de ICE*, 2566.

Gordo, A. (1996) "La apertura de los mercados internacionales y el déficit comercial español", *Papeles de Economía Española*, 66: 98-106.

Maté, J.M. (1996) "La inversión directa española en el exterior", *Papeles de Economía Española*, 66: 220-234.

Martín, C. y Velázquez, F.J. (1996) "Factores determinantes de la inversión directa en los países de la OCDE: una especial referencia a España". *Papeles de Economía Española*, 66: 209-219.

Nadal, A. "Comercio mundial y tendencias de la inversión directa internacional", *Información Comercial Española*, 765: 15-28.

Verdeguer, E. "Cambios recientes en la financiación exterior de la economía española: ¿es beneficioso un superávit por cuenta corriente continuado?", *Información Comercial Española*, 765: 41-54.

CUADRO I. CRECIMIENTO DEL PRODUCTO INTERIOR BRUTO EN %

	1995	1996	1997
CRECIMIENTO MUNDIAL	3,6	4,0	4,1
Países Industrializados	2,0	2,5	2,8
Países en desarrollo	5,9	6,4	5,9
Países en transición	-1,3	-1,0	1,9
EEUU	2,0	2,8	3,8
ASIA	8,9	8,1	6,8
AMÉRICA LATINA	0,2	3,5	5,2
UNIÓN EUROPEA	2,5	1,7	2,6

Fuente: Fondo Monetario Internacional

CUADRO II. TIPO DE CAMBIO MEDIO (1997)

	Evolución de la Peseta		Evolución del Dólar	
	Pta./Ecu	Pta./Dólar	Dólar/Marco	Dólar/Yen
ENERO	162,99	134,53	1,60	117,80
FEBRERO	164,42	141,93	1,68	123,00
MARZO	164,75	143,70	1,69	122,71
ABRIL	164,67	144,42	1,71	125,62
MAYO	164,60	143,84	1,70	118,92
JUNIO	165,03	145,89	1,73	114,31
JULIO	166,35	151,10	1,79	115,22
AGOSTO	166,28	155,40	1,84	117,82
SEPTIEMBRE	165,52	150,82	1,79	120,81
OCTUBRE	165,90	148,25	1,76	120,96
NOVIEMBRE	167,08	146,29	1,73	125,38

CUADRO III. INDICADORES DE CONVERGENCIA EN LA UE AMPLIADA

	Inflación (1)		Interés largo plazo (2)				Déficit público (3)	Deuda pública (3)	Tipo de cambio (4)	No cumple
	Media	Interanual	Media	Actual	Enero	Diciembre				
	12 meses	12 meses								
BÉLGICA	1,5	0,9	Diciembre	5,7	5,3	Enero	2,1	122,2	Sí	1
DINAMARCA	2,0	1,7	Diciembre	5,9	5,4	Enero	1,3	67,0	Sí	1
ALEMANIA	1,5	1,4	Diciembre	5,6	5,1	Enero	2,7	61,3	Sí	1
GRECIA	5,4	4,5	Diciembre	-	-	-	4,0	108,7	No	5
ESPAÑA	1,9	1,9	Diciembre	6,3	5,4	Enero	2,6	68,3	Sí	1
FRANCIA	1,3	1,2	Diciembre	5,5	5,1	Enero	3,0	58,0	Sí	0
IRLANDA	1,2	1,0	Diciembre	6,2	5,4	Enero	0,6	65,8	Sí	1
ITALIA	1,9	1,8	Diciembre	6,7	5,5	Enero	2,7	121,6	No	2
LUXEMBURGO (5)	1,4	1,5	Diciembre	5,7	5,3	Enero	-1,7	6,7		0
PAÍSES BAJOS	1,9	2,2	Diciembre	5,5	5,1	Enero	1,4	72,1	Sí	1
PORTUGAL	1,9	2,1	Diciembre	6,3	5,4	Enero	2,5	62,0	Sí	1
REINO UNIDO	2,0	1,8	Diciembre	7,0	6,1	Enero	2,0	52,9	No	1
AUSTRIA	1,2	1,0	Diciembre	5,6	5,2	Enero	2,7	66,1	Sí	1
FINLANDIA	1,2	1,6	Diciembre	5,9	5,3	Enero	0,9	55,8	No	1
SUECIA	1,9	2,7	Diciembre	6,6	5,7	Enero	1,9	77,4	No	2
REFERENCIA	2,7	2,5		7,9	7,3		3,0	60,0	-	-

(1) Umbral: tres menores más 1,5 puntos porcentuales. A partir de enero índices armonizados.

(2) Umbral: tres con menor inflación más 2 puntos porcentuales.

(3) Fuente: Gobiernos respectivos excepto para Dinamarca, Irlanda, Reino Unido y Suecia.

(4) Dentro del mecanismo de cambios del SME: banda actual (+/- 15%) y sin devaluación durante los dos últimos años. Situación actual.

(5) Los datos de tipos de interés corresponden a Bélgica, debido a que Eurostat ha dejado de publicarlos.

Fuente: Analistas Financieros Internacionales

CUADRO IV. EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS (*)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
CONSUMO	4,2	3,4	2,6	-1,3	0,6	1,7	1,6	-
Privado nacional	3,6	2,9	2,2	-2,2	0,9	1,7	1,9	3,1
Público	6,6	5,6	4	2,4	-0,3	1,8	0,1	0,7
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	6,6	1,6	-4,4	-10,6	1,8	8,6	0,9	4,7
Inversión bienes de equipo	1,2	-1,9	-4,4	-17,2	2	13,5	5,9	10,4
Inversión en construcción	10,4	3,9	-4,4	-6,5	1,6	5,9	-2	1,2
DEMANDA NACIONAL CON STOCKS	4,8	2,9	1	-4,3	1,2	3,3	1,4	2,6
Exportaciones de bienes y servicios	3,2	7,9	7,4	8,5	16,7	10	9,9	12,9
Importaciones de bienes y servicios	7,8	9	6,9	-5,2	11,4	11	6,2	10,1
PRODUCTO INTERIOR BRUTO	3,7	2,3	0,7	-1,2	2,1	2,9	2,3	3,4
PRO-MEMORIA:								
PIB nominal a p.m. (m.m.pesetas)	50.145	54.927	59.105	60.934	64.699	69.761	73.572	77.786
Tasa de variación del PIB nominal (%)	11,3	9,5	7,6	3,1	6,2	7,8	5,5	5,7

*Tasa media anual (%), salvo indicación contraria Fuente: INE

CUADRO V. BALANZA DE PAGOS (miles de millones de pesetas)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
1. BALANZA COMERCIAL	-2.964	-3.159	-3.088	-1.897	-1.967	-2.195	-1.886	-1.961
Importaciones	8.620	9.384	9.846	9.773	11.856	13.539	14.822	17.246
Exportaciones	5.656	6.225	6.757	7.876	9.889	11.345	12.936	15.285
2. SERVICIOS	1.209	1.257	1.272	1.436	1.951	2.224	2.538	2.824
De los que:								
Turismo	1.449	1.518	1.699	1.911	2.322	2.609	2.881	3.246
3. RENTAS	-359	-445	-588	-448	-1.095	-483	-752	-924
4. TRANSFERENCIAS CORRIENTES	280	270	219	181	183	593	324	422
5. CUENTA CORRIENTE (1+2+3+4)	-1.834	-2.077	-2.186	-727	-927	140	224	381
6 CUENTA DE CAPITAL (TRANSF.CAPITAL)	152	353	382	418	361	780	807	701
7. SALDO CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL (a)	-1.683	-1.724	-1.803	-309	-566	920	1.030	1.082

(a) necesidad (-), capacidad (+) de financiación Fuente: Banco de España

CUADRO VIa. IMPORTACIONES Y EXPORTACIONES EN TÉRMINOS NOMINALES (miles de millones de pesetas)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
EXPORTACIONES	5.643	6.226	6.606	7.755	9.796	11.423	12.931	15.268
IMPORTACIONES	8.915	9.672	10.205	10.131	12.349	14.318	15.436	17.966
TOTAL FLUJOS COMERCIALES	14.558	15.898	16.811	17.886	22.145	25.741	28.367	33.234
PIB CORRIENTE	50.145	54.927	59.105	60.934	64.699	69.761	73.572	77.786
TASA DE APERTURA	29%	29%	28%	29%	34%	37%	39%	43%
TASA DE COBERTURA	63%	64%	65%	77%	79%	80%	84%	85%

CUADRO VIb. IMPORTACIONES Y EXPORTACIONES EN TÉRMINOS REALES

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
EXPORTACIONES	466	518	544	608	736	807	897	1.031
IMPORTACIONES	721	804	859	810	933	933	1.093	1.217
TOTAL FLUJOS COMERCIALES	1.187	1.323	1.403	1.418	1.669	1.740	1.989	2.248
PIB REAL	39.018	39.903	40.177	39.696	40.538	41.700	42.646	44.054
TASA DE APERTURA	3%	3%	3%	4%	4%	4%	5%	5%
TASA DE COBERTURA	65%	64%	63%	75%	79%	87%	82%	85%

Fuente: D.G. Aduanas y D.G. Previsión y Coyuntura

CUADRO VII. IMPORTACIONES Y EXPORTACIONES EN TÉRMINOS REALES

Tasas de crecimiento medio anual en %

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
IMPORTACIONES	9,9	11,5	6,8	-5,7	15,2	11,0	5,5	11,4
Bienes de consumo	12,1	16,6	20,1	-6,1	10,0	4,8	7,3	13,0
Bienes intermedios	10,6	12,0	6,8	-0,2	16,0	13,9	3,1	10,1
Bienes de capital	6,2	4,7	-9,4	-21,5	19,4	11,8	11,5	12,9
EXPORTACIONES	11,9	11,3	4,9	11,7	21,2	9,7	11,0	14,9
Bienes de consumo	12,5	10,9	6,2	9,7	23,0	9,9	8,6	14,0
Bienes intermedios	12,7	15,6	1,7	13,6	19,1	8,0	11,9	16,3
Bienes de capital	10,7	-0,7	10,9	14,9	22,8	13,0	13,5	14,0

Fuente: D.G. Aduanas y D.G. Previsión y Coyuntura

CUADRO VIII. ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL DE LA PESETA

	IPC	OCDE IPRI	CLU	IPC	UE IPRI	CLU
1990	100,1	100,1	100,1	100,0	100,0	
100,0						
1991	101,5	99,8	101,5	102,0	100,3	
101,9						
1992	101,2	97,8	102,9	101,1	97,8	
102,6						
1993	87,9	85,7	87,9	89,3	87,1	
89,4						
1994	86,3	84,1	86,3	88,2	86,0	
88,5						

CUADRO IX. EXPORTACIONES DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS EN TÉRMINOS NOMINALES

(% de variación media anual)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
CATALUÑA	11,6	16,5	27,5	22,9	14,8	16,9
COMUNIDAD VALENCIANA	1,2	9,7	27,7	12,5	11,0	14,0
MURCIA	0,8	24,2	20,3	17,3	12,9	11,0
ARAGÓN	6,8	18,2	39,5	19,1	3,6	10,8
NAVARRA	19,8	0,3	12,1	44,2	6,5	11,5
LA RIOJA	8,3	25,9	52,6	27,8	18,2	23,2
GALICIA	6,5	52,1	14,6	17,1	28,6	14,0
ASTURIAS	13,2	3,1	13,4	8,6	10,2	24,6
CANTABRIA	13,8	19,4	34,5	27,4	7,0	7,5
PAÍS VASCO	-0,3	10,7	28,6	10,5	14,8	31,0
ANDALUCÍA	1,3	18,3	15,3	11,3	16,8	14,9
EXTREMADURA	15,7	25,8	29,0	23,9	10,0	29,3
CASTILLA-LA MANCHA	-3,7	41,3	30,6	16,6	10,5	20,6
CASTILLA Y LEÓN	21,1	28,2	26,4	17,7	9,0	11,1
BALEARES	-47,3	66,0	31,4	37,0	46,5	-24,2
CANARIAS	-10,3	37,6	31,8	-3,5	16,5	-0,5
MADRID	10,7	24,0	33,1	6,8	12,1	21,5

Fuente: ICEX

CUADRO IXb. IMPORTACIONES DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS EN TÉRMINOS NOMINALES
 (% de variación media anual)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
CATALUÑA	5,5	-2,4	20,4	16,4	4,8	14,4
COMUNIDAD VALENCIANA	8,6	6,8	25,6	14,9	4,7	15,1
MURCIA	-6,0	3,1	15,0	29,5	9,3	21,8
ARAGÓN	33,6	26,6	35,6	15,0	4,3	12,2
NAVARRA	36,6	-42,5	26,1	35,3	0,7	31,5
LA RIOJA	-0,6	-5,4	40,0	22,5	17,6	5,7
GALICIA	5,8	17,2	17,1	11,2	15,2	17,5
ASTURIAS	7,6	-10,6	11,9	29,2	9,6	25,3
CANTABRIA	-4,3	10,3	53,7	32,2	1,1	9,5
PAÍS VASCO	-0,9	4,5	10,6	19,2	-0,9	8,9
ANDALUCÍA	-4,4	-0,8	27,9	16,7	9,2	10,4
EXTREMADURA	3,1	27,5	56,7	8,2	3,9	4,8
CASTILLA-LA MANCHA	6,9	9,1	13,1	52,6	6,4	16,8
CASTILLA Y LEÓN	20,5	15,9	30,7	15,6	4,8	10,6
BALEARES	-30,1	9,7	48,5	6,5	14,2	5,3
CANARIAS	-2,1	-2,8	11,6	2,0	0,2	14,7
MADRID	2,4	-7,1	18,7	13,0	17,8	15,8

Fuente: ICEX

CUADRO X. BALANZA DE PAGOS POR CUENTA DE CAPITAL
 (miles de millones de pesetas)

	Variación de activos					Variación de pasivos					Variación de reservas centrales (1)
	Inversión de España en el extranjero			Otro capital de España en el exterior		Inversión del extranjero en España			Otro capital del exterior en España		
	Total	Directa	Cartera	Corto plazo	Largo plazo	Total	Valores no negociables	Valores negociables	Corto plazo	Largo plazo	
1992	500,9	222,3	278,5	198,1	1.135,0	2.623,0	1.367,1	1.255,9	248,9	1.443,8	1.777,9
1993	1.207,3	337,0	870,3	110,6	616,9	8.043,4	1.027,2	7.016,2	458,6	726,9	573,8
1994	775,4	522,4	253,0	183,8	3.925,1	-1.355,4	1.262,5	-2.617,9	1.148,8	1.471,1	7,1
1995	519,8	447,9	71,9	203,7	9.198,2	3.347,7	764,7	2.583,0	961,3	1.555,9	846,2
1996	1.064,0	586,5	477,5	364,8	-1.689,9	1.125,0	811,4	313,6	115,3	1.417,9	-3.071,7
Ene-Sep 1997	2.772,7	904,9	1.867,9	463,0	73,4	1.495,4	654,4	841,0	508,7	2.275,6	-1.549,0
1997 Enero	345,5	72,7	272,7	6,4	168,1	-223,0	29,7	-252,7	44,6	1.202,7	-521,0
Febrero	330,9	29,1	301,8	3,4	-571,9	-818,2	125,3	-943,5	16,1	375,7	38,6
Marzo	347,0	62,3	284,7	64,5	-234,3	-341,1	23,1	-364,2	-100,4	715,5	-26,8
Abril	173,9	139,7	34,2	27,4	-537,7	455,3	116,8	338,6	38,7	-784,3	-141,8
Mayo	179,9	68,2	111,6	52,0	572,8	874,3	115,6	758,7	88,4	-71,4	-75,6
Junio	362,3	76,2	286,1	38,8	64,0	77,5	51,1	26,4	131,3	298,3	-162,6
Julio	302,6	122,9	179,7	75,9	395,9	528,6	123,0	405,6	113,8	409,4	-301,6
Agosto	445,6	157,4	288,3	86,8	-471,8	484,3	79,3	405,0	12,3	-493,3	-174,9
Septiembre	285,1	176,4	108,7	107,7	688,2	457,7	-9,4	467,1	163,9	623,0	-183,4
Octubre	376,8	163,5	213,2	--	--	91,4	50,4	41,0	--	--	-53,2
Noviembre	385,6	--	--	--	--	552,4	--	--	--	--	--
Diciembre	293,8	--	--	--	--	444,4	--	--	--	--	--

(1) (+) disminución, (-) aumento

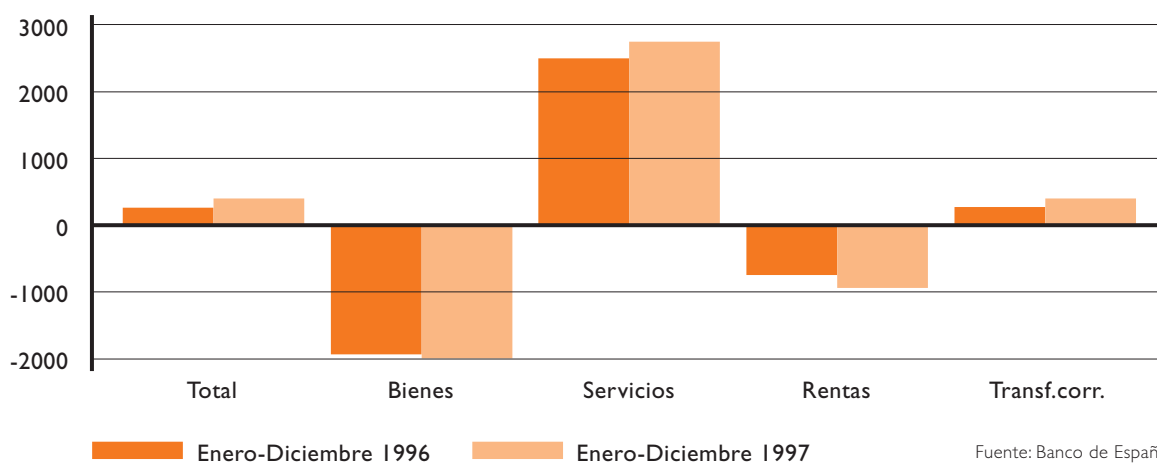
Fuente: Banco de España

CUADRO XI. INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR

	1995		1996		1997	
	Mill. ptas.	%	Mill. ptas.	%	Mill. ptas.	%
UE	280.258	29,7	404.921	33,0	464.137	23,9
PAÍSES EUROPEOS NO COMUNITARIOS	24.765	2,6	4.118	0,3	13.004	0,7
EUROPA CENTRAL Y ORIENTAL	1.014	0,1	0	0,0	4.812	0,2
PAÍSES OCDE NO EUROPEOS	117.297	12,4	135.087	11,0	356.600	18,4
AMÉRICA DEL SUR	185.898	19,7	495.614	40,4	1.006.455	51,9
AMÉRICA CENTRAL Y EL CARIBE	1.300	0,1	3.570	0,3	5.176	0,3
PARAÍSO FISCALES	328.114	34,8	177.594	14,5	77.715	4,0
ÁFRICA	4.218	0,4	4.868	0,4	10.064	0,5
TOTAL	942.863	100,0	1.225.773	100,0	1.937.962	

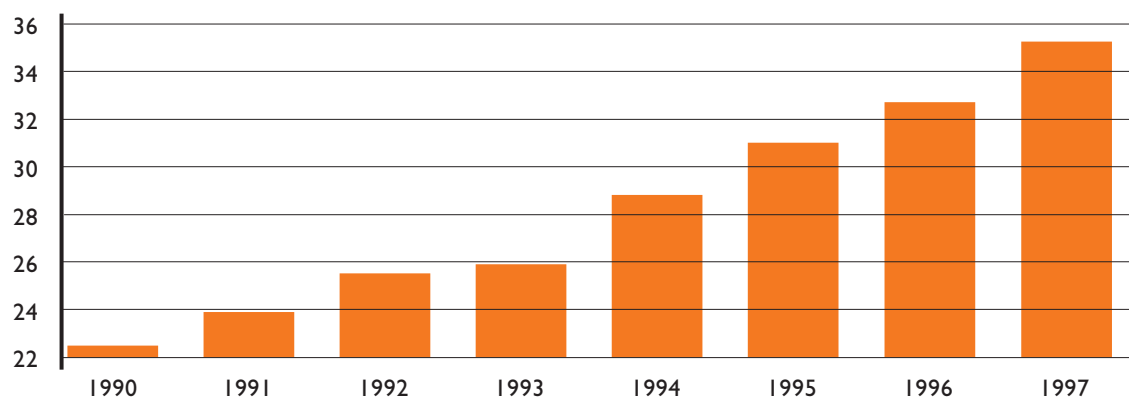
TOTAL
100,0

GRÁFICO I. SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y COMPONENTES
(miles de millones de pesetas)



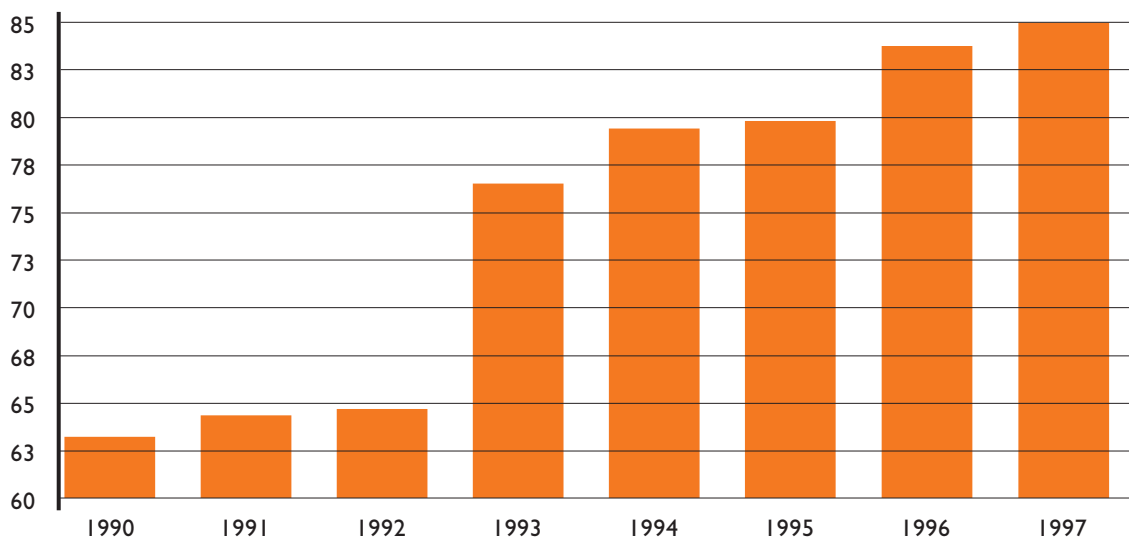
Fuente: Banco de España

GRÁFICO II. GRADO DE APERTURA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (*)



(*) Porcentaje de las exportaciones más las importaciones sobre el PIB (Datos de Contabilidad Nacional)

GRÁFICO III. TASA DE COBERTURA (*)



(*) Porcentaje de las exportaciones sobre las importaciones Fuente: Dirección General de Aduanas

GRÁFICO IV. PARTICIPACIÓN DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS EN LA EXPORTACIÓN TOTAL

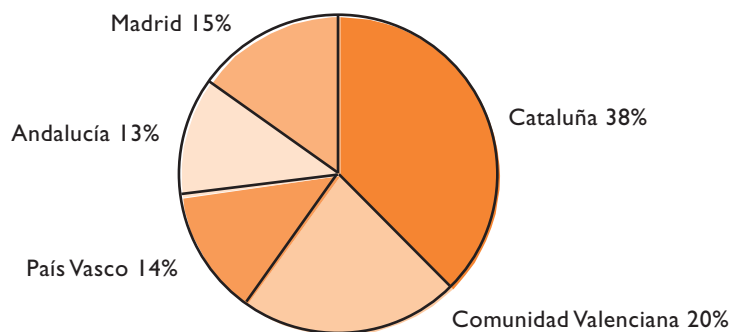
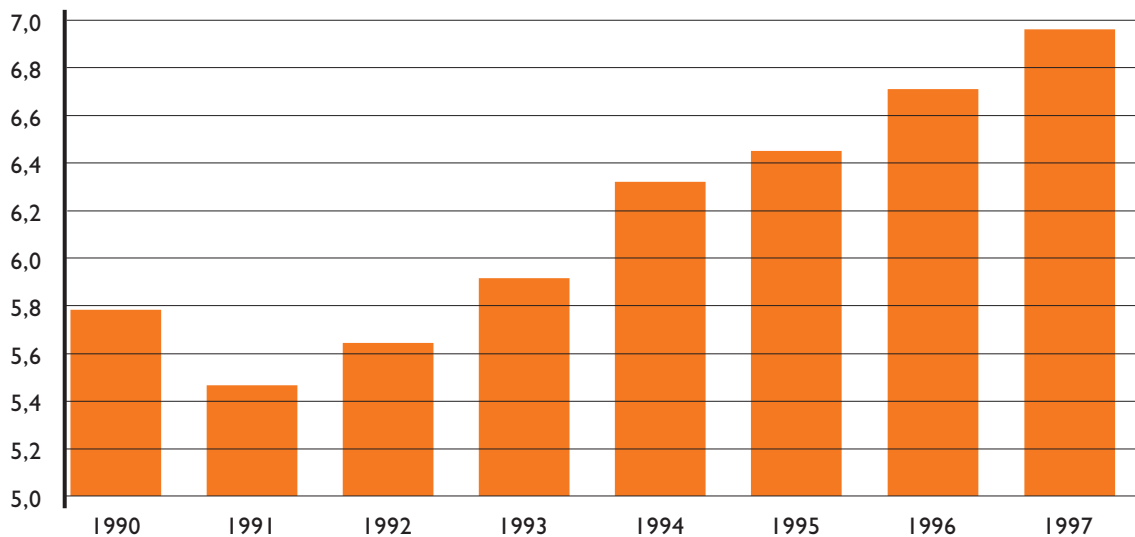


GRÁFICO V. INGRESOS REALES POR TURISMO (% PIB)



Fuente: INE

GRÁFICO VI. INGRESOS POR TURISMO Y PERNOCACIONES DE EXTRANJEROS EN HOTELES

Tasa de variación anual (%)

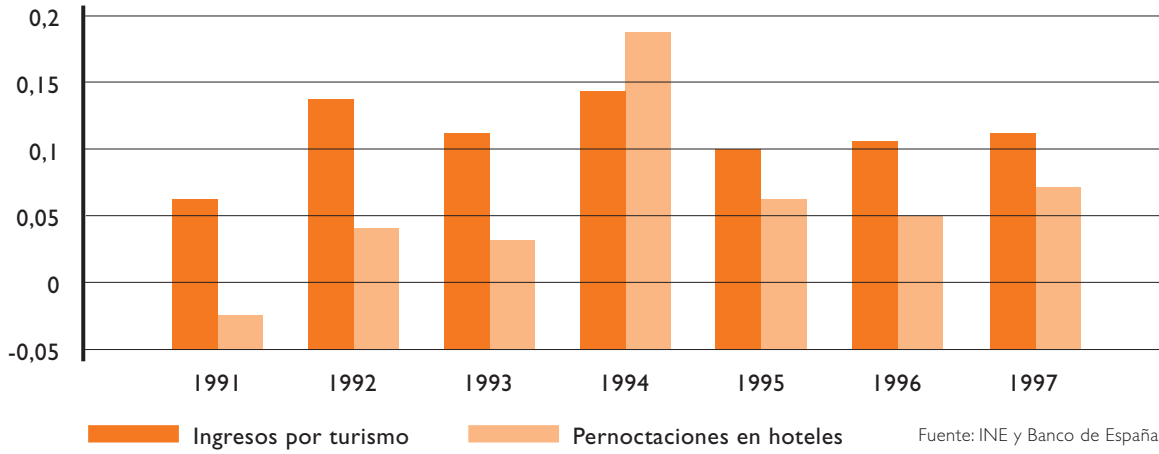


GRÁFICO VII. EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA (IED) EN ESPAÑA Y DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR

