
Evolución reciente de la economía española

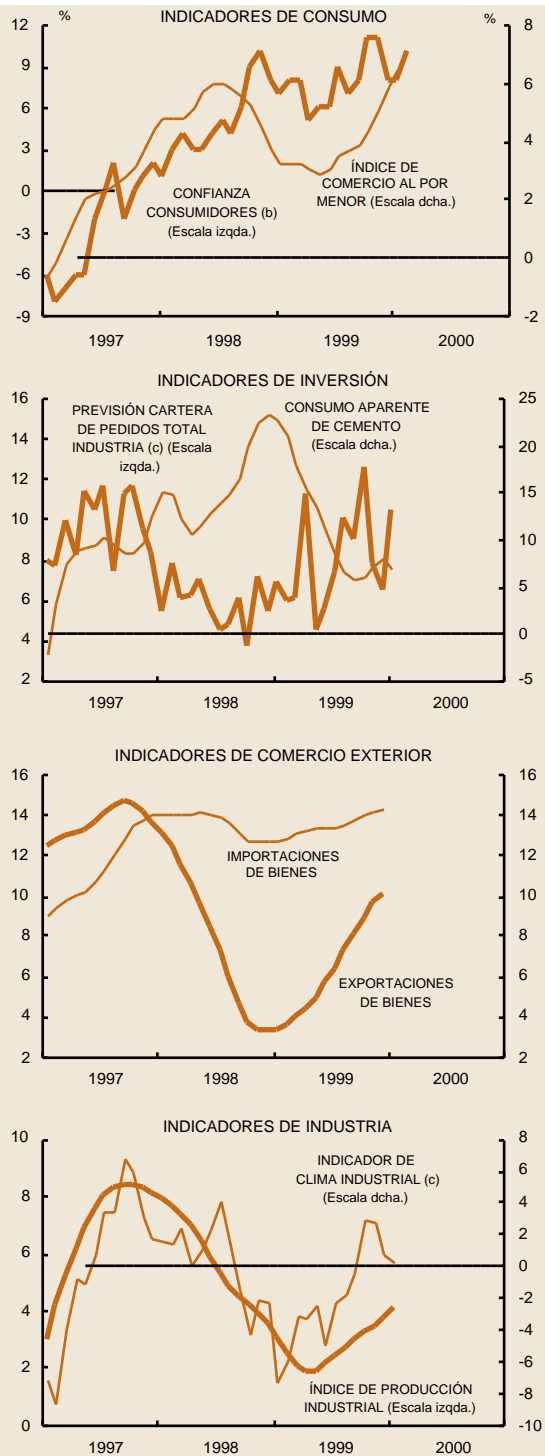
1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Como ya se comentó en el artículo mensual de febrero, las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) para el cuarto trimestre de 1999 mostraban una progresiva pérdida de dinamismo de la demanda nacional —que, no obstante, mantenía tasas interanuales de variación bastante elevadas (4,2 % en ese último trimestre)— combinada con una contribución menos negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB. La escasa información disponible sobre el comportamiento de diversos indicadores de gasto en los primeros meses del año 2000 y el cierre de datos del comercio exterior del año 1999 parecen sugerir un ritmo de variación más sostenido tanto del consumo privado como de la inversión en equipo en el período más reciente. Por el lado de la oferta, la producción industrial continúa reflejando un notable vigor, mientras que el empleo mantiene una evolución favorable, aunque su ritmo de avance ha perdido intensidad. En este contexto, los incrementos salariales que se están pactando para el año 2000 se sitúan por encima de los firmados en 1999.

Los indicadores de consumo referidos a los dos primeros meses del año 2000 han tendido a reflejar, en general, ritmos elevados de variación, que al menos ralentizan el proceso de desaceleración que venía observándose desde mediados de 1999. El indicador de confianza de los consumidores, que había retrocedido ligeramente en diciembre y enero, experimentó en febrero un avance de dos puntos, recuperando cotas próximas a los máximos alcanzados en el otoño pasado. En ese mismo mes, el indicador que sintetiza las opiniones en el sector del comercio al por menor detuvo el proceso de caída observado en los dos meses anteriores. Por su parte, el índice general de ventas de la encuesta de comercio al por menor registró un fuerte avance en enero, hasta alcanzar un incremento interanual del 8,8 % en términos reales. La información relativa a los indicadores de disponibilidades de bienes de consumo está algo más retrasada, si bien la producción industrial de estos bienes —que es un componente del indicador de disponibilidades— perdió vigor en el primer mes del presente año, con una fuerte caída del componente alimenticio; no obstante, la producción de bienes de consumo duradero se aceleró significativamente. También las matriculaciones de automóviles mostraron una recuperación en enero y febrero, situándose en una tasa interanual del 12,8 %, que contrasta con la desaceleración que experimentaron en la segunda parte de 1999.

GRÁFICO 1

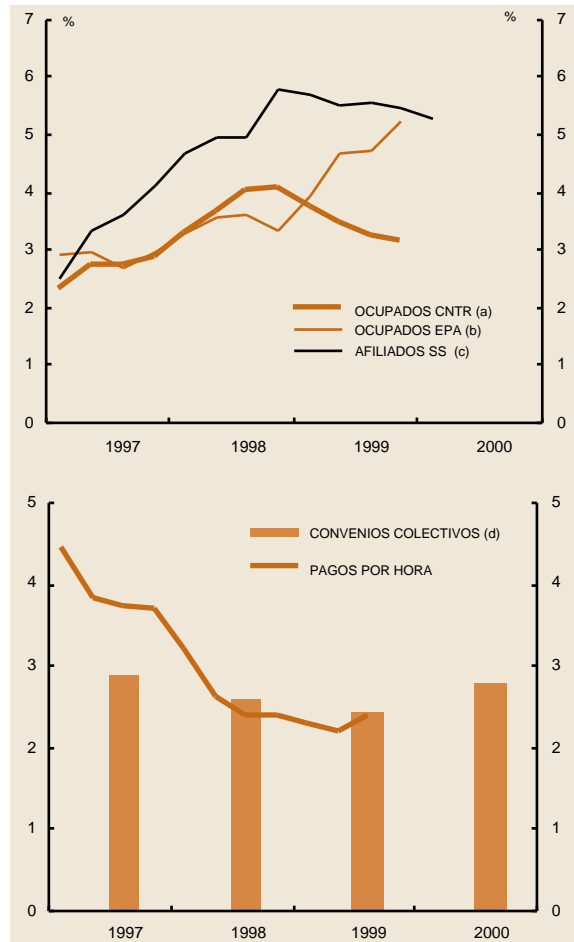
Indicadores de demanda y actividad (a)



Fuentes: Comisión de la Unión Europea, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Industria, OFICEMEN, Departamento de Aduanas y Banco de España.
 (a) Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.
 (b) Nivel serie original.
 (c) Serie del Ministerio de Industria. Nivel de la serie ajustada de estacionalidad.

GRÁFICO 2

Empleo y salarios
Tasas de variación interanuales



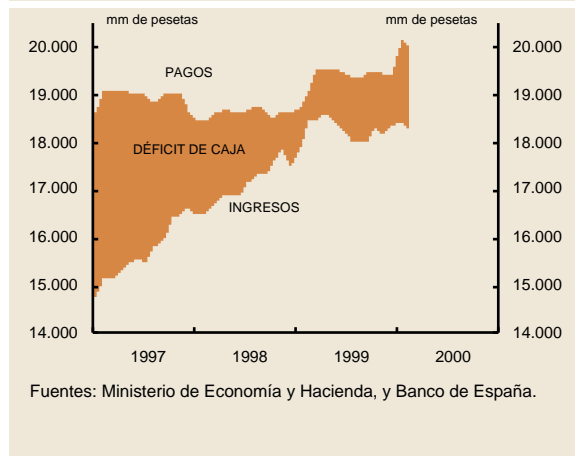
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Banco de España.
 (a) Series ciclo-tendencia de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.
 (b) Series EPA corregidas del efecto del cambio censal 1995 - 1996.
 (c) Último dato se corresponde con el crecimiento medio de enero y febrero de 2000.
 (d) Sin incluir cláusula de salvaguarda. Para el año 2000 el dato corresponde a los convenios registrados hasta el 29 de febrero.

Una vez incorporada la última información recibida, correspondiente al comercio exterior de diciembre y a la producción industrial de enero, el indicador de disponibilidades de bienes de equipo muestra un perfil de suave aceleración en el período más reciente, que contrasta con la ralentización registrada por la inversión en equipo en 1999, según la CNTR. Por otra parte, las opiniones de los empresarios del sector reflejaron una fuerte variabilidad en los meses finales de 1999, si bien parece observarse una estabilización de sus previsiones de cartera de pedidos.

En cuanto al gasto en construcción, los indicadores de consumos intermedios han comenzado el año con un repunte modesto. Así, el consumo aparente de cemento creció en enero a una tasa interanual del 10,1 %, por encima del avance observado en la segunda mitad del año 1999, y la producción de materiales para la construcción se incrementó un 12,5 % en ese mismo mes, un ritmo alto en comparación con la parte final del año anterior. También las opiniones de los empresarios del sector mejoraron en los dos primeros meses del año, respecto al último trimestre de 1999. Sin embargo, los indicadores de empleo han seguido perdiendo fuerza: en febrero, el paro registrado en el sector de la construcción continuó reduciendo su ritmo de descenso interanual y el número de afiliados a la Seguridad Social volvió a desacelerarse, aunque ha mantenido un crecimiento notable (14,7 %). Los indicadores adelantados de edificación se han desacelerado también, tanto en su tramo residencial como en el no residencial, aunque continúan observándose tasas de crecimiento elevadas en las iniciaciones de este tipo de obras; respecto a la licitación oficial, ha continuado la caída del volumen de obra licitada, con especial intensidad en el componente de obra civil.

Los datos de comercio exterior de diciembre han confirmado el fuerte deterioro del déficit comercial que tuvo lugar en 1999 y el carácter netamente contractivo de la demanda exterior neta en ese año. En diciembre, las exportaciones de mercancías mantuvieron el perfil de recuperación que ya se observaba en los meses anteriores, produciéndose una consolidación de las ventas destinadas a los países de la UE y un fuerte empuje de las ventas destinadas a las áreas anteriormente más castigadas por la crisis internacional. Las importaciones, por su parte, intensificaron significativamente su ritmo de avance, apoyadas en la notable fortaleza de la demanda. Por grupos de productos, todos los componentes experimentaron fuertes ascensos en diciembre, a excepción de las compras de consumo alimenticio. En el conjunto del año, las exportaciones totales crecieron un 6,4 %, en términos reales, muy por debajo del avance de las importaciones, que registraron una tasa del 13,9 % en el mismo período. En términos nominales, el aumento de las exportaciones fue del 5,6 %, frente a un incremento de las importaciones del 14 %, lo que se tradujo en un fuerte aumento del déficit comercial, que en el conjunto de 1999 se situó en 27.344 millones de euros. Adicionalmente, el déficit de rentas registró una ampliación y el superávit por transferencias corrientes se redujo, de forma que, a pesar de la intensa mejora que experimentó el saldo de turismo, la balanza por cuenta corriente registró un déficit muy abultado (-11.672 millones

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



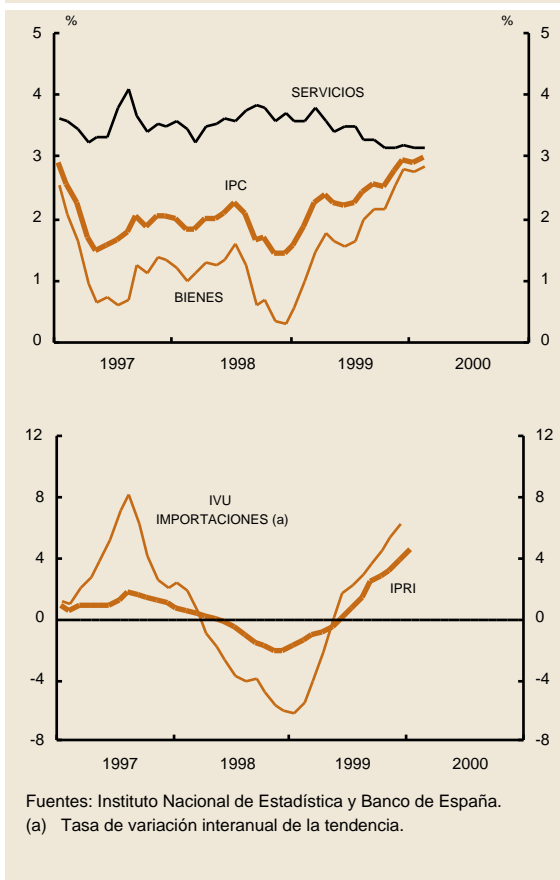
de euros). El superávit de la cuenta de capital, por el contrario, mostró una mejora, situándose en 6.690 millones de euros.

Por el lado de la oferta, la actividad industrial ha seguido ganando vigor en el inicio del año 2000. El índice de producción industrial prolongó en enero el proceso de recuperación que inició en los meses centrales del año 1999. Por componentes, la producción de bienes de equipo y de bienes intermedios intensificó su dinamismo, mientras que la de bienes de consumo se debilitó, como consecuencia de la evolución negativa del componente alimenticio. Del mismo modo, los indicadores de empleo industrial han evolucionado de forma favorable: el paro registrado ha estabilizado su ritmo de descenso en febrero y las afiliaciones a la seguridad social han registrado en ese mes un incremento similar al de enero, significativamente por encima del crecimiento medio de 1999. Por último, el indicador de clima industrial ha seguido mejorando en los primeros meses del año 2000, consolidando la progresiva recuperación que registró en la segunda mitad del año anterior.

En relación con el mercado de trabajo, los indicadores más recientes, referidos a principios del año en curso, prolongan las tendencias observadas en el período final de 1999. Así, en el mes de febrero las afiliaciones a la Seguridad Social registraron un crecimiento interanual del 5,3 %, idéntico al de enero y ligeramente por debajo del 5,5 % correspondiente al cuarto trimestre del año anterior. En esta misma línea, el paro registrado continuó reduciendo su tasa de caída interanual, que quedó situada en el -7 % en febrero, apreciándose una pérdida de vigor en todas las ramas de actividad, excepto

GRÁFICO 4

Índices de precios Tasas de variación interanuales



en la industria, donde se estabilizó. En cambio, el número de contratos registrados recuperó la fortaleza del cuarto trimestre del año anterior, con una tasa de variación interanual del 11,7 %, destacando el mayor peso de los contratos indefinidos. Por otra parte, el incremento salarial pactado en los convenios registrados hasta febrero del año 2000 se ha situado en el 2,8 %. La mayoría de los convenios registrados hasta esa fecha corresponden a revisiones de convenios firmados en años anteriores. Por ramas de actividad, cabe destacar el incremento pactado en los servicios (2,85 %), que afecta, aproximadamente, a un tercio de los trabajadores sometidos a convenio en esa rama. Por otra parte, el efecto de la aplicación de la cláusula de salvaguarda, como consecuencia de la desviación de la inflación en 1999 respecto a la previsión oficial, se estima en algo más de tres décimas.

Según las cifras de Contabilidad Nacional (SEC 95), el Estado acumuló, hasta febrero de 2000, un superávit de 698 mm de pesetas, lo que supone una mejora del 13,5 % respecto al registrado en el mismo período del año ante-

rior. Este favorable resultado se explica, principalmente, por el continuado dinamismo de la imposición indirecta y por la reducción de los gastos de funcionamiento de Estado —gastos de personal y compras de bienes y servicios—, en parte como consecuencia de los sucesivos trasposos de competencias en educación no universitaria a las Comunidades Autónomas. En términos de caja, la ejecución presupuestaria, en los dos primeros meses del año, se saldó con un déficit de 188 mm de pesetas. La diferencia con las cifras de Contabilidad Nacional se debió, principalmente, a los mayores pagos por intereses registrados en caja, por el distinto criterio de contabilización entre una y otra fuente, lo que ha dado lugar a un ajuste por importe de 887 mm de pesetas. En este sentido, la mayor parte de los intereses pagados en los dos primeros meses de 2000 se devengaron en 1999 y, por tanto, ya se computaron en la Contabilidad Nacional de dicho año.

2. EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS

En el mes de febrero, el índice de precios de consumo (IPC) aumentó su tasa de variación interanual hasta el 3 %. Sin embargo, el índice de precios de los servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) redujo una décima su tasa de variación, hasta situarse en el 2,2 %.

Dentro del IPSEBENE, la tasa de inflación de los servicios se mantuvo estabilizada en el 3,2 %, mientras que aumentó una décima el crecimiento interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos, hasta situarse en el 1,6 %; cabe destacar, por segundo mes consecutivo, la desaceleración experimentada en la variación interanual de los precios de los alimentos elaborados (1,5 %), que es inferior en algo más de un punto porcentual a la del cierre del año pasado. En cuanto a los componentes más volátiles del índice general, la energía aumentó 2,9 puntos porcentuales su tasa interanual, que alcanzó el 14,7 %; por su parte, los precios de los alimentos no elaborados recortaron ligeramente su ritmo de avance.

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) aumentó en febrero una décima su tasa de variación interanual —lo mismo que en el conjunto de la UEM—, hasta situarse en el 3 %. El diferencial de inflación con esta zona se mantuvo en nueve décimas porcentuales, tras la revisión que se ha producido en el dato de enero. El mantenimiento del diferencial ha sido compatible con un aumento del mismo en los bienes industriales y una reducción en los alimentos, mientras que en los servicios ha permanecido estable.

CUADRO 1

Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	1999			2000		
	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR (c)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):						
Índice de Producción Industrial	2,7	4,0	5,1			
Comercio al por menor	4,5	2,6	2,6			
Matriculaciones de turismos nuevos	2,8	-1,1	-2,4	0,6		
Confianza de los consumidores	-2	-1	-1	-1	0	
Confianza industrial	-3	-1	0	1	3	
IAPC	1,3	1,5	1,7	1,9	2,0	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):						
M3	5,6	6,1	6,2	5,0		
M1	13,0	11,7	9,8	9,0		
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	8,1	8,5	8,2	7,4		
<i>AAPP</i>	1,5	1,9	1,8	1,6		
<i>Otros sectores residentes</i>	10,6	11,0	10,5	9,5		
EONIA	2,49 %	2,94 %	3,05 %	3,05 %	3,28 %	3,42 %
EURIBOR a tres meses	3,38 %	3,47 %	3,44 %	3,34 %	3,54 %	3,72 %
Rendimiento bonos a diez años	5,47 %	5,19 %	5,31 %	5,70 %	5,67 %	5,58 %
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,72	0,94	1,06	1,08	0,97	0,92
Tipo de cambio dólar/euro	1,071	1,034	1,011	1,014	0,983	0,965
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	10,4	21,7	39,5	-4,1	5,5	8,7

Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

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

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

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

El índice de precios industriales (IPRI) intensificó en enero el perfil de aceleración de los últimos meses, situando su tasa de variación interanual en el 4,5 %. Además del fuerte avance registrado por los precios de los bienes intermedios energéticos, se constata un empeoramiento de los restantes componentes, con excepción de los precios de los alimentos.

Finalmente, el índice de valor unitario (IVU) de las exportaciones totales registró una fuerte desaceleración en diciembre, descontando de esta forma el notable repunte de noviembre, de forma que en el promedio del año 1999 los precios de exportación descendieron un 0,9 %. Por su parte, los precios de las importaciones totales acentuaron en diciembre la trayectoria alcista que iniciaron en el segundo semestre de 1999 como consecuencia de la fuerte escalada de los precios energéticos; en el período enero-diciembre, los IVU de las importaciones no energéticas cayeron un 1,6 %, mientras que el IVU de los bienes intermedios energéticos registró un aumento del 29,1 %.

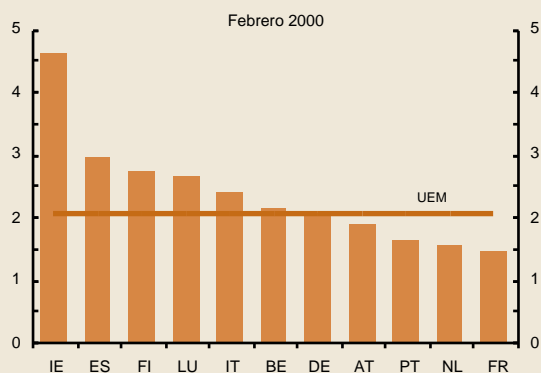
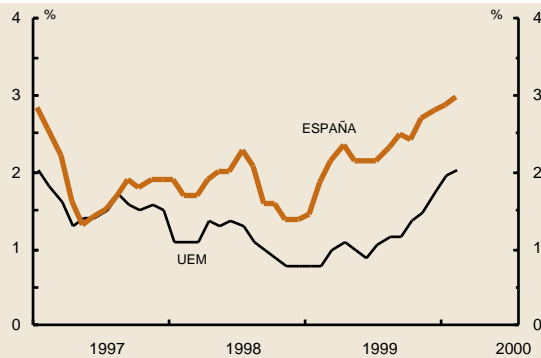
3. EVOLUCIÓN ECONÓMICA

Y FINANCIERA EN LA U.E.M.

Los últimos datos de Contabilidad Nacional publicados, referidos al cuarto trimestre de 1999, han confirmado la recuperación económica de la UEM, así como la fortaleza casi generalizada del entorno exterior de la zona del euro. En efecto, como ya se comentó en el boletín de febrero, el PIB de Estados Unidos creció en el cuarto trimestre un 4,5 % con respecto al mismo trimestre de 1998 (6,9 %, en tasa intertrimestral anualizada), mostrando una composición similar a la de los trimestres anteriores: fortaleza de la demanda interna —especialmente del consumo— y de las importaciones, y crecimiento moderado de las exportaciones. El cierre provisional del año ha situado el crecimiento del PIB en el 4,1 %, ligeramente inferior al 4,3 % registrado en 1998, como consecuencia de un avance menor de la demanda interna, debido a la desaceleración de la formación bruta de capital, ya que la aportación de la demanda externa ha sido en ambos años del -1,3 %. La evolución de los indicadores más recientes del sector real de la economía sugiere la continuidad de la pauta de fortaleza de la actividad y de la demanda interna en los primeros meses de

GRÁFICO 5

Índices armonizados de precios de consumo
Tasas de variación interanuales



Fuente: Eurostat.

2000, a la vez que muestra una intensificación de los desequilibrios entre ahorro e inversión sectoriales: destacan especialmente el nuevo mínimo que ha alcanzado la tasa de ahorro privado en el mes de enero (1,4 % de la renta disponible) y el deterioro del déficit por cuenta corriente del cuarto trimestre de 1999, que llegó al 4,2 % del PIB, cuatro décimas superior al del tercer trimestre. En este contexto, ante los indicios de presiones inflacionistas cada vez más agudas —los precios de consumo aumentaron en febrero un 3,2 %, en tasa interanual—, la Reserva Federal subió, el 21 de marzo, el tipo de interés de los fondos federales en un cuarto de punto, hasta el 6 %.

El PIB japonés experimentó una tasa de crecimiento interanual nula en el cuarto trimestre de 1999 (−1,4 % en tasa intertrimestral anualizada), frente al 1 % del trimestre anterior. Por componentes, destacan la evolución de la inversión privada, por ser el único agregado de la demanda interna que mostró una mejora con respecto al trimestre anterior, y la demanda exterior neta, que intensificó su contribución negativa al crecimiento del producto. En el conjunto del año 1999, el PIB se incrementó un

0,3 %, frente al −2,5 % registrado un año antes. Los datos de enero del índice de producción industrial y del indicador adelantado de actividad industrial sugieren que la actividad económica podría reanimarse a lo largo del primer trimestre de 2000. Con respecto al Reino Unido, el PIB creció un 2,9 % en tasa interanual en el cuarto trimestre (0,8 % en términos intertrimestrales), prolongando la aceleración iniciada a principios de 1999. En dicha estimación se aprecia una expansión significativa del consumo privado, que se ha visto parcialmente contrarrestada por una aportación más negativa del sector exterior. El cierre provisional del año ha situado el crecimiento del PIB real en el 2 %, dos décimas menos que en 1998. Los precios de consumo continuaron incrementándose a ritmos moderados en el mes de enero, aunque la evolución reciente de los salarios y de los precios de los inmuebles sigue generando incertidumbre sobre la evolución futura de la inflación.

Con respecto a los mercados financieros internacionales, cabe destacar que las expectativas de subidas de los tipos oficiales en Estados Unidos y Reino Unido han venido acompañadas de una reducción generalizada de la rentabilidad de los bonos a largo plazo en la primera quincena del mes de marzo. En cuanto a los mercados de valores, la bolsa de Nueva York ha experimentado, en las últimas semanas, ganancias moderadas, en un contexto de elevada volatilidad, donde los valores tradicionales se han mostrado, en general, más firmes que los de alta tecnología. En efecto: entre el 1 y 16 de marzo, el índice Dow Jones aumentó un 4,9 %, mientras que el NASDAQ se incrementó solo un 1 %. En la bolsa de Tokio, la evolución alcista del índice Nikkei se truncó a mediados de febrero, sufriendo una caída del 19 % entre esta fecha y mediados de marzo. En los mercados de divisas, el euro ha continuado depreciándose frente al dólar (2 %) y frente al yen (4,5 %) a lo largo de la primera quincena de marzo (véase gráfico 7). La divisa nipona, por su parte, tras depreciarse un 3,8 % frente al dólar entre diciembre y febrero, se ha recuperado parcialmente a lo largo de la primera mitad de marzo.

Según la primera estimación provisional de la contabilidad nacional del área del euro, referida al cuarto trimestre de 1999, el PIB creció un 3,1 % en términos interanuales, ocho décimas más que en el trimestre anterior, prolongando el perfil de aceleración iniciado en el segundo trimestre del pasado año. El crecimiento del producto en el cuarto trimestre estuvo sustentado tanto en la mayor aportación de la demanda interior como de la demanda exterior neta, pasando esta última a registrar una contri-

bución positiva (0,2 %), por primera vez desde el primer trimestre de 1998, debido sobre todo a la favorable evolución de las exportaciones. La demanda interna, por su parte, experimentó un incremento notable del 3 % en tasa interanual, mostrando una moderada aceleración respecto a los dos trimestres anteriores. Ello se debió, principalmente, al dinamismo del consumo privado —que creció un 2,6 %— y al aumento de la contribución al crecimiento de la variación de existencias (que se situó en 0,2 puntos porcentuales). El dato provisional del cuarto trimestre sitúa el crecimiento del PIB real, en el conjunto de 1999, en el 2,2 %, seis décimas menos que en 1988, como consecuencia de una contribución menos positiva de la demanda interior, ya que la contribución de la demanda exterior neta ha sido similar en ambos años (−0,5 %)

Los indicadores económicos más recientes de la zona del euro apuntan al mantenimiento de esas tendencias favorables (véase cuadro 1). Desde el punto de vista de la producción, la confianza de los empresarios creció de nuevo en febrero, mientras que la producción industrial se aceleró en diciembre como resultado de la expansión de la práctica totalidad de sus componentes. En la vertiente de la demanda, la confianza de los consumidores aumentó en febrero, manteniendo las ventas minoristas una evolución estable.

En lo que concierne a la inflación, la tasa interanual de variación del IAPC fue del 2 % en febrero (véanse cuadro 1 y gráfico 5), una décima superior a la tasa revisada de enero, debido, principalmente, al deterioro de los precios energéticos. Los precios industriales, por su parte, volvieron a acelerarse en enero, alcanzando una tasa interanual de crecimiento del 5 %. Los principales factores determinantes de la evolución alcista de la inflación del área en los últimos meses, el precio del petróleo y el tipo de cambio del euro frente al dólar no muestran signos claros de corrección. El precio del petróleo continuó su tendencia alcista durante la primera quincena de marzo, hasta situarse en un nivel medio de 29,6 \$/barril, un 16 % superior a la media de diciembre de 1999. Sin embargo, en los últimos días se está observando un cierto cambio de tendencia, en un contexto de notable incertidumbre con respecto a la decisión que tomarán los principales países productores a finales de marzo sobre la continuidad de los recortes de producción.

En materia de políticas presupuestarias, de acuerdo con las notificaciones a la Comisión Europea efectuadas por los distintos países en el mes de marzo, el déficit público del conjunto

del área descendió, en 1999, en términos de SEC 95, al 1,2 % del PIB (frente al 2 % en 1998). La mejora de los resultados presupuestarios fue sensiblemente menor en términos del saldo primario, que arrojó un superávit del 3 % del PIB (2,7 % en el ejercicio precedente).

La consolidación de unas expectativas más favorables de crecimiento económico en la zona del euro viene produciéndose en un contexto monetario y financiero caracterizado por unas condiciones de liquidez relativamente holgadas. Así, los ritmos de crecimiento de los agregados monetarios y crediticios continúan siendo elevados y ha persistido la debilidad del euro frente al dólar. Este escenario ha contribuido a mantener en el mes de febrero y en la parte transcurrida de marzo los riesgos de que la inflación pudiera situarse a medio plazo por encima del objetivo definido en la estrategia de política monetaria del BCE. En este sentido, a lo largo de este período el Consejo de Gobierno del BCE ha señalado la necesidad de estar alerta ante el posible deterioro en el comportamiento de los precios y ha aumentado el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en dos ocasiones relativamente cercanas en el tiempo: primero, el día 3 de febrero (decisión ya comentada en el anterior Boletín) y, posteriormente, el 16 de marzo, en una cuantía de 25 puntos básicos en cada caso. Al final del período que se analiza, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se situaba en el 3,5 %, y los tipos de interés de las facilidades permanentes de crédito y de depósito, en el 4,5 % y el 2,5 %, respectivamente (véase gráfico 6).

Desde la elevación de los tipos de interés decidida por el Eurosistema a primeros de febrero hasta mediados de ese mes, los tipos de interés del mercado monetario se mantuvieron estables, repuntando posteriormente, a medida que se fueron consolidando las expectativas de nuevos aumentos de los tipos oficiales por parte del BCE. Así, el tipo de interés a un día, medido por el EONIA (*European Overnight Index Average*), mostró ligeras fluctuaciones en torno al tipo de interés aplicado a las operaciones principales de financiación durante gran parte del mes de febrero, colocándose después en niveles superiores, que alcanzaron el 3,5 % en los días previos a la segunda elevación antes mencionada. Los tipos interbancarios siguieron una evolución similar, de forma que, al final del período que se analiza, se situaban entre el 3,6 % y el 4,3 % en los plazos entre uno y doce meses, lo que representa aumentos en torno a 20 y 30 puntos básicos en relación con los niveles alcanzados a finales de enero. A su vez, los tipos negociados en el mercado de futuros y los tipos implícitos en el mercado de contado

han reflejado, en el conjunto de este período, una revisión al alza —en torno a 25 puntos básicos— de los niveles de tipos de interés a corto plazo esperados en el horizonte de los próximos seis meses (véase la parte inferior del gráfico 6). Esto pone de manifiesto que, tras las elevaciones de tipos de interés decididas por el Eurosistema, han aumentado las expectativas del mercado relativas a nuevos movimientos en los próximos meses.

Por su parte, en los mercados de deuda del área se ha interrumpido la continuada tendencia creciente que venían mostrando los tipos de interés desde el inicio del pasado año. Tras esta evolución subyace el efecto amortiguador ejercido por el comportamiento de los mercados de deuda norteamericanos en este período —en los que se ha observado un aumento de la volatilidad, junto a una reducción de los tipos de interés—, que podría haber frenado la tendencia alcista propiciada por las expectativas favorables de crecimiento económico en la UEM. Al final del período que se analiza, el tipo de interés a diez años en la UEM se situaba en torno al 5,5 %, casi 20 puntos básicos por debajo del nivel alcanzado a finales de enero. Como resultado de la evolución reciente, se ha producido una reducción de la pendiente de la curva de rendimientos (véase gráfico 6) y el diferencial de tipos a largo plazo frente a Estados Unidos ha disminuido, situándose en marzo, en términos medios mensuales, alrededor de 90 puntos básicos (véase cuadro 1).

En los mercados de divisas, el euro ha continuado depreciándose frente a las principales monedas, siguiendo la tendencia que venía mostrando desde el inicio de 1999. En particular, frente al dólar el tipo de cambio del euro se ha depreciado desde enero de este año casi un 5 % en términos de medias mensuales, a pesar de la reducción de los diferenciales de tipos de interés a corto y largo plazo entre Estados Unidos y el área del euro. A ello se ha añadido una depreciación frente al yen algo superior al 3 %, lo que, en conjunto, ha determinado que el índice del tipo de cambio efectivo nominal frente a los países desarrollados se situara a mediados de marzo casi un 3 % por debajo del nivel medio mensual alcanzado en enero (véase gráfico 7).

En los mercados de renta variable, tras la interrupción del mes de enero, las cotizaciones han reanudado en este período la pronunciada tendencia alcista que habían mostrado en el último trimestre del pasado año. Esta evolución ha estado asociada, como entonces, a las expectativas de crecientes beneficios, en un contexto de avance de la recuperación económica del área, y al proceso de fusiones y adquisicio-

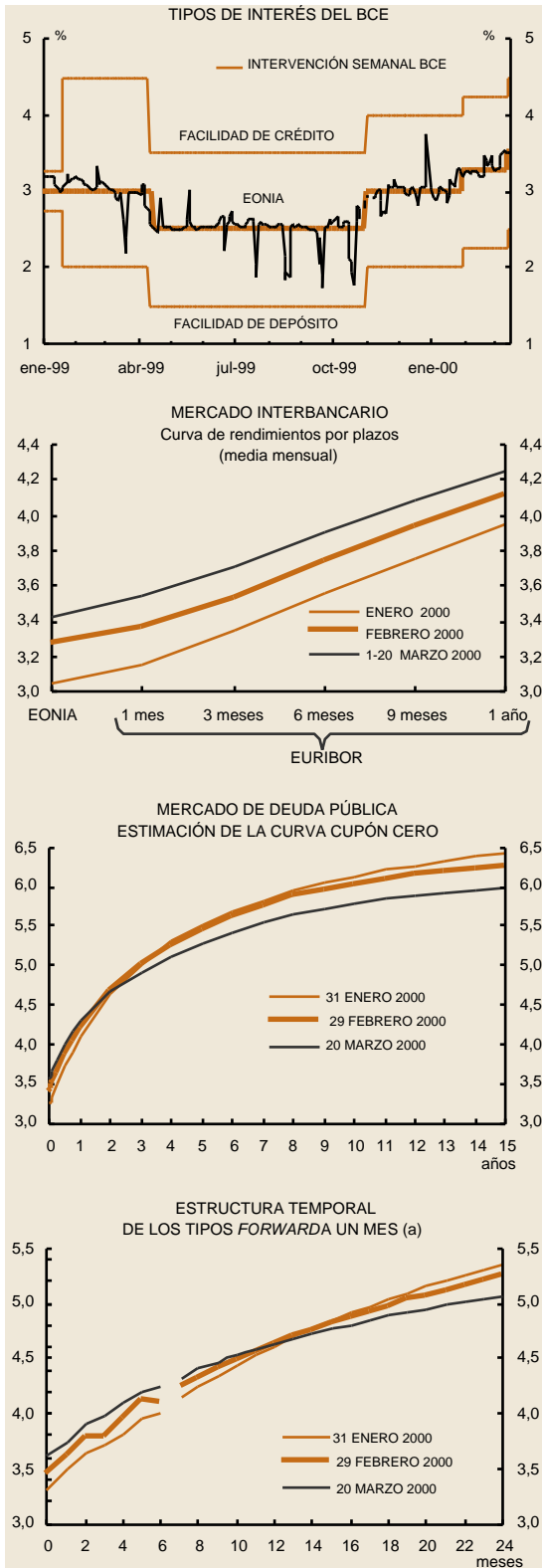
nes que se ha venido produciendo, especialmente, en los sectores de telecomunicaciones y tecnología. Esto ha permitido que, en contraste con la evolución de los mercados de renta variable estadounidenses, donde los precios disminuyeron en un entorno de alta volatilidad, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio se situara, a mediados de marzo, alrededor de un 12 % por encima del nivel alcanzado a finales de enero.

Por lo que se refiere a la evolución de los agregados monetarios y crediticios, los datos disponibles más recientes, correspondientes a enero, muestran una desaceleración de las tasas de crecimiento interanuales de M3 y del crédito al sector privado, aunque ambas variables todavía muestran unos niveles relativamente elevados. Así, el agregado M3 creció en enero, en términos interanuales, un 5 %, con lo que la media móvil de los incrementos interanuales de los últimos tres meses fue del 5,7 %, inferior al 6 % correspondiente a diciembre, pero todavía por encima del valor de referencia definido en la estrategia de política monetaria del BCE. El análisis de los componentes señala, por una parte, una reducción de las tasas interanuales de los depósitos a corto plazo, que se han visto influidas, en gran medida, por un efecto base derivado del fuerte incremento experimentado por este componente en enero del año anterior. Por otra parte, los instrumentos de mercado (cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores bancarios distintos de acciones hasta dos años) han mantenido el dinamismo que venían mostrando desde el último trimestre de 1999, con una tasa de crecimiento interanual en torno al 13 %. En conjunto, esta evolución reciente se corresponde con la redistribución de la liquidez que viene observándose en los últimos meses, con un cierto desplazamiento de las preferencias del público desde depósitos a corto plazo hacia otros activos líquidos incluidos en M3, en la medida en que los incrementos de los tipos de interés han aumentado el coste de oportunidad de mantener posiciones muy líquidas. Esto explica, en parte, la moderación de los ritmos de expansión del agregado M1 desde que, en septiembre del pasado año, alcanzase un crecimiento interanual en torno al 13 %; en enero, la tasa interanual de este agregado se ha situado en el 9 %. En cualquier caso, este incremento resulta todavía muy elevado si se compara con el ritmo de expansión del gasto nominal en la UEM.

Por lo que se refiere a los créditos de las IFM, la financiación total concedida a los sectores residentes en la zona del euro se ha desacelerado en enero, alcanzando una tasa de crecimiento interanual del 7,4 %, frente al 8,2 % en el mes precedente. Tras esta evolución subya-

GRÁFICO 6

Tipos de interés en la zona del euro



Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.
(a) Implícitos hasta seis meses en los tipos EURIBOR y estimados con la curva cupón cero para horizontes mayores.

GRÁFICO 7

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



Fuente: Banco de España.

ce, como en meses anteriores, un comportamiento dispar entre el sector privado, con un ritmo de expansión interanual del 9,5 % (10,5 % en diciembre), y las Administraciones Públicas, con un crecimiento interanual del 1,6 % (1,8 % en diciembre). Aunque es pronto para valorarlo, la desaceleración del crédito al sector privado que se viene observando en los últimos meses podría estar reflejando la influencia de la elevación de los tipos activos bancarios observada desde mediados de 1999. En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la posición acreedora de las IFM frente al exterior ha disminuido en enero en 51 mm, lo que, en términos anuales, ha determinado una reducción de la posición neta de las IFM frente al exterior de 181 mm, que ha financiado un ritmo de crecimiento del crédito muy superior a la expansión de los pasivos frente a los residentes del área. Por último, la tasa de aumento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM ha disminuido en enero hasta el 5 % (6,1 % en diciembre).

Al cierre de este Boletín, el BCE ha publicado la información correspondiente a la evolución monetaria y crediticia en febrero. De

Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1997	1998	1999		2000		
	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR (a)
BANCARIOS:							
Tipo sintético pasivo	3,22	2,06	1,87	1,98	1,98	2,06	...
Tipo sintético activo	6,54	5,15	5,01	5,03	5,10	5,33	...
TESORO:							
Subasta de letras a doce meses (b)	4,47	2,95	3,55	3,75	3,87	3,95	4,09
Subasta de bonos a tres años	4,90	3,54	4,55	4,56	4,83	5,04	5,02
Subasta de obligaciones a diez años	5,78	4,32	5,36	5,38	5,79	5,77	5,73
MERCADOS SECUNDARIOS (c):							
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,50	2,88	3,36	3,60	3,58	3,83	3,89
Deuda pública a diez años	5,64	4,08	5,28	5,37	5,76	5,73	5,57
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,31	0,20	0,23	0,19	0,20	0,22	0,21
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	42,22	37,19	10,35	16,22	-3,36	11,42	8,43
Diferencial pagarés de empresa con letras del Tesoro	0,15	0,33	0,33	0,17	0,33	0,27	...
Diferencial obligaciones privadas con deuda pública a más de dos años	0,17	0,58	0,22	0,21	0,26	0,12	...

Fuente: Banco de España.

(a) Media de datos diarios, hasta el 23 de marzo.

(b) Tipo de interés marginal.

(c) Medias mensuales.

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

acuerdo con estos datos, el crecimiento de M3 se ha acelerado, alcanzando una tasa interanual del 6,2 % en febrero, impulsado, entre otros factores, por el incremento de los depósitos a la vista. Asimismo, el ritmo de expansión del crédito al sector privado ha aumentado un punto porcentual en términos interanuales, con lo que su tasa de avance se situó en el 10,5 % en febrero. En ambos casos, esto supone retomar los ritmos de crecimiento que se experimentaban a finales de 1999 y que se habían moderado en enero de 2000.

4. FLUJOS Y MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

A diferencia del mes de febrero, en que la tónica dominante en los mercados financieros nacionales fue la continuación del proceso de aumento generalizado de los tipos de interés, durante la parte transcurrida de marzo la trayectoria de los tipos de interés fue diferente, dependiendo de los plazos de negociación. Así, al igual que en los mercados financieros del resto de la UEM, mientras que las rentabilidades negociadas en los mercados de largo plazo se mantuvieron relativamente estables, e incluso experimentaron pequeñas disminuciones,

los tipos de interés a corto plazo mostraron ligeros repuntes, que fueron acentuándose en las jornadas previas a la última elevación de los tipos de interés oficiales del Eurosistema el día 16 de marzo. Como se observa en el cuadro 2, considerando la media mensual de los tipos de interés en marzo hasta la fecha de cierre de este Boletín, en relación con la del mes de enero, los tipos de las letras del Tesoro en el mercado secundario aumentaron 30 puntos básicos, mientras que los rendimientos de la deuda pública a diez años disminuyeron casi 20 puntos básicos en el mismo período. De esta forma, el diferencial entre la deuda pública a diez años y las letras del Tesoro, que se elevaba casi a 220 puntos básicos en enero, se redujo a 170 puntos básicos en marzo, lo que supone un nivel más razonable. Por su parte, el diferencial de la deuda española a diez años frente al bono alemán permaneció en marzo en los niveles alcanzados en los últimos meses, en torno a 20 puntos básicos.

Por lo que se refiere a los tipos de interés bancarios, la última información disponible señala que durante el mes de febrero las entidades de crédito españolas han continuado aumentando los tipos de interés que aplican a su clientela en las operaciones de crédito y de

CUADRO 3

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

	2000	1997	1998	1999		2000
	ENE (b)	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE
1. Activos financieros líquidos (2 + 3) = (4 + 7)	553,0	7,0	5,4	4,1	4,3	3,1
2. Medios de pago	263,7	11,6	14,8	14,2	12,0	10,6
3. Otros activos financieros	289,3	4,0	-1,1	-3,6	-2,0	-2,9
4. Familias (5 + 6)	450,7	6,4	3,6	1,2	1,9	0,8
5. Medios de pago	200,4	7,0	8,9	15,1	14,1	12,4
6. Otros activos financieros	250,3	6,0	0,4	-7,6	-6,2	-6,9
7. Empresas no financieras (8 + 9)	102,3	10,6	15,3	18,9	16,2	14,8
8. Medios de pago	63,3	32,9	36,7	11,3	5,9	5,4
9. Otros activos financieros	39,0	-9,8	-13,6	33,5	38,1	34,4
PRO MEMORIA:						
10. Fondos de inversión (11 a 13) (c)	188,3	47,9	39,3	-0,3	-0,5	-9,8
11. FIAMM	39,0	4,2	-10,3	-11,1	-8,4	-7,8
12. FIM de renta fija	79,1	31,2	25,5	-19,4	-22,1	-26,3
13. Resto de fondos de inversión	70,2	12,5	24,1	30,2	30,1	24,3

Fuente: Banco de España.

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

(b) Saldo en miles de millones de euros.

(c) Variación interanual del saldo.

depósito, transmitiendo, así, el gradual encarecimiento del dinero decidido por el Eurosistema en los últimos meses. La transmisión ha sido más intensa en el caso de las operaciones activas, cuyo tipo de interés sintético se situó en febrero en el 5,3 %, casi un cuarto de punto por encima del alcanzado el mes anterior, mientras que el tipo de interés de los depósitos apenas se incrementó en diez puntos básicos, hasta el 2 %.

En la parte transcurrida de marzo, aunque los mercados bursátiles nacionales mantuvieron un comportamiento favorable, en un entorno de buenas perspectivas económicas, la cotización de los valores tecnológicos experimentó ciertos altibajos que atenuaron las ganancias acumuladas durante el mes anterior. Así, el Índice General de la Bolsa de Madrid alcanzó el día 23 de marzo una revalorización acumulada en lo que va de año algo superior al 8 %. Pese a ello, la rentabilidad acumulada en el mercado español de renta variable continúa siendo superior a la observada en las principales bolsas internacionales, a excepción de algunas europeas, tales como la alemana, la italiana y la portuguesa.

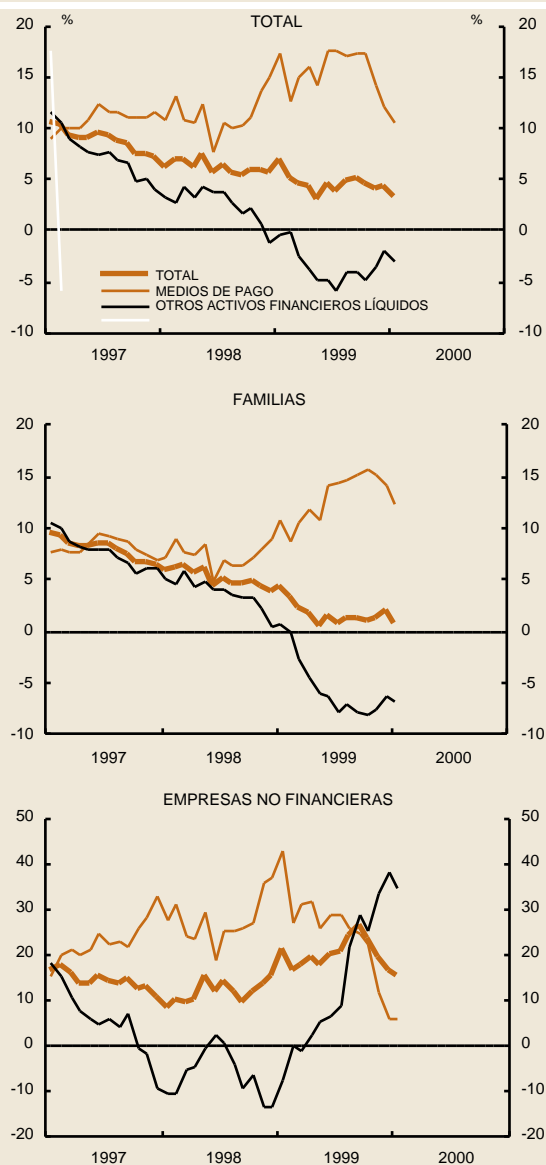
En enero siguió observándose la tendencia hacia la desaceleración de los activos financieros líquidos (AFL) en poder de las empresas no financieras y de las familias que se viene cons-

tatando desde comienzos de 1997 (véase gráfico 8), alcanzándose en dicho mes una tasa interanual de crecimiento del 3 %. Este nuevo descenso se explica, en parte, por un efecto base, ya que en enero de 1999 se produjo una aceleración en el crecimiento de los activos líquidos que hace que, al considerarse ahora ese mes como referencia de la tasa interanual de enero del 2000, esta muestre una cierta disminución. Este menor crecimiento de la liquidez se reflejó tanto en el componente de medios de pago como en el de los otros activos financieros líquidos. Así, los primeros se expandieron en enero a un ritmo interanual cercano al 11 %, porcentaje muy inferior al registrado en meses anteriores, mientras que la recuperación que mostró el resto de activos financieros líquidos el pasado diciembre revirtió ligeramente este último mes, situándose la tasa de variación interanual en el -3 %.

Por instrumentos, en líneas generales se observa el mantenimiento de la estructura de las carteras de los agentes privados nacionales definida a finales del pasado año, caracterizada por una caída de las posiciones más líquidas, en favor de otros activos financieros de mayor plazo o riesgo. En concreto, frente a la desaceleración de los depósitos a la vista y de ahorro, y de la demanda de efectivo, una vez superada la incertidumbre ligada a la transición al año

GRÁFICO 8

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

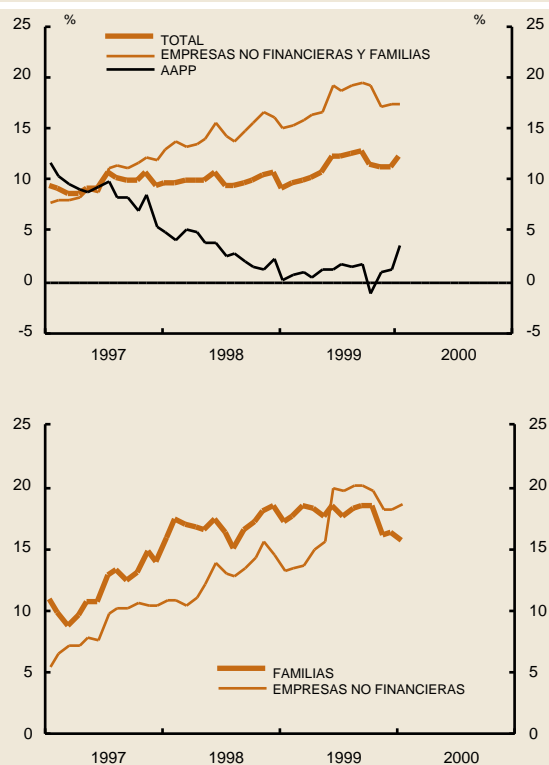


Fuente: Banco de España.

2000, son los depósitos a plazo y los valores bancarios los que mantienen en los últimos meses una evolución ascendente, relacionada con su mejor tratamiento fiscal. Así, entre diciembre de 1998 y diciembre de 1999 el saldo de depósitos a más de dos años mantenidos por el sector privado casi se ha triplicado, alcanzando un importe de 28 mm de euros a finales del pasado año. Por su parte, en línea con lo ocurrido en 1999, las participaciones en fondos de inversión incluidos en los AFL —FIAMM y FIM de renta fija— continuaron disminuyendo en enero, mientras que, por el contrario, el patrimonio

GRÁFICO 9

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



Fuente: Banco de España.

del resto de fondos —básicamente, los fondos de renta variable y los internacionales— volvió a aumentar. No obstante, la información disponible, aunque provisional, revela que, en el caso de los fondos de renta variable, dicho incremento de patrimonio es atribuible en su totalidad a un efecto de revalorización, mientras que en los fondos internacionales dicho efecto explica algo más de la mitad del incremento, siendo el resto resultado del aumento de las suscripciones netas. La definición ampliada de los activos financieros líquidos, que incluye la totalidad de las participaciones en fondos de inversión, creció en enero a una tasa interanual del 7 %, más próxima a la expansión del gasto nominal de la economía.

Analizando la evolución de los activos financieros líquidos por sectores, se observa que, en el caso de las familias, los medios de pago mostraron un ritmo de avance elevado en enero, aunque mantuvieron la tendencia de desaceleración de meses anteriores. Esto, junto con el crecimiento negativo del resto de los activos financieros líquidos, de casi el 7 %, dio lugar a que la tasa de expansión interanual de

CUADRO 4

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

	2000	1997	1998	1999		2000
	ENE (b)	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE
1. Financiación total (2 + 5)	907,8	9,1	10,4	11,1	11,2	12,1
2. Empresas no financieras y familias (3 + 4)	596,4	11,9	16,2	17,2	17,3	17,2
3. Familias	264,0	13,9	18,3	16,0	16,3	15,5
4. Empresas no financieras	332,4	10,3	14,5	18,2	18,2	18,6
5. Administraciones Públicas	311,4	5,3	2,2	0,9	1,1	3,5

Fuente: Banco de España.

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

(b) Saldo en miles de millones de euros.

los activos financieros líquidos de este sector se redujera hasta el 0,8 % (véase cuadro 3). Respecto a los medios de pago, son los depósitos bancarios y, en concreto, los depósitos a la vista los que muestran una mayor reducción. Por su parte, la demanda de efectivo, tras el repunte de diciembre de 1999, cifrado en dos puntos porcentuales, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 8 %, se ha moderado y en enero su tasa de crecimiento interanual se ha situado por debajo del 7 %. En cuanto al resto de activos financieros líquidos mantenidos por las familias, cabe destacar que, en este mes, junto a una nueva disminución de las participaciones en FIAMM y FIM, se ha producido una desaceleración del ritmo de avance de los valores bancarios, mientras que los depósitos a plazo han mostrado un significativo aumento.

Por lo que respecta a las empresas no financieras, su cartera de activos financieros líquidos registró en enero una ligera reducción de su ritmo de crecimiento interanual, hasta situarse en tasas cercanas al 15 %. Esta trayectoria vino explicada por la menor expansión de los otros activos líquidos y también de los medios de pago. En el primer caso, la caída en cuatro puntos de la tasa interanual de crecimiento, hasta el 34 %, se explica por una contracción generalizada de todos los instrumentos (depósitos a plazo, valores bancarios y participaciones en fondos de inversión).

La información provisional disponible para el mes de febrero muestra que sigue la desaceleración del ritmo de crecimiento de los activos financieros líquidos, con una tasa de expansión interanual ligeramente inferior al 3 %, aunque la contribución de sus componentes presenta ciertas diferencias en relación con los últimos meses. En concreto, los medios de pago, que

venían manteniendo una tendencia a la baja desde el último trimestre de 1999, han experimentado en febrero una expansión significativa, impulsados por el comportamiento de los depósitos a la vista. Por su parte, los otros activos financieros líquidos intensificaron notablemente su ritmo de descenso, registrando una tasa próxima al -5 %. Esta disminución se explica, sobre todo, por las mayores caídas de las participaciones en los fondos de inversión, que no fueron compensadas por el continuado aumento de los depósitos a plazo.

En cuanto a la financiación concedida a los sectores residentes, en enero continuaron observándose las mismas pautas de comportamiento de meses anteriores: se mantuvieron los crecimientos elevados y sostenidos de la financiación proporcionada a las empresas no financieras y a las familias (17 % en enero, en términos interanuales), en un contexto económico muy dinámico y de tipos de interés todavía reducidos, aunque crecientes, y se produjo un notable avance en la financiación otorgada a las Administraciones Públicas (véanse cuadro 4 y gráfico 9). En conjunto, la financiación concedida a los sectores residentes no financieros se expandió a un ritmo interanual del 12 %, algo superior al de los últimos años.

Un análisis más pormenorizado del sector privado permite observar que, en enero, la financiación a las empresas no financieras —que recoge los créditos intermediados por entidades de crédito tanto residentes como no residentes y los recursos obtenidos mediante la emisión de valores de renta fija— mostró un crecimiento muy elevado, con tasas superiores al 18 %, mientras que la obtenida por las familias, aunque mantuvo una fuerte expansión (15,8 %), fue ligeramente inferior a la observada a finales de 1999 y en 1998.

La información provisional referente al mes de febrero muestra una moderación de la financiación recibida por las empresas no financieras y las familias, hasta tasas próximas al 16 %, tres puntos porcentuales por debajo del ritmo que se observaba en el tercer trimestre de 1999.

Finalmente, la financiación recibida por las Administraciones Públicas registró una fuerte aceleración de su ritmo de crecimiento interanual, que pasó del 1 % en diciembre de 1999 al 3,5 % en enero. Este incremento se debió, en

gran parte, al aumento del déficit de caja del Estado en enero, que fue, a su vez, consecuencia de los elevados pagos por intereses que se concentraron en dicho mes y que no responden a un perfil estacional. Por instrumentos, esta evolución es el resultado de una expansión del saldo de valores a corto plazo, mientras que los de largo plazo experimentaron una pequeña reducción. Por su parte, el crédito bancario siguió contrayéndose, aunque permanece estabilizado en tasas en torno al -3 %.

28.3.2000.