

---

## Evolución reciente de la economía española

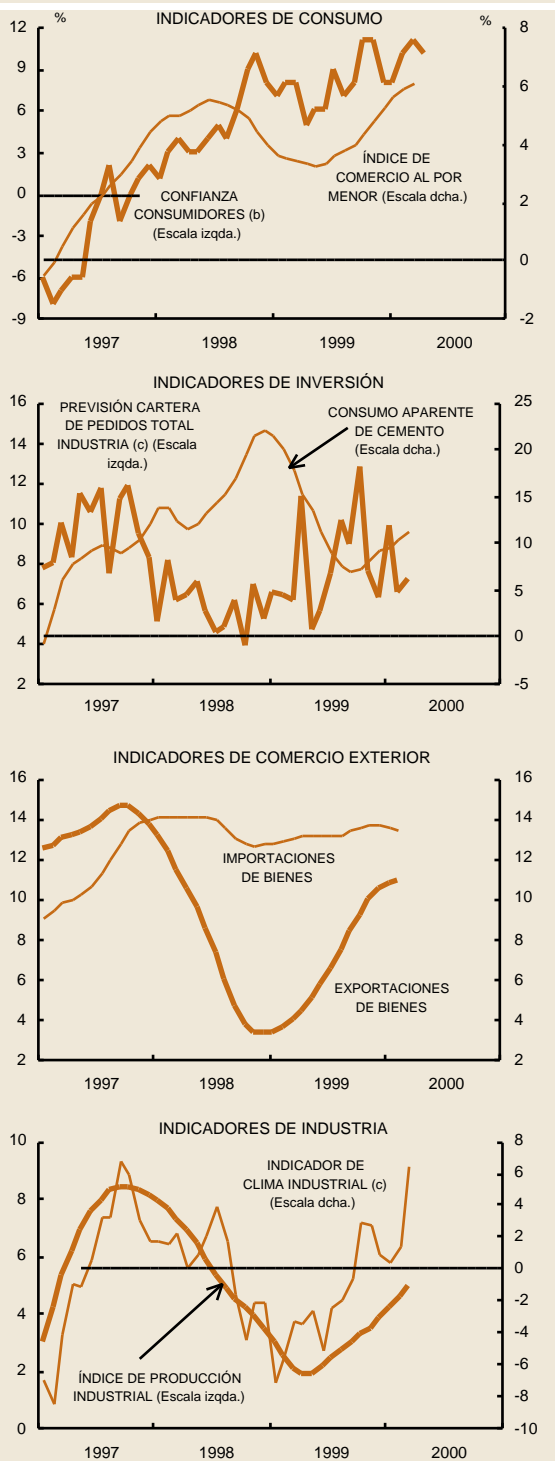
### 1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Como se señalaba en el «Informe trimestral» publicado en el *Boletín económico* de abril, en los primeros meses del año 2000 la economía española ha mantenido un elevado ritmo de crecimiento, superior al alcanzado en el último trimestre de 1999. La recuperación de las exportaciones, en un contexto de consolidación de los mercados exteriores y de depreciación del euro, ha permitido reducir la contribución negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del producto, mientras que la demanda interna ha evolucionado con notable dinamismo, respaldada por unas expectativas muy favorables y unas condiciones financieras holgadas. Los indicadores coyunturales aparecidos desde la finalización del Informe, referidos todavía en su mayor parte al primer trimestre de 2000, confirman en líneas generales estas tendencias, tanto por lo que se refiere a la fortaleza del gasto en consumo final de los hogares y de la inversión en bienes de equipo como a la intensificación del ritmo de avance de las exportaciones. La actividad industrial, por su parte, ha mantenido una tendencia expansiva, y el empleo, especialmente el asalariado, ha seguido creciendo a tasas elevadas, aunque parece haber suavizado algo su vigor en relación con 1999. Finalmente, los últimos datos sobre negociación colectiva reflejan incrementos salariales del 2,8 %.

Entre la información relativa al comportamiento del consumo privado, el índice de confianza de los consumidores mantuvo en el mes de abril un nivel similar al alcanzado en la media de los dos trimestres anteriores, permaneciendo en cotas muy elevadas (véase gráfico 1). Las opiniones expresadas por los consumidores son, en general, muy positivas, aunque se detecta una tendencia creciente más definida en las referidas a la situación contemporánea de la economía, en su conjunto, y de los hogares, en particular. El índice general de ventas de la encuesta del comercio al por menor registró en marzo un avance interanual del 6,5 %, en términos reales, cerrando el primer trimestre con un aumento del 7 %, frente al 4,6 % con que finalizó 1999. Las ventas de bienes alimenticios se han recuperado en los primeros meses del año, información que contrasta con la que proporciona el indicador de disponibilidades de estos bienes, que se mantiene en tasas de variación negativas. Aunque las disponibilidades de los restantes bienes de consumo han registrado una evolución más sostenida, el indicador agregado, calculado con información todavía incompleta para el primer trimestre, apunta hacia una moderación de su tasa de crecimiento en ese período. Por último, las matriculaciones

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 de la serie original.

(c) Serie del Ministerio de Industria. Nivel de la serie ajustada de estacionalidad.

de automóviles se incrementaron con fuerza en abril, recuperándose en parte de la caída que sufrieron en marzo, si bien el crecimiento en el conjunto de ambos meses fue inferior al observado en enero y febrero.

El índice de disponibilidades de bienes de equipo, elaborado con información parcial hasta marzo, ha mantenido un dinamismo notable en los primeros meses del año. El crecimiento acumulado en ese período, calculado sobre la serie corregida de efectos de calendario, fue del 10,3 %, y el indicador muestra una tendencia hacia una suave aceleración en los próximos meses. La evolución favorable de las disponibilidades descansa en el vigor de las importaciones y en la recuperación que ha experimentado la producción industrial de estos bienes desde el segundo semestre del año anterior. La cartera de pedidos del total de la industria, que proporciona información sobre las expectativas de demanda, intensificó su tendencia ascendente en abril, a lo que contribuyó la nueva mejora de los pedidos en el exterior.

La última información recibida respecto a los indicadores adelantados de la inversión en construcción tiende a prolongar la desaceleración de este componente de la demanda en los primeros meses de 2000. Las licencias y los visados de edificación han ralentizado su ritmo de avance, mientras que la licitación oficial continúa registrando caídas, aunque los últimos datos disponibles para el componente de obra civil reflejan cierta moderación en los descensos. No obstante, los indicadores contemporáneos de la actividad constructora, en particular los referidos a consumos intermedios, han dado claras muestras de recuperación. Así, la producción industrial de materiales de construcción se incrementó en marzo un 9,6 %, en tasa interanual, y el consumo aparente de cemento lo hizo en un 13,1 % en ese mismo mes. También el indicador de confianza de la industria de la construcción experimentó una considerable mejora en abril; en particular, las opiniones sobre la nueva contratación mejoraron sensiblemente, si bien las relativas a la producción se sitúan todavía por debajo de los niveles observados en 1999. Sin embargo, los indicadores de empleo en el sector han seguido perdiendo impulso en abril, mes en el que el número de afiliados a la Seguridad Social en la construcción moderó significativamente su ritmo de variación y el paro registrado recortó su ritmo de caída también de forma importante. Según la Encuesta de Población Activa (EPA), el número de ocupados en esta actividad se incrementó todavía a un ritmo interanual del 12 % en el primer trimestre.

Las últimas cifras aparecidas de comercio exterior, correspondientes al mes de febrero, confirman que las exportaciones de mercancías acentuaron su recuperación en los primeros meses del año 2000. En enero y febrero, el crecimiento de las exportaciones, en términos reales, fue del 14,4 %, casi un punto más que el alcanzado en el cuarto trimestre de 1999. Por áreas geográficas, las ventas a la UE intensificaron su tendencia expansiva, con fuertes avances en las exportaciones dirigidas a la práctica totalidad de los países europeos, mientras que las dirigidas a los mercados no comunitarios también registraron crecimientos abultados. Por su parte, las importaciones, que se habían ralentizado ligeramente en enero, volvieron a registrar un vigor notable en febrero, que fue común a la mayor parte de sus componentes. Las excepciones fueron las compras de productos energéticos, que se desaceleraron considerablemente, y las importaciones de bienes de consumo alimenticio, que registraron un pequeño descenso. A pesar del mayor empuje de las exportaciones, el elevado dinamismo de las importaciones en términos reales y el fuerte incremento que experimentaron los precios de importación hicieron que el déficit comercial registrase un nuevo deterioro en febrero; en los dos primeros meses del año 2000, el desequilibrio comercial se situó en 4.589 millones de euros, muy por encima de los 2.870 millones que alcanzó en el mismo período del año anterior. Los restantes saldos de la balanza por cuenta corriente, salvo la balanza de otros servicios, mejoraron, pero ello no impidió que el déficit por cuenta corriente alcanzara la cifra de 1.339 millones de euros, frente a los 164 millones de déficit acumulados en enero y febrero de 1999. El superávit de la cuenta de capital también acusó un retroceso significativo en ese período, hasta quedar situado en los 730 millones de euros.

En el mes de marzo, la actividad industrial prolongó el impulso que ha venido experimentando desde la segunda mitad de 1999, y que se generalizó a la gran parte de sus ramas de actividad. En ese mes, el índice de producción industrial registró una tasa de variación interanual del 9,9 %, alcanzando un 8,3 % en el conjunto del primer trimestre. La producción de bienes de equipo y de bienes intermedios se incrementó por encima del 10 %, mientras que la de bienes de consumo se debilitó, con la excepción de los bienes duraderos. Por su parte, el indicador de clima industrial se situó en abril tres puntos por encima del nivel alcanzado en marzo, acentuando la tendencia expansiva que inició en los últimos meses de 1999. En línea con la mejora de la actividad, el empleo en la industria ha ganado dinamismo, y tanto el número de ocupados, según datos de la EPA

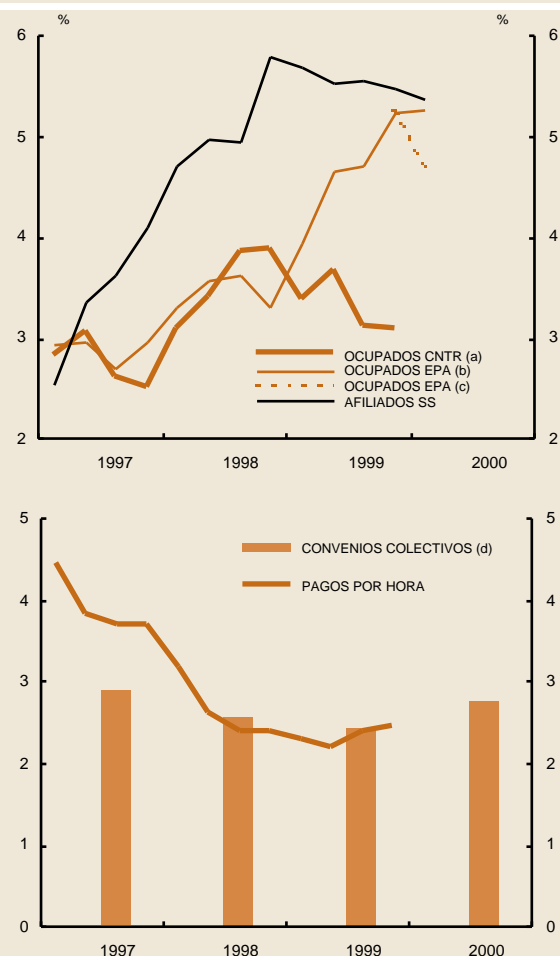
para el primer trimestre del año, como los afiliados, con información hasta abril, han reforzado sus ritmos de crecimiento.

Por lo que se refiere al mercado de trabajo, los últimos datos disponibles confirman que el empleo crece a buen ritmo, aunque con una cierta tendencia a moderar sus tasas de variación. Según datos de la EPA correspondientes al primer trimestre de 2000, que se analizan con mayor detalle en otro artículo de este Boletín, el número de ocupados aumentó un 5,3 % en ese período; corrigiendo el efecto derivado de la actualización de las secciones censales (1), el incremento fue del 4,7 %, tasa que apunta una cierta desaceleración en relación con el cuarto trimestre de 1999 (véase gráfico 2). El colectivo de asalariados continuó creciendo a un ritmo muy elevado (7,1 % según cifras actualizadas y 6,5 % según las corregidas), aunque también con menor vigor que el trimestre anterior. Otros indicadores de empleo, como las afiliaciones a la Seguridad Social o el paro registrado en las oficinas del INEM, mostraron un patrón de comportamiento similar. En abril, el número de afiliados aumentó un 5,4 %, tasa similar a la del primer trimestre, pero ligeramente inferior a la de los meses finales de 1999. En la misma línea, el paro registrado disminuyó en 50.000 personas en abril, situando el ritmo de caída interanual en el 7,6 %, el mejor registro del año, pero muy por debajo de las tasas observadas el año pasado. En cuanto al número de contratos registrados, en abril se firmaron 958.000 contratos, un 8,2 % menos que en igual período del año anterior. Este descenso en la contratación afectó a todas las categorías, con la excepción de los contratos indefinidos de carácter ordinario, que se incrementaron un 26,1 %, manteniendo la evolución muy positiva que mostraron en los meses anteriores. Finalmente, el aumento salarial medio pactado en los convenios registrados hasta el 30 de abril de 2000 se mantuvo estable en el 2,8 %, cifra que afecta ya a más de 4,5 millones de trabajadores, aunque el número de trabajadores sujetos a convenios de nueva firma es aún muy reducido.

Las cuentas del Estado evolucionaron muy favorablemente en abril, situándose en una línea que permitiría un holgado cumplimiento del objetivo de reducción del déficit público para el presente año. En el marco de la Contabilidad Nacional, la ejecución presupuestaria hasta dicho mes se saldó con un superávit de 1.036 mm de pesetas (1,1 % del PIB), lo que supone una mejora de 0,2 puntos porcentuales del PIB respecto a los cuatro primeros meses de 1999. Los ingresos aumentaron un 8,7 % hasta abril (8 % en el primer trimestre), destacando la fortaleza de los impuestos sobre el

GRÁFICO 2

**Empleo y salarios**  
Tasas de variación interanuales



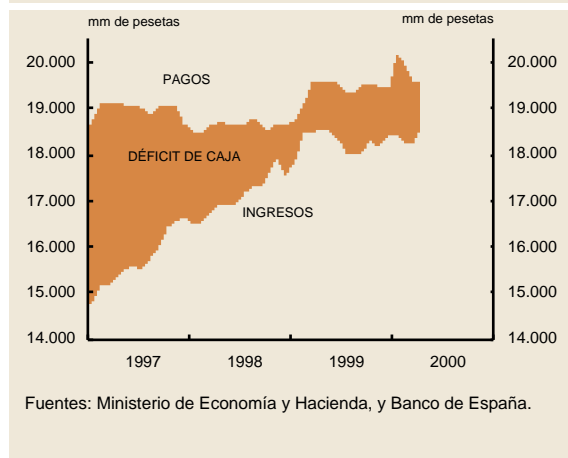
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Banco de España.  
 (a) Serie de datos brutos. Personas.  
 (b) Serie corregida del efecto del cambio censal 1995-1996.  
 (c) Serie correspondiente a la muestra no actualizada  
 (d) Sin incluir cláusula de salvaguarda. Para el año 2000, el dato corresponde a los convenios registrados hasta el 31 de marzo.

consumo, la producción y las importaciones. En concreto, el IVA creció un 16,7 % (21,7 % hasta marzo). Los gastos se desaceleraron en abril hasta el 6,2 % (8 % en el primer trimestre), debido a la reducción de los intereses devengados. En términos de caja, la ejecución presupuestaria hasta abril de 2000 se saldó con un

(1) El Instituto Nacional de Estadística (INE) ha actualizado en el primer trimestre de 2000 la muestra de secciones censales con las que elabora la Encuesta de Población Activa. Por esta razón, la comparación con datos de trimestres anteriores no es homogénea; no obstante el INE ha realizado un estudio paralelo de la EPA con la muestra sin actualizar, que puede considerarse homogénea en relación con el año 1999.

GRÁFICO 3

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



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

superávit de 42 mm de pesetas, frente al déficit de 41 mm acumulado en el mismo período de 1999 (véase gráfico 3). Los ingresos no financieros pasaron de registrar una caída del 2,7 %, en el primer trimestre, a un incremento del 2,5 % en el período enero-abril, mientras que los pagos no financieros redujeron su tasa de crecimiento en más de dos puntos, hasta el 1,3 %.

**2. EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS**

En abril, el índice de precios de consumo (IPC) volvió a situar su tasa de variación interanual en el 3 %, tras haberla reducido en marzo hasta el 2,9 % (véase gráfico 4). El índice de precios de los servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) también aumentó en una décima su tasa de variación, hasta el 2,2 %.

Por componentes, hay que destacar el repunte registrado por la tasa de variación de los precios de los servicios, que incrementaron en tres décimas su crecimiento interanual (hasta el 3,4 %). Esta subida fue, en parte, consecuencia de las alzas experimentadas por algunos precios del sector de hostelería y turismo, habituales en la Semana Santa, y que en 1999 tuvieron su reflejo en el mes de marzo. En cambio, los precios de los alimentos elaborados registraron un descenso en su tasa de variación interanual, por tercer mes consecutivo, hasta alcanzar el 0,8 %, observándose caídas en los precios del aceite de oliva y del vino. Los precios de los bienes industriales no energéticos, por su parte, estabilizaron su tasa de inflación en el 1,8 %, tres décimas más que en diciembre de 1999. Por último, entre los componentes menos estables del índice general, los alimentos no elaborados incrementaron su tasa de va-

riación interanual en 0,8 décimas, hasta el 1,8 %, mientras que los precios de los productos energéticos interrumpieron su tendencia ascendente, al caer dos puntos porcentuales su tasa interanual, que quedó situada en el 13,9 %. Cabe señalar, sin embargo, que las alzas de los precios de la gasolina en mayo hacen prever un nuevo repunte de la tasa interanual del componente energético en este mes.

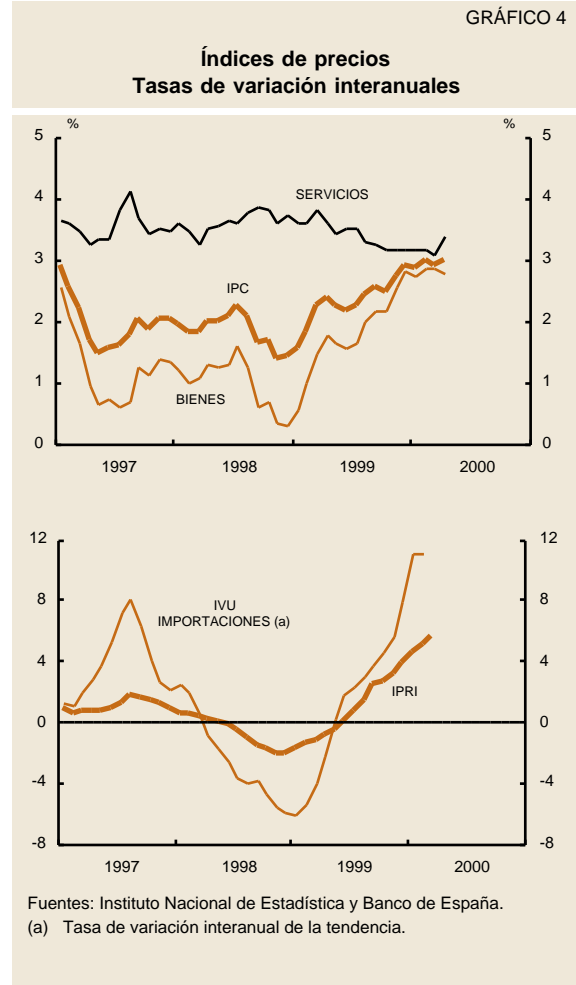
El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) mantuvo en abril su tasa de crecimiento interanual en el 3 %. Sin embargo, en el conjunto de la UEM los precios de consumo moderaron su tasa de variación en dos décimas, hasta el 1,9 %. En consecuencia, el diferencial de inflación con esta zona se amplió hasta 1,1 puntos porcentuales, desde el 0,9 en marzo. Por componentes, se registraron aumentos en el diferencial de los precios de los bienes energéticos y de los servicios, manteniéndose estables el correspondiente a los alimentos no elaborados y a los bienes no energéticos.

Los precios industriales acentuaron su ritmo de avance en el mes de marzo, mes en el que la tasa de variación interanual del índice general fue del 5,7 %, seis décimas más que la alcanzada en febrero. De nuevo, el fuerte aumento de los precios de los bienes intermedios, especialmente de los energéticos, provocó el deterioro del índice general. En el resto de bienes, los precios de los bienes de consumo se incrementaron en una décima, mientras que los precios de los bienes de equipo experimentaron una ligera desaceleración.

Finalmente, el índice de valor unitario de las exportaciones totales intensificó en febrero su tasa de variación interanual hasta el 8 %, debido, fundamentalmente, al fuerte repunte de los precios de los bienes de equipo, que se incrementaron en un 20 %. Por su parte, los precios de las importaciones, aunque moderaron algo su ritmo de avance, siguieron registrando crecimientos elevados. En concreto, el IVU de las importaciones no energéticas se incrementó un 3,1 % en febrero, mientras que el IVU de los bienes intermedios energéticos registró un aumento del 148,4 % en dicho mes.

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

La última información disponible acerca de la evolución económica mundial señala la consolidación de una etapa de notable crecimiento económico en la mayor parte de las áreas geográficas. Los principales riesgos para las perspectivas económicas globales proceden de la existencia de presiones inflacionistas vincula-



das al comportamiento de los precios del petróleo y a la fortaleza de la demanda en las economías más avanzadas en el ciclo.

De acuerdo con los datos preliminares publicados, el PIB de Estados Unidos creció en el primer trimestre del año un 5 % con respecto al mismo período de 1999, como consecuencia de una mayor contribución de la demanda interna y de una aportación menos negativa de la demanda exterior en relación con la de los trimestres anteriores. En tasa interanual, todos los componentes de la demanda privada intensificaron su ritmo de expansión, siendo especialmente destacable la aceleración de la inversión productiva privada. Adicionalmente, la menor contribución negativa de la demanda exterior al producto fue resultado del mayor vigor de las exportaciones, ya que las importaciones mantuvieron estable su tasa de crecimiento. En este contexto de fortaleza de la demanda, la pujanza que siguen mostrando los salarios no impidió que los costes laborales unitarios continuaran expandiéndose a tasas muy reducidas, gracias a las elevadas ganancias de productividad alcanzadas. No obstante, la tasa de crecimiento del deflactor del PIB experimentó un



avance adicional en este período, hasta situarse en el 1,8 %.

Los indicadores más recientes, aunque todavía escasos, referidos al segundo trimestre del año, señalan el mantenimiento del fuerte ritmo de expansión económica y un tensionamiento adicional en el mercado de trabajo, que se pone de manifiesto en el descenso de la tasa de paro hasta el 3,9 % de la población activa en el mes de abril. Por su parte, el ritmo de avance interanual del IPC se moderó en abril hasta el 3 % (3,7 % en marzo), debido a la desaparición parcial del efecto base sobre la tasa asociado al alza de los precios del petróleo que tuvo lugar a partir de marzo de 1999, y a la reversión del impacto alcista generado por el cambio metodológico que se realizó en el índice en abril del año pasado. Finalmente, el indicador que excluye los precios de los alimentos y de los bienes energéticos atemperó su ritmo de expansión en dos décimas, hasta el 2,2 %, aunque mantiene una tendencia ascendente desde principios de año. Esta pauta, junto con la ausencia de signos de moderación de la demanda y la percepción de que esta sigue aumentando a ritmos superiores a los del producto potencial —a pesar de las fuertes ganancias de productividad registradas—, condujo a la Reserva Federal a intensificar el grado de restricción monetaria, elevando, el 16 de mayo, el tipo de interés objetivo de los fondos federales en medio punto porcentual, hasta el 6,5 %, rompiendo con el gradualismo aplicado en las subidas de tipos precedentes.

En Japón, los indicadores disponibles referidos al primer trimestre del año confirman, por una parte, la mejoría de la producción industrial y de las exportaciones, y, por otra, la persistencia de la debilidad del consumo privado, asociada a la continuidad de la tendencia deflacionista de los precios de consumo y al deterioro de las condiciones del mercado de trabajo. En el Reino Unido, el PIB creció un 3,1 % en tasa interanual en el primer trimestre del año (0,5 % en términos intertrimestrales), una décima superior a la tasa del cuarto trimestre de 1999. No obstante, la composición del crecimiento entre ambos trimestres difiere notablemente, ya que en el primer trimestre de 2000 se ha conjugado un importante avance de las exportaciones, a pesar de la apreciación de la libra en términos efectivos, con una moderación en el crecimiento de la demanda nacional. La evolución dispar de la actividad en los servicios —en clara expansión— y en la industria —con un tono mucho más débil—, la existencia de riesgos al alza sobre la evolución de los precios a medio plazo y la evolución de la libra configuran un escenario complejo para la instrumentación de la política monetaria.

En los mercados financieros internacionales, la rentabilidad de la deuda a diez años de Estados Unidos ha repuntado aproximadamente en medio punto porcentual entre mediados de abril y mediados de mayo, lo que ha supuesto un aumento del diferencial frente a los bonos del área del euro de una magnitud cercana a los 30 puntos básicos. En cuanto a los mercados de renta variable, los índices Dow Jones y NASDAQ han mostrado en las últimas semanas un comportamiento caracterizado por oscilaciones relativamente elevadas, con una tendencia descendente a partir de mediados de mayo. Por su parte, el índice Nikkei de la bolsa japonesa ha sufrido una caída del 18,2 % entre el 12 de abril (fecha en que la fase alcista que se iniciara en octubre de 1998 alcanzó su máximo relativo) y el 18 de mayo, en parte como resultado de un cambio reciente en la composición del índice (en el que ahora tienen una ponderación mayor los valores tecnológicos). De este modo, el descenso del índice más amplio TOPIX ha sido tan solo del 6 %, aproximadamente, en ese período. En los mercados de divisas, los días centrales de abril y mayo, el dólar se apreció frente a las principales monedas, particularmente respecto al euro y a la libra, aunque esta tendencia se invirtió al final del período.

La estimación final de la contabilidad nacional del área del euro, relativa al último trimestre de 1999, ha supuesto una revisión al alza de una décima de la tasa interanual de crecimiento de este período (hasta el 3,1 %), así como de la tasa media del año (hasta el 2,4 %). Por componentes, destaca la mayor fortaleza de la inversión bruta en capital fijo y del consumo público, en el conjunto del año, y de las exportaciones, en el último trimestre. En términos de aportaciones al crecimiento, resalta el aumento de la contribución positiva de las exportaciones netas, especialmente en el último trimestre de 1999. Los indicadores económicos más recientes del área muestran una continuación de la fase de expansión de la actividad. En la vertiente de la oferta, la tasa de desempleo sigue descendiendo y el indicador de confianza industrial experimentó una nueva mejora en abril (véase cuadro 1), que, si bien afectó a todos sus componentes, fue particularmente intensa en el caso de la cartera de pedidos procedentes del exterior. Desde la óptica de la demanda, la confianza de los consumidores permaneció estable en abril y la utilización de la capacidad productiva aumentó de nuevo en el segundo trimestre.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la tasa interanual de variación del IAPC (véase gráfico 5) en el mes de abril fue del 1,9 %, dos décimas por debajo de la registrada en el mes precedente. El descenso en el ritmo de aumento de los precios de consumo

CUADRO 1

## Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	1999		2000			
	DIC	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY (c)
<b>ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):</b>						
Índice de Producción Industrial	5,0	3,2	5,5	5,0		
Comercio al por menor	2,2	2,0	2,7			
Matriculaciones de turismos nuevos	-2,4	0,8	4,7	-1,0		
Confianza de los consumidores	-1	-1	0	4	5	
Confianza industrial	0	1	3	1	3	
IAPC	1,7	1,9	2,0	2,1	1,9	
<b>VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):</b>						
M3	6,2	5,3	6,1	6,5		
M1	9,8	9,1	10,4	9,9		
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	8,1	7,4	7,9	7,7		
<i>AAPP</i>	1,8	1,5	0,9	-1,3		
<i>Otros sectores residentes</i>	10,5	9,5	10,4	10,9		
EONIA	3,04 %	3,04 %	3,28 %	3,51 %	3,68 %	3,96 %
EURIBOR a tres meses	3,45 %	3,34 %	3,54 %	3,75 %	3,93 %	4,30 %
Rendimiento bonos a diez años	5,30 %	5,70 %	5,66 %	5,49 %	5,41 %	5,58 %
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	1,06	1,08	0,97	0,88	0,64	0,97
Tipo de cambio dólar/euro	1,011	1,014	0,983	0,964	0,947	0,903
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	39,5	-4,1	6,8	6,0	2,9	4,0

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.

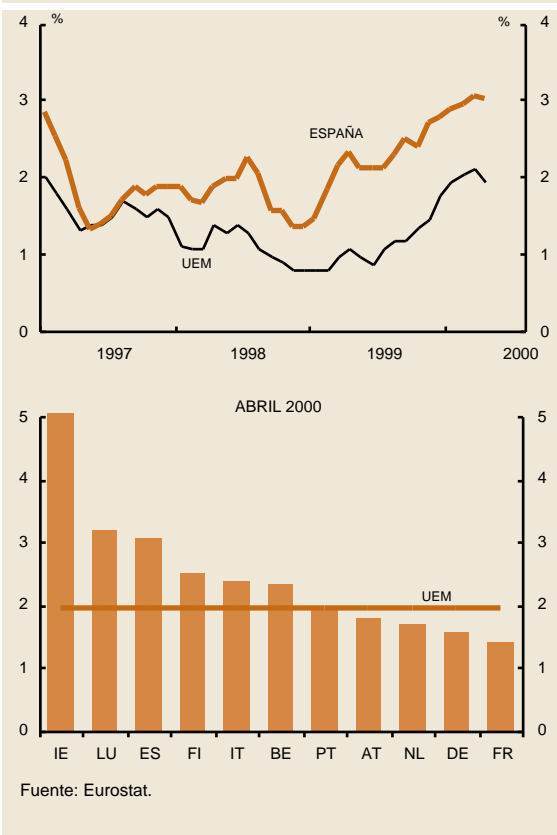
del área resulta atribuible, básicamente, al comportamiento del componente de bienes industriales energéticos, cuyos precios crecieron un 10,5 % interanual (frente al 15,3 % de marzo). La desaceleración de los precios de estos bienes se debió, en parte, a la moderación del efecto base asociado a la evolución del subíndice en niveles a lo largo de 1999, a la desaparición del impacto alcista derivado de la introducción, en abril de 1999 en Alemania, de un impuesto sobre el consumo de energía y, por último, a la disminución en Italia de los impuestos indirectos sobre los carburantes. Por el contrario, en abril se aceleraron los precios de los alimentos no elaborados y de los servicios. En este último caso, destacan las alzas de precios en las rúbricas relacionadas con el turismo, que recogen el efecto de la Semana Santa, y en los precios del transporte aéreo y marítimo, que estarían reflejando el aumento de los costes de la energía. En las últimas semanas, la evolución de los dos factores principalmente responsables del deterioro de la situación inflacionista del área (el tipo de cambio del euro y el precio del petróleo en dólares) ha sido desfavorable. En efecto, por un lado, en los mercados de divi-

pecto a las principales monedas (véase gráfico 7), lo que determinó que el índice del tipo de cambio efectivo nominal frente a los países desarrollados se situara a mediados de mayo casi un 4 % por debajo del nivel medio mensual alcanzado en marzo. Por otro lado, el precio del barril de petróleo Brent ha aumentado de modo sostenido desde la segunda semana de abril, hasta situarse por encima de los 28 dólares a mediados de mayo, invalidando las expectativas reinantes a comienzos de abril, que suponían el mantenimiento del precio en la parte inferior de la banda de 22-28 dólares fijado por el cártel.

En el escenario económico descrito anteriormente para el mes de abril y la parte transcurrida de mayo, los ritmos de crecimiento de los agregados monetarios y crediticios de la zona del euro continuaron siendo relativamente elevados y persistió la debilidad del euro frente al dólar, manteniéndose, de esta forma, los riesgos de que la inflación pudiera situarse a medio plazo por encima del objetivo definido en la estrategia de política monetaria del Eurosistema. Al cierre de este artículo, no obstante, el euro experimentaba una clara recuperación.

GRÁFICO 5

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



El Consejo de Gobierno del BCE aumentó el día 27 de abril, por tercera vez en lo que va de año, los tipos de interés de las operaciones principales de financiación y de las facilidades permanentes de crédito y de depósito, en una cuantía de 25 puntos básicos, con lo que se situaron, al final del período que se analiza, en el 3,75 %, el 4,75 % y el 2,75 %, respectivamente (véase gráfico 6).

Los tipos de interés del mercado monetario mostraron una continuada tendencia ascendente a lo largo de este período, en respuesta, principalmente, a las expectativas de aumentos de los tipos oficiales por parte del Eurosistema. El tipo de interés a un día, medido por el EONIA (*European Overnight Index Average*), se situó por encima del tipo de interés aplicado a las operaciones principales de financiación durante casi todo el período, distanciándose de forma más significativa en los días previos a la elevación del tipo de intervención; posteriormente, en la medida en que continuaron las expectativas de nuevos incrementos, este tipo de interés se mantuvo entre 15 y 25 puntos básicos por encima del tipo oficial. Así, por ejemplo, en las tres primeras semanas del mes de mayo el tipo EONIA medio era casi un 4 %, pese a que, en

las subastas de las operaciones principales de financiación, el Eurosistema concedió liquidez al 3,75 %. Los tipos interbancarios siguieron una evolución similar, de forma que, al final del período que se analiza, se situaban entre el 4,2 % y el 4,9 % en los plazos entre uno y doce meses, lo que representa aumentos en torno a 40 y 50 puntos básicos, en relación con los niveles alcanzados a finales de marzo. Por su parte, los tipos de interés negociados en el mercado de futuros y los implícitos en el mercado de contado reflejaron una revisión al alza (superior a 50 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).

Por su parte, los tipos de interés a largo plazo también mostraron una evolución ascendente, tras la tendencia decreciente que predominó en marzo. Este curso respondió, principalmente, a la persistencia de unas expectativas favorables de crecimiento económico en la UEM y, en cierta medida, al comportamiento de los mercados de deuda norteamericanos en este período, en los que se observó un significativo aumento de los tipos de interés. A mediados de mayo, el tipo de interés a diez años en la UEM se situaba en torno al 5,6 %, casi 20 puntos básicos por encima del nivel alcanzado a finales de marzo. En conjunto, se produjo una reducción de la pendiente de la curva de rendimientos, dado que los movimientos de los tipos de interés fueron más significativos en los plazos cortos, y el diferencial de tipos a largo plazo frente a Estados Unidos aumentó, situándose en mayo, en términos medios mensuales, alrededor de 100 puntos básicos (véase cuadro 1).

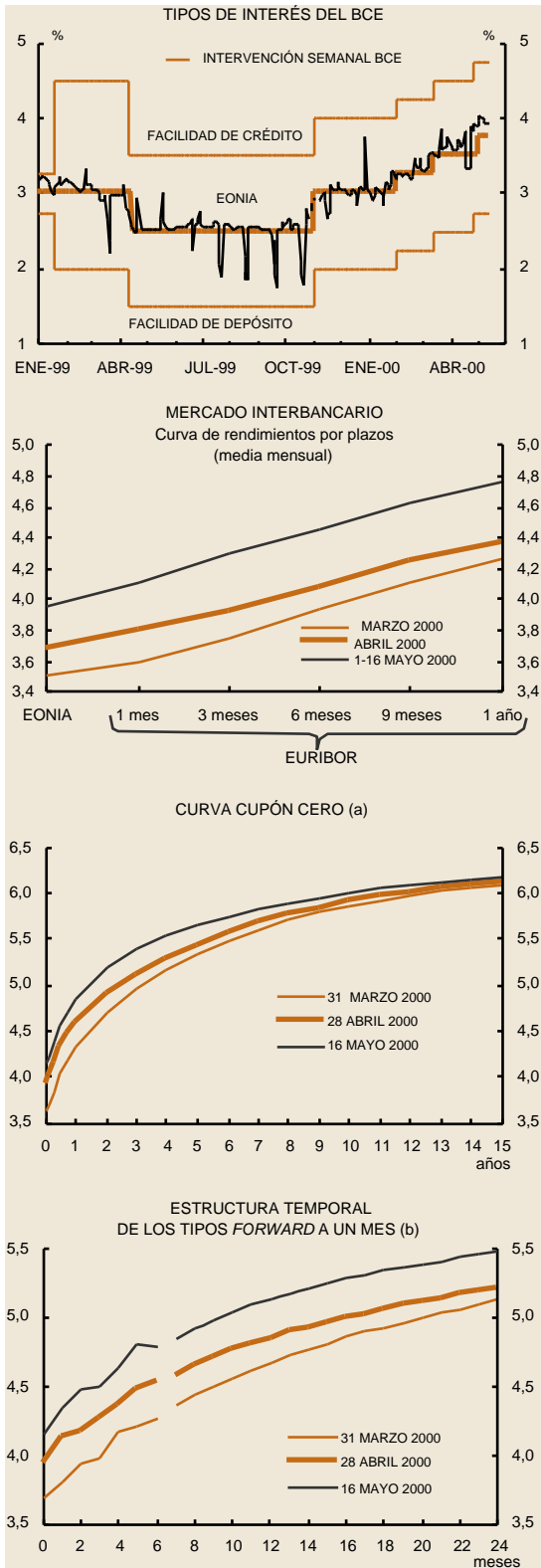
En los mercados de renta variable de la zona del euro, se observó una alta volatilidad, influidas por un entorno de fuerte crecimiento económico, pero también por la disminución de las cotizaciones de algunas empresas, especialmente en los sectores tecnológicos. Esto determinó que, a pesar del contexto de recuperación económica en la UEM, el índice Dow Jones EURO STOXX amplió terminara situado, a mediados de mayo, alrededor de un 2 % por debajo del nivel alcanzado al final de marzo. Con ello, en la parte transcurrida del año su revalorización acumulada ha sido del 4 %.

Por lo que se refiere a la evolución de los agregados monetarios y crediticios, los datos disponibles más recientes, correspondientes a marzo, muestran una nueva aceleración del crecimiento interanual de M3 y del crédito al sector privado, que revela que la desaceleración observada en enero fue transitoria. Así, el agregado M3 creció en marzo, en términos interanuales, un 6,5 %, con lo que la media móvil



GRÁFICO 6

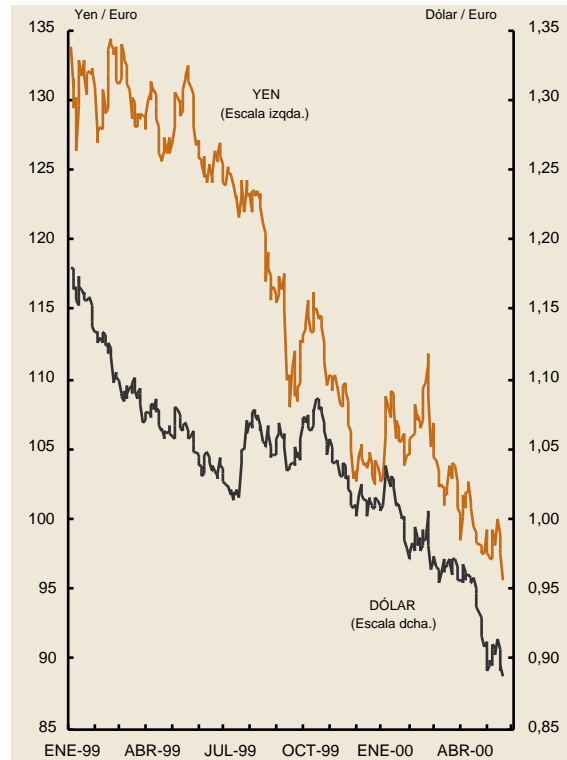
## Tipos de interés en la zona del euro



(a) Estimación con datos del mercado monetario y de swaps.  
 (b) 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.

de los incrementos interanuales de los últimos tres meses fue del 6 %, próxima a la obtenida para el mes anterior y superior en 1,5 puntos porcentuales al valor de referencia definido en la estrategia de política monetaria del BCE. Por componentes, se observa que la reciente aceleración de M3 tuvo lugar en paralelo al impulso experimentado por los depósitos a plazo hasta dos años y al renovado dinamismo de las cesiones temporales. El agregado M1, que incluye el efectivo y los depósitos a la vista, aumentó en marzo a una tasa interanual próxima al 10 %, algo inferior a la del mes precedente, pero todavía elevada en relación con el ritmo de crecimiento del PIB nominal.

Por lo que se refiere a los créditos concedidos por las IFM, la financiación total otorgada a los sectores residentes en la zona del euro se incrementó en marzo un 7,7 % en términos interanuales, ligeramente por debajo del 7,9 % alcanzado en el mes anterior. Esta evolución fue resultado de la notable contracción de la financiación a las AAPP, que se reflejó en una reducción interanual del -1,3 % (0,9 % en febrero), mientras que el crédito al sector privado se aceleró, de nuevo, hasta el 11 % (10,4 % en

## Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1997	1998	1999	2000				
	DIC	DIC	DIC	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY (a)
<b>BANCARIOS:</b>								
Tipo sintético pasivo	3,22	2,06	1,98	1,97	2,06	2,17	2,22	...
Tipo sintético activo	6,54	5,15	5,03	5,08	5,30	5,55	5,51	...
<b>TESORO:</b>								
Subasta de letras a doce meses (b)	4,47	2,95	3,75	3,87	3,95	4,14	4,32	4,63
Subasta de bonos a tres años	4,90	3,54	4,56	4,83	5,04	5,02	4,81	5,20
Subasta de obligaciones a diez años	5,78	4,32	5,38	5,79	5,77	5,73	5,42	5,71
<b>MERCADOS SECUNDARIOS (c):</b>								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,50	2,88	3,60	3,58	3,83	3,93	4,12	4,44
Deuda pública a diez años	5,64	4,08	5,37	5,76	5,73	5,55	5,45	5,66
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,31	0,20	0,19	0,20	0,22	0,21	0,22	0,26
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	42,22	37,19	16,22	-3,36	11,42	7,48	3,81	-5,14
Diferencial pagarés de empresa con letras del Tesoro	0,15	0,33	0,17	0,33	0,27	0,24	...	...
Diferencial obligaciones privadas con deuda pública a más de dos años	0,17	0,58	0,21	0,26	0,12	0,00	...	...

Fuente: Banco de España.

(a) Media de datos diarios, hasta el 23 de mayo.  
(b) Tipo de interés marginal.  
(c) Medias mensuales.  
(d) Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

febrero). En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la posición acreedora de las IFM frente al exterior disminuyó en este mes en 68 mm de euros, de forma que, en términos acumulados de los últimos doce meses, la posición neta de las IFM frente al exterior se redujo en 188 mm de euros. Por último, la tasa de aumento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM descendió en el mes analizado hasta el 4,5 % (5 % en febrero).

#### 4. FLUJOS Y MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

La evolución reciente de los mercados financieros nacionales ha estado condicionada por las expectativas de aumento del tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Aunque estas expectativas se materializaron el día 27 de abril, cuando el BCE decidió elevar este tipo en 25 puntos básicos, durante el mes de mayo los mercados han seguido descontando elevaciones adicionales. Con anterioridad a esta decisión, al igual que en el resto de los mercados financieros de la zona del euro, las rentabilidades negociadas en los mercados a largo plazo se mantuvieron relativamente estables, mientras que los tipos de

interés a corto plazo mostraron una evolución ascendente. Comparando la media de los tipos de interés vigente en mayo, hasta el día 23, con la del mes de marzo, se observa que los tipos de las letras del Tesoro en el mercado secundario aumentaron 51 puntos básicos, mientras que los rendimientos de la deuda pública a diez años se incrementaron en 11 puntos básicos en el mismo período (véase cuadro 2). Por su parte, el diferencial de la deuda española a diez años frente al bono alemán se elevó ligeramente en mayo, situándose en 26 puntos básicos.

Respecto a la evolución de los tipos bancarios, la última información disponible, correspondiente al mes de abril, refleja cierta ralentización en el proceso de subida de los tipos de interés que las entidades de crédito españolas aplican a su clientela en las nuevas operaciones de crédito y de depósito. Así, el tipo de interés sintético del crédito mostró una pequeña reducción, en relación con el mes anterior, situándose en el 5,5 %, mientras que el correspondiente a las operaciones de depósito aumentó ligeramente, hasta alcanzar el 2,2 %. Con ello, los incrementos acumulados de los tipos de interés sintéticos de activo y de pasivo

CUADRO 3

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

	2000	1998	1999	2000		
	MAR (b)	DIC	DIC	ENE	FEB	MAR
1. Activos financieros líquidos (2 + 3) = (4 + 7)	555,8	5,4	3,6	2,3	2,4	3,9
2. Medios de pago	269,1	14,8	11,9	10,5	12,2	11,9
3. Otros activos financieros	286,7	-1,1	-3,1	-4,2	-5,3	-2,6
4. Familias (5 + 6)	448,5	3,6	0,7	-0,7	-0,9	0,7
5. Medios de pago	203,6	8,9	13,9	12,1	12,6	12,0
6. Otros activos financieros	244,8	0,4	-8,2	-9,2	-9,8	-7,2
7. Empresas no financieras (8 + 9)	107,3	15,3	18,5	17,6	19,1	20,1
8. Medios de pago	65,5	36,7	6,2	5,6	11,1	11,4
9. Otros activos financieros	41,9	-13,5	44,7	42,7	34,6	36,9
PRO MEMORIA:						
10. Fondos de inversión (11 a 13) (c)	189,7	39,3	-2,7	-12,1	-9,9	-9,6
11. FIAMM	36,5	-10,3	-8,4	-7,8	-8,1	-8,8
12. FIM de renta fija	70,4	25,5	-26,3	-31,4	-37,1	-32,1
13. Resto de fondos de inversión	82,8	24,1	32,0	27,1	35,3	31,2

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.

desde finales de 1999 ascienden a 0,50 y 0,25 puntos porcentuales, respectivamente.

En la parte transcurrida de mayo, los mercados bursátiles nacionales se han caracterizado por un retroceso de las cotizaciones y por el aumento de la volatilidad de los precios. Ello ha estado propiciado, en un primer momento, por el endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal y, posteriormente, por la realización de ciertas operaciones de fusiones y adquisiciones en el sector de telecomunicaciones. Con la información disponible hasta el día 23 de mayo, el Índice General de la Bolsa de Madrid mostraba una caída, en torno al 5 %, respecto al nivel alcanzado a finales del pasado año.

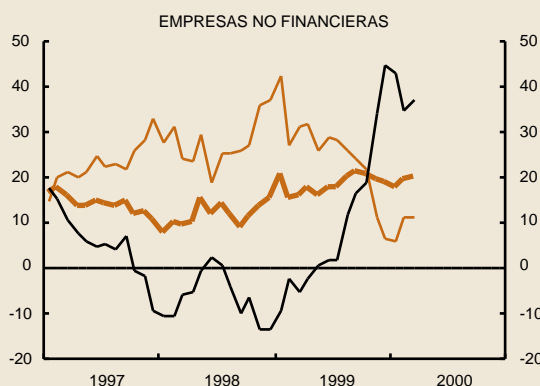
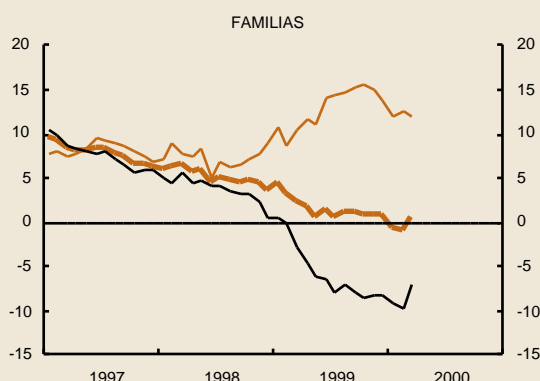
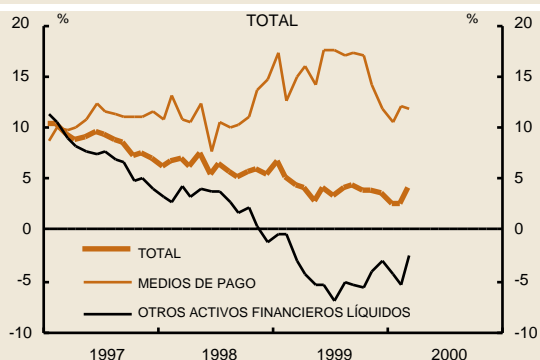
En este entorno financiero, los activos financieros líquidos de las empresas no financieras y de las familias (AFL) experimentaron un crecimiento interanual cercano al 4 % en el mes de marzo, algo más de un punto superior al registrado el mes anterior. Como se observa en el cuadro 3 y en el gráfico 8, si bien se mantuvieron las tendencias observadas en meses anteriores de incrementos altos y sostenidos de los medios de pago y disminuciones del resto de los activos financieros líquidos, el repunte de la liquidez en marzo se debió a este segundo componente, cuyo saldo mostró una caída neta

sensiblemente inferior a las observadas en meses anteriores; por su parte, los medios de pago presentaron un ritmo de expansión similar al de meses precedentes, con una tasa de variación interanual del 12 %.

El análisis por instrumentos de ambos grupos de activos señala un cierto desplazamiento en las carteras de los agentes privados nacionales hacia activos financieros de mayor plazo o riesgo, en detrimento de la toma de posiciones muy líquidas. Así, frente a la desaceleración del efectivo y de los depósitos a la vista, los depósitos a plazo experimentaron una evolución ascendente. Por su parte, los fondos de inversión incluidos en los activos financieros líquidos —FIAMM y FIM de renta fija— continuaron desacelerándose, si bien hay que señalar una ligera moderación en el proceso de disminución del patrimonio de ambos tipos de fondos, en comparación con el mes anterior. Asimismo, el patrimonio del resto de los fondos —básicamente, los fondos de renta variable y los internacionales— mostró un menor dinamismo, aunque en los últimos doce meses aumentó en más de 30 mm de euros. De acuerdo con la información disponible, mientras que el patrimonio de los fondos de renta variable experimentó una variación prácticamente nula, el correspondiente a los fondos internacionales se expandió a un fuerte ritmo, como consecuencia

GRÁFICO 8

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



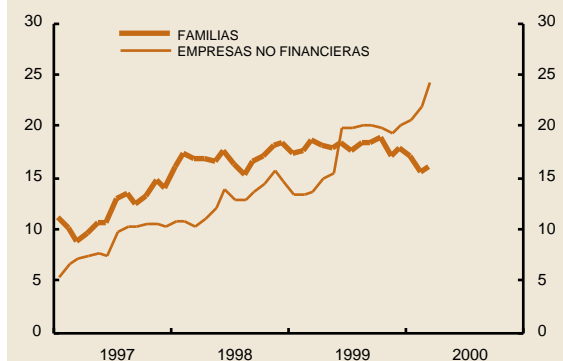
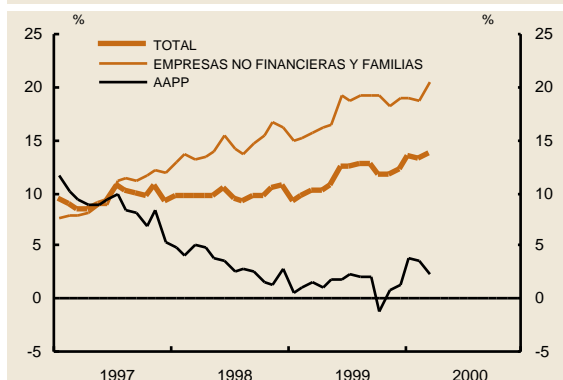
Fuente: Banco de España.

del fortísimo 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 marzo un 9 %, que es una tasa más acorde que la de los AFL con el ritmo de expansión del gasto nominal de la economía española.

Analizando la evolución de los activos financieros líquidos por sectores, en el caso de las familias se observa un mayor crecimiento de los activos financieros líquidos, cuya tasa interanual en marzo se situó cerca del 1 %, frente a

GRÁFICO 9

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



Fuente: Banco de España.

las tasas de expansión negativas registradas desde comienzos de año. Este crecimiento se desglosa en un avance de los medios de pago del 12 %, ligeramente inferior al del mes anterior, como resultado del menor ritmo de avance de los depósitos bancarios —a la vista y de ahorro—. Respecto al resto de activos financieros líquidos en poder de las familias, la suavización de su tasa de crecimiento negativa (-7 %) se explica, básicamente, por la desaceleración del ritmo de caída de las participaciones en FIAMM y FIM, y el mantenimiento de la expansión de los depósitos a plazo.

Por lo que respecta a las empresas no financieras, en línea con los meses precedentes, su cartera de activos financieros experimentó un nuevo avance, pasando del 19 % en febrero al 20 % en marzo. Mientras que los medios de pago mostraron un crecimiento similar al del mes anterior, con una tasa interanual en torno al 11 %, el componente de los otros activos líquidos registró una expansión superior, alcanzando una tasa de variación interanual en este último mes del 37 % (35 % en febrero), fruto, principalmente, del notable incremento de los depósitos a plazo y las cesiones temporales.

CUADRO 4

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

	2000	1998	1999	2000		
	MAR (b)	DIC	DIC	ENE	FEB	MAR
1. Financiación total (2 + 5)	936,8	10,7	12,3	13,4	13,2	13,7
2. Empresas no financieras y familias (3 + 4)	621,1	16,2	19,0	19,0	18,9	20,5
3. Familias	272,7	18,3	17,7	17,0	15,3	15,9
4. Empresas no financieras	348,5	14,5	20,0	20,7	21,8	24,3
5. Administraciones Públicas	315,7	2,8	1,3	4,0	3,5	2,4

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.

La información provisional disponible para el mes de abril muestra una nueva aceleración en el ritmo de crecimiento de los activos financieros líquidos, con una tasa de expansión interanual cercana al 6 %. A diferencia del mes anterior, este aumento de la liquidez se explica por el avance tanto de los medios de pago como de los otros activos financieros líquidos. En el caso de los primeros, su expansión ha estado impulsada por el comportamiento alcista del efectivo y de los depósitos a la vista. Por su parte, los otros activos financieros líquidos mostraron una variación prácticamente nula, explicada, básicamente, por la moderación del ritmo de caída de las participaciones en los fondos de inversión.

En marzo, la financiación total concedida a los sectores residentes se expandió a una tasa interanual cercana al 14 % (véase cuadro 4). Al igual que en meses anteriores, esta evolución fue el resultado del elevado crecimiento de la financiación concedida a las empresas no financieras y a las familias (por encima del 20 % en marzo, en términos interanuales), mientras que la financiación otorgada a las Administraciones Públicas mostró una sensible moderación respecto a los primeros meses del año. En línea con las pautas de comportamiento de meses precedentes, la financiación concedida a las empresas no financieras tuvo un dinamismo muy superior a la recibida por las familias, de forma que las respectivas tasas de expansión interanual en marzo se situaron en el 24 % y

16 % (véase gráfico 9). Estos ritmos de crecimiento representan, en el caso de las familias, una moderación en relación con 1999, que podría asociarse al encarecimiento del crédito. Por su parte, la financiación a empresas ha mostrado una aceleración a lo largo del año y, en especial en este último mes, como resultado de los mayores fondos obtenidos a través de las entidades de crédito residentes, mientras que los recursos captados mediante la emisión de valores de renta fija a largo plazo se redujo notablemente respecto al mes anterior. La información provisional referente al mes de abril muestra un repunte de la financiación recibida por el conjunto de empresas no financieras y familias, con tasas de crecimiento superiores al 21 %.

Finalmente, en marzo la financiación recibida por las Administraciones Públicas se moderó, en relación con los meses precedentes, con un crecimiento interanual del 2,4 %. Como ya se comentó en informes anteriores, esta desaceleración era esperada, pues las tasas de crecimiento más altas observadas a comienzos de año estaban ligadas al mayor déficit público derivado de la concentración de pagos por intereses en ese período. Por instrumentos, tuvo lugar una disminución del ritmo de crecimiento de los saldos de valores a medio y largo plazo, al tiempo que los relativos a los valores a corto plazo y al crédito bancario continuaron contrayéndose.

26.5.2000.