

---

## Evolución reciente de la economía española

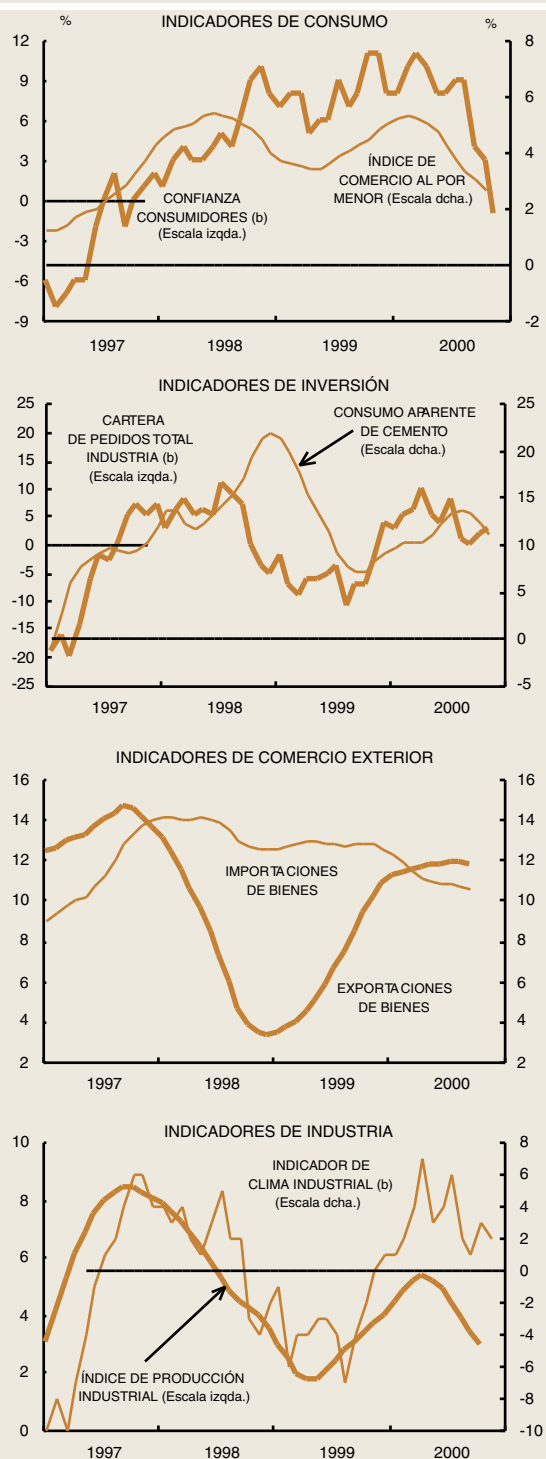
### 1. EVOLUCION DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

Según las cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) correspondientes al tercer trimestre de 2000, la economía española se ha desacelerado ligeramente en ese período, manteniendo, en cualquier caso, un ritmo de crecimiento elevado. Tras aumentar un 4,2 % en el primero y segundo trimestres, el producto interior bruto (PIB) real creció un 4,1 % en el tercero, todavía por encima de la tasa media de variación alcanzada en 1999 (4 %). Detrás de esta cifra se encuentra un menor dinamismo de la demanda nacional, debido a un avance más moderado tanto del consumo final como de la formación de capital, que, no obstante, se ha visto parcialmente compensado por una menor aportación negativa del saldo exterior neto al crecimiento del PIB: -0,1 puntos porcentuales, frente a los -0,3 puntos del segundo trimestre. Por ramas de actividad, cabe señalar la contención en el ritmo de crecimiento experimentada por la actividad en la industria y los servicios, y el avance más decidido de la producción energética y de la construcción. El empleo también suavizó muy levemente su ritmo de expansión, manteniéndose la tasa de crecimiento de la productividad aparente del trabajo en niveles similares a los del segundo trimestre. Por último, el deflactor de la demanda final aumentó un 4,8 %, igual que en el trimestre anterior, al desacelerarse el deflactor de las exportaciones, compensando así el mayor crecimiento del deflactor del consumo.

La mayor parte de los indicadores referidos al consumo privado, con información relativa en su mayor parte al cuarto trimestre, mantienen un perfil de desaceleración. En este sentido, el índice general de ventas del comercio al por menor registró una caída del 0,1 %, en términos reales, en octubre, en relación con el mismo mes del año anterior. El indicador de confianza del comercio minorista continuó su senda descendente en noviembre, tanto en lo relativo a las opiniones sobre compras a proveedores como, en menor medida, al volumen de negocios. En ese mismo mes, el indicador de confianza de los consumidores experimentó un retroceso (véase gráfico 1), debido, fundamentalmente, a una menor inclinación hacia la compra de bienes de consumo duradero, y, en menor medida, a un ligero empeoramiento en cuanto a la percepción de la situación actual y futura de los hogares. Estos datos se mantienen en línea con la evolución del índice de disponibilidades de bienes de consumo, que en el tercer trimestre creció tan solo un 0,3 % en tasa interanual. En ese período, el consumo de bienes alimenticios consolidó la tendencia de recuperación que habían iniciado en el segundo tri-

GRÁFICO 1

Indicadores de demanda y actividad (a)



Fuentes: Comisión de la Unión Europea, Instituto Nacional de Estadística, 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.

mestre, aunque manteniendo un ritmo de avance muy modesto, mientras que los no alimenticios prolongaron su perfil de desaceleración, siendo lo más relevante el notable debilitamiento de las disponibilidades de los bienes de consumo duradero, que cayeron un 1,3 % en dicho trimestre. Este retroceso queda confirmado por las matriculaciones de automóviles, que, tras la fuerte contracción experimentada en octubre, descendieron un 10,4 %, en tasa interanual, en noviembre; con ello, en lo que va de año, han acumulado una caída del 0,5 %, frente a un incremento del 17,1 % en el conjunto de 1999.

La información disponible sobre la evolución de la inversión en bienes de equipo se refiere todavía, básicamente, al tercer trimestre. En ese período, el índice de disponibilidades de estos bienes mantuvo una tendencia de suave desaceleración, que han confirmado los datos, aún incompletos, del mes de octubre. Dentro de los componentes de este índice cabe destacar el fortalecimiento de las importaciones y el menor vigor mostrado por la producción interior, tras las elevadas tasas registradas en la primera mitad del año. Por tipos de bienes, las disponibilidades de material de transporte conservan un dinamismo muy superior al del resto de bienes de equipo.

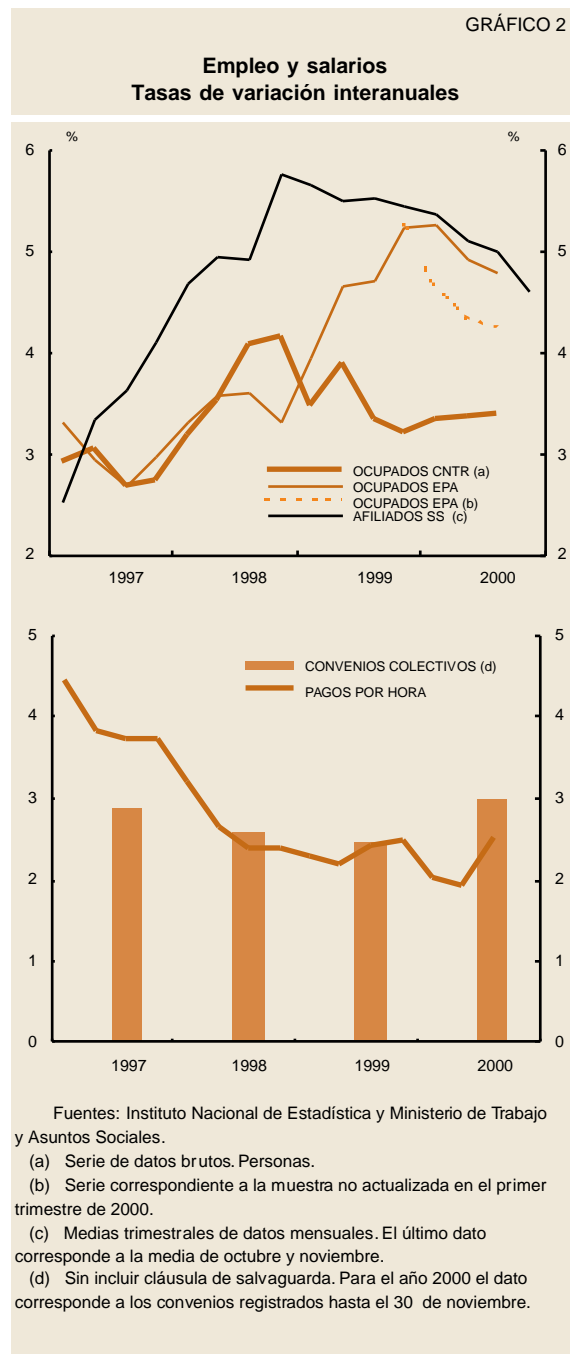
En cuanto a la inversión en construcción, los datos de la CNTR del tercer trimestre han vuelto a poner de relieve la fortaleza que conserva este componente del gasto. No obstante, dentro de este contexto, diversos indicadores contemporáneos continúan dando muestras de desaceleración. Así, el indicador de confianza en la construcción volvió a reducirse en el mes de noviembre, consolidando en los tres últimos meses un nivel claramente inferior al observado hasta agosto. Señales similares han dado también los indicadores de empleo, como el paro registrado, cuyo ritmo de caída se redujo hasta el 3,9 % en noviembre. En sentido contrario, el consumo aparente de cemento ha experimentado un incremento acumulado en torno al 11,8 % hasta noviembre. Por lo que se refiere a los indicadores adelantados, la superficie a construir, según los visados de edificación residencial, ha descendido de forma importante en el primer semestre, aunque este descenso ha sido parcialmente compensado por el aumento en los visados de edificación no residencial. También la licitación de obra civil ha sufrido un fuerte retroceso, según los últimos datos disponibles correspondientes al mes de mayo.

Los flujos de comercio con el exterior se recuperaron en el mes de octubre, respecto a lo observado en septiembre. En términos reales, las exportaciones de mercancías se incrementaron un 12,5 %, en tasa interanual, lo que su-

pone el retorno a la senda de crecimiento sostenido mostrada desde finales de 1999, a la vez que las importaciones aumentaron en un 9,4 %, tasa que, si bien implica una cierta recuperación respecto al mes anterior, confirma el perfil de desaceleración que habían apuntado desde principios de año. En términos nominales, las importaciones, influidas por el encarecimiento de los productos petrolíferos, siguieron registrando un crecimiento superior al de las exportaciones (23,3 % en el período transcurrido del año, frente al 19,1 %), de forma que el déficit comercial volvió a ampliarse en octubre: en los primeros diez meses del año el incremento del déficit ha sido del 37,2 %. El déficit acumulado hasta septiembre en la balanza por cuenta corriente ascendió a 12.804 millones de euros, más del doble del registrado en el mismo período de 1999. La balanza de servicios obtuvo un superávit de 18.186 millones de euros, superior al registrado hace un año, debido al aumento del saldo turístico, pero se vio compensado por el deterioro de los saldos por rentas y transferencias (en 550 y 900 millones de euros, respectivamente). Por su parte, el excedente de la balanza de capital fue de 4.173 millones de euros, superior al obtenido en los primeros nueve meses de 1999.

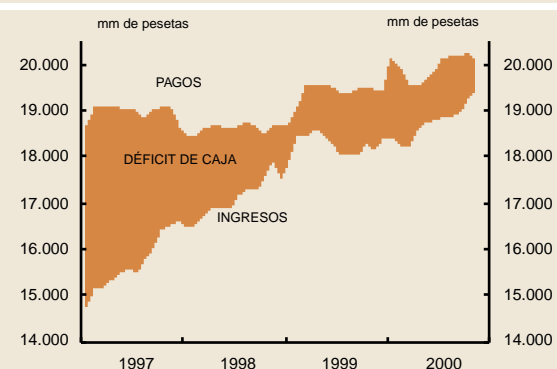
Según la información de la CNTR, el VAB de las ramas industriales aumentó un 3,9 % en el tercer trimestre de 2000, por debajo del incremento registrado en la primera mitad del año, del 4,4 %. Este perfil de moderada desaceleración se observó también en el índice de producción industrial, que en octubre creció un 2,6 %, en tasa de variación interanual, equivalente a un modesto crecimiento del 0,8 % una vez corregidos los efectos de calendario. Este, no obstante, debe analizarse con cautela, ya que en ese mes se produjeron problemas de suministros de materias primas en algunas actividades, como consecuencia de las protestas del sector del transporte ante los aumentos experimentados por los precios de los combustibles. Entre sus componentes, el mayor crecimiento se observó en los bienes de equipo, con una tasa del 5,9 %, y en los bienes intermedios, mientras que en los bienes de consumo el aumento fue del 1,6 %. Por su parte, el indicador de clima industrial ha mostrado una moderada evolución a la baja en los meses más recientes, que se ha confirmado con el dato de noviembre, mes en el que se ha producido un retroceso en la tendencia de la producción y un aumento en el nivel de existencias.

En cuanto a los indicadores del mercado de trabajo, según datos del INEM, el número de parados aumentó en el mes de noviembre en 26.700 personas, de forma que el ritmo de va-



riación interanual del paro registrado fue del -4,1 %, similar a la tasa media observada en el tercer trimestre. El aumento del número de parados se produjo en su mayoría dentro del colectivo no agrícola, especialmente en el sector de los servicios. En ese mismo mes, el número de afiliaciones a la Seguridad Social aumentó en unas 99.000 personas, con lo que su tasa de variación interanual se elevó hasta el 4,8 % (véase gráfico 2); a pesar de ello, dada la errática de este indicador y el mal dato registrado en octubre, es probable que, en el conjunto del cuarto trimestre, se prolongue la desaceleración que ya se venía registrando.

GRÁFICO 3

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

Fuentes: Ministerio de Hacienda y Banco de España.

Según la encuesta de salarios correspondiente al tercer trimestre, el crecimiento interanual de las ganancias medias por persona y hora, en concepto de pagos totales, se situó en el 2,5 %, en ese período, tres décimas más que en el trimestre anterior. Sin embargo, en el concepto de ganancia por trabajador y por mes se produjo una desaceleración de una décima, con una tasa de variación interanual del 2,4 %. Cabe señalar que, en cualquier caso, los incrementos de las ganancias en las diferentes ramas de actividad se mantienen por encima del total (2,9 % en la industria, 3,4 % en la construcción y 3 % en los servicios), ya que el dato agregado se ha visto afectado, como se ha señalado en otras ocasiones, por un cambio en las ponderaciones de la encuesta. Por otra parte, los convenios colectivos firmados hasta el 30 de noviembre incorporan un incremento salarial medio del 3 %, mientras que en los convenios de nueva firma el incremento pactado es del 3,1 %.

Como se recordará, con la metodología de la Contabilidad Nacional, la ejecución del Estado hasta octubre de 2000 se saldó con un superávit de 774 mm de pesetas (0,8 % del PIB), lo que suponía una importante mejora respecto al superávit de 297 mm de pesetas (0,3 % del PIB) registrado en el período enero-octubre de 1999. Los ingresos experimentaron una aceleración y crecieron un 8,8 % hasta octubre, frente al 8 % acumulado hasta septiembre, mientras que los gastos también elevaron su ritmo de crecimiento, con una tasa del 5,9 %, frente al 5,2 % hasta septiembre. La información disponible en términos de caja proporciona un superávit del Estado de 122 mm de pesetas hasta noviembre de 2000, frente al déficit de 313 mm de pesetas registrado en el mismo período del año anterior, lo que representa una mejora ma-

yor que la registrada hasta el mes de octubre. Los ingresos se aceleraron hasta el 6,2 % (5,7 % hasta octubre), como resultado de la evolución de los ingresos patrimoniales, que atenuaron sustancialmente en noviembre su ritmo de caída acumulada. Por el contrario, la recaudación tributaria registró una cierta desaceleración, que se extendió a la casi totalidad de las figuras impositivas. Por su parte, los gastos también se desaceleraron de forma casi generalizada y situaron su ritmo de crecimiento en el 3,6 % (5,3 % hasta octubre). Destaca la evolución de los pagos por intereses, que intensificaron su caída hasta el 8,8 % (3,4 % hasta octubre).

**2. PRECIOS Y COSTES**

En el mes de noviembre, el índice de precios de consumo (IPC) aumentó dos décimas respecto a octubre, con lo que su tasa de crecimiento interanual quedó situada en el 4,1 %, frente al 4 % registrado en el mes anterior (véase gráfico 4). El componente de precios de los servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) experimentó un deterioro mensual de una décima, alcanzando un incremento interanual del 2,9 %, frente al 2,8 % de octubre.

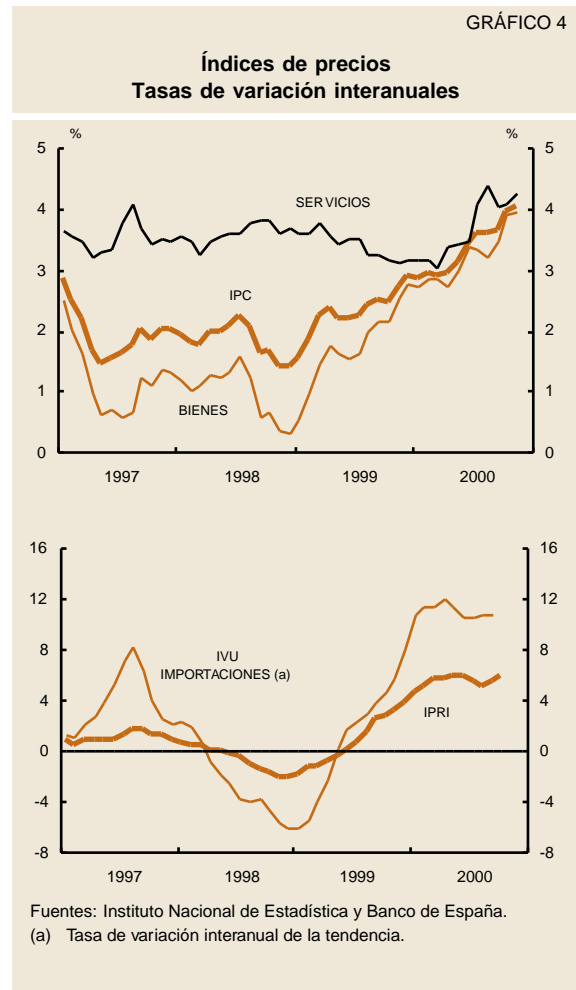
Por componentes, los precios de los servicios registraron un crecimiento mensual nulo, aunque en términos interanuales su tasa de variación ascendió en dos décimas, al situarse en el 4,3 %. Dentro de este componente cabe resaltar la aceleración registrada por las rúbricas de servicios turísticos y de algunos servicios de transporte, probablemente influidos por el encarecimiento de la energía. Respecto a los precios de los bienes, el aumento de su ritmo de crecimiento hasta el 4 %, desde el 3,9 % en octubre, volvió a tener su origen, fundamentalmente, en los productos energéticos, cuyos precios mantuvieron el fuerte ritmo de avance de meses precedentes, alcanzando una tasa de variación interanual del 14,6 %, frente al 13,8 % registrado el mes anterior. El descenso registrado en los precios de los combustibles como consecuencia de la evolución del precio del crudo y de la cotización del euro, no ha sido recogido, aún, por el índice de precios correspondiente. Los precios de los bienes industriales no energéticos se aceleraron en una décima, hasta situarse en el 2,6 %. En cuanto a los precios alimenticios, su tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 2,9 %, desde el 3 %, por el menor crecimiento de los precios de los alimentos no elaborados. Aunque los precios de los alimentos frescos volvieron a experimentar un elevado aumento, del 6 %, este fue cinco décimas inferior a la tasa interanual registrada en octubre.

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) aumentó en tres décimas en el mes de noviembre, situando su tasa interanual en el 4,1 %. Asimismo, en la UEM, el IAPC registró una aceleración de tres décimas, hasta el 2,9 %, por lo que el diferencial de inflación con la zona euro se redujo hasta 1,2 puntos porcentuales. Destacan, como en meses anteriores, los diferenciales que se aprecian en los componentes de bienes industriales no energéticos y de servicios, de 1,4 y 2,4 puntos porcentuales, respectivamente.

En cuanto a los restantes indicadores de precios, el índice de precios industriales (IPRI) se incrementó en un 5,9 % en octubre, con respecto al mismo mes del año anterior, retomando así el perfil alcista mostrado en los primeros meses del año. Aunque el repunte se debió fundamentalmente al encarecimiento del precio del crudo, descontando el precio de la energía, los precios industriales también incrementaron su ritmo de aumento hasta el 3,5 %, tasa superior al 3,2 % registrado en agosto y septiembre. Dentro de los productos no energéticos, los bienes intermedios fueron los más inflacionistas. Los precios de los bienes de equipo mantuvieron un ritmo de crecimiento similar al de octubre, mientras que los de bienes de consumo, impulsados principalmente por los de consumo alimenticio, incrementaron su tasa interanual en 0,9 puntos porcentuales, si bien se mantienen en registros mucho más reducidos. En relación con los precios agrarios, el índice de precios percibidos por el agricultor correspondiente al mes de agosto registró un crecimiento del 3,3 %; la cesta de productos que replica, aproximadamente, el IPC de alimentos no elaborados aumentó en los últimos doce meses un 5,8 %. Finalmente, los precios de importación, medidos por los índices de valor unitario (IVU), continuaron moderando su ritmo de crecimiento en el mes de septiembre, registrando una tasa de variación del 9,7 % respecto al mismo mes del año anterior. Asimismo, los precios de las exportaciones se desaceleraron, hasta alcanzar el 6,5 % en tasa interanual.

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

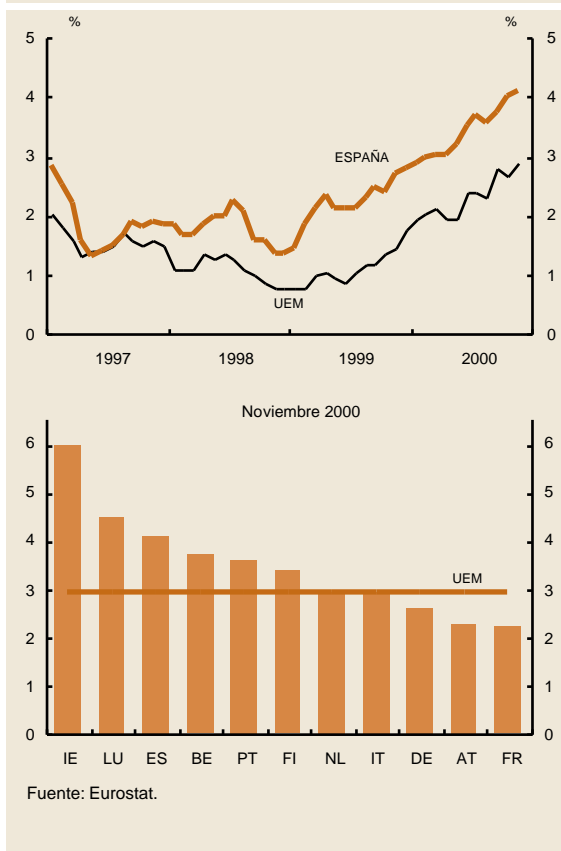
En las últimas semanas se han producido diversos acontecimientos que han modificado algunos determinantes fundamentales de la evolución económica de la zona del Euro. Aunque los riesgos sobre la evolución de los precios continúan siendo al alza, el fuerte recorte del precio del petróleo y la corrección de las cotizaciones de las principales divisas en una dirección más consistente con sus determinantes fundamentales podrían mitigar, de consolidar-



se, las presiones inflacionistas en la zona del euro. En cuanto a la actividad, los últimos datos disponibles confirman la solidez del crecimiento en el área del euro, aunque su evolución en el futuro próximo estará condicionada por la intensidad de la desaceleración de la economía de Estados Unidos, que, en el tercer trimestre, ha sido algo mayor de lo esperado.

Desde los meses centrales del año, la economía de Estados Unidos muestra signos de pérdida de dinamismo. Según la estimación final, la tasa intertrimestral del crecimiento del PIB en el tercer trimestre se ha situado en el 0,5 %, una décima por debajo de la estimación provisional y dos del avance. Con respecto al mismo trimestre del año anterior, el producto ha aumentado un 5,2 %. Por otra parte, el déficit por cuenta corriente en el tercer trimestre se deterioró hasta el 4,5 % del PIB, desde el 4,2 % registrado en los primeros seis meses del año, como resultado del incremento del déficit de la balanza de bienes y de la disminución del superávit de la de servicios. Con respecto a la evolución de la economía en los últimos meses del año, los últimos datos disponibles señalan la prolongación de los síntomas de desacelera-

GRÁFICO 5

Índices armonizados de precios de consumo  
Tasas de variación interanuales

ción en este período. En este sentido apuntan la mayor parte de los indicadores de actividad, empleo y demanda en los meses de octubre y noviembre, que, en parte, pueden estar recogiendo el deterioro de las condiciones financieras, debido a la corrección bursátil, concentrada en los valores tecnológicos, y al aumento de la rentabilidad de buena parte de los instrumentos privados de renta fija. En cuanto a los precios, el IPC de noviembre mantuvo la tasa de crecimiento del mes anterior (3,4 %), aunque el índice que excluye alimentos y energía se aceleró tres décimas, hasta el 2,6 %. Por último, los indicios de desaceleración de la economía de Estados Unidos han propiciado una moderación de los tipos de interés, especialmente los de largo plazo, y una depreciación del dólar con respecto al euro (gráfico 7) y a la libra. En este contexto, la Reserva Federal decidió mantener el tipo de interés objetivo de los Fondos Federales en su reunión del 19 de diciembre, reconociendo que aunque todavía persisten algunos focos inflacionistas, resaltó que existen riesgos predominantemente a la baja sobre la evolución futura de la actividad.

El pasado 4 de diciembre, la Agencia de Planificación Económica de Japón ofreció la es-

timación del crecimiento del PIB en el tercer trimestre elaborada según la metodología del Sistema de Cuentas Nacionales de 1993 de Naciones Unidas, así como una revisión de las series de Contabilidad Nacional correspondientes a los trimestres previos. La nueva información disponible confirma que el proceso de recuperación de la economía japonesa continúa vacilante. El PIB creció en el tercer trimestre de 2000 un 0,2 % en relación con el trimestre anterior, que, en términos interanuales, supone un 1,4 %, ligeramente por debajo del crecimiento del primer semestre (1,7 %). Como viene sucediendo desde finales de 1999, el principal factor impulsor del crecimiento en el tercer trimestre fue la inversión privada en bienes de equipo. Por el contrario, el consumo privado y la inversión residencial registraron tasas interanuales de variación negativas, en consonancia con el bajo nivel de los indicadores de confianza y de renta de los hogares. La contribución de la demanda exterior al crecimiento del PIB fue de 0,44 p.p, dos décimas menos que en el segundo trimestre, en un contexto de desaceleración de las exportaciones y, en menor medida, de las importaciones. Entre los indicadores referidos al cuarto trimestre, destaca el empeoramiento de las perspectivas del sector manufacturero, según se desprende de la encuesta trimestral que realiza el Banco de Japón (TANKAN), como reflejo, posiblemente, de la evolución más moderada de las exportaciones, debido, en gran medida, a la desaceleración de Estados Unidos y a la fortaleza que mantiene el yen, a pesar de su reciente depreciación. Los precios de consumo, por su parte, se redujeron en octubre una décima más que en el mes anterior (-0,9 % en tasa interanual), mientras que los precios al por mayor siguen creciendo a tasas positivas (0,3 % en noviembre, frente al 0,2 % de octubre).

Con respecto a la economía del Reino Unido, los escasos indicadores de actividad disponibles muestran cierta contención en el cuarto trimestre, que contrasta con la benigna evolución de los indicadores de consumo. En un contexto de ligera desaceleración salarial y de debilitamiento de la libra, el índice de precios al consumo que excluye los intereses hipotecarios creció un 2,2 % en noviembre, dos décimas más que en octubre, debido, en gran parte, a la desfavorable evolución de los alimentos estacionales.

En la zona del euro, según la primera estimación de la contabilidad nacional del tercer trimestre, el PIB ha aumentado un 0,7 % con respecto al trimestre anterior, prolongando la tendencia de ligera desaceleración del producto iniciada a principios de año. En términos interanuales, el PIB creció un 3,4 %, tres

CUADRO 1

## Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	2000					
	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC (c)
<b>ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):</b>						
Índice de Producción Industrial	5,4	6,5	5,6			
Comercio al por menor	2,4	2,5	3,4			
Matriculaciones de turismos nuevos	-14,5	-4,3	-0,9			
Indicador de confianza de los consumidores	0	1	-3	-3	-3	
Indicador de clima industrial	7	6	6	6	5	
IAPC	2,4	2,3	2,8	2,7	2,9	
<b>VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):</b>						
M3	5,2	5,6	5,4	5,3		
M1	6,9	7,1	6,3	5,8		
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	7,0	6,9	7,0	6,4		
<i>AAPP</i>	-1,3	-2,5	-4,4	-6,5		
<i>Otros sectores residentes</i>	9,8	10,1	10,8	10,8		
EONIA	4,31	4,42	4,59	4,76	4,83	4,81
EURIBOR a tres meses	4,58	4,78	4,85	5,04	5,09	4,98
Rendimiento bonos a diez años	5,45	5,40	5,47	5,42	5,34	5,11
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,69	0,52	0,41	0,41	0,46	0,41
Tipo de cambio dólar/euro	0,940	0,904	0,872	0,855	0,856	0,883
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	2,5	4,4	-1,2	-0,6	-2,9	-3,0

Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Banco Central Europeo y Banco de España.

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

(b) Tasa 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 el día 14 de diciembre de 2000.

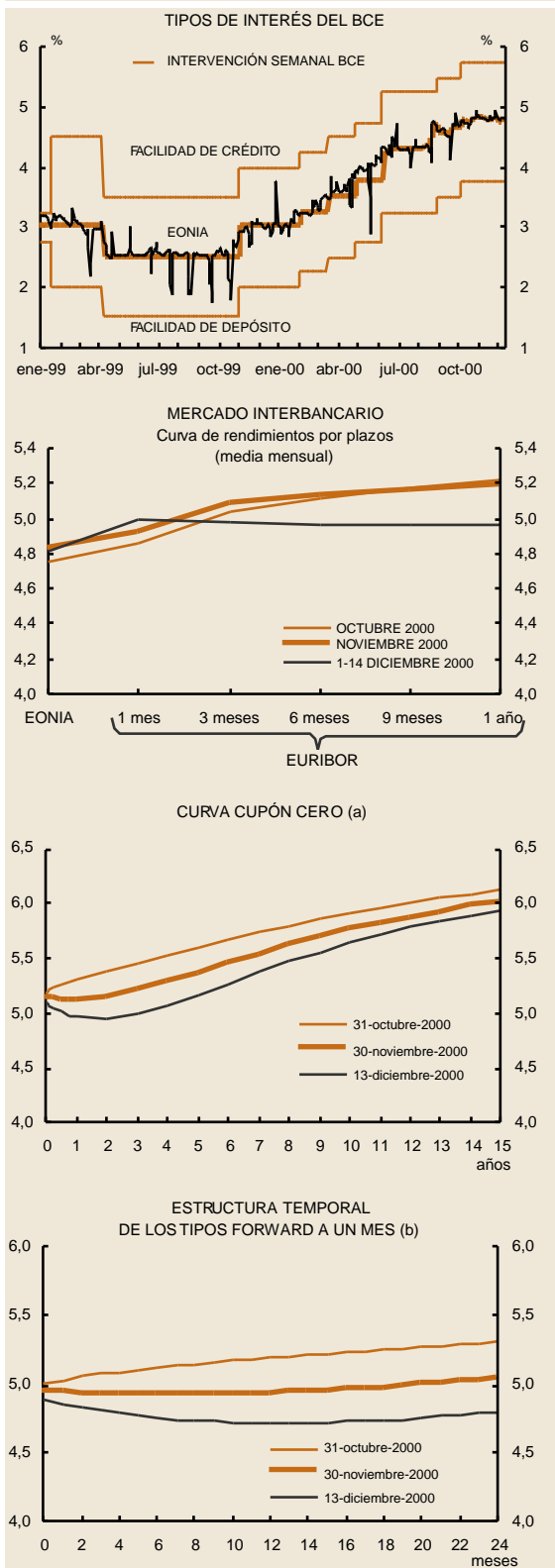
(d) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 13 de diciembre de 2000.

décimas por debajo de la tasa correspondiente al segundo trimestre, debido al notable deterioro de la aportación de la demanda exterior neta, ya que la demanda interna intensificó su crecimiento. No obstante, si se descuenta la contribución de la variación de existencias, la demanda interna creció cuatro décimas menos que en el segundo trimestre, ya que todos sus componentes experimentaron disminuciones en sus ritmos interanuales de avance con respecto a los del período previo. Por otro lado, tanto la ligera desaceleración de las exportaciones como el fuerte aumento de las importaciones explican el deterioro de los intercambios con el exterior. Los escasos indicadores disponibles del cuarto trimestre reflejan la prolongación de esta suave desaceleración en los últimos meses del año. En esta dirección apunta la evolución de los indicadores de confianza de la Comisión Europea y de directores de compra de Reuters en los meses de octubre y noviembre. En cuanto al mercado de trabajo, la tasa de paro de octubre fue del 8,9 %, una décima menos que la tasa de septiembre.

En lo que concierne a la inflación, la tasa de variación interanual del IAPC aumentó en dos décimas en el mes de noviembre, situándose en el 2,9 % (véanse cuadro 1 y gráfico 5). El índice que excluye la energía y los alimentos no elaborados elevó su tasa de variación en una décima, hasta el 1,5 %. Por componentes, los precios de los servicios mantuvieron su tasa de variación en el 1,9 % mientras que los bienes se incrementaron en dos décimas, hasta el 3,4 %, debido a la evolución de todos sus integrantes. Destaca, en particular, la aceleración experimentada por los componentes más volátiles, como los alimentos sin elaborar (3,5 %) y la energía (15,3 %). Por países, la diferencia entre el máximo, correspondiente a Irlanda, y el mínimo, correspondiente a Francia (6 % y 2,2 %, respectivamente), se redujo en una décima en relación con la existente el mes anterior, hasta los 3,8 puntos porcentuales. El índice de precios industriales, por su parte, se aceleró dos décimas en octubre, hasta el 6,3 % en tasa interanual, resultado de la evolución de los bienes intermedios y de consumo. En cuanto a

GRÁFICO 6

**Tipos de interés en la zona del euro**



Fuentes: Banco de España y BCE.  
(a) Estimación con datos del mercado monetario y de swaps.  
(b) Estimados con la curva cupón cero.

las perspectivas para el futuro próximo, aunque los riesgos inflacionistas son todavía significativos, la corrección del tipo de cambio del euro y del precio del petróleo desde finales de noviembre podrían, si se consolidan, facilitar una disminución gradual de la inflación a lo largo del próximo año, con una intensidad que dependerá del grado de transmisión de las presiones inflacionistas acumuladas en los precios de producción a los precios de consumo y, sobre todo, de la evolución de los salarios.

De acuerdo con la información disponible sobre la ejecución presupuestaria, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas alcanzará o mejorará los objetivos fijados para el año 2000 en casi todos los países de la zona. Una vez excluidos los ingresos por la venta de licencias de telefonía móvil de tercera generación, la Comisión Europea estima, en sus previsiones de otoño, que el déficit agregado se situaría en el 0,8 % del PIB, frente al 1,2 % que preveía un año antes. Esta evolución es consecuencia de la fortaleza cíclica de la recaudación impositiva, ya que, en algunos países, el gasto excederá probablemente las previsiones iniciales. Los planes presupuestarios para el próximo ejercicio incluyen disminuciones de la presión fiscal en gran parte de los países miembros, que recaen principalmente en los impuestos sobre las rentas del trabajo y las cotizaciones sociales, aunque, en algunos casos, afectan también a la imposición indirecta y sobre sociedades. En varios países, el coste recaudatorio de estas reformas no se verá plenamente compensado por una contención paralela del gasto, de modo que el superávit primario ajustado del ciclo se vería reducido, según la Comisión Europea, en un 0,3 % del PIB en 2001 en relación con el año en curso, reflejando, de este modo, una relajación efectiva del tono de la política fiscal.

A lo largo del período analizado, la evolución de los indicadores monetarios y financieros de la UEM ha empezado a mostrar una cierta reducción de la holgura monetaria respecto a meses anteriores. En este contexto, el BCE decidió mantener inalterados los tipos de interés oficiales: en el 4,75 % el tipo de las operaciones principales de financiación, y en el 3,75 % y 5,75 %, los de las facilidades de depósito y crédito, respectivamente. Por otra parte, en la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el día 14 de diciembre, el BCE decidió confirmar, para el año 2001, el valor de referencia a medio plazo del crecimiento monetario del agregado M3 en el 4,5 %.

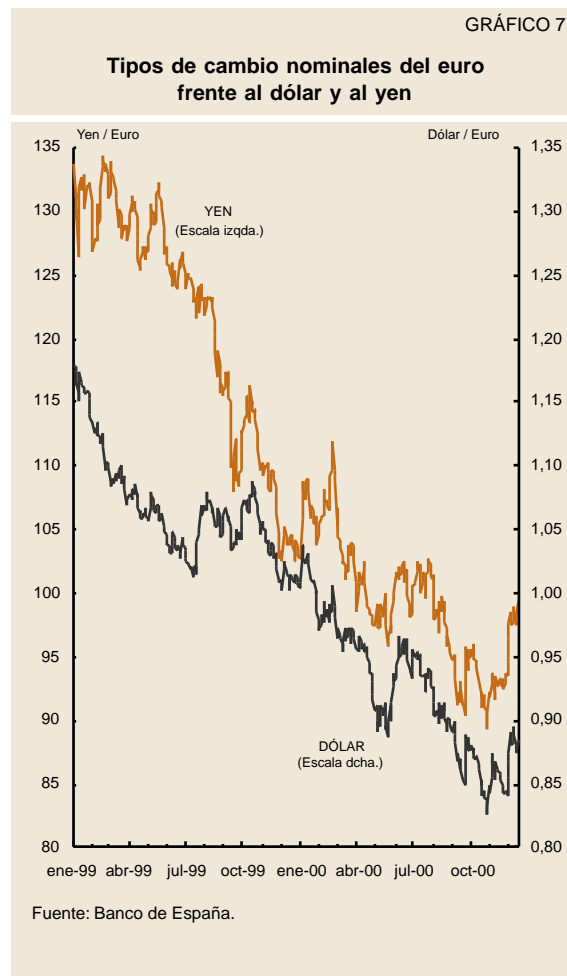


A lo largo del mes de noviembre y los días transcurridos de diciembre ha tenido lugar un descenso en los tipos de interés, tanto en los mercados monetarios como de deuda. Este proceso ha venido determinado, principalmente, por una cierta mejora en las perspectivas inflacionistas, como consecuencia de la evolución reciente del euro, el descenso de los precios del petróleo y las expectativas menos optimistas sobre el crecimiento económico en la zona del euro. De esta forma, en los mercados interbancarios se ha configurado una curva de rendimientos por plazos prácticamente plana, a partir del plazo de un mes (véase gráfico 6). A mediados del mes de diciembre, los tipos de interés se encontraban entre el 4,8 % del EONIA (*European Overnight Index Average*), y el 4,9 % del EURIBOR a todos los plazos, con descensos de, aproximadamente, 20 puntos básicos en el EURIBOR a doce meses respecto del mes de octubre. Los tipos a corto plazo esperados calculados a partir de la curva cupón cero muestran expectativas, por primera vez en el año, de mantenimiento o, incluso, de disminución, aunque marginal, en los tipos de interés para los plazos más largos. Esto se refleja en que el diferencial que presentan los tipos *forward* a un mes entre el plazo de un mes y el de doce meses tiene un valor negativo de 15 puntos básicos, frente a los diferenciales positivos de los meses anteriores.

En los mercados secundarios de deuda pública, el tipo de interés a diez años se ha reducido ligeramente en la UEM desde finales del mes de noviembre, situándose a mediados de diciembre en el 5,1 %. Por otra parte, la confirmación del menor crecimiento de la economía estadounidense favoreció una caída de la rentabilidad del bono americano, lo que ha hecho que el diferencial de intereses a largo plazo con la UEM se reduzca hasta los 30 puntos básicos, lo que representa el nivel más bajo desde el comienzo de la tercera fase de la Unión Monetaria.

Por lo que respecta a los mercados de divisas, en las últimas semanas se ha revertido la trayectoria de depreciación del euro. En concreto, entre el 1 de noviembre y el 14 de diciembre, el euro se ha apreciado un 5 % frente al dólar y un 8,3 % frente al yen (véase gráfico 7). Por su parte, el índice del tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a los países desarrollados se situaba, a mediados de diciembre, un 4,2 % por encima del nivel de finales de octubre.

Los mercados de renta variable europeos han seguido mostrando una elevada volatilidad, como consecuencia de las perspectivas de menor crecimiento económico en Estados Unidos



y Europa, y de las expectativas de beneficios menos optimistas en algunos sectores productivos. En este contexto, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio presentaba a mediados de diciembre una pérdida acumulada en el conjunto del año del 3 %.

Por lo que se refiere a la evolución de los agregados monetarios en el área del euro, los datos disponibles más recientes, correspondientes al mes de octubre, confirman la moderación de la tasa de crecimiento interanual de M3, que se situó en el 5,3 % (véase cuadro 1). Como ya se ha señalado, el BCE ha confirmado el valor de referencia del crecimiento monetario en el 4,5 %, sobre la base de las expectativas de mantenimiento de sus determinantes fundamentales: crecimiento tendencial del producto y trayectoria de la velocidad de circulación de M3.

En octubre, como en los últimos meses, la evolución de M3 ha venido caracterizada por la desaceleración de los componentes más líquidos, que puede explicarse, por un lado, por el contexto de tipos de interés más altos, que anima los procesos de sustitución con otros acti-

## Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1997	1998	1999	2000				
	DIC	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC (a)
<b>BANCARIOS:</b>								
Tipo sintético pasivo	3,22	2,06	1,98	2,66	2,77	2,93	3,01	...
Tipo sintético activo	6,54	5,15	5,03	6,43	6,33	6,35	6,40	...
<b>TESORO:</b>								
Subasta de letras a doce meses (b)	4,47	2,95	3,75	5,10	5,08	5,10	5,03	4,83
Subasta de bonos a tres años	4,90	3,54	4,56	5,31	5,42	5,24	5,19	4,81
Subasta de obligaciones a diez años	5,78	4,32	5,38	5,47	5,58	5,58	5,53	5,24
<b>MERCADOS SECUNDARIOS (c):</b>								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,50	2,88	3,60	4,98	5,02	5,01	5,00	4,78
Deuda pública a diez años	5,64	4,08	5,37	5,50	5,56	5,49	5,45	5,23
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,31	0,20	0,19	0,29	0,29	0,27	0,27	0,29
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	42,22	37,19	16,22	0,52	1,02	-3,55	-12,04	-13,54
Diferencial renta fija privada								
con letras del Tesoro a doce meses	0,54	0,40	0,24	0,31	0,29	0,27	0,26	0,30
Diferencial renta fija privada								
con deuda pública a diez años	0,15	0,36	0,41	0,64	0,65	0,65	0,64	0,67

Fuente: Banco de España.

(a) Media de datos diarios hasta el 18 de diciembre de 2000.

(b) Tipo de interés marginal.

(c) Medias mensuales.

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

vos que ofrezcan una mayor remuneración, tanto dentro como fuera del agregado M3. Por otro lado, es posible que el menor ritmo de actividad observado en la zona euro en los últimos meses haya empezado a traducirse en una menor demanda de los agregados monetarios. El crecimiento interanual del agregado más estrecho, M1, se situó durante el mes de octubre en el 5,8 %, frente a los niveles más elevados de la primera mitad del año. Por el contrario, el resto de instrumentos negociables incluidos dentro de M3 continuó mostrando en ese mes un elevado dinamismo.

El crédito concedido por las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) a los sectores residentes en la zona del euro alcanzó en octubre un crecimiento del 6,4 %, con una evolución divergente entre el crédito al sector privado y a las Administraciones Públicas. Así, continuó la fuerte moderación del crédito al sector público, que cayó un 6,5 % en tasa interanual, mientras que el crédito concedido al sector privado siguió manteniendo un comportamiento expansivo, con una tasa interanual del 10,8 % en octubre. Finalmente, del resto de contrapartidas de M3, cabe destacar que la posición acreedora neta de las IFM frente al exterior disminuyó en dicho mes en 12 mm de euros, lo que supone una reducción de 116 mm en el conjunto del año.

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

Durante el mes de noviembre, los tipos de interés en los mercados financieros nacionales se mantuvieron estables en los niveles en que se habían situado en los últimos meses. Sin embargo, en los últimos días de dicho mes y la parte transcurrida de diciembre, se produjo un descenso de las rentabilidades negociadas en todos los mercados financieros europeos y la casi total desaparición de las expectativas alcistas existentes. Los tipos de interés negociados en los mercados secundarios de letras del Tesoro y de deuda pública a diez años han descendido, en el período analizado, más de 20 puntos básicos, y se han situado en el 4,8 % y 5,2 %, respectivamente (véase cuadro 2). El diferencial de la deuda española con el bono alemán ha permanecido estable, ligeramente por debajo de 30 puntos básicos.

La evolución reciente de los tipos de interés de los mercados monetarios se ha reflejado en los tipos de interés activos aplicados por las entidades a su clientela, que, tras aumentar desde mediados de 1999, han mostrado una gran estabilidad en los últimos meses. Por el contrario, los tipos aplicados a los productos de pasivo han seguido aumentando, como consecuen-

CUADRO 3

**Activos financieros líquidos (AFL) de las sociedades no financieras y los hogares e ISFL (a)**  
**Crecimiento interanual (T1, 12)**

	2000	1998	1999	2000		
	OCT (b)	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT
<b>1. Activos financieros líquidos (2 + 3)</b>	<b>544,1</b>	<b>4,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>
<b>2. Medios de pago</b>	<b>263,7</b>	<b>12,1</b>	<b>12,7</b>	<b>6,8</b>	<b>7,6</b>	<b>5,7</b>
Efectivo	53,3	0,7	8,3	4,4	4,2	2,7
Depósitos a la vista	105,3	19,5	14,1	8,3	11,4	8,9
Depósitos de ahorro	105,2	12,4	13,8	6,6	5,6	4,1
<b>3. Otros activos financieros</b>	<b>280,4</b>	<b>-1,3</b>	<b>-6,9</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,8</b>
Depósitos a plazo + cesiones temporales	185,6	-11,2	6,3	25,0	26,2	25,2
Valores bancarios	9,0	-7,8	54,5	3,1	7,7	-7,2
FIAMM + FIM de renta fija	85,8	11,1	-22,9	-33,5	-33,8	-31,2
PRO MEMORIA:						
<b>4. Fondos de inversión (5 a 7) (c)</b>	<b>167,3</b>	<b>39,2</b>	<b>-2,4</b>	<b>-25,9</b>	<b>-25,4</b>	<b>-22,0</b>
<b>5. FIAMM</b>	<b>31,8</b>	<b>-10,3</b>	<b>-8,4</b>	<b>-9,3</b>	<b>-9,8</b>	<b>-9,4</b>
<b>6. FIM de renta fija</b>	<b>54,0</b>	<b>25,6</b>	<b>-26,5</b>	<b>-35,8</b>	<b>-34,5</b>	<b>-29,5</b>
<b>7. Resto de fondos de inversión</b>	<b>81,5</b>	<b>23,9</b>	<b>32,5</b>	<b>19,2</b>	<b>18,8</b>	<b>16,9</b>

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.

cia de la traslación más lenta de los pasados incrementos de los tipos de interés a corto plazo. Con la información correspondiente al mes de noviembre, el tipo sintético de las operaciones activas se sitúa en el 6,4 % y el de las operaciones pasivas, en el 3 %, con lo que los aumentos acumulados desde el inicio del año ascienden a 138 puntos básicos y 103 puntos básicos, respectivamente.

Los mercados bursátiles nacionales han mostrado, durante el período analizado, una elevada volatilidad, con pérdidas muy acusadas que han situado los índices en mínimos anuales. Así, en la fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa de Madrid muestra unas pérdidas acumuladas desde comienzos de año superiores al 13 %. El mayor descenso experimentado, a lo largo del año 2000, en los mercados bursátiles españoles en comparación con otros mercados europeos puede estar relacionado, en parte, con el elevado volumen de emisiones de acciones realizadas en España, así como con el mayor impacto en los mercados nacionales de la incertidumbre sobre la evolución de algunas economías emergentes.

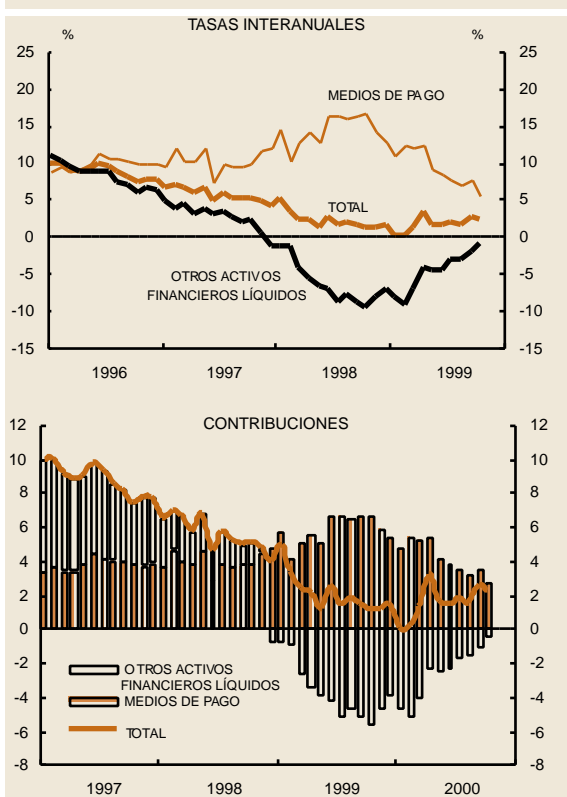
Los activos financieros líquidos (AFL) del sector sociedades no financieras y hogares crecieron muy moderadamente en octubre, con tasas interanuales próximas al 2 % (véase gráfico 8). Como viene ocurriendo desde el primer trimestre de 2000, la evolución de esta magni-

tud viene explicada por dos hechos: en primer lugar, la continuación del proceso de recuperación del componente menos líquido del agregado, que ha pasado de tener unas tasas negativas en torno al 9 %, a principios de año, a presentar un crecimiento negativo cercano al 1 %, según la última información disponible; y, en segundo lugar, la moderación de los ritmos de expansión de los medios de pago, que han reducido, a lo largo del año, su tasa interanual a la mitad, quedando situada ligeramente por debajo del 6 %. Los datos provisionales correspondientes al mes de noviembre apuntan al mantenimiento de estas tendencias.

La reducción continuada en la tasa de crecimiento de los medios de pago en los últimos meses, que se ha manifestado en todos sus componentes, puede estar indicando un menor crecimiento en el volumen de transacciones relacionadas con el gasto. Así, el efectivo y los depósitos a la vista y de ahorro han mostrado en el mes de octubre unos ritmos de expansión sensiblemente inferiores a los observados a comienzos de año (véase cuadro 3). Por otra parte, de forma similar a lo ocurrido en meses precedentes, los crecimientos negativos del componente de los otros activos líquidos han seguido atenuándose. Esta evolución ha venido explicada, en parte, por el comportamiento de los depósitos a plazo más las cesiones temporales, que han mantenido unos ritmos de expansión muy elevados, en torno al 25 %, y también por

GRÁFICO 8

**Activos financieros líquidos (AFL) de las sociedades no financieras y los hogares e ISFL**

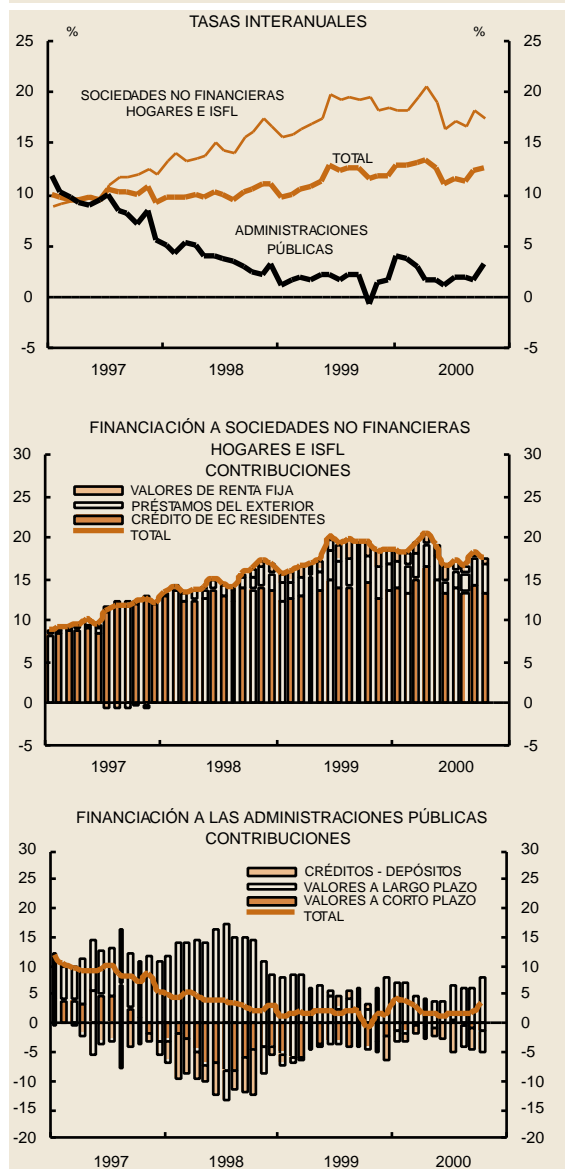


Fuente: Banco de España.

la ligera moderación en el descenso del patrimonio de los fondos de inversión FIAMM y FIM de renta fija, aunque siguen mostrando tasas de variación negativas superiores al 30 %. La evolución de este grupo de fondos de inversión ha venido condicionada por el elevado volumen de reembolsos netos que se ha producido a lo largo del año 2000, cercano a los 23 mm de euros, a pesar del ligero aumento experimentado en la rentabilidad obtenida por este tipo de inversiones en el último trimestre. Por lo que respecta al resto de fondos de inversión —internacionales y de renta variable—, continúan mostrando incrementos interanuales de su patrimonio superiores al 20 %. Las suscripciones netas de este tipo de fondos —que alcanzan, en la parte transcurrida del año, 10 mm de euros— muestran la mayor preferencia de los inversores por fondos que invierten su patrimonio en renta variable y en instrumentos denominados en moneda extranjera, ante las mayores rentabilidades que están obteniendo. En este sentido, es destacable que más del 90 % de las suscripciones netas se ha concentrado en los FIM internacionales, como consecuencia de la mejor evolución de los mercados bursátiles internacionales y del

GRÁFICO 9

**Financiación a los sectores residentes no financieros**



Fuente: Banco de España.

comportamiento del dólar. Si se analiza un agregado que contenga la totalidad de los fondos de inversión, lo que permitiría internalizar los posibles trasvases desde instrumentos integrados dentro de los activos financieros líquidos, este presenta unos crecimientos interanuales en torno al 5 % a lo largo del año 2000.

Respecto a la financiación obtenida por el conjunto de los sectores residentes no financieros, la información del mes de octubre muestra un ligero repunte en la tasa de crecimiento interanual de esta variable, hasta el 12,4 % (véase cuadro 4). Este incremento ha venido expli-

CUADRO 4

**Financiación a las sociedades no financieras, los hogares e ISFL y Administraciones Públicas (a)  
Crecimiento interanual (T1, 12)**

	2000	1998	1999	2000		
	OCT (b)	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT
<b>1. Financiación total (2 + 3)</b>	<b>964,9</b>	<b>11,0</b>	<b>11,8</b>	<b>11,1</b>	<b>12,1</b>	<b>12,4</b>
<b>2. Sociedades no financieras, hogares e ISFL</b>	<b>660,1</b>	<b>16,8</b>	<b>18,5</b>	<b>16,6</b>	<b>18,2</b>	<b>17,4</b>
Del cual:						
Crédito de entidades de crédito residentes	526,3	16,0	16,1	16,4	17,3	16,2
Valores de renta fija + financiación intermediada por fondos de titulización	39,2	17,5	24,7	14,5	8,0	7,8
<b>3. Administraciones Públicas</b>	<b>304,8</b>	<b>3,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>3,1</b>
Valores a corto plazo	46,7	-16,2	-11,0	-2,4	-6,1	-8,4
Valores a largo plazo	264,0	13,0	10,9	7,8	8,0	9,9
Créditos - depósitos (c)	-6,0	-4,6	-13,4	-12,5	-11,8	-10,3

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.

cado, fundamentalmente, por el aumento de la financiación obtenida por las Administraciones Públicas, mientras que el crédito concedido a las sociedades no financieras y hogares se ha mantenido en niveles similares a los observados en meses anteriores (véase gráfico 9).

En cuanto al sector privado, los datos correspondientes al mes de octubre muestran una cierta estabilización de los ritmos de crecimiento de la financiación recibida, en torno a una tasa interanual del 17 %. La evolución reciente está influida por los créditos recibidos en los últimos meses por empresas de telecomunicaciones para hacer frente a la adquisición de licencias de UMTS en distintos países y, en general, para financiar su expansión internacional. La tasa de crecimiento del componente más importante de la financiación obtenida por el sector privado no financiero —los préstamos de las entidades de crédito residentes— se ha situado en octubre ligeramente por encima del 16 %. Del resto de componentes, el crédito exterior ha mostrado un repunte en sus ritmos de expansión, posiblemente asociado al hecho comentado anterior-

mente, mientras que la tasa de incremento de los recursos obtenidos mediante la emisión de valores se ha desacelerado en los últimos meses. En noviembre, de acuerdo con la información provisional disponible, la financiación al sector privado mantuvo estas altas tasas de crecimiento, aunque ha variado la contribución relativa de cada instrumento, con un mayor dinamismo del crédito bancario concedido por las entidades residentes

Finalmente, la financiación obtenida por las Administraciones Públicas experimentó, en el mes de octubre, un importante crecimiento, hasta situarse su tasa interanual por encima del 3 %. Esta evolución ha venido determinada por el importante aumento del saldo de valores a largo plazo, relacionado con la estabilidad de los tipos de interés a largo plazo, que ha permitido confirmar el proceso de aumento de la vida media de la deuda emitida. El resto de componentes mantuvo un comportamiento similar al observado en meses anteriores.

28.12.2000.