
Evolución reciente de la economía española

1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

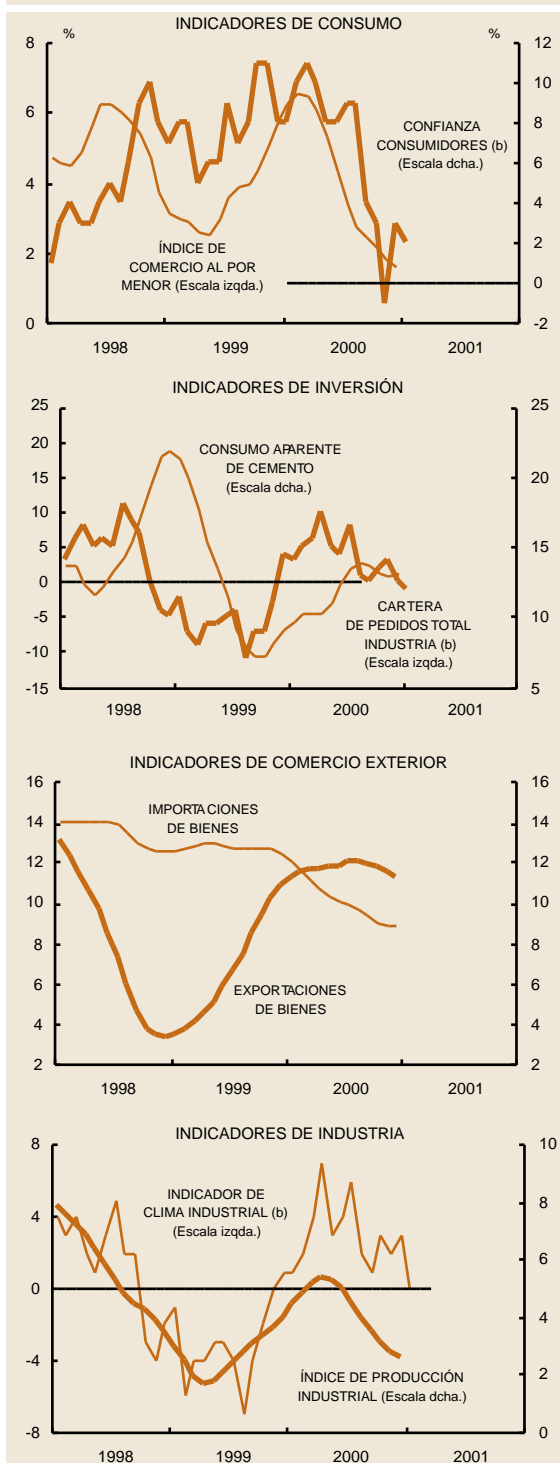
Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el producto interior bruto (PIB) real de la economía española registró una tasa de variación interanual del 3,8 % en el cuarto trimestre del año 2000, tres décimas menos que en el trimestre precedente, acentuando la suave desaceleración iniciada en el tercer trimestre del año. Esta pérdida de empuje se debió al menor dinamismo de la demanda interna, que recortó en cinco décimas su tasa de variación interanual en el último trimestre del pasado año, hasta el 3,2 %, ya que la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del producto acentuó su carácter expansivo en este período (0,5 %). La desaceleración de la demanda nacional se generalizó a todos sus componentes, de forma más acusada en el caso del consumo privado —que terminó el año con una tasa de variación interanual del 2,8 %, inferior en más de dos puntos porcentuales a la del primer trimestre— y de la inversión en bienes de equipo —la pérdida de ritmo en este caso superó los siete puntos porcentuales—, mientras que la favorable evolución del sector exterior obedeció, tanto al vigor que continuaron mostrando las exportaciones como, sobre todo, a la marcada ralentización de las importaciones. El valor añadido bruto perdió empuje en todas las ramas de actividad, a excepción de la agricultura, que registró una leve aceleración, y de los servicios no destinados al mercado, que crecieron a un ritmo sostenido. El empleo también acentuó la suave desaceleración iniciada en el trimestre anterior, experimentando un crecimiento interanual del 3 %. Esto propició que la productividad aparente del trabajo estabilizara su ritmo de crecimiento en el 0,7 %; dado que la remuneración por asalariado registró un modesto recorte, los costes laborales unitarios vieron reducida su tasa de crecimiento en esa misma cuantía, hasta situarse en el 3,2 %.

El cierre provisional del ejercicio que proporcionan estos datos sitúa el crecimiento del PIB real en el conjunto del año 2000 en el 4,1 %, una décima más que en el ejercicio anterior. Esta ligera aceleración fue consecuencia de que la pérdida de empuje que reflejaron todos los componentes de la demanda interna, cuyo crecimiento se situó en el 4,1 %, fue más que compensada por la menor detracción de la demanda exterior neta al crecimiento del producto (0,1 %). El empleo se incrementó un 3,3 % en el conjunto del ejercicio, tres décimas menos que 1999.

Como se puede comprobar en el panel superior del gráfico 1, los indicadores de consumo

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.

privado correspondientes a los últimos meses del año 2000 mostraron una considerable ralentización en ese período. El índice de ventas de comercio al por menor se desaceleró en diciembre, prolongando el perfil que venía mostrando desde la segunda mitad del ejercicio, especialmente en el caso de las ventas alimenticias. Por su parte, el índice de disponibilidades de bienes de consumo registró un fuerte retroceso en el último trimestre ($-2,8\%$), tras la atonía que le venía caracterizando desde el segundo trimestre del ejercicio; mayor retroceso se observó en su componente alimenticio, que descendió un $5,1\%$ en el último trimestre, propiciado por la fuerte caída de la producción interior de diciembre y por la notable disminución de las importaciones de este tipo de bienes en el conjunto del período. Cabe matizar, no obstante, que la adversa evolución de la producción de alimentos en el mes de diciembre estuvo influida por las fuertes lluvias del período, que dificultaron la recolección de un buen número de cosechas. También descendieron, aunque en menor medida, las disponibilidades de bienes de consumo no alimenticio, con una caída del $1,7\%$ en el cuarto trimestre del año, influidas por la atonía de la producción interna y la leve desaceleración de las compras en el exterior de estos bienes, a lo que se sumó el notable dinamismo que mantuvieron sus exportaciones. El descenso fue más moderado entre los bienes duraderos, a pesar de la fuerte disminución de las matriculaciones de automóviles. Finalmente, el indicador de disponibilidades de servicios también recortó su avance en este período, aunque siguió mostrando un tono más sostenido ($4,8\%$). En los primeros meses del año 2001, los indicadores mantienen la moderación de los últimos meses, sin intensificar su perfil de desaceleración. En este sentido, el indicador de confianza de los consumidores retrocedió un punto en enero, conservando el nivel medio del trimestre precedente, con leves caídas en la mayoría de sus componentes, especialmente en las opiniones relacionadas con la evolución actual y futura de la situación económica del país. Del mismo modo, el índice de confianza del comercio al por menor disminuyó dos puntos en enero, aunque mantiene el nivel del cuarto trimestre. Por su parte, las matriculaciones de automóviles, aunque descendieron un 4% en enero, aminoraron el fuerte ritmo de caída de los últimos meses, probablemente influidas por el impacto favorable de las nuevas medidas de apoyo al sector que entraron en vigor en dicho mes.

En cuanto a la inversión en bienes de equipo, el índice de disponibilidades de este tipo de bienes intensificó su desaceleración en el cuarto trimestre de 2000, en línea con los datos de la CNTR. El relativo dinamismo que registró la

producción interior no logró compensar el descenso que experimentaron las importaciones de estos productos; adicionalmente, las ventas al exterior acentuaron su vigor en este período. En este sentido, los empresarios del sector han reflejado un mayor pesimismo en los meses de octubre y noviembre, especialmente en relación con sus expectativas sobre la evolución actual y futura de sus carteras de pedidos.

Los indicadores de gasto en construcción también perdieron parte de su fortaleza en los últimos meses del pasado año (véase gráfico 1). Entre los indicadores contemporáneos de consumos intermedios, en el mes de diciembre la producción de materiales para la construcción registró un retroceso, y el consumo aparente de cemento ralentizó notablemente su ritmo de aumento en este mes, hasta el 3,9 %, influido en parte por el elevado nivel alcanzado en las mismas fechas del ejercicio anterior. En esta misma línea evolucionaron los indicadores de empleo del sector: en el cuarto trimestre los ocupados de la EPA recortaron en dos puntos su tasa de crecimiento, que se situó en el 5,8 %, mientras que el paro registrado continuó atenuando su ritmo de caída interanual en enero; también los empresarios moderaron sus expectativas en el último trimestre del ejercicio. Finalmente, los indicadores adelantados de visados de edificación residencial, que reflejaron un notable descenso de la superficie a construir en el conjunto de los nueve primeros meses del año, proyectan una desaceleración adicional del gasto en edificación residencial a medio plazo, mientras que la licitación oficial en ingeniería civil, con datos hasta septiembre, ha aminorado en los últimos meses su ritmo de caída, apuntando una recuperación de la obra civil en los próximos meses.

En el cuarto trimestre de 2000 la demanda exterior neta aumentó en tres décimas su aportación al crecimiento del PIB, hasta el 0,5 %, prolongando el perfil de mejora que la ha caracterizado a lo largo del ejercicio y que ha supuesto una revisión de las tasas de ciclo-tendencia estimadas por la CNTR. Según los últimos datos de Aduanas (véase gráfico 1), las exportaciones de bienes atenuaron su tasa de crecimiento real en diciembre (6,4 %), aunque en el conjunto del último trimestre del año mantuvieron un notable vigor, con un incremento interanual del 11,5 %. Las importaciones acentuaron en diciembre el perfil de fuerte moderación de los dos meses precedentes (1,7 %), finalizando el trimestre con un crecimiento medio del 4,3 %, en torno a cinco puntos inferior al observado en el trimestre precedente. Por grupos de productos, en el último trimestre del ejercicio destacó la fuerte aceleración de las exportaciones de bienes de equipo y el tono elevado que

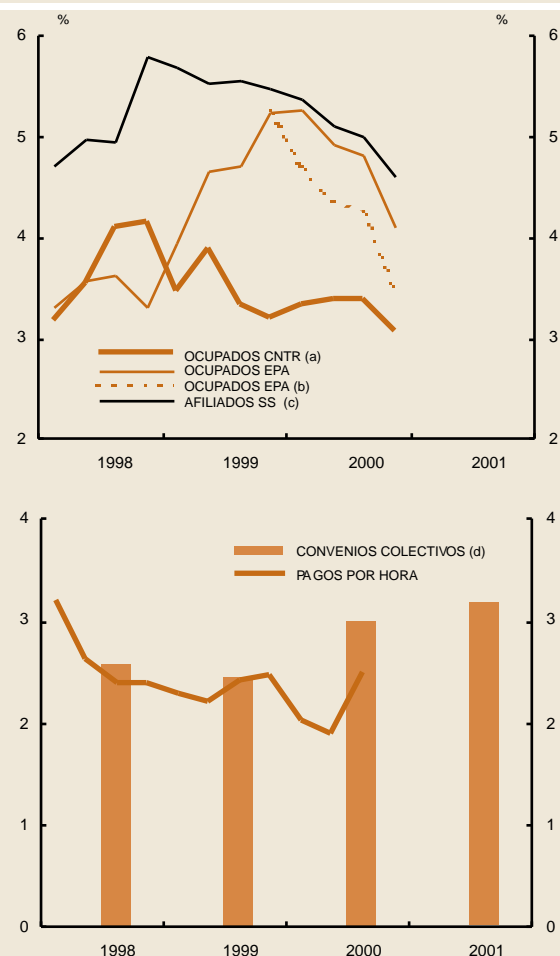
mantuvieron las ventas de bienes de consumo no alimenticio. Los bienes intermedios no energéticos, sin embargo, perdieron vigor en los últimos meses, mientras que las ventas de bienes de consumo alimenticio mostraron una notable atonía. Por áreas geográficas, se aprecia una suave desaceleración en las ventas a los mercados de fuera de la UE, a pesar de lo cual, las tasas de avance siguen siendo notables; más atenuada, aunque con un tono más sostenido, es la evolución de las exportaciones en los mercados de la UE. En la vertiente importadora, la desaceleración se extendió a todos los componentes no energéticos, especialmente a los bienes de equipo, que retrocedieron un 2,8 % en el último trimestre del año, así como a los bienes de consumo alimenticio.

A pesar de la favorable evolución que mantuvieron los flujos reales de comercio exterior en el conjunto del ejercicio, con un crecimiento de las exportaciones del 12,2 %, frente al 8,3 % registrado por las importaciones, el fuerte deterioro de la relación real de intercambio, derivado fundamentalmente de la escalada de los precios del petróleo en pesetas, propició un elevado avance del déficit comercial nominal, del orden del 32 %, en el promedio del año. Por otra parte, los datos de balanza de pagos hasta noviembre reflejaron un empeoramiento de todos los renglones de la cuenta corriente, a excepción de las operaciones turísticas, que mostraron unos resultados favorables, por lo que en el conjunto de los once primeros meses del año el déficit de las operaciones corrientes aumentó hasta los 15.726 millones de euros, unos 8.000 millones más que en el mismo período del año anterior. Del mismo modo, el superávit por cuenta de capital se situó en 4.746 millones de euros, lo que supone un retroceso de 280 millones de euros en relación con las mismas fechas de 1999.

Desde la óptica de la oferta, el Índice de Producción Industrial (IPI) registró una caída interanual del 4,4 %, en diciembre, que, en términos de serie corregida de efectos de calendario, se tradujo en un aumento del 1,7 %, prolongando el perfil de desaceleración que viene caracterizando a este indicador desde los meses centrales del año (véase gráfico 1). Por componentes, la producción de bienes de equipo continuó en diciembre con la tendencia expansiva de los últimos meses, mientras que siguió desacelerándose la producción de bienes intermedios, acentuándose en el caso de la industria de bienes de consumo, debido, especialmente, a la intensa caída de la producción de alimentos. En esta misma línea, el indicador de confianza del sector industrial retrocedió tres puntos en enero, tras la estabilidad que había mantenido durante la segunda mitad del ejerci-

GRÁFICO 2

Empleo y salarios Tasas de variación interanuales



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

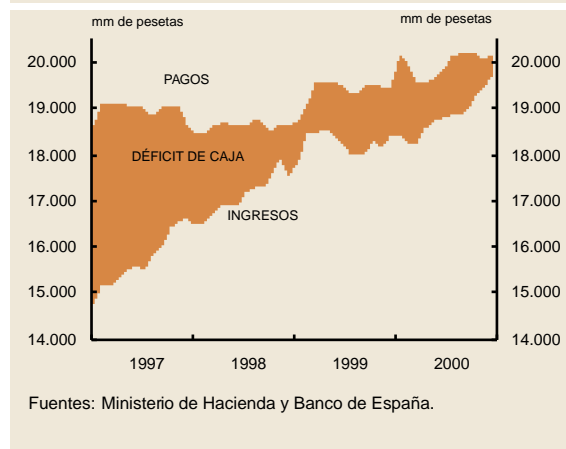
- (a) Serie de datos brutos. Personas.
 (b) Serie correspondiente a la muestra no actualizada (homogénea) en el primer trimestre de 2000.
 (c) Medias trimestrales de datos mensuales.
 (d) Sin incluir cláusula de salvaguarda. Para el año 2001, el dato corresponde a los convenios registrados hasta el 31 de enero.

cio anterior, con caídas generalizadas de todos sus componentes, así como de la previsión de utilización de la capacidad productiva para principios del año actual.

El ritmo de avance del empleo continuó ralentizándose en los últimos meses del pasado año, como ya se ha comentado (véase gráfico 2). Según la EPA, en el cuarto trimestre los ocupados recortaron siete décimas su tasa de crecimiento interanual, hasta el 4,1 %, debido al menor empuje que mostró el empleo asalariado en este período (5 %). Por ramas de actividad, la desaceleración se extendió a la construcción (5,8 %) y a los servicios (4,4 %), que redujeron dos y un punto porcentual, respecti-

GRÁFICO 3

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



Fuentes: Ministerio de Hacienda y Banco de España.

vamente, sus tasas de variación interanual, mientras que el empleo industrial (4,1 %) prolongó la tendencia ascendente que le ha caracterizado a lo largo del ejercicio, y en la agricultura (-1,8 %) continuó reduciéndose el ritmo de destrucción de empleo. Esta pérdida de dinamismo del empleo se reflejó también, aunque en menor medida, en los datos de afiliaciones a la Seguridad Social del último trimestre (4,6 %), que continuaron desacelerándose en el mes de enero de 2001, hasta el 4,4 %. Por su parte, los parados de la EPA intensificaron su ritmo de caída en el cuarto trimestre del ejercicio, hasta el 10,2 %, en contraste con la desaceleración que recogieron los datos de paro registrado, situándose la tasa de paro en el 13,6 %, una décima por debajo de la observada en el tercer trimestre. Finalmente, el paro registrado continuó recortando en enero su tasa de caída interanual (3 %), debido a la evolución menos favorable que registraron las ramas no agrícolas, especialmente la construcción y los servicios.

En cuanto a la negociación colectiva, el año 2000 finalizó con un incremento salarial del 3 %, que se eleva hasta el 3,6 % al incorporar el efecto de las cláusulas de salvaguarda, activadas por la desviación de la inflación observada respecto a la previsión oficial utilizada como referencia en los convenios (véase gráfico 2). Por otra parte, en los convenios registrados en enero del año 2001 se pactó un incremento salarial medio del 3,16 %, que corresponde prácticamente en su totalidad a convenios revisados, ya que los convenios de nueva firma, con un incremento pactado del 4,32 %, no son todavía suficientemente representativos. Sin considerar las cláusulas de salvaguarda, todas las ramas, a excepción de la industria, reflejaron una aceleración de sus tarifas salariales a principios del presente año.

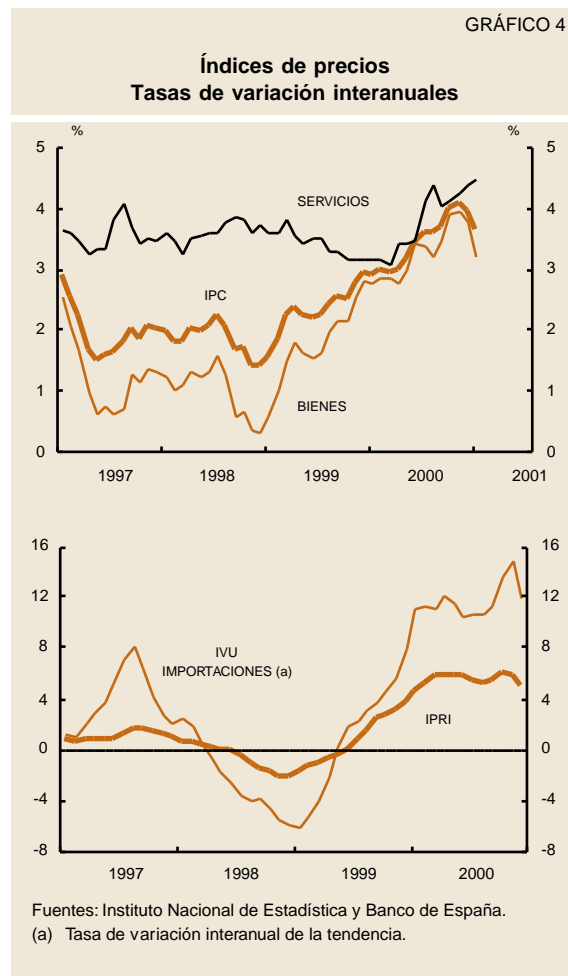
Con respecto a la ejecución del presupuesto del Estado, el año 2000 se saldó con un déficit de caja de 405 mm de pesetas, un 61,7 % inferior al registrado en el ejercicio anterior, y menor también al previsto en el avance de liquidación que acompaña a los Presupuestos Generales del Estado (véase gráfico 3). Esta favorable evolución del saldo de caja se explica, fundamentalmente, por la aceleración de los ingresos, que finalizaron el año con un aumento del 7,5 %, y, en menor medida, por la ligera ralentización de los pagos, que registraron un incremento del 3,8 %. Por el lado de los ingresos, los no impositivos se aceleraron, mientras que la recaudación tributaria se moderó levemente como consecuencia del menor avance de la imposición indirecta, y especialmente del IVA, aunque los impuestos directos aumentaron su ritmo de avance. En la vertiente de los pagos, los gastos corrientes mantuvieron un crecimiento sostenido, mientras que se desaceleraron los pagos de capital.

2. PRECIOS Y COSTES

El Índice de Precios de Consumo (IPC) no experimentó variación alguna en enero (1), con lo que su tasa de crecimiento interanual se situó en el 3,7 %, tres décimas por debajo de la registrada en diciembre. La reducción de la tasa de inflación se debió a la favorable evolución que mostraron en enero los precios de la energía, que recortaron en casi cinco puntos su aumento interanual, hasta situarse en el 6,3 %, ya que el componente de alimentos no elaborados acentuó en tres décimas su tasa de crecimiento interanual (6,8 %) y el IPSEBENE se aceleró una décima, hasta situarse en el 3,1 %.

Dentro del IPSEBENE, la tasa de variación interanual de los precios de los servicios alcanzó un valor del 4,5 %, una décima más que en el mes precedente. Las únicas rúbricas de servicios que reflejaron descensos de precios fueron los hoteles y los servicios turísticos; los precios de los teléfonos se estabilizaron, mientras que aumentaron el resto de renglones, destacando el fuerte avance que registraron los precios de correos, vivienda o seguros médicos. Por su parte, el componente de bienes industriales no energéticos también aumentó una dé-

(1) Con el dato de enero comienza la primera fase de adaptación al nuevo sistema de cálculo del IPC, que entrará plenamente en vigor en enero de 2002. Los cambios incorporados en este primer momento son, fundamentalmente, la adopción de la clasificación internacional del consumo (COICOP) a nivel de los doce grupos de gasto, el cambio de ponderaciones con datos actualizados de la ECPF, y un nuevo sistema de cálculo para los artículos de recogida centralizada.



cima su ritmo de crecimiento interanual, que se situó en el 2,6 %, mientras que los precios de los alimentos elaborados aceleraron cuatro décimas su tasa de inflación, hasta el 1,5 %. En cuanto a los componentes más volátiles del índice general, la fuerte reducción en enero de los precios del componente energético se concentró, básicamente, en los combustibles líquidos para calefacción, en las tarifas eléctricas y, especialmente, en los carburantes para automoción. Por su parte, la aceleración que continuaron experimentando los precios de los alimentos frescos obedeció de nuevo al encarecimiento de los productos cárnicos.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), para el que no se dispone aún de información desagregada, aumentó un 0,2 % en enero, lo cual supone un recorte de dos décimas, hasta el 3,8 %, en su tasa de inflación interanual.

En cuanto a los restantes indicadores de precios, el Índice de Precios Industriales (IPRI) finalizó el año 2000 con una tasa de variación interanual del 5 %, siete décimas inferior a la observada en noviembre. Este recorte se de-

bió, fundamentalmente, al descenso intermensual de los precios de los bienes intermedios energéticos, que redujeron en más de seis puntos porcentuales su tasa de variación interanual en diciembre, hasta situarse en el 16,9 %, influidos por la bajada del precio del petróleo y por la apreciación del euro que tuvieron lugar en dicho mes. Del mismo modo, el componente de bienes intermedios no energéticos redujo cinco décimas su tasa de variación interanual en diciembre, hasta el 5,9 %, mientras que los precios de los bienes de equipo se estabilizaron en el 2,1 % y los precios de los bienes de consumo aumentaron en cuatro décimas su tasa de variación interanual, que quedó situada en el 1,9 %. En relación con los precios agrarios, el índice de precios percibidos por los agricultores registró un crecimiento interanual del 8,4 % en diciembre, y la cesta de estos productos que aproxima el IPC de alimentos no elaborados aumentó un 6,4 % en los últimos doce meses. Finalmente, los precios de las importaciones de bienes moderaron su ritmo en diciembre, gracias, fundamentalmente, a la notable desaceleración que registraron los precios de la energía importada, aunque también los precios de los productos no energéticos aminaron su ritmo de crecimiento; su crecimiento en el año fue un 12,9 %. Los precios de las exportaciones, sin embargo, prolongaron en diciembre el perfil de aceleración de los últimos meses, cerrando el ejercicio con un crecimiento medio anual del 6,1 %.

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

De acuerdo con los últimos datos, se está produciendo una significativa desaceleración en el ritmo de actividad de las principales economías del entorno exterior al área del euro, en particular, de Estados Unidos. Esta evolución puede estar afectando a la zona del euro, aunque, según la información del cuarto trimestre de 2000, solo se observa una ligera pérdida de ritmo de crecimiento del producto en la segunda mitad del año. Además, los indicadores más recientes son coherentes con el mantenimiento de un ritmo de actividad relativamente robusto. Por otra parte, se ha moderado la tasa de avance de los precios en el área del euro, si bien persisten algunos riesgos inflacionarios.

El crecimiento del PIB norteamericano se desaceleró durante el cuarto trimestre de 2000 hasta el 1,4 %, en tasa intertrimestral anualizada, como consecuencia, principalmente, de la variación negativa de la formación bruta de capital —en especial, del gasto en bienes de equipo y *software*— y de la desaceleración del consumo privado. Ante el fuerte deterioro gene-

ral —reflejado en el clima de confianza de consumidores y empresarios—, la Reserva Federal reaccionó rebajando dos veces, en menos de un mes, su tipo oficial de interés, por un importe total de un punto porcentual, hasta situarlo en el 5,5 %. A los efectos estimulantes de esta medida, hay que añadir las expectativas favorables suscitadas por el anuncio de un plan de reducción de impuestos para los próximos diez años, que está todavía en fase legislativa y, por lo tanto, pendiente de mayor concreción.

En cualquier caso, aunque las señales que han ofrecido los indicadores más recientes han sido mixtas, han contribuido, en general, a mitigar el pesimismo predominante en las primeras semanas del año. Así, mientras que la producción industrial cayó en enero por cuarto mes consecutivo en términos de la tasa intermensual, los pedidos de bienes duraderos y los indicadores de construcción mostraron una mejora en los últimos meses. El aumento de las ventas de automóviles y de las ventas al por menor matizan el fuerte deterioro de los índices de confianza del consumidor, al tiempo que la creación de empleo mantiene un vigor mayor del esperado. Pese a la desaceleración del PIB, la productividad ha continuado creciendo a un ritmo apreciable en el cuarto trimestre, aunque bastante inferior al de trimestres precedentes. Han empeorado, no obstante, los beneficios esperados, lo que podría llevar a ajustes de plantilla adicionales en muchas empresas. En este contexto, la Reserva Federal ha expresado la opinión de que la economía no llegará a caer en recesión y de que alcanzará pronto tasas de crecimiento positivas, que, para el conjunto de 2001, podrían estar en un entorno del 2 %-2,5 %. El mayor dinamismo de los salarios y la consiguiente aceleración de los costes laborales unitarios en el cuarto trimestre, así como los incrementos de los precios de manufacturas y de consumo en enero, ponen de manifiesto algunos riesgos inflacionarios subyacentes.

En Japón, la revisión a la baja del PIB del tercer trimestre de 2000 dejó la tasa de crecimiento intertrimestral en el -0,6 %, lo que supone una variación interanual del 0,5 %. La demanda interna mostró un acusado descenso, inducido, principalmente, por la fuerte caída de la formación bruta de capital, achacable a su vez a la contracción de la inversión pública en un 10,7 % (-3,5 % en términos interanuales), ya que la inversión privada creció ligeramente. También prosigue la atonía del consumo privado, con tasas intertrimestrales nulas e interanuales negativas. Por el lado de la demanda externa, las exportaciones crecieron apenas un 0,2 % y las importaciones un 1,3 %, ambas en tasa intertrimestral. Todo ello pone de manifies-

CUADRO 1

Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	SEP	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB (c)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):						
Índice de Producción Industrial	5,1	3,7	4,3	8,0		
Comercio al por menor	3,4	1,0	1,3			
Matriculaciones de turismos nuevos	-1,6	-7,0	-3,2	2,6		
Indicador de confianza de los consumidores	-3	-3	-4	-1	-1	
Indicador de clima industrial	7	6	5	5	2	
IAPC	2,8	2,7	2,9	2,6		
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):						
M3	5,3	5,2	5,0	4,9		
M1	6,2	5,8	5,0	5,5		
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	7,1	6,5	5,9	6,3		
<i>AAPP</i>	-4,2	-6,3	-6,8	-5,8		
<i>Otros sectores residentes</i>	10,9	10,9	10,3	10,3		
EONIA	4,59	4,76	4,83	4,83	4,76	4,85
EURIBOR a tres meses	4,85	5,04	5,09	4,94	4,77	4,73
Rendimiento bonos a diez años	5,47	5,42	5,34	5,07	5,01	4,99
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,41	0,41	0,46	0,25	0,21	0,19
Tipo de cambio dólar/euro	0,872	0,855	0,856	0,897	0,938	0,927
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	-1,2	-0,6	-2,9	-5,9	1,3	-3,9

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 19 de febrero de 2001.

(d) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 16 de febrero de 2001.

to la fragilidad del proceso de recuperación de la economía japonesa. No obstante, la producción industrial se incrementó en diciembre, así como los pedidos de maquinaria de las empresas. Sin embargo, la caída de la renta disponible en el cuarto trimestre no permite augurar un repunte vigoroso del consumo, pese a que el empleo comenzó a crecer ligeramente, de nuevo, en el cuarto trimestre. El Banco de Japón redujo, el 9 de febrero, la tasa oficial de descuento en 15 puntos básicos, hasta el 0,35 %, y abrió una nueva facilidad de préstamos para los bancos al mismo tipo.

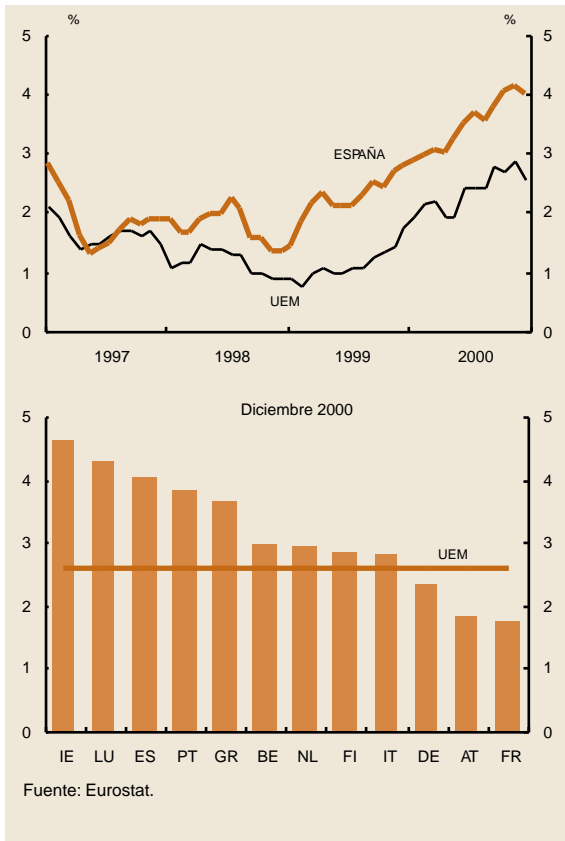
En cuanto al Reino Unido, el PIB en el cuarto trimestre de 2000 se desaceleró significativamente, hasta una tasa intertrimestral anualizada del 1,1 %, frente al 4,1 % y 2,8 % de los dos trimestres anteriores. Los indicadores disponibles tienden a corroborar que la economía está perdiendo vigor, aunque mantiene un ritmo modesto de actividad, como indica la tasa de creación de empleo. Paralelamente, se ha moderado sensiblemente el ritmo de avance de los

precios de consumo, que, en enero, registraron una tasa interanual del 1,8 % (excluidos intereses de hipotecas). A ello ha contribuido, no solo la caída de los precios energéticos, sino también la desactivación parcial de ciertas presiones internas por el lado de los costes salariales unitarios y de los precios de los inmuebles.

En el área del euro, según los datos definitivos de Contabilidad Nacional correspondientes al tercer trimestre de 2000 publicados por Eurostat, la desaceleración del PIB en dicho período se acentuó ligeramente en relación con las estimaciones anteriores. En efecto, el producto registró una tasa de variación intertrimestral del 0,6 % en el tercer trimestre, tres décimas por debajo del avance experimentado en la primera parte del año. Detrás de esta ralentización, se encuentra la menor contribución de la demanda interna, derivada principalmente de la atonía del consumo privado —que solo aumentó un 0,2 %, después de cuatro trimestres de crecimiento próximo al 0,7 %— y, en menor medida, de la aportación menos positiva de la variación

GRÁFICO 5

Índices armonizados de precios de consumo
Tasas de variación interanuales

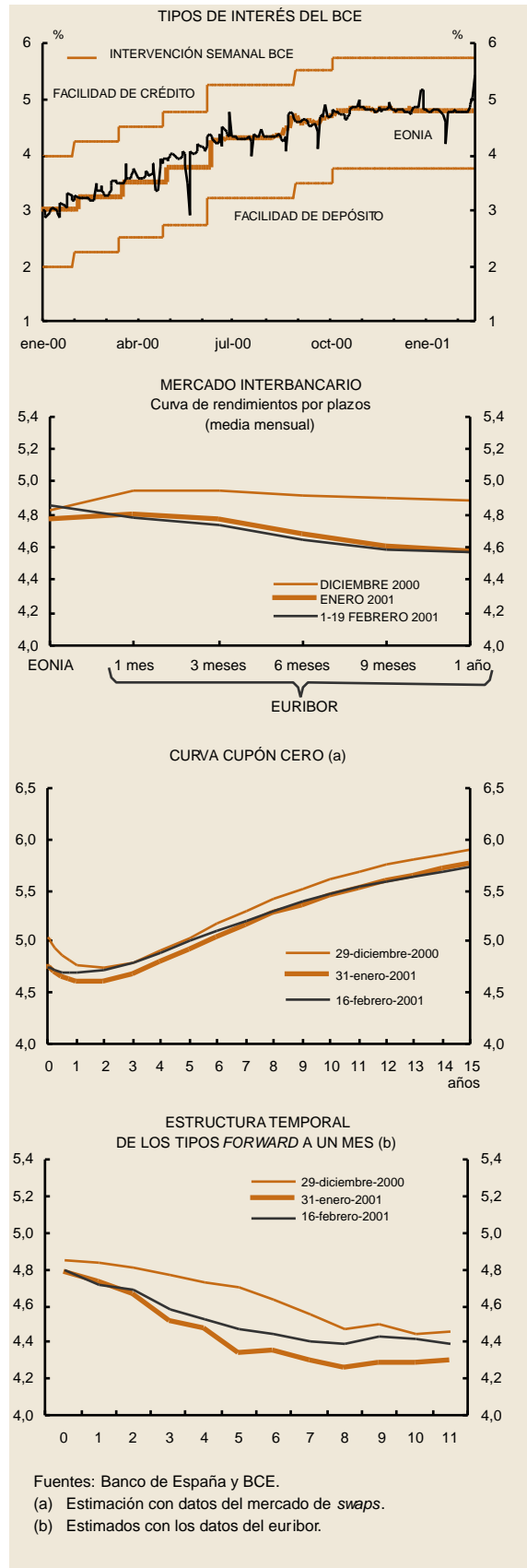


de existencias. Por el contrario, la formación bruta de capital fijo registró un comportamiento más expansivo que en el período precedente. Por su parte, la demanda exterior neta se recuperó ligeramente en el tercer trimestre, a raíz de una aceleración de las exportaciones superior a la de las importaciones. En términos interanuales, el PIB creció un 3,3 % en el tercer trimestre de 2000, cuatro décimas por debajo de la tasa del período anterior.

Los indicadores referidos a los meses finales del año 2000 y al mes de enero, relacionados más estrechamente con el ritmo de variación interanual de la actividad —como son los procedentes de las encuestas de confianza de la Comisión Europea y de los directores de compras (véase cuadro 1)— apuntan a una moderada desaceleración adicional en el ritmo de crecimiento interanual. No obstante, esto puede ser compatible con un mantenimiento e, incluso, con una ligera aceleración de la tasa de crecimiento intertrimestral, a tenor de la favorable evolución del IPI en dicho período y de la recuperación intertrimestral en los meses de octubre y noviembre del indicador de ventas al por menor. Además, los datos preliminares re-

GRÁFICO 6

Tipos de interés en la zona del euro



feridos al crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2000 en algunos países de la zona —como Francia, Italia y Holanda— han mostrado una recuperación intertrimestral en dicho período. Por el contrario, en España se redujo la tasa de variación del PIB en dicho período. En cuanto al mercado de trabajo, la tasa de paro en la UEM se mantuvo en diciembre en el nivel del 8,8 % observado en el mes precedente.

Por lo que respecta a la inflación, la tasa interanual de variación del IAPC de la zona alcanzó en diciembre de 2000 el 2,6 %, tres décimas por debajo del registro de noviembre (véase gráfico 5). Este descenso vino explicado, principalmente, por la evolución menos expansiva del componente energético, que, además, compensó el aumento, relativamente pronunciado, de los precios de los alimentos no elaborados. El IPSEBENE —que, al excluir los bienes no elaborados y los energéticos, aproxima la inflación subyacente— se mantuvo estabilizado en diciembre en el 1,5 %. Aunque todavía no se conoce el IAPC del área referido a enero de 2001, la información disponible sobre algunos países señala cierta contención de la tasa de variación del IAPC en ese mes, como resultado de una moderación adicional del componente energético, que puede estar parcialmente contrarrestada por la adversa evolución de los alimentos no elaborados, por el efecto de la introducción de subidas en algunos precios administrados y por aumentos de los impuestos indirectos (2). Por su parte, los precios industriales de la zona del euro experimentaron una nueva desaceleración en diciembre, último dato conocido, hasta situarse en el 5,4 % en tasa interanual, frente al 6,3 % de noviembre. Con respecto a los factores que han influido en la evolución reciente de la inflación, cabe señalar que, a lo largo de febrero, no se han consolidado ni la corrección a la baja del precio del petróleo ni la apreciación del tipo de cambio del euro registradas en las semanas precedentes, lo que, en un contexto de crecimiento relativamente vigoroso, entraña riesgos para las perspectivas inflacionistas del área.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE, en las reuniones celebradas los días 1 y 15 de febrero, decidió mantener inalterados los tipos de interés oficiales. Así, el tipo de las operaciones principales de financiación continúa situado en el 4,75 % desde el 5 de octubre de 2000, y los tipos de las facilidades perma-

(2) Estando este boletín en imprenta, Eurostat publicó la tasa de variación del IAPC del área del euro de enero de 2001, que alcanzó el 2,4 %.



entes de crédito y de depósito, en el 5,75 % y 3,75 %, respectivamente.

En la primera parte de enero, los tipos de interés del mercado monetario prolongaron la trayectoria a la baja iniciada a finales de año, especialmente en los plazos más largos, pero esta tendencia se revirtió parcialmente en las semanas posteriores. De esta forma, se ha configurado una curva de rendimientos por plazos con una ligera pendiente negativa (véase gráfico 6). En concreto, el día 16 de febrero, los tipos EURIBOR estaban situados entre el 4,79 % y el 4,62 % en los plazos entre uno y doce meses, lo que supone una reducción en torno a 10 puntos básicos en relación con los niveles alcanzados a finales de diciembre. Estos movimientos a la baja también se reflejaron en los tipos esperados: el tipo *forward* a un mes implícito en el mercado de contado experimentó, en el conjunto del período, un descenso en torno a 20 puntos básicos. Sin embargo, las expectativas de caída de los tipos de interés se han moderado en las últimas semanas, tal como se observa en la parte inferior del gráfico 6.

Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1997	1998	1999	2000			2001	
	DIC	DIC	DIC	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB (a)
BANCARIOS:								
Tipo sintético pasivo	3,22	2,06	1,98	2,93	3,02	3,03	3,02	...
Tipo sintético activo	6,54	5,15	5,03	6,35	6,39	6,35	6,29	...
TESORO:								
Subasta de letras a doce meses (b)	4,47	2,95	3,75	5,10	5,03	4,71	4,41	4,35
Subasta de bonos a tres años	4,90	3,54	4,56	5,24	5,19	4,81	4,54	...
Subasta de obligaciones a diez años	5,78	4,32	5,38	5,58	5,53	5,24	5,10	5,08
MERCADOS SECUNDARIOS (c):								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,50	2,88	3,60	5,01	5,00	4,70	4,42	4,36
Deuda pública a diez años	5,64	4,08	5,37	5,49	5,45	5,20	5,08	5,10
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,31	0,20	0,19	0,27	0,27	0,29	0,27	0,31
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	42,22	37,19	16,22	-3,55	-12,04	-12,68	9,30	6,22
Diferencial renta fija privada								
con letras del Tesoro a 12 meses	0,54	0,40	0,24	0,27	0,26	0,29	0,30	0,28
Diferencial renta fija privada								
con deuda pública a diez años	0,15	0,36	0,41	0,65	0,64	0,70	0,75	0,61

Fuente: Banco de España.

(a) Media de datos diarios hasta el 19 de febrero de 2001.

(b) Tipo de interés marginal.

(c) Medias mensuales.

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

En los mercados secundarios de deuda pública del área, las rentabilidades se han mantenido alrededor del 5 % a lo largo del mes de enero y de las primeras semanas de febrero. Como resultado de esta evolución y de la reducción de la rentabilidad media de los bonos americanos en ese mismo período, el diferencial de tipos a largo plazo frente a Estados Unidos se ha situado alrededor de 20 puntos básicos, que es el nivel más bajo desde el comienzo de la tercera fase de la Unión Monetaria.

Por su parte, en los mercados de divisas, el euro continuó apreciándose hasta mediados de enero frente a las principales monedas, siguiendo la trayectoria mostrada en las últimas semanas del año anterior (véase gráfico 7). No obstante, a partir de la segunda mitad de enero se detuvo esa tendencia y, en las últimas semanas, se han observado oscilaciones de distinto signo. En conjunto, entre el 1 de enero y el 15 de febrero, el euro se ha mantenido prácticamente estable frente al dólar y el yen. Por su parte, el índice del tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a los países desarrollados se situaba, a mediados de febrero, un 1 % por debajo del nivel de finales de diciembre.

En los mercados de renta variable europeos, tras la trayectoria bajista registrada a finales del año anterior —relacionada con la incertidumbre respecto a las desfavorables perspectivas de crecimiento en Estados Unidos—, se observó una cierta recuperación de las cotizaciones en el mes de enero y, sobre todo, una reducción de la volatilidad, en línea con la evolución de los mercados estadounidenses. No obstante, el índice Dow Jones EURO STOXX amplió registró un deterioro en las primeras semanas de febrero, de modo que, en la fecha de cierre de este boletín, la pérdida acumulada en el conjunto del año es de, aproximadamente, un 4 %.

Por lo que se refiere a la evolución de los agregados monetarios y crediticios, los datos disponibles más recientes, correspondientes al mes de enero, muestran una continuación del proceso de moderación, iniciado a mediados del año 2000, de las tasas de crecimiento interanuales de M3 y el mantenimiento de elevados ritmos de avance en el crédito al sector privado. Así, el agregado monetario M3 creció en enero, en términos interanuales, un 4,7 %, de forma que la media móvil de los tres últimos meses quedó situada en el 5 %, inferior a la cifra re-

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		
	DIC (b)	DIC	DIC	OCT	NOV	DIC
1. Activos financieros líquidos (2 + 3)	562,2	4,0	1,4	2,3	1,5	2,6
2. Medios de pago	273,1	12,1	12,7	5,8	4,4	4,5
Efectivo	54,7	0,7	8,3	2,7	2,2	-0,4
Depósitos a la vista	110,9	19,5	14,1	9,4	8,5	9,6
Depósitos de ahorro	107,4	12,4	13,8	4,0	1,6	2,3
3. Otros activos financieros	289,1	-1,3	-7,0	-0,8	-1,0	0,8
Depósitos a plazo + cesiones temporales	198,5	-11,2	6,3	26,4	24,8	26,0
Valores bancarios	8,7	-7,8	54,5	-9,8	-18,3	-24,6
FIAMM + FIM de renta fija	81,9	11,1	-23,0	-32,4	-32,0	-30,4
PRO MEMORIA:						
4. Fondos de inversión (5 a 7) (c)	156,7	39,2	-3,5	-24,3	-32,7	-34,7
5. FIAMM	31,4	-10,3	-8,4	-9,4	-9,2	-8,8
6. FIM de renta fija	50,5	25,6	-26,8	-31,0	-29,7	-26,9
7. Resto de fondos de inversión	74,8	23,9	31,7	16,1	6,2	1,0

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.

gistrada en el período agosto-octubre, aunque todavía excede del valor de referencia del 4,5 %. La desaceleración gradual de este agregado refleja el aumento experimentado en el coste de oportunidad de los activos más líquidos, como resultado del progresivo incremento de los tipos de interés del área del euro tras las decisiones de política monetaria instrumentadas por el Eurosistema a lo largo del año 2000. En particular, el agregado M1 —que incluye los activos más líquidos, como el efectivo y los depósitos a la vista— es el que ha venido mostrando una desaceleración más intensa en los últimos meses.

Por último, en enero, disminuyó el ritmo de crecimiento del crédito concedido por las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) a los sectores residentes en la zona del euro hasta el 6,1 %. Ello fue el resultado de la evolución algo más negativa de la financiación concedida a las Administraciones Públicas, y de una moderada desaceleración del crédito al sector privado hasta el 10 %, desde el 10,2 % registrado en diciembre. En relación con el resto de contrapartidas de M3, la posición acreedora neta de las IFM frente al exterior disminuyó en dicho mes en 55 mm de euros, lo que supone una reducción acumulada en los últimos doce meses de 107 mm de euros, mientras que los pasivos financieros a más largo plazo disminuyeron su crecimiento en enero hasta una tasa interanual

del 4,3 %, muy cercana a la que muestra el agregado monetario M3.

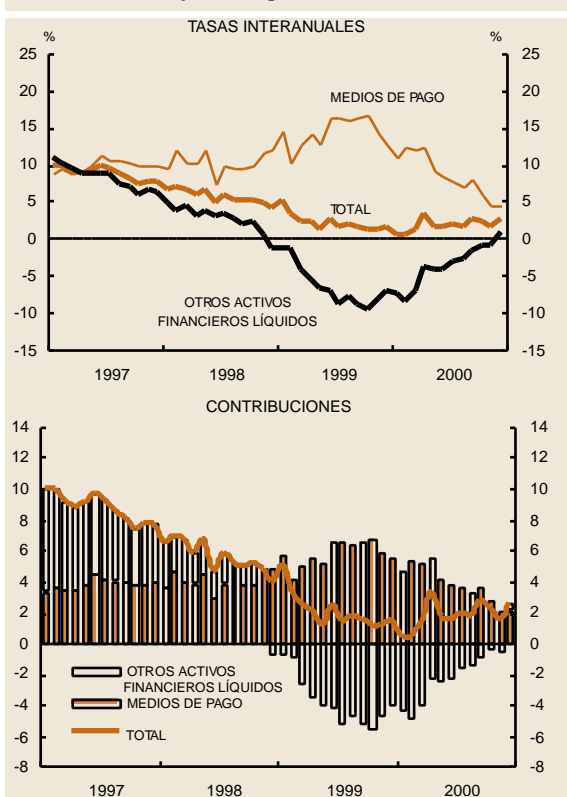
4. FLUJOS Y MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

Durante el mes de diciembre las condiciones monetarias y crediticias en España evolucionaron de forma paralela a las de la UEM: los activos financieros más líquidos mantuvieron la desaceleración iniciada a mitad del año 2000 y el crédito al sector privado continuó creciendo a tasas similares a las de meses anteriores. Ahora bien, en el caso de España, la información provisional correspondiente al mes de enero muestra los primeros síntomas de una desaceleración en las tasas de crecimiento del crédito.

De acuerdo con la última información disponible sobre los tipos de interés bancarios, durante el mes de enero las entidades de crédito españolas han empezado a trasladar los recortes experimentados en los tipos de interés de los mercados monetarios a los tipos que aplican a sus clientes en sus operaciones de crédito y depósito. Las operaciones activas han recogido en mayor medida estos movimientos de descenso, dado el elevado porcentaje de créditos concedidos a tipo variable. Así, el tipo sintético de activo disminuyó diez puntos bási-

GRÁFICO 8

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



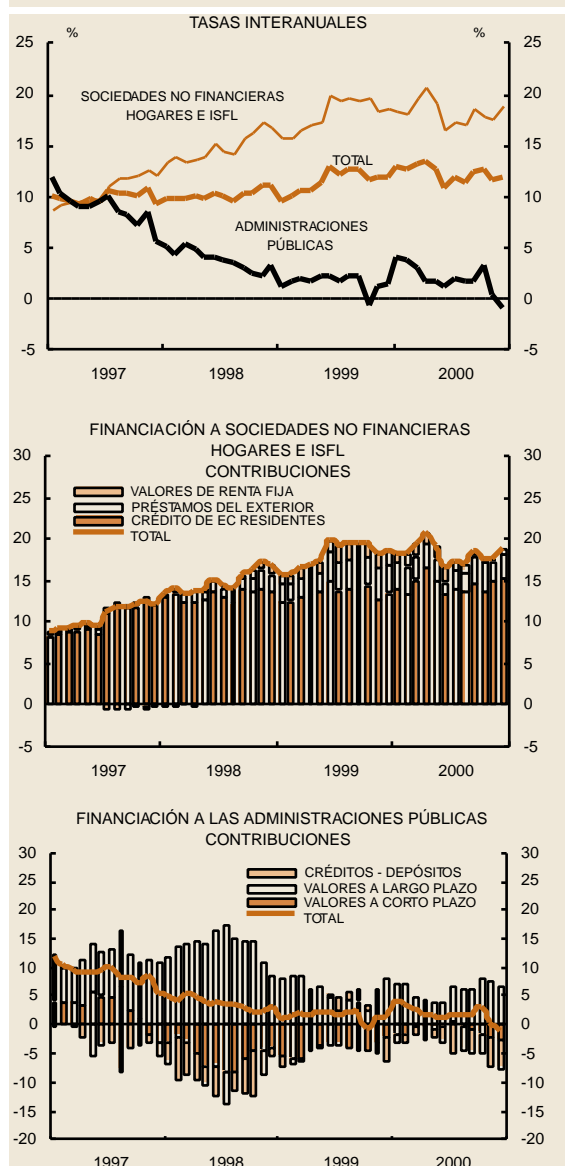
Fuente: Banco de España.

cos en relación con los niveles existentes en noviembre de 2000, hasta situarse en el 6,3 % en enero de 2001. Por su parte, el tipo sintético de pasivo apenas ha sufrido variaciones durante estos últimos meses, manteniéndose en el 3 %.

Durante el mes de enero y la parte transcurrida de febrero, las rentabilidades negociadas en los mercados financieros españoles de renta fija han seguido una trayectoria descendente, que ha venido a acentuar el proceso iniciado en el mes diciembre. Las reducciones en los tipos de interés han sido generalizadas a lo largo de toda la curva de rendimientos, si bien la mayor corrección se ha producido en los plazos intermedios. De esta forma, los tipos de interés en el mercado secundario de letras del Tesoro a seis-doce meses han descendido más de 60 puntos básicos en relación con los niveles existentes en el mes de noviembre, mientras que el descenso en la rentabilidad de la deuda pública a diez años ha sido de 35 puntos básicos. El diferencial de la rentabilidad de la deuda española con la del bono alemán ha permanecido en torno a 30 puntos básicos. El diferencial de la

GRÁFICO 9

Financiación a los sectores residentes no financieros



Fuente: Banco de España.

renta fija privada con la deuda pública a diez años ha disminuido hasta los 60 puntos básicos después del repunte que experimentó a finales del año 2000.

Durante el período de análisis, las cotizaciones de los mercados bursátiles nacionales se han recuperado parcialmente de los descensos ocurridos en la parte final del pasado año (el índice de la Bolsa de Madrid descendió un 13 % durante el año 2000). Así, durante el mes de enero, el mercado bursátil español registró una fuerte subida del 9 %, porcentaje superior al que alcanzaban otras plazas europeas. Esta

CUADRO 4

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

	2000	1998	1999	2000		
	DIC (b)	DIC	DIC	OCT	NOV	DIC
1. Financiación total (2 + 3)	989,1	11,0	11,7	12,6	11,6	11,8
2. Sociedades no financieras, hogares e ISFL	680,3	16,8	18,5	17,6	17,6	18,8
Del cual:						
Crédito de entidades de crédito residentes	547,9	16,0	16,1	16,7	18,2	18,6
Valores de renta fija + financiación intermediada por fondos de titulización	40,2	17,5	24,7	7,8	3,4	9,3
3. Administraciones Públicas	308,9	3,1	1,3	3,1	0,3	-1,0
Valores a corto plazo	45,8	-16,2	-11,0	-8,4	-12,2	-15,7
Valores a largo plazo	267,6	13,0	10,9	10,0	9,3	8,3
Créditos - depósitos (c)	-4,5	-4,6	-13,4	-10,3	-15,6	-15,3

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.

evolución contrasta con lo sucedido durante el último año, donde los índices del mercado español tuvieron una evolución más desfavorable que los del resto del continente. Esta trayectoria alcista se ha frenado, no obstante, en los días transcurridos de febrero debido, principalmente, a la corrección de los precios de los valores de telecomunicaciones, lo que podría evidenciar cambios en la valoración de las expectativas de beneficios de estas empresas. En todo caso, el índice general de la Bolsa de Madrid acumula una revalorización, desde comienzos de año, del 6 % (a fecha de cierre de este artículo).

En este contexto, los activos financieros líquidos (AFL) de las sociedades no financieras y hogares experimentaron un crecimiento interanual del 2,6 % en el mes de diciembre de 2000 (véase cuadro 3). Durante el mes de diciembre, se mantuvieron las tendencias observadas desde comienzos de año: recuperación de los componentes menos líquidos del agregado y paulatina desaceleración del componente de medios de pago. Así, los saldos encuadrados en el concepto de otros activos financieros líquidos finalizaron el año con una tasa de variación positiva del 1 %, mientras que, un año antes, presentaban tasas interanuales negativas en torno al -7 %. Por su parte, los medios de pago han ido reduciendo sus ritmos de expansión a lo largo del año 2000, hasta situarse en tasas inferiores al 5 %, cuando un año antes se situaban en niveles próximos al 13 %.

El análisis detallado de los instrumentos contenidos en la definición de AFL ratifica el escenario anteriormente descrito, dado que la totalidad de los componentes más líquidos han ido reduciendo sus tasas de crecimiento a lo largo del año. No obstante, las tasas interanuales correspondientes al mes de diciembre están condicionadas por lo ocurrido a finales del año anterior, cuando las incertidumbres relacionadas con el efecto 2000 indujeron una demanda extraordinaria de efectivo, de tal forma que la tasa interanual de dicho componente pasó del 2 % en noviembre al -0,4 % en diciembre. De igual forma, las tasas de crecimiento interanual de los depósitos vista y ahorro se vieron afectadas por idéntica causa, si bien las consecuencias han sido, lógicamente, de signo contrario. Entre los componentes menos líquidos, la rúbrica que recoge los depósitos a plazo más las cesiones temporales impulsó su tasa interanual hasta el 26 % en diciembre, cuando esta se situaba a finales del año pasado en el 6 % (véase cuadro 3). Respecto a los fondos de inversión incluidos en los activos financieros líquidos —FIAAM y FIM de renta fija— continuaron con el proceso de contracción de sus saldos (-30 % en diciembre), si bien a un ritmo algo inferior al de meses anteriores. Por el contrario, las participaciones en fondos de inversión no incluidos en los activos financieros líquidos —básicamente fondos de renta variable e internacionales— registraron una disminución brusca durante los meses de noviembre y diciembre. Esta evolución ha estado relacionada con el desfavorable comportamiento de los mercados bursátiles y la depreciación del dólar frente al euro. Los

datos provisionales para los AFL correspondientes al mes de enero reflejan el mantenimiento de las tendencias descritas anteriormente.

En diciembre, la financiación total obtenida por el conjunto de los sectores residentes no financieros se expandió a una tasa de interanual del 12 % (véase cuadro 4), prácticamente idéntica a la correspondiente al mismo mes del año anterior. Esta cifra es el resultado del elevado crecimiento de la financiación obtenida por las sociedades no financieras y hogares y de la reducción de la financiación concedida a las Administraciones Públicas.

La financiación al sector privado residente presentó una nueva aceleración en el mes de diciembre, hasta situarse en el 19 % —similar al crecimiento interanual con el que se cerró el año 1999—. No obstante, es necesario recordar que las tasas interanuales correspondientes al cierre del año 2000 están, en parte, afectadas por las operaciones de financiación de las empresas de telecomunicaciones durante el mes de septiembre. Los préstamos de las entidades de crédito residentes, componente principal de la financiación al sector privado no financiero, crecieron al 19 % en tasa interanual, frente al 16 % de diciembre de 1999. Por su parte, los fondos captados a través de la emisión de valores de renta fija durante el año 2000 redujeron su ritmo de crecimiento hasta el

9 %, en diciembre, frente al 25 % del año anterior. En todo caso, la financiación obtenida mediante la emisión de títulos de renta fija es todavía muy pequeña —el saldo se sitúa en 40 mm de euros en diciembre— si se compara con la obtenida a través del crédito —548 mm de euros—.

La información provisional correspondiente al mes de enero indica una clara desaceleración en los ritmos de avance de la financiación al sector privado. El crédito concedido por las entidades de crédito residentes podría mostrar una disminución en su tasa de crecimiento de en torno a 2,5 puntos porcentuales, que la situaría en el 16 %.

Finalmente, la financiación obtenida por las Administraciones Públicas registró una importante reducción durante el mes de diciembre, situándose su tasa de variación interanual en valores negativos (-1 %). Esta cifra confirma los buenos resultados de la ejecución presupuestaria del sector durante el año 2000, que se han reflejado en unas reducidas necesidades de recursos financieros. En cuanto a la composición por instrumentos, la financiación cubierta mediante los valores a corto plazo se redujo durante los últimos doce meses en un 16 %, cinco puntos por encima de la observada el año anterior; mientras que la emisión neta de valores a largo plazo experimentó un crecimiento del 8 %. El resto de la posición neta se completa con el fuerte crecimiento del saldo de depósitos en el sistema crediticio, cercano a 14 mm de euros durante el último año.

23.2.2001.