
Evolución reciente de la economía española

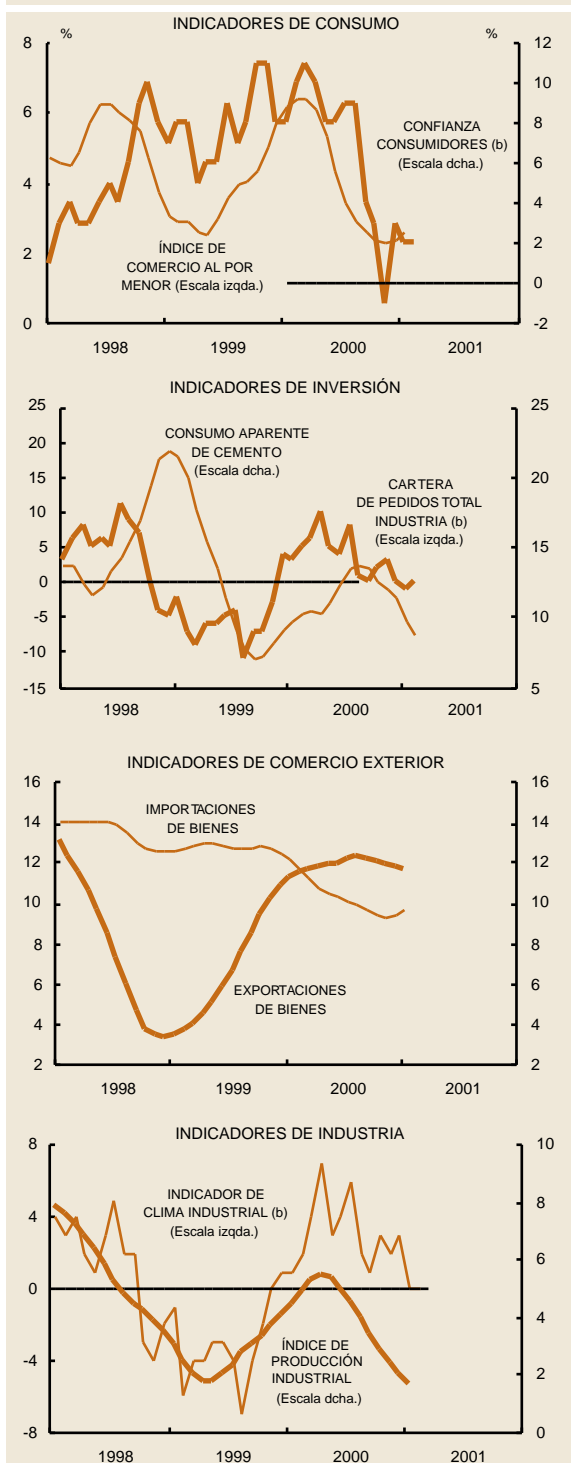
1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Como ya se comentó en el Boletín del mes anterior, el PIB real de la economía española creció un 3,8 %, en tasa interanual, en el último trimestre del año 2000, tres décimas menos que en el trimestre precedente. El perfil de desaceleración que predominó en la segunda mitad del ejercicio fue más acusado en la demanda nacional, mientras que la demanda exterior neta intensificó su aportación positiva al crecimiento del producto en el último trimestre. La información referida a los primeros meses del año 2001 es todavía escasa. En relación con el gasto, el consumo de los hogares parece haber aminorado su pérdida de dinamismo, mientras que apenas se dispone de datos adicionales que permitan cualificar la notable desaceleración de la formación bruta de capital observada durante el pasado año. Por el lado de la oferta, la actividad industrial ha seguido perdiendo empuje, igual que el empleo, con lo que la reducción del paro también se ha atenuado.

Como se acaba de mencionar, los indicadores relativos al gasto de las familias que incorporan ya información sobre el inicio del año 2001 han tendido a suavizar su pérdida de dinamismo. El indicador de confianza de los consumidores conservó en febrero un nivel similar al registrado el mes anterior (véase gráfico 1). Se observaron ligeros avances en las opiniones sobre la situación económica general y sobre la situación particular de los hogares en los próximos meses, compensados por un moderado retroceso en las opiniones relativas a la oportunidad de realizar compras de bienes duraderos en el momento actual. En relación con el gasto en duraderos, la matriculación de automóviles descendió en febrero un 4 %, en tasa interanual, cifra similar a la de enero, y que tiende a confirmar un menor ritmo de caída de este indicador, en relación con los notables recortes de finales del año 2000. Las medidas de apoyo a la compra de vehículos, que entraron en vigor en enero del año en curso, estarían atenuando el ritmo de descenso de las matriculaciones, a la vez que, probablemente, tuvieron un efecto negativo en el trimestre anterior, al aplazarse compras hasta el comienzo del año 2001. Por su parte, el índice de ventas del comercio al por menor experimentó un crecimiento real del 5 % en enero, interrumpiendo, por el momento, la tendencia descendente que le venía caracterizando desde mediados del año 2000. El componente de productos alimenticios registró un avance notable, con un incremento interanual del 6,1 % en enero, frente a una variación casi nula en el trimestre anterior, mientras que el resto de bienes se aceleró más modestamente, al crecer un 3,3 % en términos reales. Asimismo-

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.

mo, aunque el indicador de confianza del comercio minorista retrocedió tres puntos en el mes de febrero, arrastrado por el considerable empeoramiento de las opiniones sobre el volumen de negocios en el momento actual, las compras a proveedores y el volumen de negocios previsto para los próximos meses mantuvieron una evolución más sostenida. Por último, la información sobre producción e intercambios comerciales de bienes de consumo correspondiente a los primeros meses del año es muy reducida; únicamente se dispone de datos de producción interior de estos bienes para enero, mes en el que se produjo un retroceso en términos interanuales, medido sobre datos corregidos de calendario, debido al recorte en la producción de la industria alimenticia.

Según las cifras provisionales de la CNTR, la inversión en bienes de equipo se desaceleró notablemente a lo largo del año 2000, proceso que también se reflejó en el índice de disponibilidades. En el último trimestre de ese año la aportación de la producción interior al índice continuó siendo relativamente elevada, haciéndose más negativa la del sector exterior, debido a la caída de las importaciones y al fuerte empuje de las ventas al exterior. En enero del presente año la producción industrial de este tipo de bienes experimentó un avance del 6,7 % en serie original. No obstante, al corregir esta tasa de los efectos del calendario, el incremento interanual se reduce al 3,6 %, tasa que, al ser inferior a la registrada en el trimestre anterior, trunca, por el momento, la incipiente recuperación de la producción interior. El indicador de clima industrial en este sector flexionó ligeramente en enero, tras la mejora de diciembre, si bien se mantiene en niveles relativamente elevados, por encima de la media del cuarto trimestre de 2000. En enero, la mejora de la producción prevista y la menor acumulación de existencias se contrapusieron a un moderado empeoramiento de la cartera de pedidos.

En relación con la construcción, en enero se apreció un relativo fortalecimiento de los indicadores de consumos intermedios, mientras que los de empleo prolongaron la senda de ralentización del pasado año, en un contexto de tasas todavía muy elevadas, indicativa de una intensa utilización de este factor productivo. En concreto, el consumo aparente de cemento aumentó un 17 % en enero y el IPI de materiales de construcción se elevó un 6,2 %, en ese mismo mes, superando en ambos casos el crecimiento observado en el cuarto trimestre de 2000. No obstante, el dato de consumo de cemento de enero tiene un fuerte componente estacional, lo que unido al modesto crecimiento observado en febrero, significa que este indicador continuó el proceso de desaceleración en los primeros

meses de 2001. El indicador de confianza de los constructores, tras registrar un avance importante en enero de 2001, experimentó un retroceso significativo en febrero, derivado tanto del observado en la contratación como en la tendencia del empleo. En cuanto a los indicadores del mercado laboral, los afiliados a la Seguridad Social (SS) experimentaron un aumento interanual del 8,7 % en enero, por debajo del observado en el último trimestre de 2000 (9,1 %), mientras que el ritmo de descenso del paro registrado se ha ido reduciendo y fue del 1,3 % en febrero. Entre los indicadores adelantados, los visados de dirección de obra, con información hasta noviembre, mostraron un crecimiento modesto en la parte final del año 2000, tras la caída registrada en el tercer trimestre. Por tipología de obra, la superficie a construir en edificación residencial siguió cayendo en octubre y noviembre, de forma que, a medio plazo, el gasto en construcción de viviendas debería seguir perdiendo empuje; por otro lado, la edificación no residencial registró una aceleración notable. Igualmente, en el tercer trimestre se aminoró la caída experimentada anteriormente por la licitación de obra civil, a la vez que se produjo un aumento en la edificación pública.

Como ya se comentó en el Boletín anterior, la demanda exterior neta mostró un perfil de mejora continua a lo largo del ejercicio anterior, llegando a tener una aportación positiva de medio punto porcentual en el cuarto trimestre. Para el año 2001, únicamente se dispone de datos de Aduanas para enero, según los cuales las exportaciones reales aumentaron un 15 % en ese mes, mientras que las compras al exterior, con una tasa interanual del 15,6 %, mostraron un renovado vigor, que se apreció especialmente en los bienes de consumo (25,1 %).

El deterioro de la relación real de intercambio en el año 2000, relacionado con la evolución fuertemente alcista de los precios del petróleo en pesetas, propició un incremento importante del déficit comercial en términos nominales, pese al comportamiento favorable de los flujos reales; el deterioro fue más intenso en los primeros trimestres y se suavizó notablemente en la parte final del año. Según los datos de la Balanza de Pagos, en el conjunto del pasado año el déficit comercial se incrementó un 30,3 %, en relación con 1999, de forma que el déficit de la cuenta corriente fue de 19.239 millones de euros, un 59,8 % superior al del año anterior. También en este caso el incremento del déficit fue más importante al comienzo del año, mientras que en el último trimestre el saldo negativo fue incluso algo inferior al de 1999. El fuerte avance de los pagos por transferen-

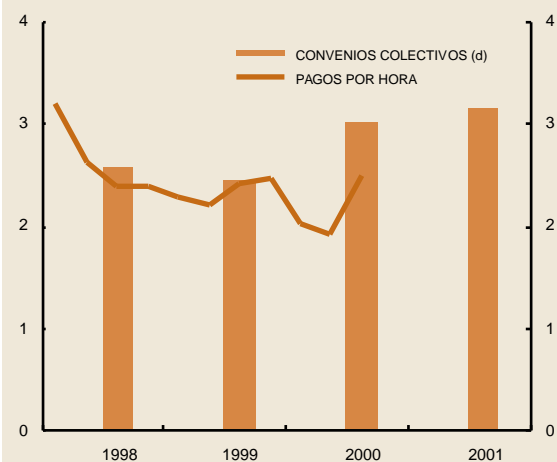
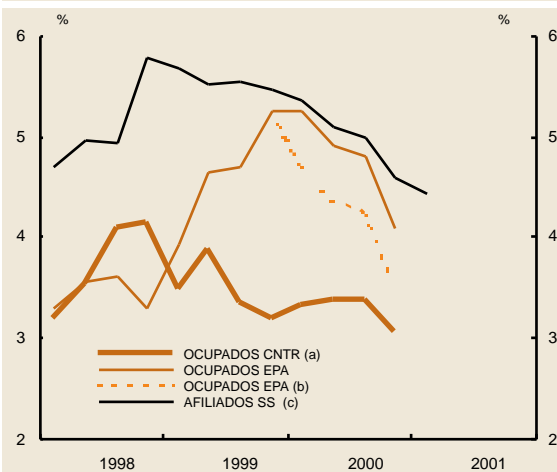
cias, acompañado de unos ingresos estables por ese concepto, contribuyó al mayor déficit por cuenta corriente, mientras que el turismo, sin embargo, mejoró su superávit, en relación con el registrado en 1999 (9,5 %). Este resultado fue compatible con un avance de los pagos más alto que el de los ingresos; de hecho, estos últimos aminoraron su dinamismo en el año 2000, en línea con la evolución de los indicadores reales de turismo. Por otra parte, el superávit de la cuenta de capital se cifró en 5.314 millones de euros en el año 2000, 1.314 millones menos que el observado en 1999.

Entre la información recibida en relación con la actividad productiva, destaca la producción industrial, que aumentó un 4,7 % en enero de 2001, respecto al mismo mes del año anterior. No obstante, cuando esta cifra se corrige de los efectos del calendario, queda por debajo del 1 %, ahondando así en el proceso de desaceleración que viene registrando la actividad industrial desde mediados del año anterior. La evolución de los distintos componentes por destino económico fue dispar. Según las series ajustadas, la producción alimenticia se redujo, afectada por las adversas condiciones climatológicas de finales del año 2000, mientras que el resto de productos de consumo, entre los que destacan los duraderos, mantuvo el elevado crecimiento observado en diciembre. La fabricación de bienes intermedios mostró una cierta atonía, conservando un ritmo similar al de diciembre, mientras que el componente de equipo experimentó un recorte significativo, en relación con el elevado crecimiento que presentó el mes anterior. El indicador de clima industrial confirma el menor tono de la actividad en la primera parte de este año, habiendo mantenido en febrero el mismo nivel del mes anterior, tres puntos inferior al observado en diciembre y en el conjunto del trimestre anterior. En febrero volvió a producirse un deterioro notable de la previsión de producción, que se compensó con una menor acumulación de existencias y una ligerísima mejora de la cartera de pedidos.

La información referente al mercado laboral en el comienzo del año 2001 confirma las tendencias apuntadas en meses anteriores, cuando los indicadores más relevantes mostraron una pérdida de empuje en la creación de empleo, aunque dentro de un tono aún elevado. En concreto, las afiliaciones a la SS experimentaron un crecimiento del 4,4 % en el conjunto de los dos primeros meses de este año, frente al 4,6 % del último trimestre de 2000 (véase gráfico 2). Por ramas de actividad, y con información hasta enero, los afiliados al Régimen General en la industria mostraron un perfil de desaceleración acorde con el de la actividad in-

GRÁFICO 2

Empleo y salarios Tasas de variación interanuales



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

(a) Serie de datos brutos. Personas.

(b) Serie correspondiente a la muestra no actualizada (homogénea) en el primer trimestre de 2000.

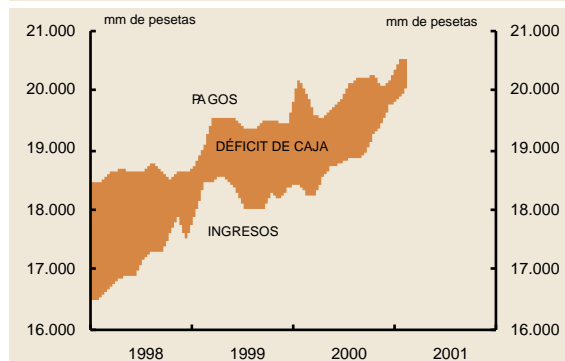
(c) Medias trimestrales de datos mensuales. El primer trimestre de 2001 corresponde a la media de enero y febrero.

(d) Sin incluir cláusula de salvaguarda. Para el año 2001 el dato corresponde a los convenios registrados hasta el 28 de febrero.

dustrial, mientras que en la construcción y los servicios el avance interanual fue inferior al del trimestre anterior. La agricultura es la única rama que está experimentando una cierta mejora en los últimos meses, aunque todavía no ha superado la fase de destrucción de puestos de trabajo. Por otra parte, según el registro del INEM, la reducción del desempleo ganó intensidad en febrero. Sin embargo, en el conjunto de los dos primeros meses se ha mantenido la tendencia de ralentización en el ritmo de descenso del paro, ya que disminuyó un 3,3 % en ese período, frente a una caída del 3,8 % en la parte final de 2000; la desaceleración fue más importante en el colectivo no agrícola.

GRÁFICO 3

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



Fuentes: Ministerio de Hacienda y Banco de España.

El aumento de las tarifas salariales de los convenios firmados hasta el 28 de febrero se situó en el 3,1 %, ligeramente por debajo del incremento registrado en enero (3,2 %). Esta pequeña rebaja ha sido consecuencia del recorte en la subida firmada en la construcción, rama en la que se observa, no obstante, el incremento más elevado. En el resto de sectores, por el contrario, las tarifas salariales se aceleraron en febrero. Como es habitual a estas alturas del año, la mayor parte de los convenios registrados corresponden a revisiones de pactos firmados en años anteriores. En los de nueva firma, el aumento pactado hasta febrero fue del 3,9 %, frente al 3,1 % de los revisados, aunque la representatividad de estos datos es todavía muy reducida.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo hasta febrero de 2001 un superávit de 965 mm de pesetas (0,9 % del PIB), frente al superávit de 706 mm de pesetas (0,7 % del PIB) registrado hasta febrero de 2000. Los ingresos experimentaron un aumento del 9,0 % respecto al mismo período del año anterior, mientras que los gastos crecieron a una tasa del 2,8 %. En términos de caja, la ejecución presupuestaria hasta febrero se saldó con un déficit de 207 mm de pesetas, frente al déficit de 188 mm de pesetas acumulado en los dos primeros meses del año 2000. Debe recordarse que las cifras de los primeros meses del año son muy volátiles y escasamente representativas del comportamiento presupuestario del Estado. Los ingresos crecieron un 8,2 %, impulsados por el dinamismo de la recaudación por IRPF e IVA, así como por los mayores ingresos no tributarios. Por su parte, los pagos se incrementaron un 8,3 % debido, principalmente, a la mayor concentración de intereses pagados en enero del presente año.

2. PRECIOS Y COSTES

El Índice de Precios de Consumo (IPC) aumentó un 0,3 % en febrero (1), elevando su tasa de crecimiento interanual hasta el 3,8 %, una décima superior a la registrada en enero, como puede apreciarse en el gráfico 4. La aceleración de los precios de consumo en febrero fue bastante generalizada, con la excepción destacable de los productos energéticos, cuya tasa interanual se redujo del 6,3 % al 4,8 %. El IPSEBENE prolongó la tendencia de suave aceleración iniciada a mediados del año 2000, experimentando un crecimiento del 3,2 % en febrero, en términos interanuales, frente al 3,1 % de enero. Los precios de los alimentos no elaborados, que no están incluidos en el IPSEBENE, intensificaron notablemente su ritmo de avance, al registrar un incremento interanual del 8,4 %, el más alto desde enero de 1993; la incidencia de la crisis del vacuno, que provocó fuertes subidas de precios en las carnes alternativas, fue un factor determinante de este resultado.

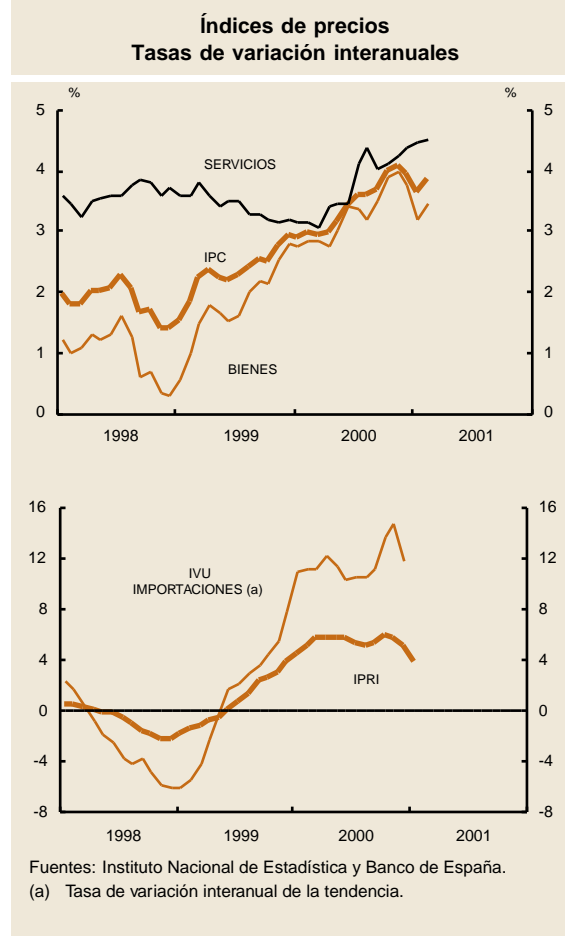
Los bienes incluidos en el IPSEBENE, es decir, los alimentos elaborados y los industriales no energéticos, registraron tasas de variación interanual del 1,8 % y del 2,7 %, respectivamente, lo que significa, en ambos casos, una aceleración de sus precios, en línea con los meses anteriores. Los precios de los servicios mantuvieron el ritmo de crecimiento interanual en el 4,5 % alcanzado en enero, aunque esta estabilidad fue el resultado de que los avances observados en la tasa interanual de un gran número de partidas —entre las que destacan especialmente todas las relacionadas con el transporte— fueron contrarrestados por la desaceleración de los precios de la educación primaria, algunos espectáculos y los servicios financieros y turísticos, si bien el componente de paquetes turísticos de estos últimos volvió a ser el más inflacionista (20,8 %) del agregado.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) (2) aumentó un 0,2 % en febrero, en relación con enero, elevando su tasa de variación interanual hasta el 4 %, y cancelando el

(1) Con el dato de enero comenzó 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.

(2) En enero de 2001 se implementaron una serie de modificaciones en la cobertura del índice, que en el caso español no tuvo gran repercusión, al ampliarse la misma únicamente en un 0,4 %.

GRÁFICO 4



recorte observado el mes anterior, cuando se situó en el 3,8 %. En cuanto al conjunto del área del euro, agregado que desde este año incluye a Grecia, la inflación también experimentó un repunte de dos décimas en febrero, quedando cifrada en el 2,6 % interanual. De esta forma, el diferencial permanece estabilizado en 1,4 pp desde diciembre; en febrero se produjo una ampliación del diferencial en los servicios, manteniéndose estable en el conjunto de bienes, al compensarse la dispar evolución de los productos que lo forman.

Los precios de producción de bienes industriales (IPRI) continuaron en enero la senda de desaceleración iniciada en el último trimestre de 2000. En concreto, el incremento interanual fue del 3,9 %, por debajo del 5 % de diciembre. También se mantuvieron las pautas de crecimiento de los últimos meses en los distintos componentes: por una parte, se produjo un recorte importante en la tasa interanual de los productos energéticos (que pasó del 16,7 % al 8,5 % en enero) y, en menor medida, del resto de bienes intermedios (5,1 %, ocho décimas menos que en diciembre); por otra, se observó una aceleración de los precios de los alimentos

y de los productos industriales de consumo, en consonancia con la evolución que están siguiendo los precios de consumo de estas mercancías, mientras que los bienes de equipo incrementaron sus precios a un ritmo del 2,1 %, que permanece estabilizado desde hace cuatro meses. El diferencial de inflación con la UEM medido a partir de estos precios se hizo más favorable para España en enero de 2001, debido, fundamentalmente, a la mayor desaceleración de los precios de bienes intermedios en España; estos precios se han beneficiado de la favorable evolución de los mercados internacionales de materias primas y de la apreciación de la moneda común. Respecto a los precios mayoristas de los productos agrarios, no se dispone de nueva información. Como ya se comentó el mes pasado, el índice de precios percibidos por los agricultores recortó su tasa de variación hasta el 8,4 % en diciembre, mientras que la cesta de productos similar a la del IPC de alimentos no elaborados siguió mostrando un crecimiento moderado (1,9 %). Por lo que respecta a los índices de valor unitario de las importaciones, para los cuales tampoco se ha recibido información adicional, cabe recordar que moderaron su ritmo de crecimiento en el mes de diciembre, después de la intensificación de los dos meses anteriores, registrando una tasa interanual aún elevada (12 %). La desaceleración fue especialmente notable en los precios de compra de productos energéticos y alimentos. Por último, se observó una aceleración de los precios de las exportaciones, que crecieron un 8,4 % en diciembre, basado en una menor caída en el componente de inversión y un avance en las tasas de crecimiento interanual de los bienes de consumo.

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

Los datos de enero y febrero de las principales economías fuera del área del euro confirman los signos de desaceleración en el ritmo de actividad que comenzaron a observarse a finales del año 2000, pero, esta vez, acompañados de un aumento de la inestabilidad en los mercados financieros, con caídas pronunciadas en los mercados bursátiles. A esto hay que añadir la perturbación financiera originada por los problemas surgidos en Argentina para resolver sus compromisos fiscales, en un contexto de fuerte inestabilidad política, y la crisis de Turquía. La mayor incertidumbre financiera ha hecho aumentar las primas de riesgo en los mercados de renta fija privada y en los de deuda pública de algunas economías emergentes.

En la economía norteamericana, dentro del tono general de debilidad, los indicadores re-

cientes de actividad siguen dando señales de signo contrapuesto, confirmando con ello que el deterioro tiene hasta ahora un carácter selectivo y está circunscrito a algunos componentes de la demanda y algunas ramas de actividad: así, mientras el consumo y los servicios siguen manteniendo tasas positivas (aunque moderadas) de avance, la producción de manufacturas y la demanda de inversión evolucionan a tasas negativas. Los indicadores de confianza del consumidor se han estabilizado o han remontado ligeramente y las ventas al por menor, pese a la ligera caída de febrero, señalan un ritmo sostenido de avance del consumo para los dos primeros meses. En el mercado de trabajo han seguido produciéndose aumentos netos de empleo a un ritmo tres veces mayor que en el tercer trimestre, aunque hay que señalar que las solicitudes de prestación por desempleo han aumentado sensiblemente. El paro en febrero se mantuvo en el 4,2 %.

Por otro lado, en febrero, y por quinto mes consecutivo, el índice de producción industrial volvió a experimentar una variación negativa, mientras que la utilización de la capacidad productiva se situó, por primera vez desde 1992, por debajo del 80 % (frente a un máximo del 82,7 % en junio de 2000). La tasa de inventarios con relación al volumen de ventas aumentó, de nuevo, en enero. Hay, por lo tanto, signos de exceso de capacidad, sin que el proceso de ajuste de los *stocks* parezca haber terminado. El deterioro de los beneficios empresariales (especialmente, los de sectores de alta tecnología) ha continuado intensificándose, lo que ha vuelto a afectar negativamente a los mercados de renta variable: el NASDAQ ha acumulado pérdidas superiores al 60 % desde su máximo de marzo del año pasado, y otros índices más generales han caído alrededor del 25 %.

Los precios de consumo aumentaron, en febrero, un 3,5 % en términos interanuales (un 2,7 % en términos de la inflación subyacente), lo que supone un avance algo mayor que el esperado y el indicio de que los precios no han reaccionado todavía a la desaceleración del consumo. No obstante, los precios de producción, con una tasa negativa en febrero de su índice subyacente (que supone un 1,3 % de avance interanual), parecen confirmar la opinión de la Reserva Federal de que los riesgos actualmente se inclinan más hacia la recesión que hacia un repunte de la inflación. Ante esta valoración de los riesgos alternativos, y dada la persistencia del proceso de caída de beneficios y su efecto negativo sobre la inversión, la Reserva Federal decidió, el día 20 de marzo, reducir medio punto porcentual el tipo de interés de los fondos federales, situándolo en el

CUADRO 1

Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	2000			2001		
	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR (c)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):						
Índice de Producción Industrial	3,9	4,5	8,2	5,1		
Comercio al por menor	0,8	1,1	1,7			
Matriculaciones de turismos nuevos	-7,0	-3,1	1,8	-5,7		
Indicador de confianza de los consumidores	-3	-4	-1	-1	-2	
Indicador de clima industrial	6	5	5	3	1	
IAPC	2,7	2,9	2,6	2,5	2,6	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):						
M3	5,2	5,0	5,1	4,7	4,7	
M1	5,8	5,1	5,7	1,3	1,8	
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	6,5	5,9	6,3	6,0	5,6	
<i>AAPP</i>	-6,3	-6,8	-5,6	-6,0	-6,3	
<i>Otros sectores residentes</i>	10,9	10,3	10,2	10,0	9,6	
EONIA	4,76	4,83	4,83	4,76	4,99	4,81
EURIBOR a tres meses	5,04	5,09	4,94	4,77	4,76	4,77
Rendimiento bonos a diez años	5,42	5,34	5,07	5,01	5,02	4,97
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,15	0,20	0,00	-0,02	-0,11	0,01
Tipo de cambio dólar/euro	0,855	0,856	0,897	0,938	0,922	0,921
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	-0,6	-2,9	-5,9	1,3	-7,7	-13,0

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 20 de marzo de 2001.

(d) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 19 de marzo de 2001.

5 % y dejando, además, abierta la posibilidad de próximos recortes.

En Japón, el PIB del cuarto trimestre de 2000 registró una tasa de crecimiento intertrimestral anualizada del 3,2 % (2,8 % en términos interanuales), con lo que el año pasado alcanzó un incremento del 1,7 %. Los datos disponibles del primer trimestre de 2001 señalan un empeoramiento de la actividad: desaceleración adicional del crecimiento de la producción industrial, notable caída del nivel de las carteras de pedidos de maquinaria y bienes de equipo en el mes de enero, y atonía del consumo privado, con un nuevo descenso interanual del indicador de gasto nominal de las familias. Por su parte, la tasa de desempleo aumentó hasta un 4,7 % de la población activa. Los precios de consumo registraron, por primera vez en varios meses, una tasa de crecimiento interanual positiva, aunque solo del 0,1 %. El clima financiero se ha deteriorado sensiblemente, con una fuerte caída de la bolsa de Tokio, hasta alcanzar

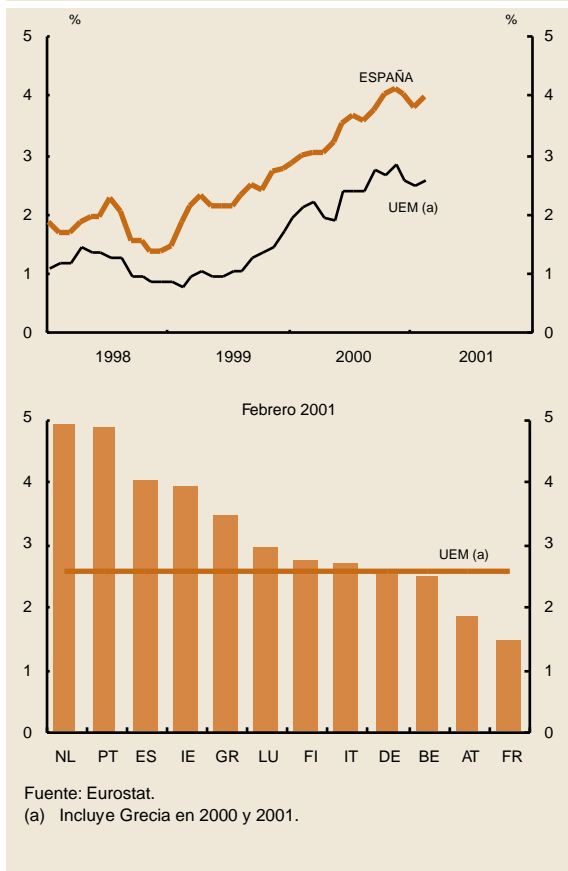
los niveles mínimos de los últimos 10 años e indicios persistentes de fragilidad bancaria.

El pasado 19 de enero, a la vista del empeoramiento económico y de la persistencia de marcados signos deflacionistas en el conjunto de la economía, el Banco de Japón decidió dar un giro hacia una política de cantidades, incrementando el volumen de reservas disponibles por las entidades bancarias en un 25 % (desde 4 hasta 5 billones de yenes) y elevando su límite máximo mensual de compras de deuda pública, todo ello hasta que el IPC registre una tasa de crecimiento positiva.

En cuanto al Reino Unido, los últimos datos no reflejan grandes cambios en el tono general de crecimiento moderado e inflación contenida. Los indicadores de febrero sobre ventas al por menor y matriculaciones siguieron mostrando un alto ritmo de expansión del consumo privado, que continúa siendo el componente más dinámico de la demanda. La tasa de paro ha seguido

GRÁFICO 5

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

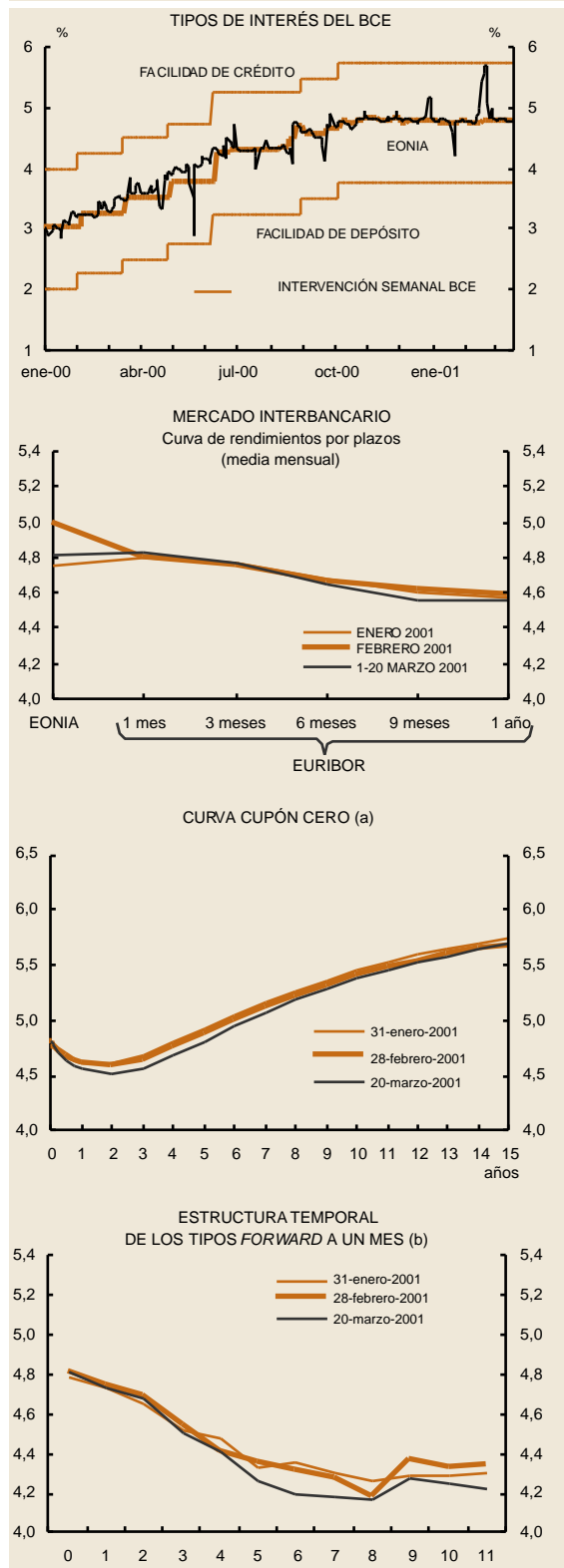


do descendiendo, hasta alcanzar en febrero un 3,4 % (5,2 % según criterio de la OIT), pese a lo cual los salarios siguen desacelerándose. Los precios de producción también muestran una notable moderación, con una tasa interanual en febrero del 1,6 %, mientras que, en ese mes, los precios de consumo alcanzaron una tasa interanual de un 1,9 %, que representa, en términos armonizados con la zona del euro, un 0,8 %.

En el área del euro, los datos de la primera estimación provisional de la Contabilidad Nacional del cuarto trimestre del 2000 indican que la actividad continuó expandiéndose a un ritmo sostenido, aunque inferior al experimentado en la primera parte del año. El producto creció a una tasa intertrimestral del 0,7 %, dos décimas por encima de la registrada en el período precedente. Esta aceleración del ritmo de avance del PIB obedeció a los aumentos de una décima de las aportaciones respectivas de la demanda interna y de la variación de existencias, hasta alcanzar 0,4 y 0,2 puntos porcentuales, en tanto que la contribución del sector exterior permaneció inalterada. Por componentes de la demanda interna, el consumo privado experimentó una ligera mejoría frente al trimestre pre-

GRÁFICO 6

Tipos de interés en la zona del euro



Fuentes: Banco de España y BCE.
(a) Estimación con datos del mercado de swaps.
(b) Estimados con los datos del Euribor.

cedente, aunque dentro de tasas muy moderadas, en tanto que la formación bruta de capital fijo mostró un comportamiento claramente menos expansivo. En el conjunto del año 2000, se estima que el PIB real ha crecido un 3,4 %. Esto representa un aumento de nueve décimas respecto a la tasa registrada en 1999, que obedece, fundamentalmente, al cambio de signo de la contribución de la demanda exterior neta, que ha pasado a añadir 0,6 puntos porcentuales al crecimiento del producto en el pasado ejercicio, tras detraer 0,5 puntos porcentuales en 1999. Por su parte, la aportación de la demanda interna disminuyó ligeramente entre ambos años.

Los indicadores disponibles referidos a los meses de enero y febrero apuntan, en general, a una ligera desaceleración de la actividad. Así, los resultados del índice de producción industrial de enero y de las encuestas de confianza industrial de la Comisión Europea y de directores de compras de enero y febrero han empeorado con relación a los meses precedentes (véase cuadro 1). En la vertiente de la demanda, el indicador de confianza de los consumidores registró un pequeño retroceso en febrero, si bien se mantuvo en niveles cercanos al máximo histórico alcanzado a mediados del 2000. En cuanto al mercado de trabajo, la tasa de paro de enero permaneció en el 8,8 % por cuarto mes consecutivo, por debajo del 9,5 % del mismo mes del año 2000.

En lo que concierne a la inflación, la tasa interanual de variación del IAPC fue del 2,6 % en febrero, dos décimas superior a la correspondiente al mes anterior, debido a la aceleración de los precios de los alimentos elaborados y de los bienes energéticos, cuyas tasas de variación registraron sendos aumentos de cuatro décimas. Entre los restantes componentes, la inflación de los bienes industriales no energéticos y de los servicios permaneció estable, en tanto que la de los alimentos no elaborados repuntó en dos décimas. Por países, la diferencia entre la tasa más elevada (del 4,9 % en Holanda y Portugal) y la más reducida (del 1,4 % en Francia) se ha ampliado en 0,4 puntos en relación con la de enero. La tasa de variación interanual de los precios industriales continuó reduciéndose en enero, mes en que descendió en seis décimas, hasta situarse en el 4,8 %, debido a la desaceleración del componente de bienes intermedios, a su vez, fruto de la caída del precio del petróleo y de la relativa fortaleza del euro observadas en aquel período. Sin embargo, el buen comportamiento del índice general oculta la evolución desfavorable de los precios industriales de los bienes de consumo, cuya tasa interanual se situó, en enero, en el 2,8 %, lo que constituye el nivel más elevado desde febrero de 1996. Esta



evolución, que apunta a la posibilidad de que la traslación a los precios finales de los aumentos basados en los costes de las materias primas y bienes intermedios importados no se haya completado aún, afecta negativamente a las perspectivas inflacionistas, si bien el menor ritmo de avance de la actividad y la moderación de los precios del crudo actúan en sentido contrario.

De acuerdo con los datos notificados por los Estados miembros a la Comisión Europea, en todos los países se produjo en el año 2000 una mejora de los saldos presupuestarios en comparación con el ejercicio precedente. El déficit del conjunto del área (excluidos los ingresos por la venta de licencias UMTS) alcanzó en el año 2000 el 0,8 % del PIB, lo que supone una disminución de cuatro décimas en comparación con 1999.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE, en las reuniones celebradas los días 1 y 15 de marzo, decidió mantener los tipos de interés oficiales en sus niveles anteriores del 4,75 % para las operaciones principales de financiación y del 5,75 % y 3,75 %, respectivamente, para las facilidades permanentes de crédito y de depósito.

Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1997	1998	1999	2000		2001		
	DIC	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR (a)
BANCARIOS:								
Tipo sintético pasivo	3,22	2,06	1,98	3,02	3,03	3,03	3,04	...
Tipo sintético activo	6,54	5,15	5,03	6,39	6,35	6,27	6,29	...
TESORO:								
Subasta de letras a doce meses (b)	4,47	2,95	3,75	5,03	4,71	4,41	4,35	4,33
Subasta de bonos a tres años	4,90	3,54	4,56	5,19	4,81	4,54	...	4,59
Subasta de obligaciones a diez años	5,78	4,32	5,38	5,53	5,24	5,10	5,08	5,07
MERCADOS SECUNDARIOS (c):								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,50	2,88	3,60	5,00	4,70	4,42	4,39	4,38
Deuda pública a diez años	5,64	4,08	5,37	5,45	5,20	5,08	5,12	5,07
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,31	0,20	0,19	0,27	0,29	0,27	0,32	0,34
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	42,22	37,19	16,22	-12,04	-12,68	9,30	3,04	0,46
Diferencial renta fija privada								
con letras del Tesoro a doce meses	0,54	0,40	0,24	0,26	0,29	0,30	0,29	0,27
Diferencial renta fija privada								
con deuda pública a diez años	0,15	0,36	0,41	0,64	0,70	0,75	0,62	0,66

Fuente: Banco de España.

(a) Media de datos diarios hasta el 16 de marzo de 2001.

(b) Tipo de interés marginal.

(c) Medias mensuales.

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

En el mes de febrero y la parte transcurrida de marzo, el tipo de interés a un día medido por el EONIA (*European Overnight Index Average*) se mantuvo en torno al 4,8 %, esto es, ligeramente por encima del tipo de interés aplicado a las operaciones principales de financiación, salvo en las jornadas anteriores al 23 de febrero —día en que finalizaba el período de mantenimiento de reservas—, en que registró un repunte significativo, como consecuencia de las condiciones restrictivas de liquidez que sucedieron al reducido volumen de pujas presentadas por las entidades de crédito en la operación principal de financiación del día 14. Los tipos interbancarios siguieron una evolución similar y se mantuvieron estables durante todo el período, a excepción de un ligero repunte en torno a las fechas en que tuvo lugar la situación de escasez de liquidez descrita. En la fecha de cierre de este Boletín, los tipos de interés del mercado monetario a los plazos comprendidos entre uno y doce meses se sitúan entre el 4,82 % y el 4,48 %, respectivamente. A su vez, los tipos esperados *forward* a un mes y los tipos implícitos en el mercado de contado han reflejado, en el conjunto de este período, el mantenimiento de las expectativas de disminución moderada de los tipos de interés en el horizonte de los próximos meses (véase la parte inferior del gráfico 6).

Por su parte, los mercados de deuda pública del área también han presentado un comportamiento estable a lo largo del período analizado. En particular, al plazo de diez años, las rentabilidades negociadas han oscilado en torno a niveles inferiores en algunos puntos básicos al 5 %, como ya lo hicieran desde el inicio del año. Entretanto, las rentabilidades de la deuda de Estados Unidos han mostrado un comportamiento algo más volátil, pero dentro de una ligera tendencia descendente, de modo que su diferencial positivo frente al área del euro se ha reducido, hasta alcanzar su nivel más bajo desde el inicio de la UEM y llegar a anularse en la actualidad. Este hecho podría reflejar el deterioro de las perspectivas de evolución económica en Estados Unidos en comparación con el área del euro.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro ha registrado, en febrero y en la parte transcurrida de marzo, una depreciación del 2,9 % frente al dólar y una apreciación del 2,6 % frente al yen, a pesar del estrechamiento de los diferenciales de tipos de interés entre dólar y euro y el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento económico en Estados Unidos y en Japón (véase gráfico 7). El índice del tipo de cambio efectivo nominal del euro

CUADRO 3

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

	2001	1998	1999	2000		2001
	ENE (b)	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE
1. Activos financieros líquidos (2 + 3)	554,8	4,0	1,4	2,0	2,7	3,0
2. Medios de pago	264,1	12,1	12,7	4,4	4,5	3,5
Efectivo	52,1	0,7	8,3	2,2	-0,4	-0,3
Depósitos a la vista	106,9	19,5	14,1	8,5	9,6	7,2
Depósitos de ahorro	105,1	12,4	13,8	1,6	2,3	1,9
3. Otros activos financieros	290,6	-1,3	-7,0	-0,2	1,0	2,6
Depósitos a plazo + cesiones temporales	200,4	-11,2	6,3	24,8	26,0	25,4
Valores bancarios	8,9	-7,8	54,5	-18,3	-24,6	-19,9
FIAMM + FIM de renta fija	81,3	11,1	-23,0	-30,1	-30,0	-27,7
PRO MEMORIA:						
4. Fondos de inversión (5 a 7) (c)	158,9	39,2	-3,5	-31,3	-33,6	-25,6
5. FIAMM	31,7	-10,3	-8,4	-9,2	-8,8	-7,3
6. FIM de renta fija	49,6	25,6	-26,8	-27,4	-26,5	-23,8
7. Resto de fondos de inversión	77,5	23,9	31,7	5,3	1,7	5,5

Fuente: Banco de España.

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

(b) Saldo en miles de millones de euros.

(c) Variación interanual del saldo.

frente a los países desarrollados se sitúa, a fecha de cierre de este Boletín, un 0,4 % por debajo del nivel registrado a finales de 2000.

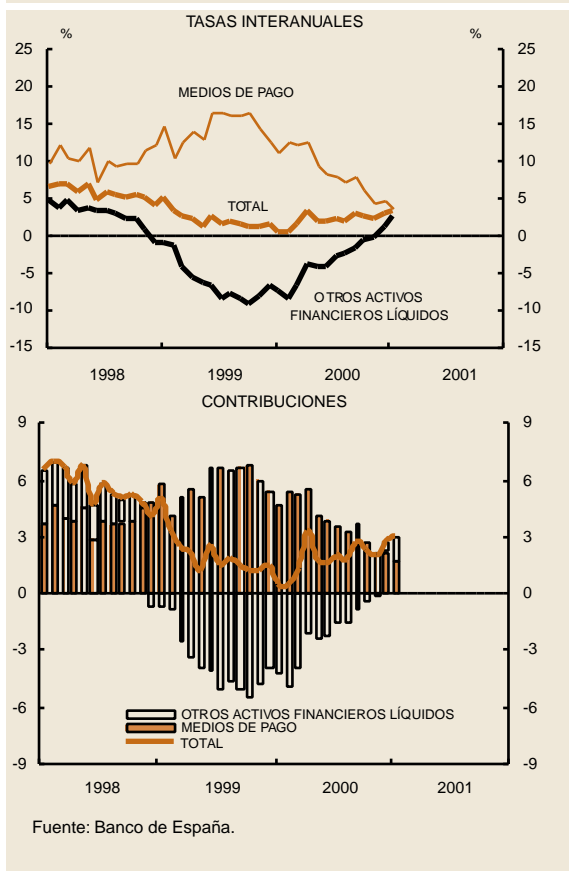
En este período, las cotizaciones de los mercados de renta variable europeos han compartido con los principales mercados bursátiles internacionales la reanudación de la trayectoria bajista que habían mostrado a lo largo de la mayor parte del año 2000 y que se había interrumpido en el mes de enero. A las incertidumbres acerca de las perspectivas de evolución de la actividad en las principales economías de fuera del área del euro, cabe añadir, como factor explicativo, las noticias desfavorables acerca de los beneficios en varias empresas del sector de las nuevas tecnologías. Este panorama ha determinado que el índice Dow Jones EURO STOXX amplio haya acumulado entre el cierre del pasado ejercicio y el 19 de marzo una pérdida del 13 %.

Por lo que se refiere a la evolución de los agregados monetarios y crediticios, la última información disponible, correspondiente a febrero, muestra una continuación de las tendencias señaladas en el anterior informe. Aunque la tasa de crecimiento interanual de M3 se mantuvo en el 4,7 % ya registrado en enero, la media de los incrementos interanuales de los tres últimos meses disminuyó en una décima hasta el 4,8 %. El análisis de los componentes corrobora

las pautas observadas recientemente, que apuntan a una redistribución de la liquidez desde instrumentos a muy corto plazo hacia otros a un plazo más dilatado, como consecuencia del aumento del coste de oportunidad de mantener activos muy líquidos, tras el incremento progresivo de los tipos de interés oficiales a lo largo del pasado año. Así, sigue observándose una notable moderación del ritmo de avance del agregado M1, que alcanzó un crecimiento interanual en febrero del 1,8 %. Por el contrario, los depósitos a plazo hasta dos años y los instrumentos negociables (cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores bancarios distintos de acciones con plazo hasta dos años) han mantenido el dinamismo que venían mostrando desde el último trimestre de 2000, con tasas de crecimiento interanual del 15,4 % y del 15,7 %, respectivamente.

En cuanto a los agregados crediticios, el ritmo de expansión de la financiación total concedida por las Instituciones Financieras y Monetarias (IFM) a los sectores residentes en la zona del euro ha continuado moderándose en febrero, al mostrar una tasa de crecimiento interanual del 5,6 %, frente al 6,0 % del mes precedente. Pese a la elevación continuada de los tipos bancarios activos, como consecuencia de las medidas de política monetaria adoptadas a lo largo del año 2000, el crédito al sector priva-

GRÁFICO 8

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

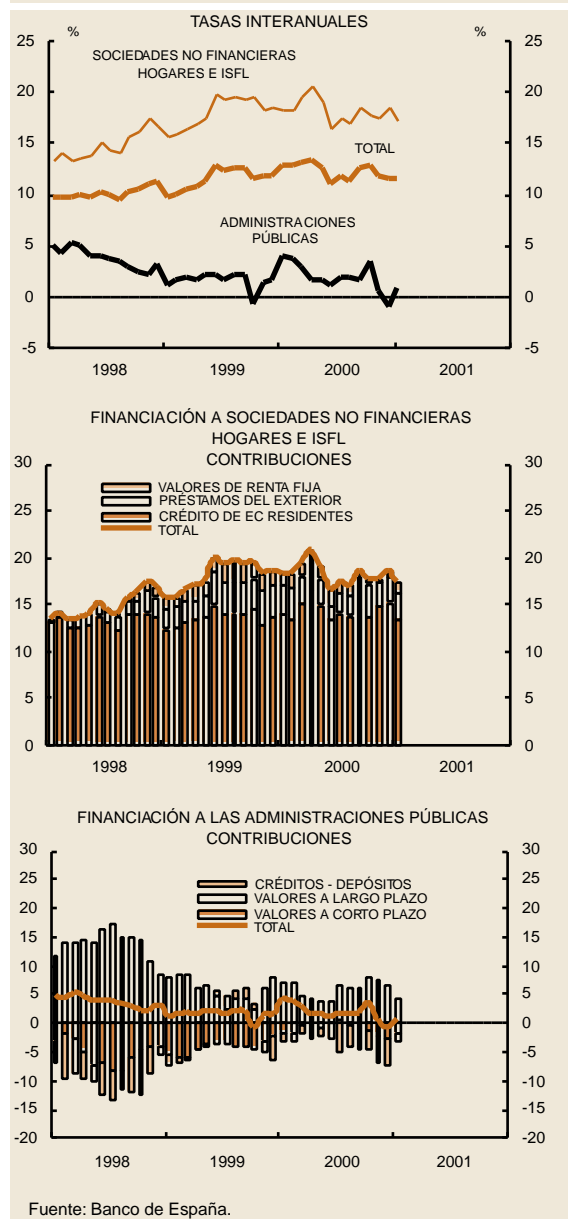
do sigue manteniendo tasas de avance relativamente elevadas, cercanas al 10 %. En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la posición acreedora de las IFM frente al exterior aumentó ligeramente en febrero hasta 191 mm de euros, mientras que la tasa interanual de variación de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM presentó ritmos de expansión modestos, en torno al 4 %.

4. FLUJOS Y MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

La información disponible correspondiente al mes de febrero, indica que las condiciones monetarias y crediticias en España han evolucionado de forma similar a las del resto de la UEM. Los agregados monetarios más líquidos han continuado reduciendo su ritmo de expansión, si bien de forma menos intensa que en el resto de la zona euro. Asimismo, la financiación al sector privado está creciendo a tasas más moderadas que las experimentadas al cierre del año 2000.

Respecto a la evolución de los tipos de interés bancarios, en el mes de febrero no se han

GRÁFICO 9

Financiación a los sectores residentes no financieros

producido modificaciones relevantes en las condiciones que las entidades han aplicado a su clientela en las nuevas operaciones de crédito y depósito. De esta forma, el tipo de interés sintético de activo se ha situado en el 6,3 % en el mes de enero. El tipo de los créditos a tipo variable ha aumentado hasta el 5,9 %, mientras que el de los créditos concedidos a tipo fijo ha descendido hasta el 6,8 %. Por su parte, el tipo sintético pasivo se ha mantenido prácticamente estable en el 3 %.

Durante el mes de febrero y las primeras semanas de marzo, las rentabilidades nego-

CUADRO 4

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

	2001	1998	1999	2000		2001
	ENE (b)	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE
1. Financiación total (2 + 3)	996,9	11,0	11,7	11,6	11,6	11,4
2. Sociedades no financieras, hogares e ISFL	679,0	16,8	18,5	17,6	18,5	17,2
Del cual:						
Crédito de entidades de crédito residentes	546,1	16,0	16,1	18,2	18,6	16,4
Valores de renta fija + financiación intermediada por fondos de titulización	41,2	17,5	24,7	3,4	9,3	15,8
3. Administraciones Públicas	317,9	3,1	1,3	0,3	-1,0	0,7
Valores a corto plazo	47,1	-16,2	-11,0	-12,2	-15,8	-11,2
Valores a largo plazo	261,5	13,0	10,9	9,3	8,3	5,2
Créditos - depósitos (c)	9,3	-4,6	-13,4	-15,3	-15,1	-4,8

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.

ciadas en los mercados financieros de renta fija nacionales mostraron un comportamiento estable. Los tipos de interés del mercado interbancario español para plazos superiores a un mes se han mantenido en niveles próximos a los existentes a finales de enero, una vez que se consolidó la pendiente negativa de la curva de rendimientos. El diferencial entre los tipos de las operaciones a un año y a un mes se ha mantenido en torno a los 20 puntos básicos. La estabilidad ha sido también la tónica dominante en los mercados de deuda pública a corto plazo, tanto primarios como secundarios (véase cuadro 2). El tipo marginal de emisión de las subastas de Letras del Tesoro a un año se ha situado, durante el mes de marzo, en torno al 4,3 %, sin apenas modificaciones respecto al nivel alcanzado durante el mes de enero. En los mercados secundarios de deuda pública a largo plazo, las rentabilidades negociadas describieron una cierta trayectoria descendente, impulsada por la evolución de los tipos de la deuda en Estados Unidos y por la transferencia de fondos desde los mercados de renta variable. Esta evolución ha sido coincidente con lo ocurrido en la mayor parte de las plazas europeas, por lo que el diferencial con el bono alemán ha permanecido en torno a los 30 puntos básicos, sin apenas modificaciones en relación con los valores observados durante el mes anterior. Asimismo, el diferencial de la renta fija privada a largo plazo con la deuda pública se ha mantenido en magnitudes próximas a los 65 puntos básicos.

Por su parte, los mercados bursátiles nacionales se han caracterizado por un aumento de la volatilidad y un retroceso importante de las cotizaciones. Esta evolución ha estado relacionada, en un primer momento, con las incertidumbres sobre los resultados empresariales en los sectores tecnológicos —que han condicionado la evolución de los mercados durante la mayor parte del año anterior— y, posteriormente, con el empeoramiento de las expectativas de los inversores sobre la evolución futura de las economías de Estados Unidos y Japón. Con la información disponible hasta el día 16 de marzo, el Índice General de la Bolsa de Madrid mostraba una caída en torno al 8 % respecto al nivel alcanzado a finales de enero. De esta forma, se anulan los efectos de las subidas experimentadas por el índice bursátil a principio del año, situándose la variación acumulada desde diciembre de 2000 en el 0,5 %.

En este entorno, los activos financieros líquidos (AFL) de las sociedades no financieras y hogares experimentaron una ligera aceleración, con un crecimiento interanual del 3 % en el mes de enero, frente al 2,7 % del mes de diciembre. Como puede apreciarse en el cuadro 3 y en el gráfico 8, los componentes menos líquidos, agrupados en el agregado otros activos financieros —que comprende depósitos a plazo, cesiones, valores bancarios y participaciones en fondos de inversión de renta fija—, aceleraron su ritmo de crecimiento hasta el 2,6 %. Por el contrario, los medios de pago —que incluyen el efectivo y los depósitos vista y ahorro— reduje-

ron nuevamente su tasa interanual de crecimiento hasta el 3,5 %, confirmándose de esta forma la desaceleración que presenta dicho componente desde comienzos del año 2000. La información provisional correspondiente al mes de febrero no indica cambios significativos en la evolución de estos agregados monetarios.

Un análisis más detallado de los componentes del agregado permite comprobar que la totalidad de los activos que se incorporan en los medios de pagos muestra una clara tendencia a la desaceleración: el efectivo ha vuelto a registrar tasas de crecimiento negativas y los depósitos a la vista y de ahorro han reducido sus tasas de crecimiento, hasta situarse en torno al 7 % y el 2 %, respectivamente. El componente responsable de la aceleración del crecimiento de los AFL ha sido el de las participaciones de los fondos de inversión (3), que, si bien siguen manteniendo tasas de variación interanuales negativas, son menores en valor absoluto. Por lo que respecta al resto de componentes, destaca el fuerte crecimiento que continúan manteniendo los depósitos a plazo, con tasas de crecimiento en torno al 25 %, explicadas en cierta medida por los cambios en la fiscalidad y el aumento de la volatilidad de los precios negociados en los mercados financieros en el último año.

(3) Conviene recordar que estos corresponden a las participaciones en manos de las sociedades no financieras y hogares, que pueden diferir del total del patrimonio de los fondos de inversión. Las diferencias han podido aumentar como consecuencia del aumento de las participaciones en manos de otros sectores institucionales, como las empresas de seguros (involucradas en la negociación de los *unit link*).

La financiación obtenida por el total de los sectores residentes no financieros ha crecido en enero a ritmos similares a los de meses anteriores, situándose su tasa de crecimiento interanual en el 11 % (véanse cuadro 4 y gráfico 9). Sin embargo, la financiación a las sociedades no financieras y hogares mostró una cierta desaceleración durante el mes de enero, trayectoria que parece confirmar la información provisional correspondiente al mes de febrero. En concreto, la tasa interanual de crecimiento correspondiente al mes de enero se situó en el 17 %, fruto del menor aumento de los préstamos concedidos por las entidades de crédito residentes, que redujeron sus ritmos de avance hasta el 16 %, frente al 18 % de los dos meses precedentes.

Finalmente, la financiación recibida por las Administraciones Públicas mantiene sus ritmos de crecimiento en niveles reducidos, a pesar del ligero repunte experimentado en el mes de enero. Este comportamiento, al igual que en meses anteriores, es el resultado de una contracción del saldo de los valores a corto plazo y de los créditos bancarios, siendo los valores a largo plazo los únicos instrumentos a través de los cuales se ha producido una captación neta de recursos. Respecto a la evolución de este indicador por agentes, la financiación recibida por la Administración Central se mantiene estable, con un crecimiento interanual en el 3 %, mientras que el resto de Administraciones Públicas ha reducido el saldo de sus pasivos en torno a un 14 % en los últimos doce meses.

26.3.2001.