

# Evolución reciente de la economía española

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

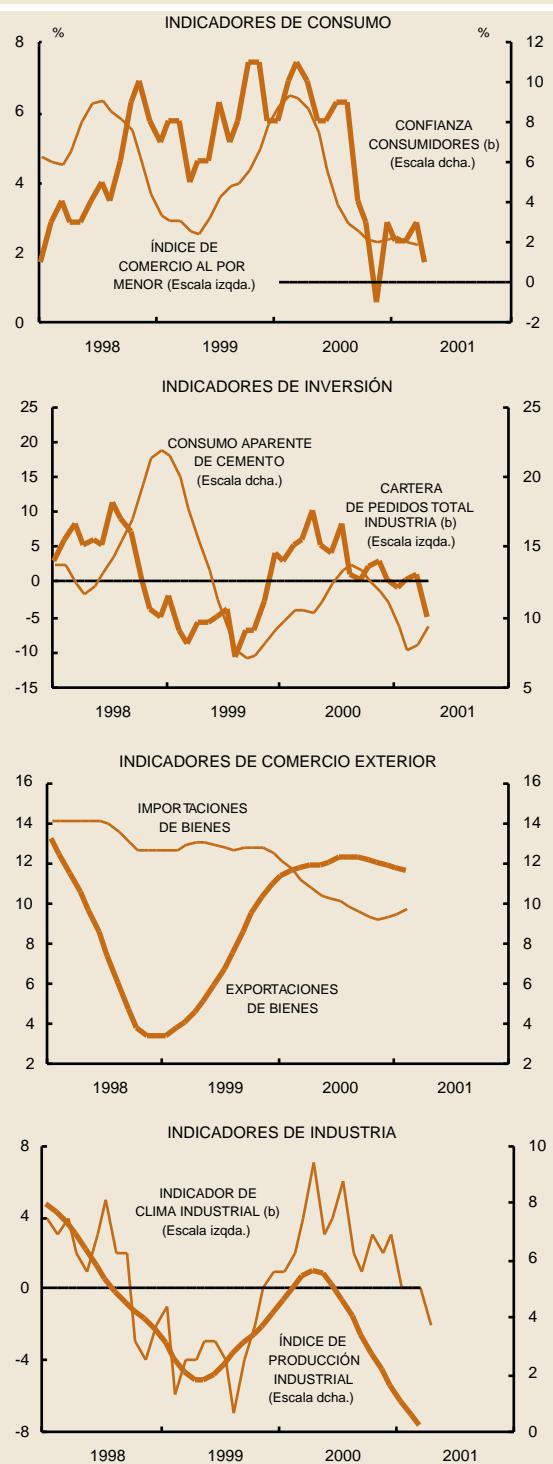
De acuerdo con lo señalado en el Informe trimestral, aparecido en el *Boletín económico* de abril, en los primeros meses del año 2001 la economía española ha mantenido las tendencias observadas en la segunda mitad del año 2000 —caracterizadas por la desaceleración de la demanda nacional y por una contribución positiva del saldo neto exterior al crecimiento—, aunque de forma más moderada. Los últimos indicadores recibidos muestran, en general, que el perfil de desaceleración de la demanda nacional se ha suavizado, mientras que la aportación al crecimiento de la demanda exterior ha sido algo menos positiva. La producción industrial ha seguido desacelerándose, lo mismo que el empleo, y la tasa de crecimiento del índice de precios de consumo (IPC) fluctúa en torno al 4 %.

La pérdida de dinamismo del consumo privado, muy acusada a lo largo del año anterior, ha sido menos intensa en los primeros meses de 2001. Entre los indicadores de gasto de las familias, el índice de confianza de los consumidores retrocedió en abril dos puntos respecto a marzo, y se mantiene ligeramente por debajo de la media del primer trimestre, inferior, a su vez, a los registros de finales de 2000 (véase gráfico 1). El empeoramiento de abril fue resultado de un retroceso en todos los componentes del índice, algo mayor en el caso de las series relativas a la situación actual de los hogares y de la economía del país. El índice general de ventas del comercio al por menor, sin embargo, registró en marzo un crecimiento real del 2,8 %, cerrando el primer trimestre del año con un aumento medio del 3,4 %, frente al 1,2 % del trimestre anterior; las ventas de productos alimenticios crecieron un 3,6 % en términos reales, lo que supone una considerable aceleración con respecto al mes anterior, mientras que las ventas de otros productos aumentaron un 3,1 %, nueve décimas por encima del dato de febrero. Por su parte, a pesar de que se estima que las matriculaciones de automóviles registraron una caída interanual del 0,6 % en el mes de abril, este dato se sitúa dentro de la tendencia hacia la recuperación del indicador en los primeros meses de 2001, tras la fuerte desaceleración observada el año anterior.

El índice de disponibilidades de bienes de equipo —elaborado, igualmente, con información parcial hasta el mes de marzo— mantiene el perfil descendente que le caracterizó durante el año 2000 y que le ha situado en tasas de variación negativas desde el último trimestre del ese año. El dato más reciente de producción de bienes de inversión, correspondiente a marzo,

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.

ha supuesto una desaceleración significativa de esta variable, que descendió un 2,2 % en tasas de variación calculadas sobre la serie corregida de efectos de calendario, de forma que, en el conjunto del primer trimestre, mostró un estancamiento. En cambio, las opiniones de los productores de este tipo de bienes, recogidas en la encuesta de coyuntura industrial, han tenido un comportamiento más sostenido, mostrando incluso una mejora en el promedio del primer trimestre, en relación con la última parte del año anterior.

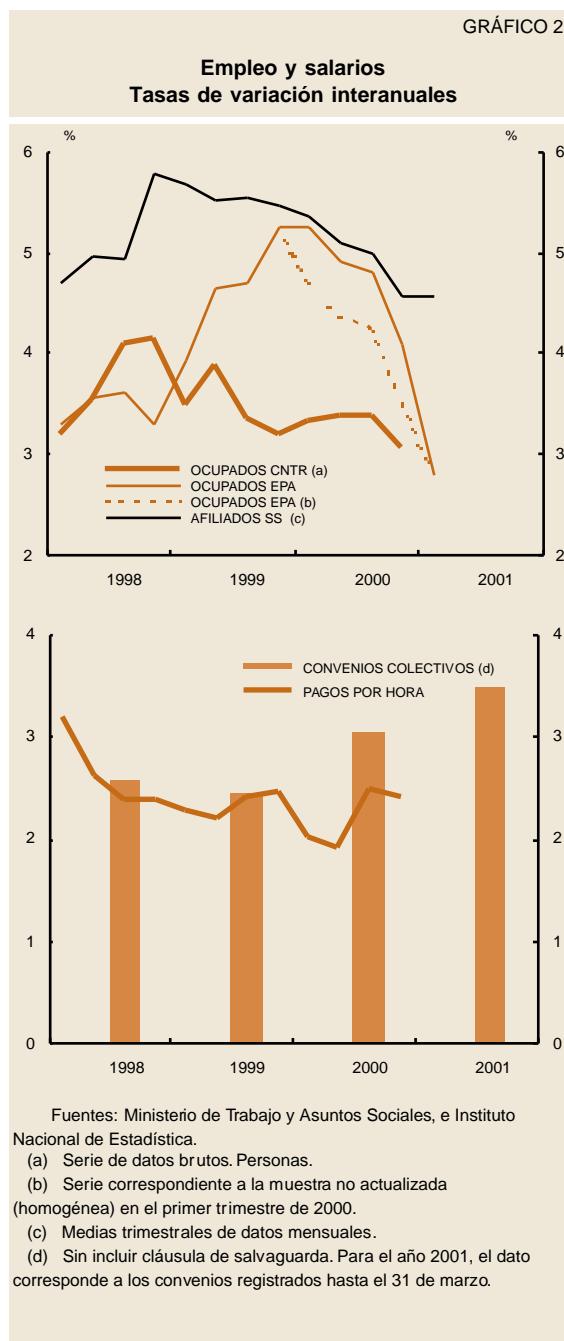
En relación con la inversión en construcción, los indicadores de consumos intermedios y de empleo han tendido a desacelerarse, con alguna excepción, mientras que el indicador de confianza de los constructores ha mantenido en los cuatro primeros meses de 2001 unos niveles más elevados que los registrados en la última parte del año 2000. El consumo aparente de cemento, tras incrementarse un 5,2 % en el primer trimestre, frente al 10 % alcanzado en el período anterior, se recuperó ligeramente en el mes de abril. Por su parte, la producción de materiales para la construcción descendió un 2,1 % en marzo, también en tasa interanual, dando lugar a una caída del 0,5 % en el primer trimestre. Entre los indicadores de empleo, el crecimiento de los afiliados a la Seguridad Social se ralentizó en los tres primeros meses del año, si bien el ritmo de avance es todavía elevado (8,5 % en marzo); no obstante, el número de ocupados en esta rama de actividad se incrementó en un 6 % en el primer trimestre, según la encuesta de población activa (EPA), dos décimas por encima de lo que lo hizo en el cuarto trimestre del año 2000. Entre los indicadores adelantados, los visados de dirección de obra cerraron el año registrando tasas de variación negativas, aunque el promedio del cuarto trimestre fue algo mejor que el del tercero. Por otro lado, con datos hasta noviembre de 2000, la licitación oficial parece haberse recuperado, tras la caída de los meses anteriores.

Al cierre de este Boletín se han recibido los datos de comercio exterior de marzo, que han supuesto una desaceleración tanto de las exportaciones como de las importaciones en ese mes. En el conjunto del primer trimestre, las exportaciones han experimentado un crecimiento interanual del 9,9 %, en términos reales, y las importaciones, del 6,7 %, confirmando que la demanda exterior ha mantenido una aportación positiva al crecimiento del producto en ese período. Según los datos de la balanza de pagos, en enero y febrero el saldo comercial acumuló un déficit de 4.324 millones de euros, un 3,1 % inferior al del mismo período del año anterior. A pesar de esta mejora y de la experimentada por los intercambios de servicios, el

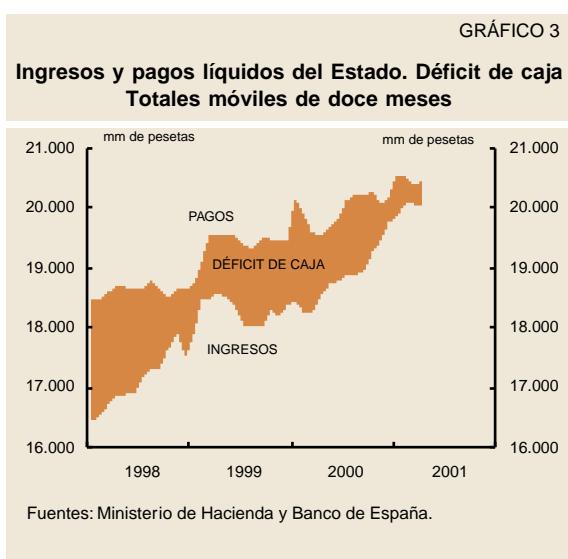
saldo de la balanza por cuenta corriente sufrió un deterioro, como consecuencia del déficit de la balanza de rentas (1.920 millones de euros, frente a los 557 del mismo período del año anterior). El superávit de la balanza por cuenta de capital quedó situado en 1.349 millones de euros, muy por encima de los 657 millones registrados en el mismo período del año anterior, debido, al menos en parte, a la recepción retrasada de algunas transferencias comunitarias correspondientes al año 2000.

En el primer trimestre de 2001 la producción industrial prolongó el perfil de desaceleración que viene registrando desde los meses centrales del año anterior. En marzo, la variación interanual del Índice de Producción Industrial se situó en el -3,7 % (1,6 % en términos de los datos corregidos de efecto calendario), alcanzando un -1 % en el conjunto del primer trimestre. Por destino económico de los bienes, todos los componentes redujeron su ritmo de avance, con la excepción del consumo alimenticio, que continuó descendiendo, pero a un ritmo interanual menos acusado que en los meses anteriores. Por su parte, el indicador de clima industrial se redujo en abril dos puntos respecto a la media del primer trimestre. En línea con la evolución de la actividad, el empleo en la industria mostró síntomas de debilitamiento en los primeros meses del año, como muestran tanto la EPA del primer trimestre como en las afiliaciones con información hasta marzo.

Como ya se ha señalado, los indicadores del empleo continúan apuntando hacia una ralentización en el ritmo de generación de empleo (véase gráfico 2). Según datos de la EPA correspondientes al primer trimestre de 2001 —que se analizan con más detalle en otro artículo de este Boletín—, el número de ocupados creció un 2,8 %, en tasa interanual, en ese período, ritmo inferior al experimentado a finales del 2000. La desaceleración se centró en el colectivo de trabajadores asalariados —que pasó a crecer un 3,3 %— y, por ramas de actividad, fue más acusada en la industria (3,5 %) y, sobre todo, en los servicios (1,9 %), mientras que en la construcción (6 %) y en la agricultura (4 %) el incremento fue superior al del trimestre anterior. Los datos de afiliaciones a la Seguridad Social también han recogido el menor dinamismo del empleo, que en abril redujo su tasa de crecimiento hasta el 4,1 %. Según la EPA, el proceso de caída del desempleo se ralentizó en los tres primeros meses de 2001, período en el que el número de parados de esta encuesta se redujo un 9,7 % en tasa interanual; la misma evolución se observa también entre los parados inscritos en el INEM, que se redujeron un 2,8 % en abril, por debajo del descenso del 3,2 % experimentado en el primer trimestre.



Con la metodología de la Contabilidad Nacional, la ejecución del Estado hasta abril se saldó con un superávit de 1.024 mm de pesetas (1 % del PIB), similar al registrado hasta abril de 2000. Los ingresos experimentaron una desaceleración importante, pues crecieron un 4,5 % hasta ese mes, frente al 6,5 % de incremento en el primer trimestre, debido, sobre todo, al aumento de las devoluciones del IVA. Los gastos se aceleraron en abril hasta una tasa de crecimiento del 5,5 %, frente al 3,2 % del primer trimestre. La información disponible en términos de caja sitúa el déficit del Estado en 3 mm de pesetas hasta abril de 2001, frente al superávit de 42 mm de pesetas en el mismo



período del año anterior, lo que supone un cierto retroceso respecto a la mejora del saldo presupuestario observada en el primer trimestre (véase gráfico 3). El menor crecimiento de los ingresos —un 3,4 % hasta abril, frente al 6 % hasta marzo— reflejó la desaceleración de los impuestos indirectos y de los ingresos no impositivos, estos últimos afectados por su comparación con los ingresos derivados de la concesión de licencias de UMTS que se produjeron en abril del año 2000. Por el contrario, los impuestos directos mantuvieron un crecimiento elevado gracias al dinamismo del IRPF. Los pagos crecieron a una tasa del 4,1 %, frente al 3,8 % en el conjunto del año 2000; la aceleración de los pagos por intereses en el mes de abril quedó prácticamente compensada por las menores tasas de crecimiento de las transferencias corrientes y de los pagos de capital.

## 2. PRECIOS Y COSTES

Entre los indicadores de precios, el IPC aumentó un 0,5 % en abril, situándose su tasa de variación interanual en el 4 %, una décima más que en el mes precedente (véase gráfico 4); a su vez, el IPSEBENE prosiguió la trayectoria alcista de los meses anteriores, y también elevó su ritmo de variación interanual hasta el 3,4 %, una décima más que en marzo. Por otra parte, no se han recibido nuevos datos sobre la negociación colectiva; con datos a 31 de marzo, el incremento salarial medio negociado para este año se sitúa en el 3,5 %, cifra que recoge, solo parcialmente, los efectos de las cláusulas de salvaguarda de los convenios del año 2000.

Volviendo al IPC, en abril se produjo una aceleración de los precios de los alimentos elaborados y de la energía, una desaceleración en el caso de los no elaborados y un mantenimien-

to en el resto de los componentes del índice. Los precios de los alimentos no elaborados se desaceleraron hasta el 9,4 %, al irse normalizando progresivamente las pautas de consumo de carne. Los precios de la energía aumentaron su tasa interanual de variación hasta el 3,3 %, ante el aumento de un 10,7 % del precio del gas butano y el encarecimiento de los carburantes de automoción. Los precios de los alimentos elaborados situaron su crecimiento interanual en el 2,3 %, dos décimas por encima del mes anterior, destacando los aumentos de los precios del pescado congelado y de la leche, mientras los precios del aceite y del vino continúan su trayectoria descendente. Por último, los componentes de bienes industriales no energéticos y de servicios mantuvieron sus tasas de variación interanual en el 2,7 % y el 4,6 %, respectivamente. Entre estos últimos destacan los incrementos en los precios de los servicios para el hogar, del transporte aéreo y marítimo, y de otras enseñanzas, mientras que los precios de hoteles y de los servicios turísticos registraron aumentos similares a los habituales en torno a Semana Santa.

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) volvió a registrar en abril un crecimiento interanual del 4 %. En el conjunto de la zona euro, sin embargo, la tasa de crecimiento interanual se elevó hasta el 2,9 %, tres décimas superior a la registrada en el mes anterior, por lo que el diferencial de inflación se redujo en esta misma cuantía, para situarse en 1,1 puntos porcentuales.

El índice de precios industriales (IPRI) correspondiente al mes de marzo se incrementó un 0,4 % respecto al mes anterior. En términos interanuales, la tasa de variación se desaceleró en cuatro décimas, hasta alcanzar el 3,2 %. La ralentización fue consecuencia del favorable comportamiento de los precios de producción de la energía, manteniéndose la variación interanual del índice general sin energía en el 3,3 %.

Finalmente, el índice de valor unitario (IVU) de las exportaciones totales creció en el promedio de los dos primeros meses del año un 4,2 %, inferior al 6,1 % observado en el conjunto del año anterior. Respecto a las importaciones, el IVU creció un 3,2 % en ese mismo período, frente al 12,9 % observado en 2000. Por componentes, los precios de los bienes intermedios energéticos se aceleraron ligeramente en febrero, aunque mantienen una fuerte moderación en relación con las abultadas tasas registradas el pasado ejercicio. Los precios de las importaciones no energéticas reflejaron cierta aceleración en febrero, debido al fuerte incremento de sus componentes de consumo no alimenticio y de bienes de equipo, mientras que

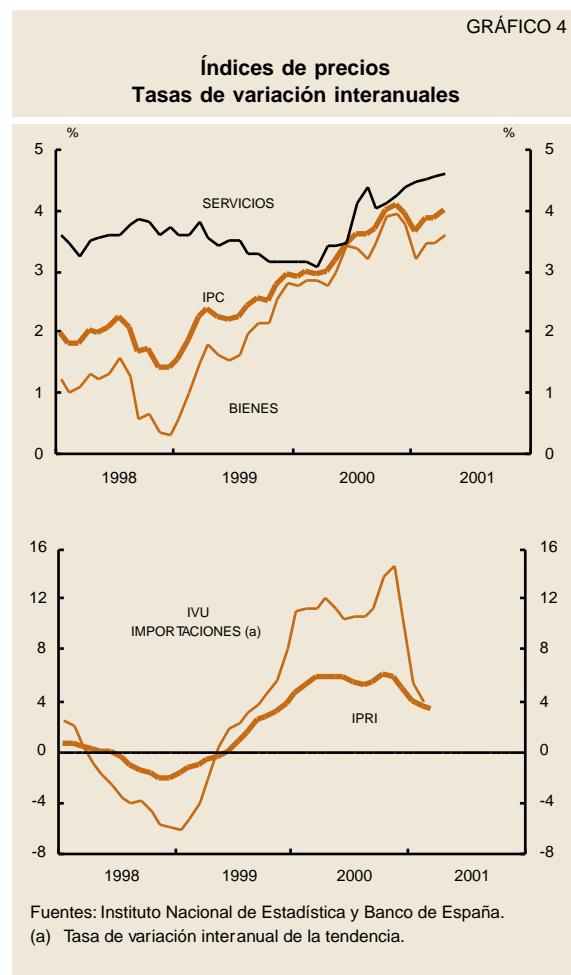
los precios de los bienes de consumo alimenticio y de bienes intermedios no energéticos continuaron moderándose, en sintonía con la evolución de los precios de las materias primas no energéticas en los mercados internacionales.

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

La mayoría de las economías no pertenecientes al área del euro han seguido mostrando, durante el mes de abril, signos de debilidad, que se han plasmado en caídas generalizadas, más o menos intensas, de los indicadores de actividad. En los últimos meses, la intensificación del proceso de desaceleración no se ha visto acompañada, sin embargo, por una menor inflación, a causa de la subida general de los precios energéticos y, en algunos países, de los precios de los alimentos. Aun así, el debilitamiento de la demanda, la reducción de los márgenes de producción y el aumento de las tasas de paro apuntan a una cierta contención de las presiones inflacionistas fuera del área del euro.

Los datos disponibles sobre Estados Unidos de abril y mayo de 2001 muestran que la economía está desacelerándose respecto al primer trimestre, y que se mantiene la atonía experimentada por determinados sectores, como las manufacturas. El índice de producción industrial y la utilización de la capacidad productiva volvieron a descender en abril, por séptimo y octavo mes consecutivo, respectivamente, con especial intensidad en las ramas de actividad productoras de alta tecnología; el índice NAPM de abril se estabilizó, aunque a niveles que no excluyen la posibilidad de una recesión; los pedidos y los índices de producción de bienes duraderos siguen mostrando que la demanda de inversión no se recupera.

Los indicadores de consumo tampoco son alentadores: el índice de confianza del consumidor cayó en abril a su nivel más bajo desde finales de 1996 y se situó en un nivel 33 puntos inferior a su máximo de septiembre de 2000. Sin embargo, tanto las ventas al por menor como las ventas de automóviles registraron una mejora en abril, aunque las previsiones para el mes de mayo hacen suponer que se trata de un efecto transitorio. El principal motivo por el que el consumo parece estar empezando a verse afectado por la debilidad económica que atraviesa el país radica en el deterioro del mercado de trabajo, donde se han registrado notables caídas de la demanda de empleo y aumentos de la tasa de paro, hasta un 4,5 % de la población activa en abril. Las solicitudes de prestaciones por desempleo —un indicador adelan-



tado de la evolución del mercado— han continuado aumentando en los últimos meses, con la excepción de abril.

Sin embargo, las revalorizaciones bursátiles recientes y el continuo aumento de la pendiente de la curva de rendimientos parecen incorporar unas expectativas de rápida recuperación económica, aunque no se pueda descartar, en el segundo caso, un componente de empeoramiento de las expectativas inflacionistas. Los precios de consumo han mostrado, en los últimos meses, una clara tendencia al alza: en abril registraron un aumento interanual del 3,3 % (2,9 % en marzo), aunque este repunte puede ser atribuido a los precios energéticos, pues la inflación subyacente se redujo en abril al 2,5 % (frente al 2,6 % de marzo). Ante las malas perspectivas que siguen ofreciendo los beneficios esperados y los planes de inversión de las empresas, la persistencia de la incertidumbre sobre las perspectivas empresariales y el efecto riqueza de la caída de las bolsas sobre el consumo, la Reserva Federal ha seguido valorando como más altos los riesgos de recesión que de inflación, y ha realizado dos recortes adicionales, en abril y mayo,

CUADRO 1

## Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	2000	2001			
	DIC	ENE	FEB	MAR	ABR
<b>ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):</b>					
Índice de producción industrial	8,2	5,5	4,2	3,0	
Comercio al por menor	1,8	2,7	1,2		
Matriculaciones de turismos nuevos	2,0	-5,6	-6,0	-4,2	
Indicador de confianza de los consumidores	-1	-1	-2	-2	-2
Indicador de clima industrial	5	3	1	-1	-4
IAPC	2,6	2,5	2,6	2,6	3,0
<b>VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):</b>					
M3	5,1	4,7	4,7	5,0	
M1	5,7	1,5	2,0	2,1	
Crédito a los sectores residentes					
<i>Total</i>	6,3	6,1	5,8	5,7	
AAPP	-5,4	-5,8	-6,1	-5,4	
<i>Otros sectores residentes</i>	10,2	10,0	9,6	9,2	
EONIA	4,83	4,76	4,99	4,78	5,04
EURIBOR a tres meses	4,94	4,77	4,76	4,71	4,68
Rendimiento bonos a diez años	5,07	5,01	5,02	4,94	5,10
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,25	0,21	0,15	0,00	0,15
Tipo de cambio dólar/euro	0,897	0,938	0,922	0,910	0,892
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	-5,9	1,3	-7,7	-11,2	-5,7
					-4,1

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 21 de mayo de 2001.

(d) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 18 de mayo de 2001.

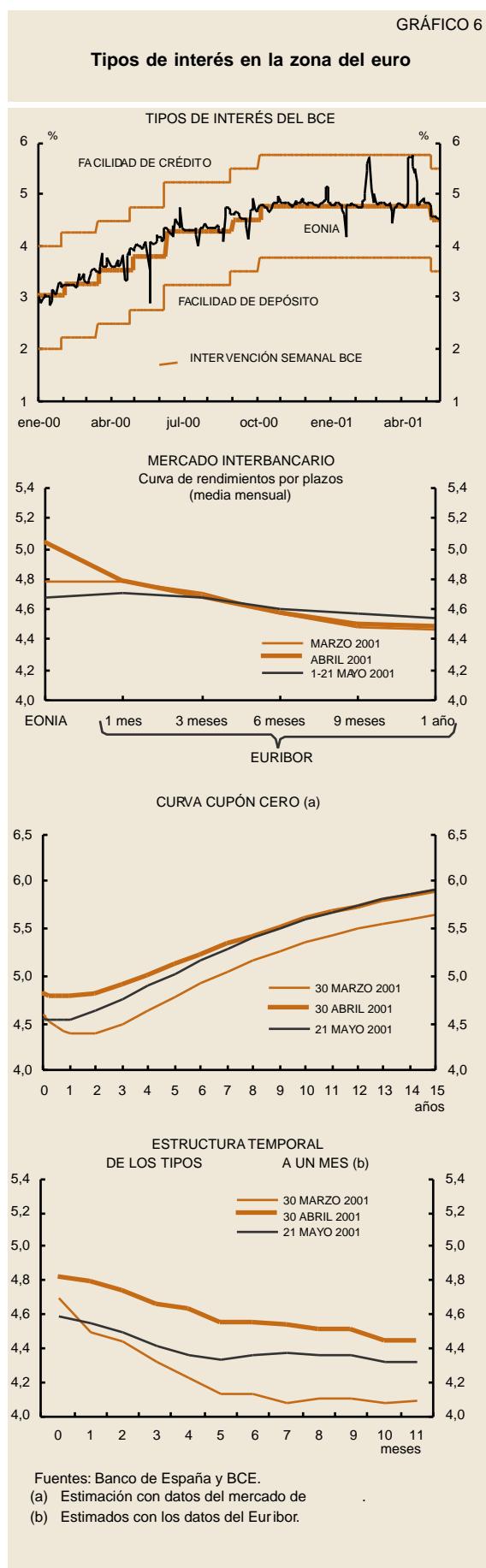
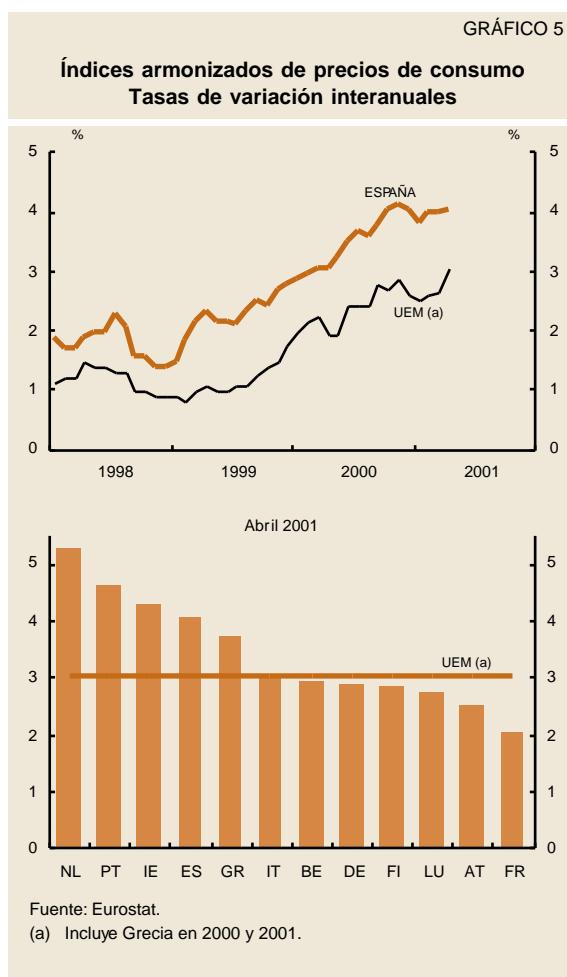
del tipo oficial de interés, de medio punto porcentual cada uno, reduciéndolo del 5 % al 4 % actual.

En Japón, los indicadores económicos señalan un deterioro adicional del ritmo de crecimiento en los primeros meses del año. La producción industrial registró una fuerte caída interanual en el mes de marzo, del 1,5 %. Desde el lado de la demanda, no obstante, las señales para el conjunto del primer trimestre son algo más positivas, a juzgar por los aumentos registrados en las ventas al por menor (2,1 % medio interanual) y, en menor medida, en el gasto nominal de las familias (0,1 %). También se ha producido una cierta mejora del ritmo de creación de empleo, con un crecimiento medio interanual del 0,4 % durante el primer trimestre del año, que contrasta con el aumento de la tasa de paro (5,1 % en marzo). El IPC ha vuelto a arrojar un descenso interanual, del 0,4 %, en el mismo mes.

En cuanto al Reino Unido, los últimos datos han confirmado que la economía prosigue su proceso de suave desaceleración: el crecimiento del PIB en el primer trimestre fue del

2,5 % interanual, ligeramente inferior al del último trimestre de 2000 (2,6 %) y claramente por debajo del 3 % medio alcanzado en 2000. Los indicadores de marzo y abril (ventas al por menor y matriculaciones) siguen mostrando, no obstante, un alto ritmo de consumo privado, que continúa siendo el componente más dinámico de la demanda. La tasa de paro ha seguido descendiendo, hasta alcanzar en abril un 3,2 % (5,1 % según criterio de la OIT), mientras que las remuneraciones salariales han repuntado en el primer trimestre, hasta un 5,1 % interanual. El índice de precios de consumo seguido por el Banco de Inglaterra se ha acelerado ligeramente, hasta un 2 % interanual en abril, que en términos armonizados equivale a un 1,1 %. Ante este panorama de desaceleración económica y relativa estabilidad de precios, el Banco de Inglaterra volvió a reducir sus tipos de intervención por dos veces, en abril y mayo, en un cuarto de punto cada vez, hasta situarlo en un 5,25 %.

La estimación final de la Contabilidad Nacional de la UEM relativa al último trimestre de 2000 no ha supuesto ninguna revisión en relación con la valoración que se realizó en el últi-



mo informe trimestral. El crecimiento intertrimestral del producto en ese período se mantuvo en el 0,7 % (3 % en tasa interanual), con lo que la tasa de expansión del PIB alcanzó el 3,4 % en el año 2000. Los indicadores económicos más recientes del área confirman la prolongación en la primera parte del 2001 de la fase de menor dinamismo de la actividad iniciada a mediados del año anterior. En la vertiente de la oferta, se ha observado una moderación de la tasa de crecimiento interanual de la producción industrial en marzo, mientras que el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea y la encuesta de directores de compras del sector manufacturero y de servicios registraron nuevas caídas en abril (véase cuadro 1). Desde la óptica de la demanda, sin embargo, los indicadores de gasto de los hogares reflejan una evolución algo más favorable. Así, la confianza de los consumidores permaneció estable en abril y la de los minoristas mejoró ligeramente. Por su parte, el índice de comercio al por menor experimentó un ligero deterioro en febrero, aunque la media de enero y febrero muestra cierta aceleración en relación con el trimestre anterior. Por último, el grado de utilización de la capacidad productiva y las ex-



pectativas de exportación disminuyeron de nuevo en el segundo trimestre. Los datos disponibles de Contabilidad Nacional relativos al primer trimestre muestran unas tasas de crecimiento intertrimestral superiores a las del trimestre precedente en Alemania e inferiores en Italia, Francia y, especialmente, en los Países Bajos.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la tasa interanual de variación del IAPC en el mes de abril aumentó de forma significativa, pasando desde el 2,6 % hasta el 3 % (o 2,9 %, si en el año 2000 no se incluye Grecia) (véase gráfico 5). El repunte de los precios de consumo del área resulta atribuible, básicamente, al comportamiento de los componentes de bienes energéticos y alimenticios, afectados, en el primer caso, por el ligero incremento del precio del petróleo en dicho mes, y, en el segundo, por los problemas sanitarios en el sector ganadero. No obstante, las tasas de variación de los servicios y de los bienes industriales no energéticos aumentaron en una décima, lo que contribuyó a que el índice que excluye los componentes más volátiles, como los bienes energéticos y los alimentos no elaborados (IPSEBENE), se situara en el 2 % en abril, frente

al 1,9 % registrado el mes anterior. Por su parte, la tasa de variación interanual de los precios industriales (IPRI) mantuvo en marzo su senda de desaceleración, hasta alcanzar el 4,1 %. Ello se debió al menor crecimiento de los precios de los bienes intermedios, especialmente de su componente energético, que compensó sobradamente el nuevo ascenso de los precios industriales de los bienes de consumo, cuya tasa interanual se situó, en marzo, en el 3,4 %, cuatro décimas por encima de la alcanzada en el mes anterior. La continua aceleración que viene registrando el IPRI de bienes de consumo, la resistencia a la baja que muestra el precio del petróleo y la ligera depreciación que ha experimentado el tipo de cambio del euro en las últimas semanas apuntan a que la inflación puede mantenerse por encima del 2 % en los próximos meses. No obstante, resulta previsible una cierta contención de las perspectivas inflacionistas a medio plazo, a juzgar por la ligera pérdida de tono del PIB de la zona del euro —coherente con un entorno exterior menos dinámico—, la moderación salarial que viene caracterizando al área en su conjunto hasta la fecha y la información más reciente acerca de la evolución de los agregados monetarios y crediticios. Así lo valoró el Consejo de Gobierno del BCE el pasado 10 de mayo cuando decidió recortar los tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos. Esta disminución ha situado el tipo de las operaciones principales del BCE en el 4,5 %, y en el 3,5 % y 5,5 %, los de las facilidades de depósito y crédito, respectivamente.

A lo largo del mes de abril y en la primera semana de mayo se produjo un incremento de los tipos de interés de los depósitos interbancaarios a seis y doce meses, al reducirse las expectativas de disminución de los tipos oficiales en la UEM. Tras la decisión del BCE, los tipos de esos depósitos volvieron a disminuir a todos los plazos. De esta forma, en la tercera semana de mayo los tipos de interés del mercado interbancario se situaban, tanto el EONIA (*Euro - pean Overnight Index Average*) como los EURIBOR a seis y doce meses, alrededor del 4,5 % (véase gráfico 6). Cabe destacar el comportamiento del EONIA a mediados del mes de abril, que, por primera vez, alcanzó el nivel del tipo de la facilidad marginal de crédito. Este hecho está asociado con la gestión de la liquidez en el Eurosistema tras la subasta del 10 de abril, cuando las entidades solicitaron liquidez por debajo de sus necesidades ante la expectativa de un recorte inminente en el tipo mínimo de la subasta. En los mercados secundarios de deuda pública, el tipo de interés a diez años se ha incrementado ligeramente desde finales del mes de marzo, situándose en torno al 5,3 % en la segunda mitad de mayo. La evolución de la

CUADRO 2

## Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1998	1999	2000	2001				
	DIC	DIC	DIC	ENE	FEB	MAR	ABR	
<b>BANCARIOS:</b>								
Tipo sintético pasivo	2,06	1,98	3,02	3,03	3,04	3,03	2,99	...
Tipo sintético activo	5,15	5,03	6,35	6,27	6,22	6,08	6,16	...
<b>TESORO:</b>								
Subasta de letras a doce meses (b)	2,95	3,75	4,71	4,41	4,35	4,28	4,32	4,48
Subasta de bonos a tres años	3,54	4,56	4,81	4,54	...	4,59	...	4,67
Subasta de obligaciones a diez años	4,32	5,38	5,24	5,10	5,08	5,07	5,11	5,23
<b>MERCADOS SECUNDARIOS (c):</b>								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,88	3,60	4,70	4,42	4,39	4,34	4,30	4,38
Deuda pública a diez años	4,08	5,37	5,20	5,08	5,12	5,04	5,18	5,32
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,20	0,19	0,29	0,27	0,32	0,34	0,32	0,30
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	37,19	16,22	-12,68	9,30	3,04	0,87	6,25	4,89
Diferencial renta fija privada								
con letras del Tesoro a 12 meses	0,40	0,24	0,29	0,30	0,29	0,24	0,19	0,24
Diferencial renta fija privada								
con deuda pública a diez años	0,36	0,41	0,70	0,75	0,62	0,68	0,69	0,70
Fuente: Banco de España.								
(a) Media de datos diarios hasta el 22 de mayo de 2001.								
(b) Tipo de interés marginal.								
(c) Medias mensuales.								
(d) Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.								

rentabilidad de los bonos norteamericanos mostró un mayor repunte, con lo que los diferenciales respecto a la UEM volvieron a tomar valores positivos, en torno a 20 puntos básicos en la tercera semana de mayo.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro ha mostrado una ligera tendencia depreciatoria, en un contexto de gran volatilidad. En concreto, entre el 1 de abril y el 21 de mayo el euro se ha depreciado un 1 % frente al dólar y un 2,4 % frente al yen (véase gráfico 7), mientras que el índice del tipo de cambio efectivo nominal frente a los países desarrollados se situaba, a mediados de mayo, un 1,4 % por debajo del nivel de finales de marzo. Por su parte, los mercados de renta variable europeos han interrumpido en abril la tendencia bajista de los últimos meses, aunque las cotizaciones todavía no han alcanzado los niveles del año anterior. En particular, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio presentaba, hasta la tercera semana de mayo, una pérdida acumulada en el conjunto del año del 4,1 %.

Por lo que se refiere a la evolución de los agregados monetarios en el área del euro, los datos disponibles más recientes continúan apun-

tando a un crecimiento moderado de M3. Además, si se excluyeran de M3 los valores emitidos por Instituciones Financieras Monetarias (IFM) del área en manos de no residentes, el ritmo de crecimiento de este agregado podría ser más reducido. Por otra parte, los agregados más estrechos siguieron presentando unas tasas de expansión muy bajas. En concreto, el crecimiento interanual de M1 en marzo fue del 2,1 %, aunque está afectado, en cierta medida, por la evolución del efectivo en circulación, que viene experimentando caídas desde finales de 2000, lo que puede estar asociado al proceso de canje de monedas y billetes que tendrá lugar en los últimos meses del presente año y comienzos del siguiente. Los depósitos a la vista mantuvieron una tasa de crecimiento cercana al 3 %, mientras que los depósitos a plazo inferior a dos años se expandieron en marzo a una tasa interanual de casi el 16 %. Por último, continuó observándose un fuerte ritmo de avance en las partidas de valores negociables consideradas en la definición de M3.

El crédito concedido por las IFM al sector privado no financiero de la zona del euro alcanzó en marzo un crecimiento del 9,2 %, lo que representa cierta moderación en comparación

CUADRO 3

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

	2001	1999	2000	2001		
	MAR (b)	DIC	DIC	ENE	FEB	MAR
<b>1. Activos financieros líquidos (2 + 3)</b>	<b>565,3</b>	<b>1,4</b>	<b>2,6</b>	<b>3,3</b>	<b>4,0</b>	<b>4,9</b>
<b>2. Medios de pago</b>	<b>266,3</b>	<b>12,7</b>	<b>4,5</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>
Efectivo	52,1	8,3	-0,4	-0,3	-0,6	-1,6
Depósitos a la vista	108,2	14,1	9,2	6,5	5,8	4,8
Depósitos de ahorro	106,0	13,8	2,4	2,0	1,6	1,5
<b>3. Otros activos financieros</b>	<b>299,0</b>	<b>-7,1</b>	<b>1,0</b>	<b>3,2</b>	<b>5,1</b>	<b>7,5</b>
Depósitos a plazo + cesiones temporales	206,7	6,3	25,5	25,0	24,5	24,0
Valores bancarios	9,5	37,8	-21,6	-15,0	-10,0	-0,9
FIAMM + FIM de renta fija	82,8	-22,5	-29,8	-26,0	-23,0	-18,6
PRO MEMORIA:						
<b>4. Fondos de inversión (5 a 7) (c)</b>	<b>152,9</b>	<b>-2,5</b>	<b>-32,9</b>	<b>-25,0</b>	<b>-31,0</b>	<b>-30,8</b>
<b>5. FIAMM</b>	<b>32,9</b>	<b>-8,4</b>	<b>-8,8</b>	<b>-7,3</b>	<b>-5,7</b>	<b>-3,6</b>
<b>6. FIM de renta fija</b>	<b>49,9</b>	<b>-25,7</b>	<b>-26,2</b>	<b>-21,9</b>	<b>-18,7</b>	<b>-15,3</b>
<b>7. Resto de fondos de inversión</b>	<b>70,2</b>	<b>31,7</b>	<b>2,1</b>	<b>4,3</b>	<b>-6,6</b>	<b>-11,9</b>

Fuente: Banco de España.

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

(b) Saldo en miles de millones de euros.

(c) Variación interanual del saldo.

con las tasas ligeramente superiores al 10 % observadas a lo largo de los dos años anteriores. Finalmente, del resto de contrapartidas de M3 cabe destacar que la posición acreedora neta de las IFM frente al exterior disminuyó, en dicho mes, en 31 mm de euros, lo que supone una reducción acumulada anual de 49 mm.

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

Durante el mes de abril, las condiciones monetarias y crediticias en España evolucionaron en línea con las del resto de la UEM. Las magnitudes monetarias más líquidas continuaron reduciendo su ritmo de crecimiento, aproximándose al valor medio de la zona euro. Del mismo modo, los últimos datos sobre la evolución de la financiación al sector privado siguen mostrando síntomas de desaceleración, habiéndose situado la tasa anual en el 16 % en abril.

De acuerdo con la última información disponible sobre los tipos de interés bancarios, su evolución en el mes de abril fue relativamente dispar. Por un lado, el tipo de interés sintético de operaciones de pasivo se mantuvo estable en torno al 3 % (véase cuadro 2). Por otro, la tendencia decreciente del tipo de interés sintético de activo de meses anteriores se detuvo,

registrándose un ligero incremento en abril, hasta el 6,2 %. Este aumento, a su vez, fue el resultado de tipos de interés más elevados en los bancos y de una reducción en el nivel de los de las cajas de ahorros. No obstante, en ambos grupos de instituciones el tipo de interés se situó por debajo del nivel de finales del año 2000.

Durante el mes de abril y los primeros días de mayo, las rentabilidades negociadas en los mercados financieros de renta fija nacionales experimentaron ligeros aumentos, invirtiéndose la tendencia descendente observada en meses anteriores. Así, en los mercados primario y secundario de deuda pública se produjeron pequeños movimientos al alza de los tipos de interés en casi todos los plazos. Sin embargo, la situación varió tras el anuncio, el 10 de mayo, de la bajada del tipo de interés mínimo para las pujas correspondientes a las operaciones principales de financiación del Eurosystema. Esta medida ha afectado de distinta manera al rendimiento de los activos financieros en función de su plazo residual. Así, los tipos a corto plazo en el mercado secundario se redujeron hasta el 4,3 %, regresando a los niveles previos registrados en el mes de abril. Por el contrario, la rentabilidad negociada al plazo de 10 años repuntó hasta el 5,4 % el día 22 de mayo. La evolución del mercado de deuda pública español fue similar a la registrada en los mercados de

GRÁFICO 8

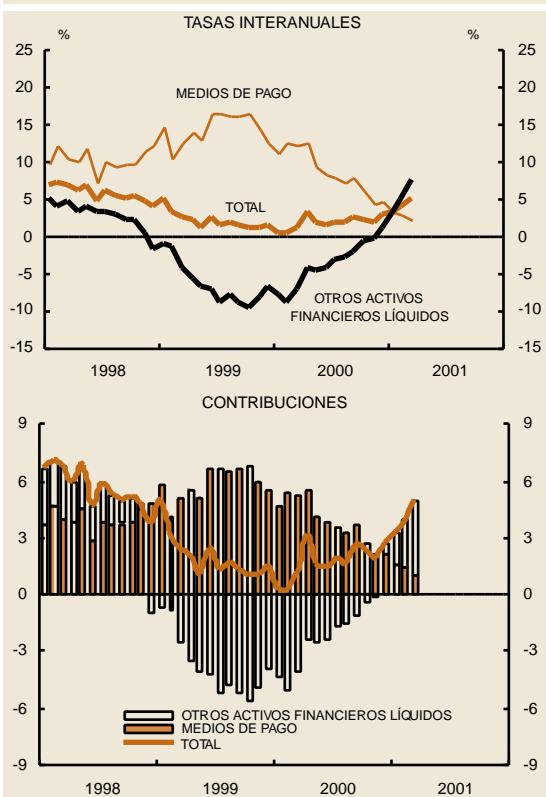
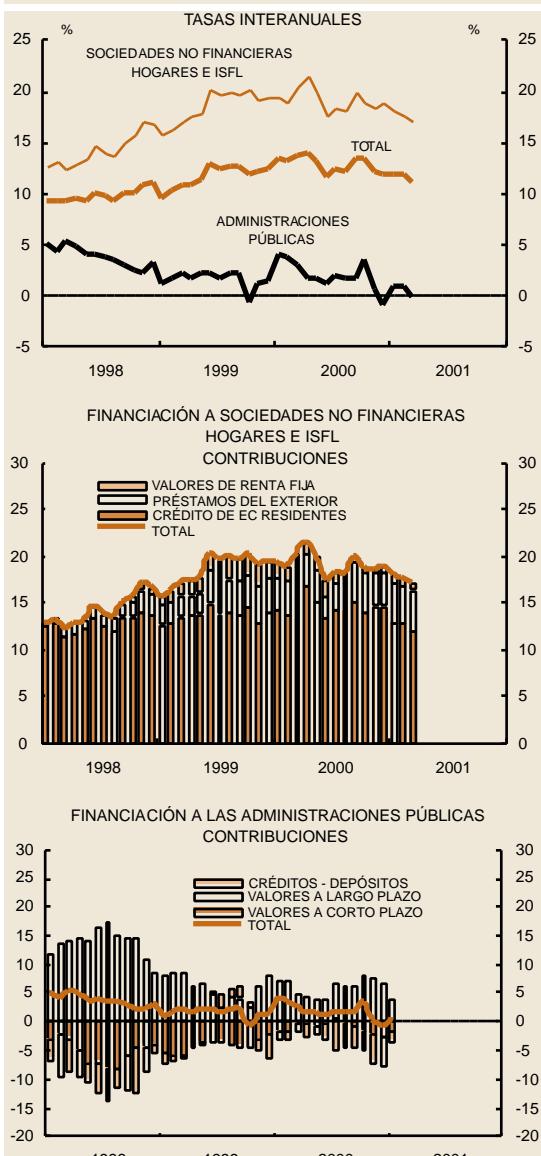
**Activos financieros líquidos (AFL) de las sociedades no financieras y los hogares e ISFL**


GRÁFICO 9

**Financiación a los sectores residentes no financieros**


deuda pública del resto de países que integran el área del euro, por lo que el diferencial con el bono alemán se ha mantenido estable en torno a los 30 puntos básicos. Por su parte, en las primeras semanas de mayo los diferenciales a corto y largo plazo de la renta fija privada con la deuda pública se situaron en torno a los 25 y los 70 puntos básicos, respectivamente. Finalmente, la rentabilidad bursátil acumulada en el año 2001 volvió a valores positivos: 4,9 % desde el inicio del año hasta el 22 de mayo (ver cuadro 2). Al mismo tiempo, se ha producido un descenso de la volatilidad del Índice General de la Bolsa de Madrid.

En este entorno, los activos financieros líquidos (AFL) de las sociedades no financieras y hogares aumentaron nuevamente su ritmo de expansión, alcanzando un crecimiento interanual del 4,9 % en el mes de marzo (véase cuadro 3). Como puede apreciarse en el gráfico 8, la aceleración de los componentes menos líquidos, que sitúa el crecimiento anual de los AFL en el 5,1 %, fue el principal elemento que explica este comportamiento, ya que el agregado medios de pago —efectivo, depósitos a la vista y depósitos de ahorro— ha proseguido la paulatina desace-

leración mostrada desde principios de año, habiéndose reducido su crecimiento interanual hasta el 2,1 %, en marzo. Por el contrario, el agregado otros activos financieros —que incluye depósitos a plazo, cesiones, valores bancarios y participaciones en fondos de inversión de renta fija— intensificó su avance, hasta situar su tasa interanual, en marzo, próxima al 7,5 %. La información provisional disponible correspondiente al mes de abril tiende a confirmar las tendencias presentes en los datos de marzo.

Dentro de los medios de pago, el crecimiento de los depósitos a la vista y de ahorro

CUADRO 4

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

	2001	1999	2000	2001		
	MAR (b)	DIC	DIC	ENE	FEB	MAR
<b>1. Financiación total (2 + 3)</b>	<b>1.003,9</b>	<b>12,3</b>	<b>11,8</b>	<b>11,8</b>	<b>11,6</b>	<b>11,0</b>
<b>2. Sociedades no financieras, hogares e ISFL</b>	<b>686,9</b>	<b>19,4</b>	<b>18,9</b>	<b>18,0</b>	<b>17,5</b>	<b>17,0</b>
Del cual:						
Crédito de entidades de crédito residentes	546,8	16,4	18,0	15,8	15,7	14,7
Valores de renta fija + financiación intermediada por fondos de titulización	40,4	33,6	9,5	15,4	13,0	10,1
<b>3. Administraciones Públicas</b>	<b>317,0</b>	<b>1,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,2</b>
Valores a corto plazo	45,8	-11,0	-15,8	-11,2	-8,8	-12,9
Valores a largo plazo	265,9	10,9	8,3	5,2	3,7	6,6
Créditos - depósitos (c)	5,3	-13,3	-15,1	-5,0	-2,6	-10,2

Fuente: Banco de España.

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

(b) Saldo en miles de millones de euros.

(c) Variación interanual del saldo.

disminuyó, hasta situarse en torno al 5 % y al 1,5 %, respectivamente, mientras que se consolida la tendencia decreciente del efectivo. El retroceso en el ritmo de avance de los medios de pago en los últimos meses refleja, principalmente, el comportamiento del sector hogares, pues los activos más líquidos en poder de sociedades no financieras han experimentado una desaceleración más moderada. Por su parte, entre los componentes menos líquidos que integran los AFL se mantienen los altos crecimientos de los depósitos a plazo y cesiones temporales, en valores próximos al 24 %, a la vez que los fondos de inversión (FIAMM y FIM de renta fija) continúan moderando su ritmo de descenso.

En la evolución de los fondos de inversión destaca el aumento de las suscripciones netas de los FIAMM en los primeros meses del año 2001, inducido, en parte, por la recuperación de sus rentabilidades. Por el contrario, las tenencias de hogares y sociedades no financieras, tanto en fondos de renta variable nacionales como en FIM internacionales, se redujeron en los meses de febrero y marzo. La información provisional disponible para el mes de abril indica, no obstante, una ligera recuperación en el patrimonio de estas instituciones de inversión colectiva.

El crecimiento interanual de la financiación obtenida por el total de los sectores residentes no financieros ha experimentado un nuevo descenso respecto a los meses precedentes, si-

tuándose en el 11 % en marzo (véanse cuadro 4 y gráfico 9). La financiación del conjunto de sociedades no financieras y hogares también ha disminuido su ritmo de expansión en los primeros meses del año, hasta situarse en un 17 %, a finales de marzo, como consecuencia del menor crecimiento de los préstamos concedidos por las entidades de crédito residentes, cuya tasa ha disminuido hasta el 14,7 %. Los datos provisionales correspondientes al mes de abril apuntan hacia la continuidad de estas tendencias. No obstante, hay que señalar que se está produciendo, en 2001, una importante afluencia de fondos provenientes del exterior, de manera que la contribución de los préstamos de no residentes a la financiación de las sociedades no financieras y hogares se ha situado por encima del nivel medio del año pasado.

Por último, la financiación recibida por las Administraciones Públicas se redujo, en tasa interanual, un 0,2 % en marzo, frente al crecimiento del 0,7 % en febrero. Como en meses anteriores, esta evolución fue el resultado de una reducción en el saldo de valores a corto plazo, cuya tasa de variación fue -13 %, y un incremento en el saldo vivo de deuda a medio y largo plazo (del 6,6 %). Los restantes componentes que integran la financiación neta a las AAPP procedente de las entidades bancarias y los mercados financieros experimentaron un descenso, siendo su tasa de variación del -10,2 % en marzo.

23.5.2001.