
Evolución reciente de la economía española

1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

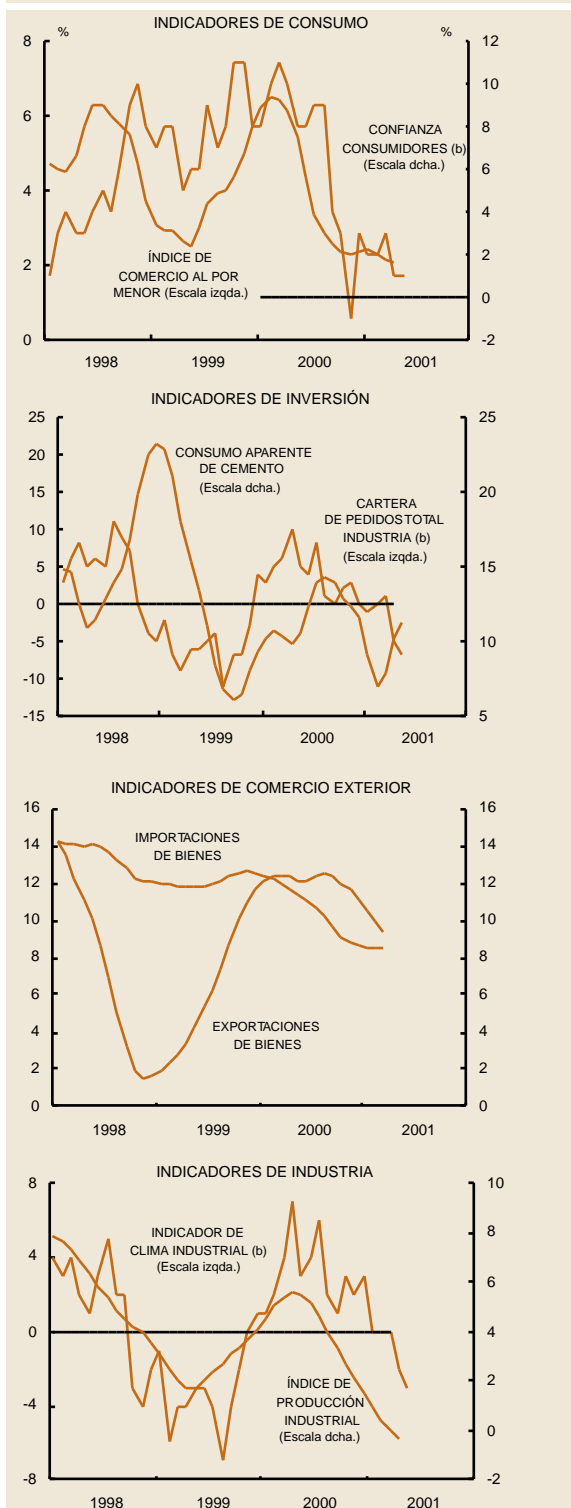
Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) (1), en el primer trimestre de 2001 el PIB real registró un incremento interanual del 3,4 %, frente al 3,7 % alcanzado en el trimestre anterior, prolongando la desaceleración que inició en la segunda mitad del año 2000. La pérdida de dinamismo en el PIB se debió, de nuevo, al menor empuje de la demanda interna, que recortó en tres décimas su tasa de variación interanual, hasta el 2,7 %; la demanda exterior neta, por su parte, mantuvo una aportación positiva al crecimiento del producto de 0,6 puntos porcentuales, igual a la del cuarto trimestre. La desaceleración afectó a todos los componentes de la demanda nacional, pero fue más acusada en el caso del consumo privado, que se incrementó un 2,3 %, y de la inversión en bienes de equipo, que se redujo un 0,8 %; por su parte, tanto las exportaciones como las importaciones mantuvieron ritmos de avance ligeramente inferiores a los del cuarto trimestre de 2000, del 10,7 % y del 8 %, respectivamente. El valor añadido bruto perdió empuje en todas las ramas de actividad, especialmente en la industria, que aminoró su crecimiento interanual en un punto porcentual; en los servicios, sin embargo, la desaceleración fue únicamente de una décima. Por último, el empleo también prolongó la desaceleración iniciada en el tercer trimestre de 2000, registrando un crecimiento interanual del 2,7 %, lo que propició que la productividad aparente del trabajo aumentara levemente su ritmo de crecimiento, hasta el 0,7 %, mientras que los costes laborales unitarios se desaceleraron dos décimas debido a la mejora de la productividad y al menor crecimiento de la remuneración por asalariado.

La información disponible sobre la evolución de la economía española en el segundo trimestre es todavía muy escasa. Los indicadores relativos al consumo privado muestran, en general, que la desaceleración que les caracterizó desde el segundo semestre del año 2000 no se ha agudizado y algunos, incluso, reflejan mejoras en su comportamiento. En el mes de mayo el indicador de confianza de los consumidores permaneció en el mismo nivel que el mes anterior (véase gráfico 1); la percepción de los consumidores sobre su propia situación económica y sobre la situación general del país, tanto presente como futura, mejoró, mientras que se mostró algo más pesimista sobre la evolución

(1) Salvo que se indique lo contrario, las tasas de variación de la CNTR que aparecen en este artículo corresponden a las tasas de variación interanual calculadas sobre las series de ciclo-tendencia.

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.

de los precios y del paro. El índice general de ventas del comercio al por menor alcanzó en abril un ritmo de avance interanual del 2,3 %, en términos reales, manteniendo una senda de crecimiento más sostenido que el observado en el segundo semestre del año 2000. En dicho mes, las ventas de productos alimenticios crecieron un 4,2 %, en términos reales, casi un punto porcentual más que en marzo, mientras que las ventas de otros productos reflejaron un menor dinamismo, con un aumento del 2,4 %. Por su parte, las matriculaciones de automóviles crecieron con fuerza en mayo (un 6,3 %, en tasa interanual), reafirmando la senda de recuperación que iniciaron a principios de año. Por último, cabe señalar que el indicador de disponibilidad de bienes de consumo —elaborado con información parcial hasta el mes de abril— también ha frenado su tendencia de desaceleración.

El índice de disponibilidades de bienes de equipo —elaborado, igualmente, con información parcial hasta el mes de abril— parece haber aminorado su perfil descendente, tras las considerables caídas que venía registrando desde octubre del año 2000. Al mejor comportamiento de las disponibilidades ha contribuido la fuerte expansión que experimentó la producción de bienes de inversión en abril, después de haber registrado tasas de variación negativas en los dos meses precedentes; no obstante, las importaciones de este tipo de bienes mantuvieron en marzo la debilidad de los meses anteriores. Por su parte, las opiniones de los productores de bienes de equipo, recogidas en la encuesta de coyuntura industrial, sufrieron un deterioro muy significativo en abril, con notables caídas en las series relativas a la situación actual de la producción y a la cartera de pedidos. Los empresarios se mostraron, en cambio, algo más optimistas en las previsiones sobre la evolución a medio plazo de esas dos variables.

Por lo que respecta a la construcción, en los últimos meses se ha observado un relativo fortalecimiento de los indicadores de consumos intermedios, mientras que los de empleo han mantenido ritmos de crecimiento elevados; adicionalmente, el indicador de clima en la construcción mejoró en el mes de mayo, tras varios meses de comportamiento estable. El consumo aparente de cemento registró en mayo un incremento interanual del 13,6 %, que, unido al significativo avance alcanzado en abril, consolida un cambio en la tendencia descendente que mantenía este indicador desde el segundo semestre del año anterior. Por su parte, el IPI de materiales para la construcción, que registró un crecimiento del 2 % en abril, frenó el retroceso registrado en los meses de febrero y marzo. En

cuanto a los indicadores de empleo, el paro registrado en la construcción experimentó en mayo una caída interanual del 1,9 %, confirmando la favorable evolución observada el mes anterior, y los afiliados a la Seguridad Social continuaron dando muestras de un notable vigor, al registrar un avance del 8,4 % en abril, similar al del primer trimestre. Finalmente, entre los indicadores adelantados, los visados de dirección de obra referidos a edificación residencial, que iniciaron el año con crecimientos modestos, mantienen una senda de desaceleración, mientras que los relativos a edificación no residencial conservan un mayor dinamismo; los datos de enero han refrendado el descenso de la licitación oficial en obra civil, junto con un aumento en la de edificación pública.

Según los datos del comercio exterior del mes de abril las exportaciones de bienes, en términos nominales, registraron un incremento interanual del 13,5 %, mientras que las importaciones crecieron un 10 %, 3,9 y 4,5 puntos porcentuales más que en marzo, respectivamente. Tras incorporar estos resultados, el saldo comercial acumula un déficit de 12.541 millones de euros hasta abril, solo un 0,7 % superior al alcanzado en el mismo período del año anterior, confirmando la mejora experimentada por este saldo en los últimos meses. Por otro lado, según los datos de la balanza de pagos, en el primer trimestre de 2001 el saldo negativo de la balanza por cuenta corriente disminuyó un 15,3 %, hasta los 2.671 millones de euros, como consecuencia de la mejora experimentada en el déficit comercial y del notable incremento del superávit de la balanza de servicios, que compensaron el fuerte deterioro que experimentó el déficit de rentas (2.877 millones de euros, frente a los 1.724 del primer trimestre de 2000). El superávit de la cuenta de capital quedó situado en 1.542 millones de euros, muy por encima de los 1.125 millones registrados en el mismo período del año anterior.

La producción industrial inició el segundo trimestre del año intensificando la desaceleración iniciada en los meses centrales del año 2000. En abril, el IPI registró un crecimiento interanual del 0,2 %, que al corregir de los efectos de calendario da lugar a una caída del 1,5 %, superior a la observada en el conjunto del primer trimestre (véase gráfico 1). La evolución por destino económico de los bienes fue heterogénea: mientras que los bienes intermedios y de consumo no alimenticio prolongaron su desaceleración, la producción de bienes de equipo registró una fuerte expansión, tras un breve período de variaciones negativas; en cambio, los bienes de consumo alimenticio presentaron una pausa en la fase de recuperación que habían

iniciado en los meses precedentes. Por su parte, el indicador de clima industrial añadió al retroceso observado en abril una nueva caída en el mes de mayo, como consecuencia de una peor valoración de la cartera de pedidos, en especial de su componente exterior. Finalmente, en línea con el débil tono de la actividad industrial, el porcentaje de utilización de la capacidad productiva registró una reducción de cuatro décimas en el primer trimestre de 2001 (2), hasta el 79,7 %; este retroceso vino acompañado de un mayor pesimismo en la previsión de empleo en el sector.

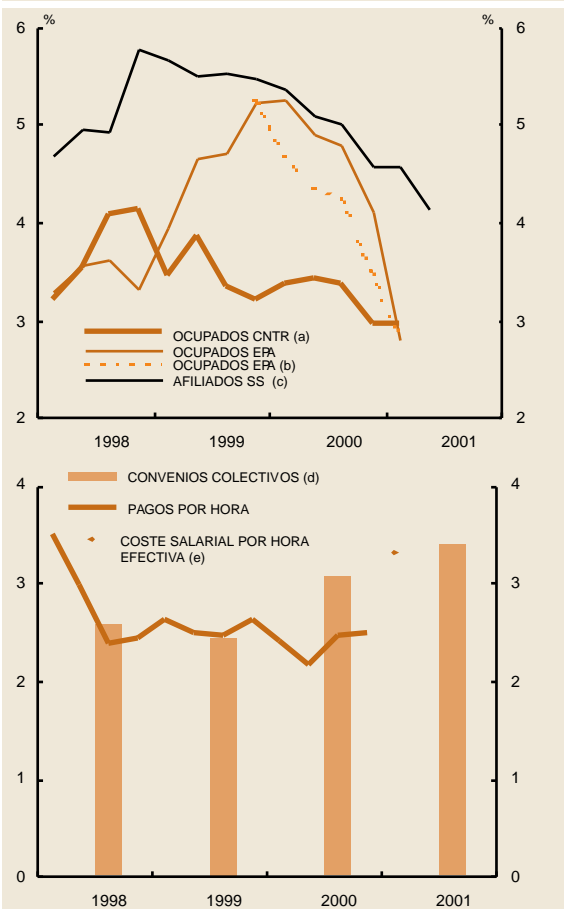
Los indicadores más recientes referidos al mercado laboral continúan apuntando hacia un menor ritmo de generación de empleo (véase gráfico 2). Aunque en mayo el número de afiliados a la Seguridad Social se incrementó un 4,2 %, en tasa interanual, una décima superior al alcanzado en abril, en la media de ambos meses el ritmo de aumento de las afiliaciones se situó por debajo del observado en el primer trimestre. Por otra parte, según el registro del INEM, la reducción del desempleo en mayo fue de 53.000 personas, superior a la registrada en el mismo mes del año anterior, alcanzando un ritmo de caída interanual del 3,5 %, por encima del 2,8 % observada en abril; en la media de ambos meses, sin embargo, el ritmo de descenso del paro resultó ligeramente inferior al 3,2 % experimentado en el período enero-marzo.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta abril se saldó con un superávit de 1.024 mm de pesetas, similar al registrado hasta abril de 2000. Los ingresos experimentaron una desaceleración importante (crecieron un 4,5 % hasta abril, frente al 6,5 % en el primer trimestre), debido, sobre todo, al aumento de las devoluciones del IVA. Los gastos se aceleraron hasta alcanzar una tasa de crecimiento del 5,5 % (3,2 % en el primer trimestre). La información disponible, en términos de caja, hasta el mes de mayo (véase gráfico 3) sitúa el déficit del Estado en 583 mm de pesetas en los cinco primeros meses de 2001, frente al déficit de 495 mm de pesetas acumulado en el mismo período de 2000, lo que representa un incremento del 17,8 %. Los ingresos se desaceleraron en mayo hasta el 2,2 % (3,4 % hasta abril), como resultado de la recaudación por IRPF, afectada transitoriamente por las devoluciones correspondientes a las declaraciones del ejercicio 2000. Por el contrario, los impuestos indirectos registra-

(2) La Comisión Europea fecha estas cifras en el segundo trimestre de 2001.

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. Último dato: media de abril y mayo.
 (d) Sin incluir cláusula de salvaguarda. Para el año 2001 el dato corresponde a los convenios registrados hasta el 31 de mayo.
 (e) Tasa de crecimiento publicada en el Índice de Costes Laborales. No es totalmente comparable con la Encuesta de Salarios.

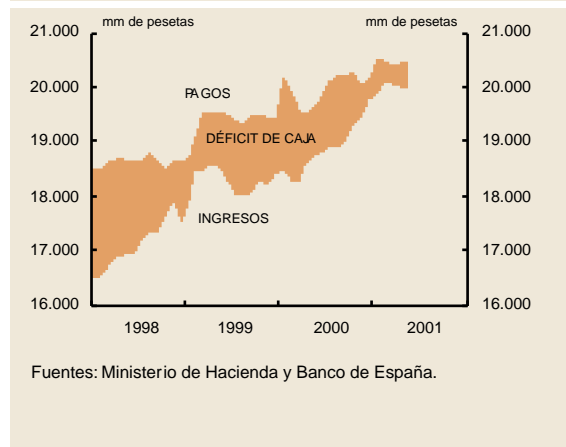
ron una aceleración, mientras que los ingresos no impositivos atenuaron su caída. El gasto aminoró su ritmo de crecimiento hasta el 3,1 % en mayo (4,1 % hasta abril), debido, sobre todo, a los pagos por intereses, que vienen condicionados por el calendario de vencimientos de la deuda pública.

2. PRECIOS Y COSTES

El IPC se incrementó en mayo un 0,4 %, elevando su tasa de variación interanual hasta

GRÁFICO 3

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



Fuentes: Ministerio de Hacienda y Banco de España.

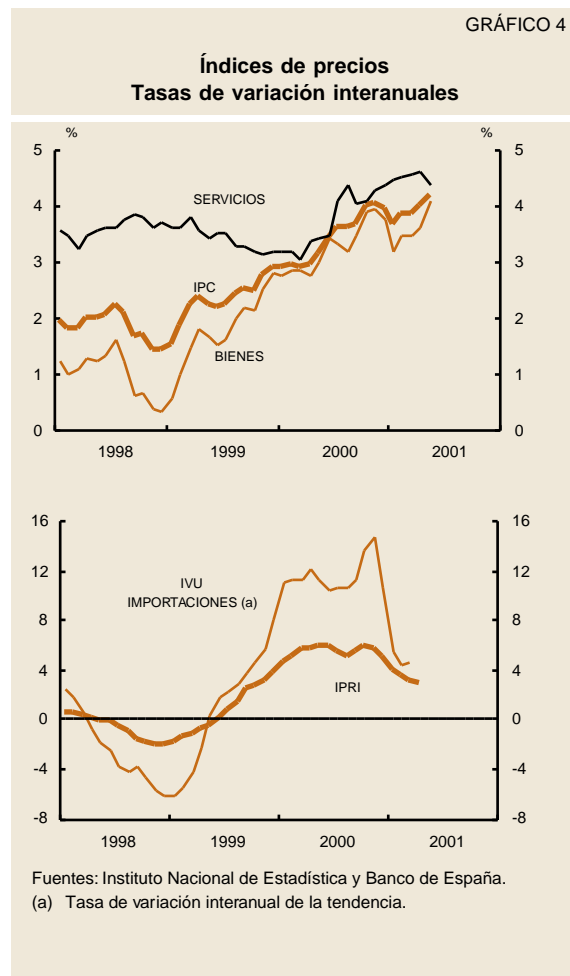
el 4,2 %, dos décimas por encima de la registrada en abril, y el índice de precios de los servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE), con un crecimiento mensual del 0,2 %, también aumentó en una décima el ritmo de crecimiento interanual, hasta alcanzar el 3,5 %, prolongando ambos indicadores la tendencia de mayor crecimiento que les ha caracterizado en los últimos meses (véase gráfico 4). Por otra parte, según los datos más recientes sobre negociación colectiva el aumento salarial pactado en los convenios registrados hasta el 31 de mayo de 2001 se situó en el 3,4 %, cifra muy próxima al incremento del coste salarial en el primer trimestre: un 3,3 % por hora efectiva trabajada, según la nueva estadística de costes laborales publicada por el INE. Por último, cabe señalar que, según los datos de la CNTR, el deflactor de la demanda final se desaceleró hasta el 4,3 % en el primer trimestre de 2001, como consecuencia de un incremento menos intenso de los precios de importación, en tanto que el deflactor del PIB siguió acelerándose, alcanzando una tasa de crecimiento interanual cercana al 4 %.

La mayor parte de los convenios registrados hasta finales de mayo corresponden a revisiones de convenios plurianuales firmados en años precedentes (95 % del total), en los cuales el incremento medio pactado se situó en el 3,4 %, mientras que los de nueva firma registraron un crecimiento medio del 4 %. Por otra parte, el efecto sobre la subida salarial del año 2000 —con efectos en 2001— derivado de las cláusulas de salvaguarda correspondientes a los convenios del año pasado sigue cifrado en seis décimas. Por ramas de actividad los mayores aumentos se observaron en la construcción, 4,3 %, y en la agricultura, 3,4 %, mientras que en la industria y los servicios alcanzaron el

3,2 %. Por su parte, el nuevo índice de costes laborales (ICL), calculado por hora efectiva trabajada, registró un incremento interanual del 4,2 % en el primer trimestre, resultado de un aumento del 3,3 % en el coste salarial —ya señalado— y del 6,7 % en otros costes. Por ramas de actividad, el ICL aumentó un 5,2 % en la industria, un 4,4 % en la construcción y un 3,9 % en los servicios.

Retornando al IPC, en mayo destacó la notable aceleración de los precios de los alimentos y de la energía, y la caída observada en la tasa de variación de los servicios, que interrumpe, al menos de momento, la tendencia marcadamente alcista que venía registrando este componente del IPC en los últimos meses. Los precios de los alimentos no elaborados aumentaron un 0,6 % respecto a abril, incrementando su tasa de variación interanual hasta el 10,6 %, debido a los crecimientos en los precios de la patata, las frutas y las hortalizas, superiores a los habituales en estos meses del año. Los precios de los alimentos elaborados situaron su crecimiento interanual en el 2,9 %, seis décimas por encima del mes anterior, recogiendo la subida de los precios en las principales marcas del tabaco negro, registrada en los primeros días del mes de mayo, y los incrementos observados en los precios de la leche, mientras que los precios del aceite dejaron de experimentar descensos. Los precios de los bienes industriales no energéticos aumentaron un 0,2 %, manteniéndose estable su tasa de variación interanual en el 2,7 %, por cuarto mes consecutivo, mientras que los precios de la energía crecieron un 2 % en el mes de mayo, elevando su tasa interanual de variación hasta el 3,8 %, cinco décimas más que en abril. La caída registrada en el precio del gas natural se vio sobradamente compensada por los aumentos registrados en los precios de los carburantes de automoción y los combustibles líquidos. Por último, los precios de los servicios se mantuvieron estables en mayo, permitiendo un recorte de dos décimas en su ritmo de crecimiento interanual, hasta situarlo en el 4,4 %. A este resultado contribuyeron la caída de los precios de los servicios turísticos, más acentuada de lo normal en ese mes, y el descenso en los precios de los servicios telefónicos.

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) aumentó un 0,4 % en mayo, incrementando su tasa de crecimiento interanual en dos décimas, hasta el 4,2 %. En el conjunto de la zona euro la inflación experimentó un repunte de seis décimas en mayo, elevándose hasta el 3,4 %, en tasa interanual, 0,5 puntos porcentuales por encima de la registrada en abril. De esta forma, el diferencial de inflación se redujo



por segundo mes consecutivo, hasta situarse en 0,8 puntos porcentuales. Por componentes, se observaron reducciones generalizadas de los diferenciales de precios, salvo en los alimentos elaborados, en los que el diferencial favorable a España se redujo en cuatro décimas, y en los bienes industriales, que mantuvieron el diferencial en torno a un punto porcentual.

En cuanto a los restantes indicadores de precios, el índice de precios industriales (IPRI) redujo en abril su tasa de variación interanual un 0,4 %, hasta situarla en el 2,8 %, prolongando la senda de desaceleración que inició en el último trimestre del año 2000. La caída de los precios industriales en el mes de abril se debió, fundamentalmente, al buen comportamiento de los precios de los bienes intermedios no energéticos, que redujeron en un punto porcentual su tasa de variación interanual; también los precios de los bienes de consumo no alimenticio y de los bienes de equipo se desaceleraron. Por su parte, los precios de los bienes intermedios energéticos cambiaron la tendencia descendente que venían registrando en los últimos meses, elevando hasta el 3,7 % su tasa de variación interanual, y los precios de los bienes

de consumo alimenticio prosiguieron su tendencia a la aceleración. En relación con los precios agrarios, el índice de precios percibidos por los agricultores registró una caída interanual del 4,3 % en marzo, y la cesta de estos productos que aproxima el IPC de alimentos no elaborados aumentó un 6,7 % en dicho mes. Por último, los índices de valor unitario (IVU) de importación y exportación registraron en marzo incrementos interanuales del 6 % y del 3,5 %, respectivamente, situándose los crecimientos medios del primer trimestre por debajo de los alcanzados en el cuarto trimestre de 2000. En marzo destacaron los fuertes incrementos interanuales registrados en los IVU de importación de bienes de equipo y de bienes intermedios no energéticos. Por áreas geográficas, tanto los IVU de las exportaciones dirigidas a la Unión Europea como las dirigidas a los mercados extracomunitarios reflejaron una ligera desaceleración.

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

En los meses de mayo y junio se ha intensificado el proceso de desaceleración económica, tanto en los principales países industrializados como en numerosas economías emergentes. Este deterioro ha provocado una revisión bajista de las previsiones de crecimiento, mundial y de numerosos países, por parte de las principales instituciones, públicas y privadas.

En Estados Unidos, los datos más recientes mostraron una acentuación del perfil recesivo de algunos sectores —manufacturas, y especialmente el sector de «alta tecnología»—, al tiempo que se mantiene un cierto dinamismo en la demanda de consumo. La producción industrial disminuyó en mayo un 0,8 % respecto al mes anterior; la utilización de la capacidad productiva también se redujo de nuevo en mayo, hasta situarse en niveles similares a los alcanzados en la recesión de 1991; el índice de gerentes de compras registró un fuerte retroceso y aumentó el cociente inventarios sobre ventas, a pesar de la estabilización de aquellos. Los indicadores de consumo al por menor y de compras de viviendas siguen dando signos positivos, al tiempo que disminuyó la tasa de ahorro de las familias. Se revisó a la baja el crecimiento del producto en el primer trimestre de 2001, desde una cifra inicial del 2 % hasta una revisada del 1,3 % (tasa trimestral anualizada), revisión que motivó una significativa desaceleración en el índice de productividad y un aumento en los costes laborales unitarios, cuyo crecimiento, en tasa interanual, se situó en el 3,4 %.

Los índices de precios de consumo registraron en mayo una cierta aceleración (3,6 %, en tasa interanual), motivada por el significativo aumento de los precios energéticos y, en menor medida, alimenticios, mientras que la tasa subyacente se mantuvo en el 2,5 %. Los precios de producción también se aceleraron en mayo, si bien, una vez restado el componente energético, el avance interanual se mantiene moderado (1,6 %). La Reserva Federal prosiguió su política de reducción de las tasas de interés oficiales. El 15 de mayo instrumentó su quinta reducción en lo que va de año, de 50 puntos básicos, que situó la tasa objetivo de los fondos federales en el 4 %.

A pesar de la relativa debilidad de la economía americana, el dólar se apreció considerablemente frente al euro durante el mes de mayo y primera mitad de junio, desde 0,89 hasta los 0,85-0,86 dólares por euro. Las rentabilidades negociadas a largo plazo tendieron a disminuir —en lo que parece interpretarse como un descenso en las expectativas de inflación a medio plazo—, aunque en menor medida que las tasas de interés oficiales, de manera que la pendiente de la curva de rendimientos continuó aumentando. Por su parte, las bolsas reaccionaron positivamente a la reducción de las tasas de interés oficiales, si bien posteriormente perdieron gran parte de los avances obtenidos.

En Japón persiste la atonía en la actividad económica, en un contexto en el que las exportaciones —y, como resultado de ello, la producción industrial— están registrando un comportamiento negativo. Las estimaciones iniciales del crecimiento del producto apuntan un descenso del 0,8 % en el primer trimestre de 2001 respecto al trimestre anterior, en términos anualizados. Por su parte, se mantiene una tasa interanual de inflación negativa, -0,4 % en abril, cifra similar a la registrada en marzo.

Durante el período considerado el Banco de Japón mantuvo sin cambios su política monetaria. El yen, por su parte, registró un movimiento apreciator en mayo, compensado por otro en sentido contrario en junio, para terminar en niveles en torno a 123 yenes por dólar. Las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo se han mantenido relativamente estables a niveles muy bajos.

En las economías emergentes también se ha observado una marcada desaceleración en el ritmo de actividad, aunque no uniforme. Las economías del sudeste de Asia se han visto negativamente afectadas por el peor contexto internacional y, sobre todo, por la caída de las exportaciones de materiales asociados a las

CUADRO 1

Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	2001					
	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN (d)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):						
Índice de Producción Industrial	5,5	4,3	2,9	1,6		
Comercio al por menor	2,7	1,6	1,6			
Matriculaciones de turismos nuevos	-5,7	-6,1	-3,6	-1,8		
Indicador de confianza de los consumidores	-1	-2	-2	-2	-4	
Indicador de clima industrial	3	1	-1	-4	-5	
IAPC	2,5	2,6	2,6	3,0	3,4	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):						
M3	4,7	4,8	5,1	5,2		
M3 ajustado (c)	4,4	4,4	4,6	4,7		
M1	1,5	1,9	2,0	1,8		
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	6,1	5,8	5,7	5,8		
<i>AAPP</i>	-5,9	-6,2	-5,4	-4,7		
<i>Otros sectores residentes</i>	10,1	9,7	9,2	9,0		
EONIA	4,76	4,99	4,78	5,04	4,65	4,52
EURIBOR a tres meses	4,77	4,76	4,71	4,68	4,64	4,46
Rendimiento bonos a diez años	5,01	5,02	4,94	5,10	5,26	5,23
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,21	0,15	0,00	0,09	0,18	0,13
Tipo de cambio dólar/euro	0,938	0,922	0,910	0,892	0,874	0,852
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	1,3	-7,7	-11,2	-5,7	-6,5	-11,7

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) Incorpora el ajuste de las participaciones en fondos del mercado monetario en poder de no residentes en la zona del euro que, hasta la revisión efectuada en mayo de 2001 y por limitaciones de las fuentes estadísticas, se suponía en las carteras de los residentes.

(d) Media del mes hasta el día 21 de junio de 2001.

(e) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 20 de junio de 2001.

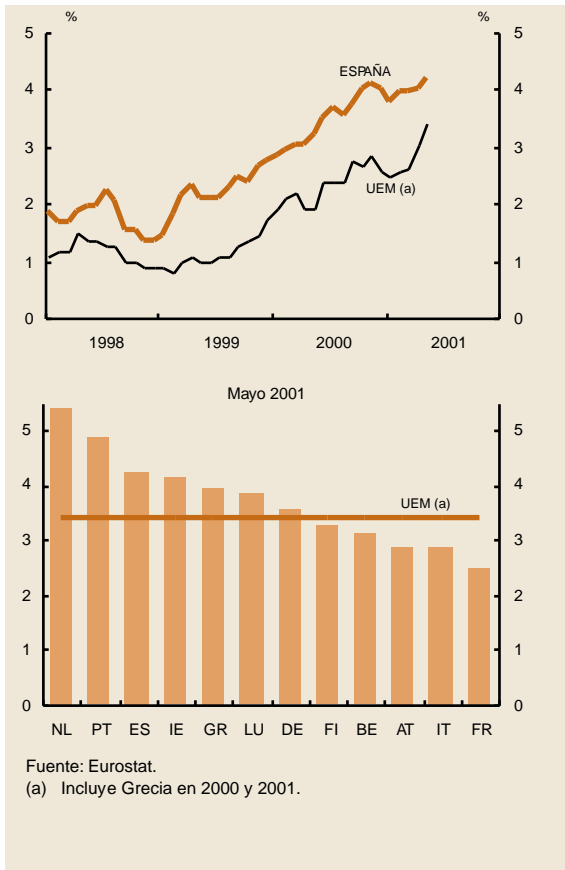
nuevas tecnologías. En Latinoamérica, Argentina mantuvo un ritmo negativo de crecimiento del producto (conforme a las estimaciones preliminares, este decreció en el primer trimestre un 2,1 %, en tasa trimestral anualizada), en un entorno de volatilidad financiera. Brasil registró una rápida desaceleración de la actividad, por la crisis energética y por el impacto negativo de la situación argentina, que ha llevado a una rápida depreciación del tipo de cambio. La política monetaria ha reaccionado al repunte de las tensiones inflacionistas elevando los tipos de interés. Méjico, que ha permanecido protegido del empeoramiento de las condiciones de financiación de la región, ha registrado dos trimestres consecutivos de crecimiento intertrimestral negativo, arrastrado por la desaceleración de la economía estadounidense, si bien algunos indicadores (confianza de los consumidores o flujos de entradas de capitales exteriores) apun-

tan a que la economía podría haber tocado fondo.

Según la estimación preliminar de la contabilidad nacional del área del euro, el producto interior bruto experimentó en el primer trimestre de 2001 una tasa de variación intertrimestral del 0,5 %, una décima por debajo del avance observado en la última parte del año pasado, prolongando, así, el proceso de moderación de la actividad iniciado a principios de 2000. Tras esta pauta de desaceleración del producto se encuentra una significativa pérdida de tono de la demanda interna, que exhibió una tasa de variación nula, y una recuperación de la contribución de la demanda exterior neta al PIB, hasta alcanzar los 0,6 puntos porcentuales. Dentro de la demanda interna, sobresalen, por una parte, la contracción —casi un 1 % intertrimestral— de la formación bruta de capital fijo, debida, en gran medida,

GRÁFICO 5

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

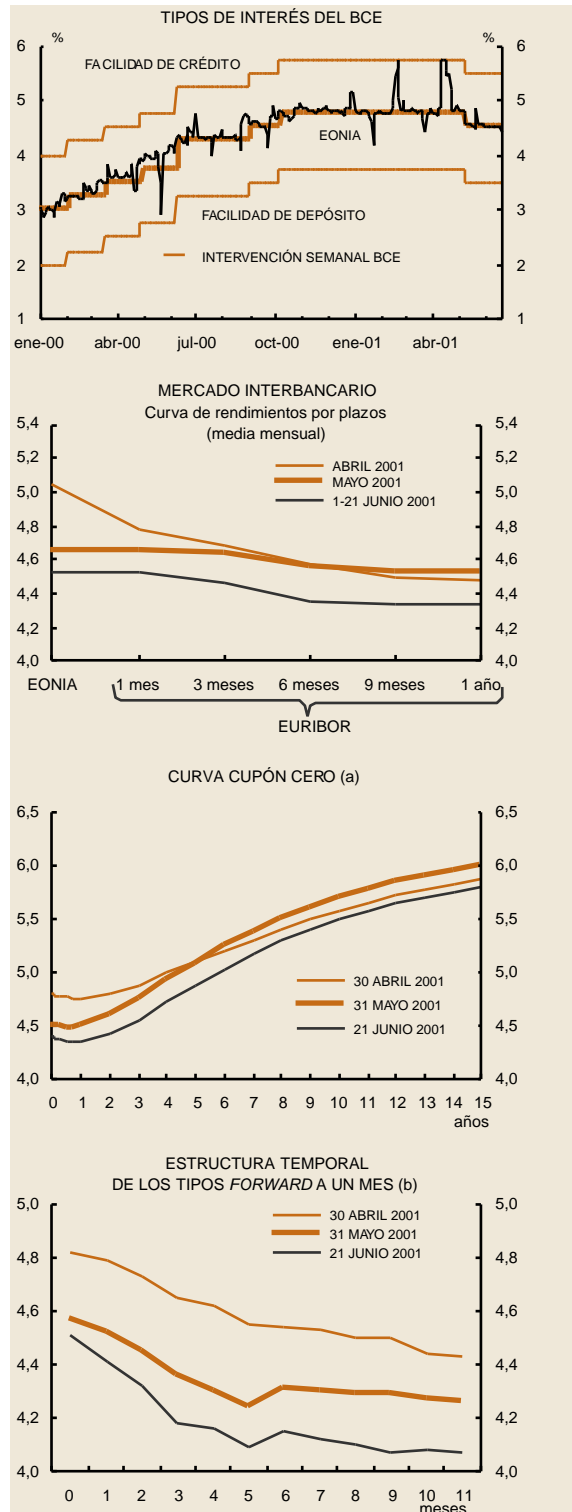


al comportamiento desfavorable de la inversión en construcción en Alemania, y, por otra, el débil aumento del consumo privado, que apenas creció un 0,3 % con respecto al último trimestre de 2000, solo una décima por encima de las tasas, bastante reducidas, observadas en el segundo semestre del pasado año. Además, aunque las exportaciones también revelaron una notable debilidad, la disminución que registraron las importaciones explica la significativa aportación positiva de la demanda exterior neta al producto.

La información coyuntural más reciente apunta a un deterioro adicional del ritmo de crecimiento de la actividad económica en el segundo trimestre. En particular, el índice de producción industrial empeoró, de nuevo, en el mes de abril, y el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea y la encuesta de directores de compras del sector manufacturero y de servicios prolongaron en mayo la senda descendente iniciada a mediados del pasado año (véase cuadro 1). Desde la óptica de la demanda, sin embargo, los indicadores de gasto de los hogares reflejan una evolución algo menos negativa y no

GRÁFICO 6

Tipos de interés en la zona del euro



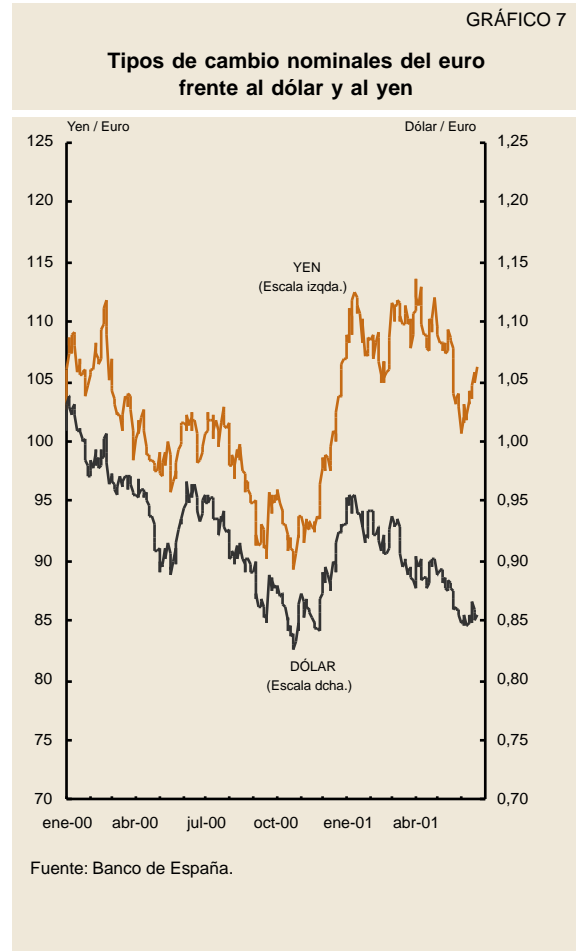
Fuentes: Banco de España y BCE.
(a) Estimación con datos del mercado de *sawp*.
(b) Estimados con los datos del Euribor.

señalan todavía una pérdida de dinamismo generalizada. En efecto, aunque la confianza de los consumidores y la de los minoristas retrocedió en mayo, las matriculaciones de coches en abril y mayo, y el índice de comercio al por menor en marzo experimentaron una evolución relativamente favorable. Con respecto al mercado de trabajo, los indicadores de expectativas sobre la evolución futura del empleo y del paro de las encuestas de la Comisión Europea mostraron un importante deterioro en el segundo trimestre de 2001, si bien la tasa de desempleo en abril siguió descendiendo hasta el 8,3 %.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la tasa de inflación del área, medida por la variación interanual del IAPC, aumentó nuevamente en el mes de mayo, hasta el 3,4 %, cuatro décimas por encima de la observada en el mes precedente (véase gráfico 5). Todos los componentes principales de los precios de consumo acentuaron su ritmo de avance en dicho mes, aunque, al igual que ocurriera en abril, los componentes más volátiles —alimentos no elaborados y energía— mostraron incrementos superiores, como resultado de la evolución del petróleo y de la crisis del sector cárnico. Por su parte, el agregado que recoge los componentes más estables, es decir, los servicios y los bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE), experimentó en mayo un incremento dos décimas superior al del mes anterior, hasta alcanzar el 2,2 %. Ello es el reflejo, en gran medida, de los efectos derivados de anteriores subidas del precio del petróleo y de la depreciación del euro. Dada su trayectoria reciente, es muy probable que estas variables continúen incidiendo negativamente sobre la evolución de los precios en los próximos meses. Por su parte, la tasa de variación interanual de los precios industriales se mantuvo en abril por encima del 4 %.

En este contexto de inflación elevada y crecimiento moderado, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener inalterados los tipos de interés oficiales en las últimas reuniones quincenales celebradas los días 23 de mayo, 7 y 21 de junio, señalando, así, que los tipos de interés se encuentran en unos niveles adecuados para garantizar la estabilidad de precios a medio plazo. Por lo tanto, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación permaneció en el 4,5 %, y en el 3,5 % y 5,5 %, los de la facilidad de depósito y la facilidad marginal de crédito, respectivamente.

Tras el último recorte de los tipos oficiales, el día 10 de mayo, y hasta la tercera semana de junio, los tipos de interés del mercado monetario manifestaron una ligera trayectoria a la



baja, algo más pronunciada en los plazos más largos. En concreto, los tipos de interés EONIA (*European Overnight Index Average*) y EURIBOR a tres meses se encontraban el 20 de junio próximos al 4,5 %, y alrededor del 4,3 %, los de los plazos de seis y doce meses. Esto supone una reducción en torno a 10 puntos básicos, en relación con los niveles alcanzados a mediados de mayo (véase gráfico 6). Por otro lado, los tipos a corto plazo esperados, calculados a partir de los datos del EURIBOR, han seguido reflejando ciertas expectativas de disminución del precio del dinero antes de que finalice el año en curso. En los mercados secundarios de deuda pública, el tipo de interés a diez años mostró un ligero incremento en la parte final del mes de mayo, que fue compensado en los días transcurridos del mes de junio, situándose, al cierre de este artículo, en torno al 5,2 %. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo experimentó, en líneas generales, una tendencia parecida, de manera que el diferencial entre ambos activos se situaba a mediados de junio alrededor de los 10 puntos básicos, similar a la magnitud observada a principios del mes de mayo, y algo por encima de la diferencia —casi nula— de los meses inmediatamente anteriores.

Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1998	1999	2000	2001				
	DIC	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN (a)
BANCARIOS:								
Tipo sintético pasivo	2,06	1,98	3,02	3,04	3,03	3,00	2,98	...
Tipo sintético activo	5,15	5,03	6,35	6,22	6,08	6,16	6,04	...
TESORO:								
Subasta de letras a doce meses (b)	2,95	3,75	4,71	4,35	4,28	4,32	4,44	4,16
Subasta de bonos a tres años	3,54	4,56	4,81	...	4,59	...	4,67	...
Subasta de obligaciones a diez años	4,32	5,38	5,24	5,08	5,07	5,11	5,23	5,40
MERCADOS SECUNDARIOS (c):								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,88	3,60	4,70	4,39	4,34	4,30	4,36	4,19
Deuda pública a diez años	4,08	5,37	5,20	5,12	5,04	5,18	5,36	5,35
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,20	0,19	0,29	0,32	0,34	0,32	0,30	0,31
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	37,19	16,22	-12,68	3,04	0,87	6,25	3,80	-1,13
Diferencial renta fija privada con letras del Tesoro a 12 meses	0,40	0,24	0,29	0,29	0,24	0,19	0,24	0,24
Diferencial renta fija privada con deuda pública a diez años	0,36	0,41	0,70	0,62	0,68	0,69	0,70	0,70

Fuente: Banco de España.

(a) Media de datos diarios hasta el 20 de junio de 2001.

(b) Tipo de interés marginal.

(c) Medias mensuales.

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

La volatilidad de los mercados de renta variable se ha reducido en las últimas semanas, aunque sus cotizaciones han mantenido una tendencia a la baja, muy condicionada por la evolución del sector de las nuevas tecnologías, que se ha visto afectado por los anuncios sobre menores perspectivas de beneficios de algunas de las principales empresas del sector. En particular, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio presentaba, hasta la tercera semana de junio, una pérdida acumulada, desde principios de año, del 11,7 %.

En los mercados de divisas, el euro siguió depreciándose a lo largo del mes de mayo con respecto a las principales monedas, continuando la trayectoria exhibida en las semanas anteriores. No obstante, en la primera quincena de junio se observó cierto detenimiento en este proceso en relación con el dólar, e incluso una leve recuperación con el yen. En conjunto, entre el 1 de mayo y el 20 de junio, el euro se depreció alrededor de un 4 % frente al dólar y el yen (véase gráfico 7). Por su parte, el índice de tipo de cambio efectivo nominal frente a los países desarrollados se situaba, a mediados del mes de junio, un 2,7 % por debajo del nivel de finales de abril.

Por lo que se refiere a la evolución de los agregados monetarios en el área del euro, los datos más recientes de M3, disponibles hasta el mes de abril, señalan una cierta contención en el proceso descendente que venían mostrando las tasas de variación de este agregado desde principios del pasado año. Así, el crecimiento interanual de M3 alcanzó el 5,2 % en abril, algo por encima de la tasa de los meses anteriores, situándose la media de los tres últimos meses en el 5 % (véase cuadro 1). No obstante, si se excluyen de M3 las participaciones de fondos del mercado monetario (FMM) en poder de no residentes emitidos por las Instituciones Financieras y Monetarias (IFM) del área, el crecimiento de este agregado se reduciría en medio punto. En relación con la evolución en abril de los distintos componentes de M3, lo más destacable es la continuidad, en términos generales, de las pautas que han caracterizado los meses más recientes, que conjugan un relativo dinamismo de los activos menos líquidos y una cierta atonía de los más líquidos.

Por el lado de las contrapartidas del agregado M3, el crédito concedido por las IFM al sector privado mantuvo en abril el proceso de gra-

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		
	ABR (b)	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR
1. Activos financieros líquidos (2 + 3)	567,9	1,4	2,6	4,0	4,8	5,0
2. Medios de pago	267,2	12,7	4,5	2,8	2,1	2,1
Efectivo	51,6	8,3	-0,4	-0,6	-1,6	-2,8
Depósitos a la vista	110,0	14,1	9,2	5,8	4,8	5,0
Depósitos de ahorro	105,6	13,8	2,4	1,6	1,5	1,7
3. Otros activos financieros	300,8	-7,1	1,0	5,1	7,3	7,6
Depósitos a plazo + cesiones temporales	208,2	6,3	25,5	24,5	24,0	22,3
Valores bancarios	9,5	37,8	-21,6	-10,0	-0,9	1,8
FIAMM + FIM de renta fija	83,1	-22,5	-29,8	-23,0	-19,3	-16,8
PRO MEMORIA:						
4. Fondos de inversión (5 a 7) (c)	155,6	-2,5	-32,9	-31,0	-30,8	-24,7
5. FIAMM	33,6	-8,4	-8,8	-5,7	-3,6	-2,3
6. FIM de renta fija	49,5	-25,8	-26,2	-18,8	-16,0	-14,5
7. Resto de fondos de inversión	72,5	31,7	2,1	-6,6	-11,2	-7,9

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.

dual desaceleración iniciado en meses anteriores, en línea con la evolución de sus determinantes fundamentales. 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 43 mm de euros, lo que supone una reducción acumulada anual de 72 mm, mientras que los pasivos financieros a más largo plazo atenuaron en abril su crecimiento, hasta registrar una tasa interanual del 3,6 %.

4. FLUJOS Y MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

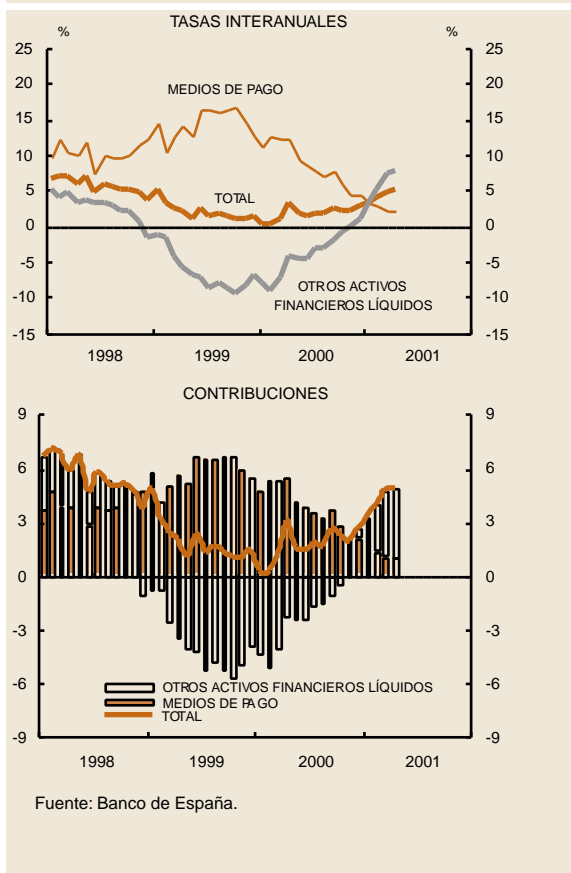
La información disponible correspondiente al mes de mayo indica que las condiciones monetarias y crediticias en España continúan evolucionando en línea con las del resto de la UEM. Los agregados monetarios más líquidos mantuvieron un crecimiento moderado, en torno al 3 %, próximo al valor medio en el área del euro. Asimismo, la financiación al sector privado continuó creciendo a un ritmo inferior al del inicio del año 2001, de manera similar a lo ocurrido en los países de la UEM. La tasa anual de crecimiento de la financiación a las sociedades no financieras y los hogares españoles se situó alrededor del 16 %, según la información provisional relativa al mes de mayo.

La evolución de los tipos de interés bancarios durante el mes de mayo se caracterizó por un mantenimiento de las pautas observadas en los primeros meses del año. El tipo de interés sintético de las operaciones de pasivo disminuyó ligeramente (véase cuadro 2) hasta situarse en niveles cercanos al 3 %. Por su parte, el tipo de interés sintético de activo se redujo moderadamente hasta al 6 %. De este modo, los tipos de pasivo se mantuvieron en un nivel similar al alcanzado a finales del año 2000, mientras que los tipos de activo se situaron 30 puntos básicos por debajo de su nivel en esa fecha.

Desde finales del año 2000, la evolución de la rentabilidad negociada en los mercados de renta fija se ha caracterizado por una disminución de la correspondiente a los activos a corto plazo y un incremento de la de los activos a largo plazo. Aunque, en el mes de mayo, los tipos de interés se elevaron en todos los plazos, durante los días transcurridos del mes de junio los rendimientos se comportaron de distinta manera, en función del plazo del activo negociado. Así, mientras que los tipos a corto plazo se redujeron respecto al mes anterior, los tipos a largo plazo permanecieron estables en los mercados secundarios de deuda pública y aumentaron en el mercado primario. Como puede observarse en el cuadro 2, en el mercado primario de deuda pública, los tipos a corto plazo cayeron

GRÁFICO 8

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

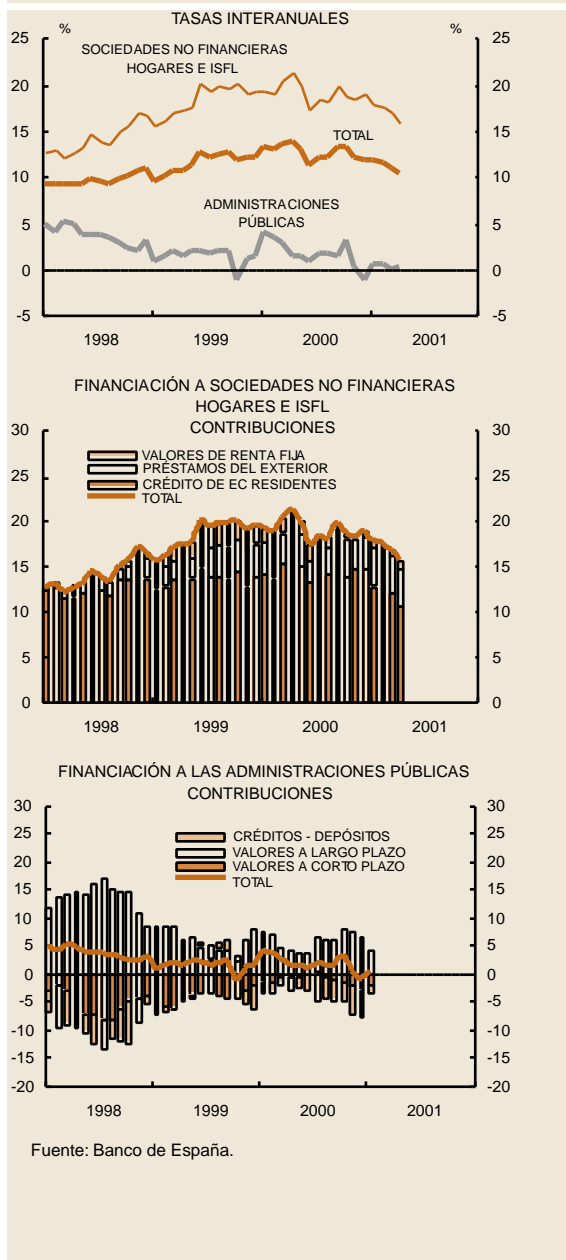


ron hasta situarse en torno al 4,2 %, y los tipos a largo plazo se elevaron hasta el 5,4 %. Por su parte, en el mercado secundario de deuda pública, los rendimientos a corto plazo se redujeron hasta el 4,2 %, y el tipo de interés a largo plazo se mantuvo en el 5,4 %. En relación con el área del euro, el diferencial de rentabilidad del bono español con el bono alemán a largo plazo permaneció estable en torno a los 30 puntos básicos. A su vez, los diferenciales a corto y largo plazo de la renta fija privada con la deuda pública continuaron alrededor de los 25 y los 70 puntos básicos, respectivamente. En cuanto a los mercados de renta variable, el rendimiento en mayo y en las primeras semanas de junio en el mercado bursátil de Madrid resultó negativo, habiéndose acumulado en el año una variación del -1,1 %.

En este contexto, los activos financieros líquidos (AFL) de las sociedades no financieras y hogares prosiguieron la paulatina aceleración mostrada desde finales del año 2000, situándose el crecimiento anual en el 5 %, en abril, muy próximo al 4,8 % del mes de marzo (véase cuadro 3). Como puede observarse

GRÁFICO 9

Financiación a los sectores residentes no financieros



en el gráfico 8, los componentes menos líquidos del agregado, agrupados en la rúbrica otros activos financieros, contribuyeron en mayor medida a este crecimiento, al igual que sucediera en meses anteriores. De este modo, el agregado medios de pago —que incluye efectivo, depósitos a la vista y depósitos de ahorro— mantuvo una tasa de incremento interanual ligeramente por encima del 2 %, en abril, mientras que el conjunto de otros activos financieros —que incluye depósitos a plazo, cesiones, valores bancarios y participaciones en fondos de inversión de

CUADRO 4

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

	2001	1999	2000	2001		
	ABR (b)	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR
1. Financiación total (2 + 3)	1.007,6	12,3	11,8	11,6	10,9	10,5
2. Sociedades no financieras, hogares e ISFL	698,9	19,4	18,9	17,5	16,9	15,8
Del cual:						
Crédito de entidades de crédito residentes	553,8	16,4	18,0	15,7	14,7	13,0
Valores de renta fija + financiación intermediada por fondos de titulización	42,0	33,6	9,5	13,0	10,1	14,8
3. Administraciones Públicas	308,6	1,4	-1,0	0,7	-0,2	0,3
Valores a corto plazo	45,2	-11,0	-15,8	-8,8	-12,9	-14,1
Valores a largo plazo	265,0	10,9	8,3	3,7	6,6	7,7
Créditos - depósitos (c)	-1,6	-13,3	-15,1	-2,5	-10,1	-10,7

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.

renta fija— elevó ligeramente su ritmo de crecimiento hasta alcanzar el 7,6 %.

Un análisis más detallado de los componentes que integran estos agregados muestra que, en el mes de abril, el efectivo aumentó su ritmo de descenso hasta alcanzar el -2,8 %, en términos interanuales, al tiempo que se mantuvo el ritmo de avance de los depósitos a la vista y de ahorro, cuyo crecimiento anual fue del 5 % y 1,7 %, respectivamente. Por su parte, los componentes del agregado otros activos financieros prosiguieron la tendencia que han mostrado desde el final del año 2000. Así, el ritmo de crecimiento de los depósitos a plazo y cesiones temporales presentó una ligera reducción, aunque se mantuvo en niveles elevados (22,3 %), los valores bancarios comenzaron a mostrar crecimientos interanuales positivos (1,8 %) y las participaciones en fondos de inversión —FIAMM y FIM de renta fija— disminuyeron su valor en menor cuantía que en el mes de marzo, mostrando una variación anual del -16,8 %.

La información sobre la evolución de los fondos de inversión en el mes de mayo revela la mayor preferencia relativa de los inversores por los fondos de renta fija, que ya se había manifestado en los meses anteriores. De este modo, tanto en los FIAMM, como en los FIM de renta fija, las suscripciones netas acumuladas en el año resultan positivas, mientras que

en los fondos de renta variable nacionales y los FIM internacionales prevalecen los reembolsos.

En el mes de abril, el crecimiento interanual de la financiación total obtenida por el conjunto de los sectores residentes no financieros se ralentizó ligeramente hasta situarse en el 10,5 %, frente al 10,9 % del mes de marzo. Se mantuvo, así, la tendencia iniciada a comienzos de 2001 (véanse el cuadro 4 y el gráfico 9), aunque hay que señalar que la tasa interanual de abril está condicionada por el comportamiento inusualmente expansivo de la financiación en el mismo mes del pasado año. La financiación de las sociedades no financieras y los hogares disminuyó también su ritmo de crecimiento, situándose su incremento interanual en el 15,8 %, en abril. Este comportamiento se vio influido, principalmente, por la evolución de los préstamos concedidos por las entidades de crédito residentes, que redujeron nuevamente su variación interanual (hasta el 13 %), aunque los datos provisionales correspondientes al mes de mayo parecen apuntar hacia una posible interrupción de esta tendencia. Cabe señalar, también, que, en los últimos meses, las sociedades no financieras han obtenido fondos provenientes del exterior en una cuantía comparable a la procedente de las entidades bancarias residentes.

Finalmente, la financiación recibida por las Administraciones Públicas en el mes de abril aumentó un 0,3 %, en términos interanuales, frente a una disminución del 0,2 % en marzo. La captación de fondos a través de las distintas modalidades prosiguió la pauta de meses anteriores. Así, continuó la paulatina disminución de los valores a

corto plazo (-14,1 %) y el progresivo aumento de la deuda a medio y largo plazo (7,7 %). Los restantes componentes que integran la financiación neta a las Administraciones Públicas continuaron disminuyendo su saldo vivo.

21.6.2001