
Evolución reciente de la economía española

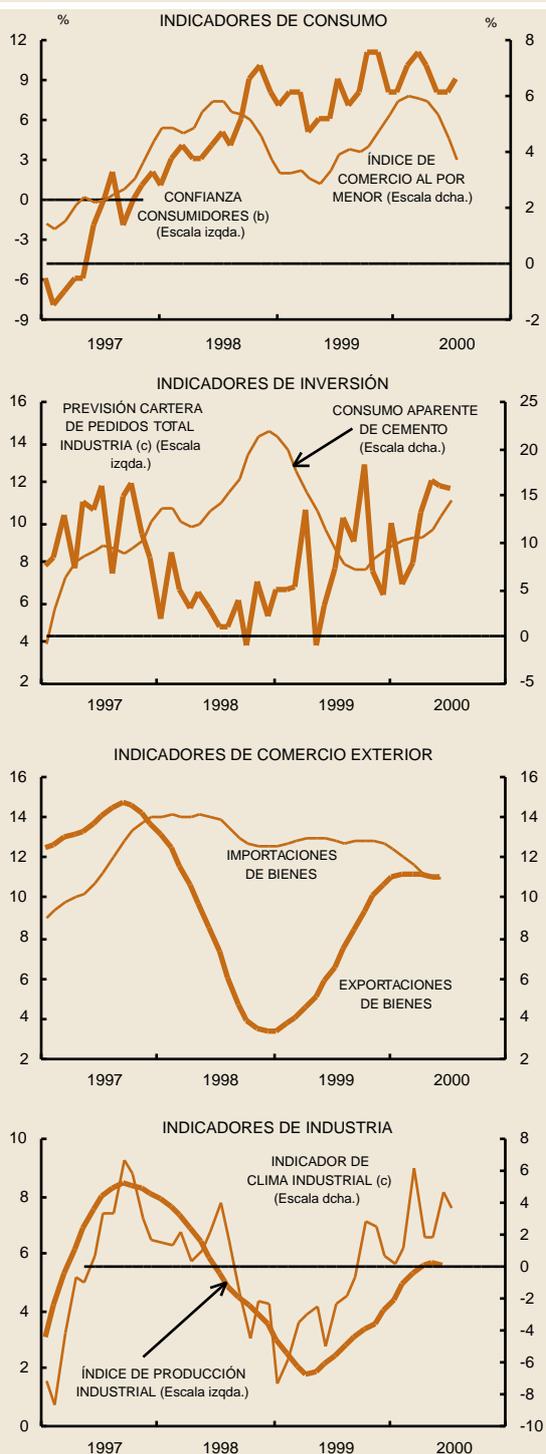
1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Según las cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) correspondientes al segundo trimestre de 2000, en ese período el producto interior bruto (PIB) de la economía española registró un aumento interanual del 4,2 %, en términos reales, similar al del primer trimestre del año y por encima del crecimiento medio alcanzado en 1999 (4 %). Tras este dinamismo de la actividad se encuentra la progresiva mejora experimentada por el saldo neto exterior —que pasó a tener una aportación negativa al crecimiento del PIB de 0,5 puntos porcentuales, frente a los 0,9 puntos del primer trimestre—, ya que la demanda interna registró una desaceleración, arrastrada por un avance más moderado del consumo final. La mejora del saldo exterior fue debida a la desaceleración de las importaciones de bienes y servicios, mientras que las exportaciones mantuvieron tasas similares a las del trimestre anterior. Por ramas de actividad, cabe señalar la ligera desaceleración experimentada por la actividad en los servicios, que vino compensada por un avance más decidido de la producción energética y de la construcción. El empleo, en línea con lo señalado por los indicadores coyunturales, se desaceleró moderadamente, dando lugar a una mejora de la productividad.

La mayor parte de la información coyuntural más actualizada está referida todavía al segundo trimestre de 2000, aunque para algunos indicadores de consumo se dispone de datos relativos a los meses de verano, que apuntarían a una desaceleración del gasto, prolongando las tendencias que, en algunos casos, ya se habían manifestado en meses anteriores. Entre estos indicadores, el índice general de ventas del comercio al por menor descendió un 0,4 % en julio, en términos reales y en relación con el mismo mes del año anterior, en contraposición con el elevado dinamismo registrado en la primera mitad del año. La desaceleración se apreció en todos los componentes del índice, pero tuvo mayor incidencia sobre el comercio especializado y sobre el gasto no alimenticio. Aunque se trata de un único dato negativo, que debe ser interpretado con cautela, cabe señalar que ha venido acompañado por un deterioro del indicador de confianza del comercio al por menor en el mes de julio, mes en el que la valoración del volumen de negocio experimentó un considerable retroceso tanto en términos de su evolución actual como futura. Por su parte, las matriculaciones de automóviles registraron un crecimiento interanual del 3,3 % en agosto, cifra que, unida a las caídas registradas en los dos meses anteriores, consolida la tendencia descendente

GRÁFICO 1

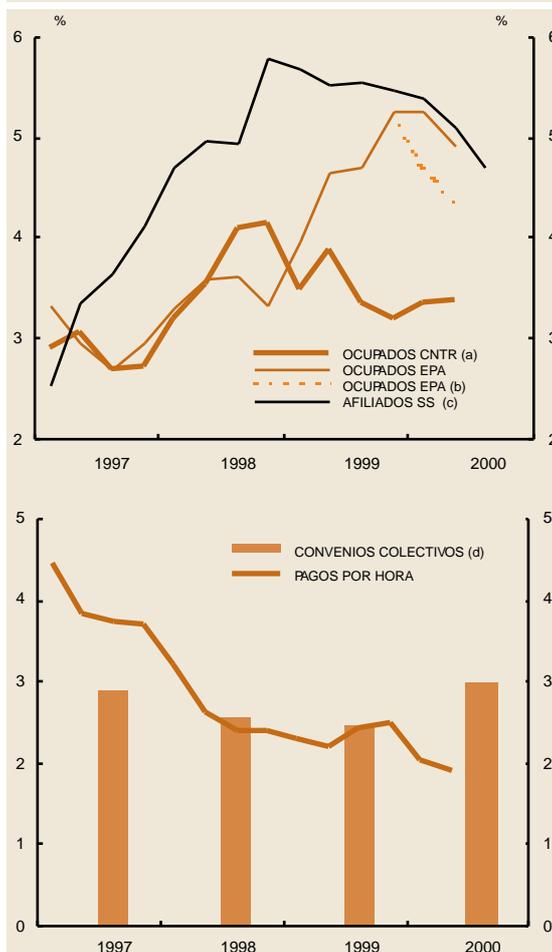
Indicadores de demanda y actividad (a)



Fuentes: Comisión de la Unión Europea, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Industria, 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.
 (c) Serie del Ministerio de Industria. Nivel de la serie ajustada de estacionalidad.

GRÁFICO 2

Empleo y salarios
Tasas de variación interanuales



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.
 (a) Serie de datos brutos. Personas.
 (b) Serie correspondiente a la muestra no actualizada en el primer trimestre de 2000.
 (c) Medias trimestrales de datos mensuales. El último dato se ha calculado con información de julio y agosto.
 (d) Sin incluir cláusula de salvaguarda. Para el año 2000 el dato corresponde a los convenios registrados hasta el 31 de agosto.

que inició este indicador en el mes de marzo, motivada por la menor demanda de los particulares. La evolución de estos indicadores es coherente con la de los índices de disponibilidades de bienes de consumo, que, con informaciones hasta el mes de junio, han venido moderando su ritmo de avance, de forma más acusada en el caso de los bienes no alimenticios. No obstante, el indicador de confianza de los consumidores, que registró un modesto avance en el mes de julio, permanece estabilizado en niveles elevados.

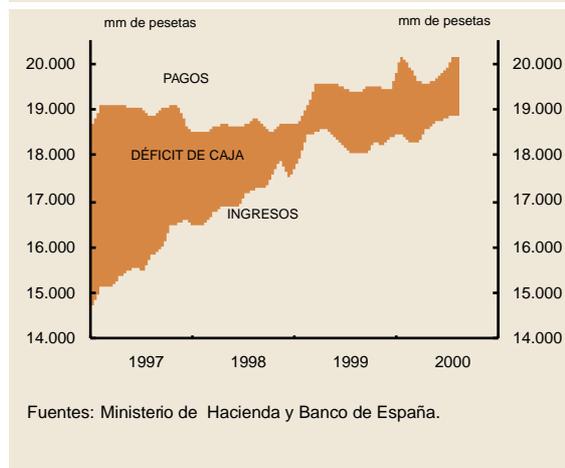
La información relativa a la inversión en bienes de equipo se refiere todavía al segundo tri-

mestre. El índice de disponibilidades de estos bienes, calculado con información hasta el mes de junio, ha registrado una suave desaceleración en la primera parte del año, que ha situado su crecimiento tendencial en torno al 8 %. Entre los componentes del índice, se han observado un fortalecimiento de la producción interior, que ha continuado el proceso de expansión iniciado a finales del pasado año, y un menor vigor de las importaciones en términos reales, desde las elevadas tasas de crecimiento que alcanzaron en 1999. Por tipos de bienes, las disponibilidades de material de transporte mantienen un dinamismo muy superior al del resto de bienes de equipo.

En relación con la inversión en construcción, la mayor parte de los indicadores contemporáneos de la actividad constructora ha prolongado su senda de moderación, aun manteniendo un notable vigor. Esta tendencia queda recogida por el indicador de confianza del sector, que ha experimentado una evolución descendente desde los niveles máximos que alcanzó en el segundo trimestre. No obstante, entre los indicadores contemporáneos, el consumo aparente de cemento ha registrado un incremento acumulado superior al 11 % en los siete primeros meses del año, con una tendencia a la recuperación. Por su parte, la producción interna de materiales para la construcción se desaceleró en el segundo trimestre, situándose la variación interanual del período enero-junio en el 6,8 %, mientras que los indicadores de empleo —afiliados a la Seguridad Social, número de ocupados de la Encuesta de Población Activa (EPA) y paro registrado— confirman el menor dinamismo de la ocupación en la construcción, en el período más reciente, si bien la creación de empleo en esta actividad sigue siendo muy elevada. Por lo que se refiere a los indicadores adelantados, la superficie a construir según los visados de edificación, tanto residencial como no residencial, ha moderado su ritmo de crecimiento, mientras que la licitación de obra civil apenas ha registrado un modesto aumento en los cuatro primeros meses del año, tras su fuerte retroceso en 1999.

Los flujos de comercio con el exterior mantuvieron un comportamiento diferenciado en el segundo trimestre del año. Por una parte, las exportaciones de mercancías, que se habían fortalecido notablemente a lo largo de 1999 y en el primer trimestre de 2000, se estabilizaron en tasas de variación elevadas, impulsadas por la bonanza económica internacional y por la depreciación del euro. En concreto, entre abril y junio la tasa interanual de crecimiento de las ventas al exterior, en términos reales, fue del 11,3 %. Las exportaciones a los países de la Unión Europea se desaceleraron ligeramente,

GRÁFICO 3
Ingresos y pagos líquidos del Estado. Déficit de caja
Totales móviles de doce meses

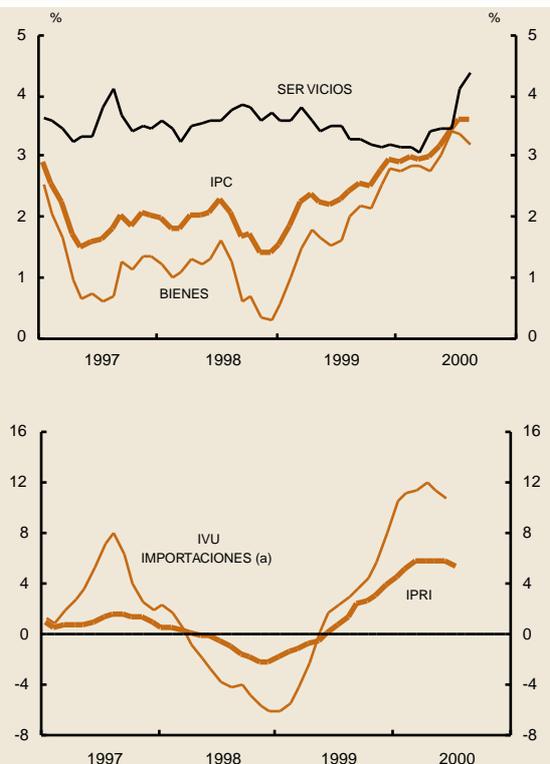


en relación con el primer trimestre, mientras que las ventas extracomunitarias siguieron intensificándose, en especial las dirigidas a Estados Unidos, a los países del Centro y del Este de Europa y a los nuevos países industrializados (NIC); también fue relevante la reactivación de las exportaciones a América Latina y a Japón. Por otra parte, las importaciones acentuaron el perfil de ralentización del trimestre anterior, registrando una tasa de variación real del 7,1 % en el segundo trimestre del año. Se observó una desaceleración en todos los grupos de productos, excepto en las compras de bienes intermedios, que se vieron impulsadas por los bajos niveles de reservas energéticas, a pesar del importante aumento de sus precios. En el segundo trimestre, el déficit comercial siguió ampliándose, como consecuencia del continuo encarecimiento de los productos energéticos importados, aunque lo hizo a un ritmo inferior al de los primeros meses del año, debido al relativo debilitamiento de las importaciones, en términos reales. El déficit acumulado de la balanza por cuenta corriente en el primer semestre del año ascendió a 8.199 millones de euros, frente a un saldo negativo de 2.782 millones de euros en el mismo período de 1999. La balanza de servicios registró un superávit de 9.767 millones de euros, levemente superior al primer semestre del pasado año, favorecida por un modesto aumento del saldo turístico. Por su parte, el saldo de la balanza de capital registró un excedente de 3.117 millones de euros, superior al obtenido en los seis primeros meses de 1999.

Entre los indicadores de actividad, el índice de producción industrial registró un crecimiento interanual del 4,8 % en el mes de junio, que, una vez corregido por los efectos de calendario, supone un 4,5 %. Aunque estas tasas su-

GRÁFICO 4

Índices de precios Tasas de variación interanuales



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
(a) Tasa de variación interanual de la tendencia.

ponen una cierta desaceleración respecto al elevado ritmo de crecimiento alcanzado en los dos meses anteriores, cabe señalar que el indicador cualitativo de clima industrial experimentó una mejora en el mismo mes de julio, como consecuencia de las mejores perspectivas de producción y de la cartera de pedidos. Desde el punto de vista del destino económico de los bienes, se apreció una cierta desaceleración en todos los componentes: la producción de bienes de consumo continuó mostrando un ritmo de crecimiento relativamente débil (2,3 %), por segundo mes consecutivo, como consecuencia de la desaceleración de su componente no alimenticio, mientras que la producción de bienes de equipo mantuvo, a pesar de todo, el proceso de expansión iniciado a finales del pasado año; por último, la fabricación de bienes intermedios redujo su tasa de crecimiento hasta el 5,7 % en junio.

Por lo que se refiere al mercado de trabajo, el ritmo de descenso del paro registrado en el mes de agosto (4,3 %, en tasa interanual) fue algo más intenso que en julio, confirmándose en todo caso una ralentización de este proce-

so, en relación con los dos primeros trimestres del año. Por ramas de actividad, el ritmo de descenso del paro registrado se intensificó ligeramente en todos los sectores, pero siguió perdiendo fuerza entre el colectivo de parados sin empleo anterior. En otro artículo de este Boletín se comentan los datos de la EPA del segundo trimestre, que han reflejado un crecimiento del número de ocupados del 4,9 %, algo inferior al del primer trimestre. El proceso de reducción del paro, según esta Encuesta, continuó en los meses de primavera, y la tasa de desempleo se redujo hasta el 14 %. Por su parte, el número de afiliaciones a la Seguridad Social en el mes de agosto registró un descenso, aunque de menor cuantía que el correspondiente al mismo mes del año anterior, de forma que la tasa volvió a situarse en el 4,9 %, tras descender al 4,5 % en el mes de julio.

En relación con los salarios, según la encuesta correspondiente al segundo trimestre, el crecimiento interanual de las ganancias medias por persona y hora en concepto de pagos totales se situó en el 2,2 %, dos décimas menos que en el trimestre anterior, desaceleración que se extendió a las distintas ramas de actividad. Sin embargo, en concepto de ganancia por trabajador y mes se produjo una aceleración de cuatro décimas, que situó la tasa de variación interanual en un 2,5 % para el período abril-junio. Los aumentos de las ganancias por trabajador y hora alcanzaron tasas del 2,6 %, 4,2 % y 2,5 %, en la industria, la construcción y los servicios, respectivamente. Por otra parte, los convenios colectivos firmados hasta el 31 de agosto incorporan un incremento salarial medio del 3 %, observándose un aumento en la subida salarial media pactada en los convenios de nueva firma hasta el 3,1 %.

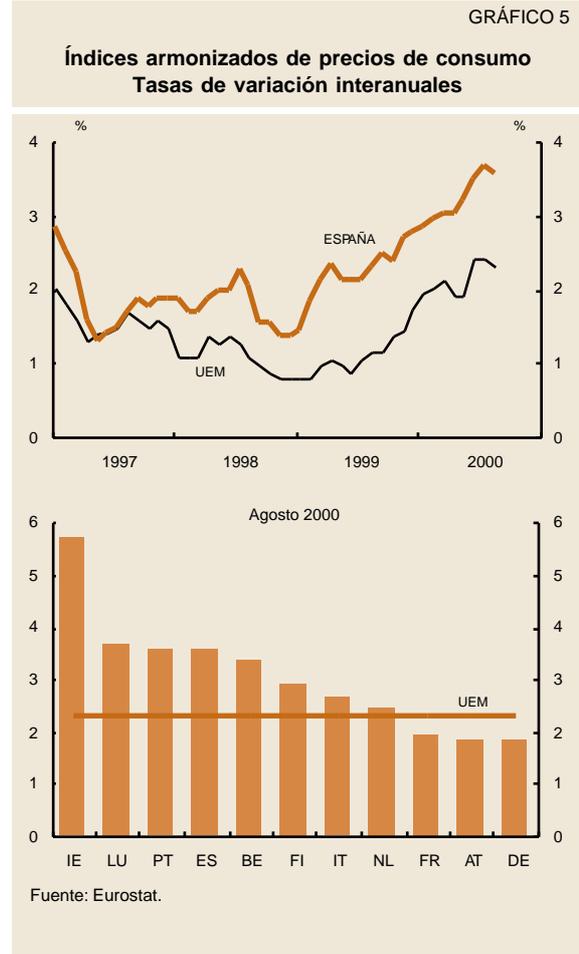
Con la metodología de la Contabilidad Nacional, la ejecución del Estado hasta agosto se saldó con un déficit de 210 mm de pesetas (0,2 % del PIB), lo que supone una importante mejora respecto al déficit registrado en el mismo período del año anterior (0,5 % del PIB). Los ingresos registraron una ligera desaceleración y crecieron un 7,8 % hasta agosto (8,1 % hasta julio), debido principalmente a la evolución del Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA), que se incrementó en un 12,4 %. Los gastos también moderaron su ritmo de crecimiento, con una tasa del 5,5 %, frente al 6,3 % hasta julio, debido básicamente a la desaceleración de las transferencias pagadas a otras administraciones. La información disponible en términos de caja proporciona un déficit del Estado de 1.297 mm de pesetas hasta agosto de 2000, frente a los 1.023 mm de pesetas de déficit acumulado en el mismo período de 1999. La di-

ferencia con las cifras de Contabilidad Nacional se debió tanto a la evolución de los derechos y obligaciones reconocidos como al distinto criterio de contabilización de los pagos por intereses. En caja, los ingresos se desaceleraron ligeramente, hasta el 4 % (4,5 % hasta julio), como resultado de la evolución del IVA, que, no obstante, se incrementó un 11,9 % hasta agosto. Por el contrario, los impuestos directos registraron una importante aceleración (crecieron un 6 % hasta agosto), debido a la evolución del Impuesto sobre Sociedades. En cuanto al gasto, mantuvo inalterado su ritmo de crecimiento en el 5,8 %. Las transferencias corrientes, afectadas por el traspaso de competencias en materia de educación no universitaria a las Comunidades Autónomas (CCAA), se incrementaron un 13,1 %. Dicho traspaso explica, a su vez, el descenso de los gastos de personal en el Estado. Por su parte, los pagos por intereses aumentaron un 2,4 %.

2. PRECIOS

En el mes de agosto, el índice de precios de consumo (IPC) mantuvo su tasa de variación interanual en el 3,6 %, tasa similar a la alcanzada el mes anterior. Los aumentos de las tasas interanuales de variación de los precios de los servicios y de los alimentos se vieron compensados por un menor crecimiento de los precios de la energía. Por su parte, el agregado de servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) aumentó su tasa de variación interanual en dos décimas, hasta situarse en el 2,7 %.

Entre los componentes del IPC, los precios de los servicios registraron un nuevo aumento en su tasa interanual de variación, que quedó situada en el 4,4 %. El abultado crecimiento de algunas partidas, como las relacionadas con el turismo o el transporte, cabe atribuirlo tanto a la fortaleza de la demanda como a la incidencia de los mayores costes energéticos y a la debilidad del euro. Asimismo, se han producido aumentos en el precio del teléfono, como consecuencia de la subida de la cuota de abono por parte de Telefónica. Respecto a los precios de los bienes, cabe destacar la estabilidad de la tasa interanual del componente de bienes industriales no energéticos, en el 2,1 %, en consonancia con la evolución reciente de los precios de producción de consumo no alimenticio. Por otra parte, los precios de los alimentos elaborados aumentaron dos décimas su ritmo de variación interanual, hasta el 0,5 %. A esta moderada evolución de los precios está contribuyendo el descenso del precio final del aceite ocurrido en los últimos meses, que podría interrumpirse próximamente,



si se confirma la evolución reciente de los mercados mayoristas.

Entre los componentes más volátiles del IPC, los precios energéticos se desaceleraron más de tres puntos en el mes de agosto, situando su crecimiento interanual en el 9,5 %, como consecuencia del abultado crecimiento que tuvo lugar en el mismo mes del año anterior. En el pasado mes de agosto tuvo lugar un descenso del precio de los carburantes por vez primera desde el inicio de la escalada de precios del petróleo. Sin embargo, se registraron alzas de precios del gasóleo de calefacción y del gas natural. Por último, los alimentos no elaborados aumentaron su ritmo de variación interanual hasta el 6,4 %, debido a la evolución alcista de los precios de algunas carnes y del pescado.

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) disminuyó su tasa de crecimiento interanual en una décima, situándose en el 3,6 % en el mes de agosto. Por su parte, en la Unión Económica y Monetaria (UEM) también se registró una desaceleración de una décima, hasta alcanzar el 2,3 %, de forma que el dife-

rencial de inflación con la zona euro se mantuvo en 1,3 puntos porcentuales. Entre los principales componentes, se aprecia en España una aceleración más intensa de los precios de los servicios, junto con una mayor desaceleración de los precios energéticos, en relación con el conjunto de la UEM. De esta forma, en el mes de agosto, mientras los diferenciales de inflación alcanzaron dos puntos porcentuales en el primer caso, se situaron en $-2,6$ puntos porcentuales en el segundo. Por su parte, el diferencial correspondiente a los bienes industriales no energéticos se mantiene estable en 1,4 puntos porcentuales. Por último, se ha estrechado levemente el diferencial de los alimentos, cifrándose en 2,3 puntos porcentuales en el caso de los no elaborados y en $-0,7$ puntos porcentuales el correspondiente a los elaborados.

En cuanto a los restantes indicadores de precios, el índice de precios industriales (IPRI), correspondiente al mes de julio, registró un crecimiento del 5,5 % respecto al mismo mes del año anterior, tasa que frena el fuerte deterioro mostrado por este índice desde el inicio del pasado año. Esta evolución favorable ha venido motivada por la desaceleración de los precios de los bienes intermedios, tanto energéticos como no energéticos, mientras los bienes de consumo y de equipo han mantenido estable su ritmo de variación interanual. En relación con los precios agrarios, el índice de precios percibidos por el agricultor presentó una evolución moderada en el mes de junio, con un aumento interanual del 1,7 %. Finalmente, los precios de importación, medidos por los índices de valor unitario (IVU), registraron una moderación en su ritmo de crecimiento en el mes de junio, alcanzando una tasa de variación del 8,9 % respecto al mismo mes del año anterior; cabe destacar la desaceleración de los precios de los bienes intermedios no energéticos y de los bienes de equipo. Por último, los precios de las exportaciones siguieron aumentando a ritmos elevados.

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

Durante los meses más recientes, el entorno exterior del área del euro ha continuado mostrando un ritmo de crecimiento elevado, aunque han cobrado importancia algunos focos de fragilidad. Por una parte, los niveles alcanzados por el precio del petróleo podrían, de persistir, suponer riesgos al alza en la evolución futura de los precios, y, quizás, un cierto deterioro de las perspectivas de la evolución de la actividad. Por otra parte, la apreciación experimentada por el dólar frente a las princi-

pales monedas genera un panorama propicio para la agudización de los desequilibrios comerciales entre las principales áreas económicas.

Según los últimos datos de Contabilidad Nacional de la economía de Estados Unidos, referidos al segundo trimestre, el PIB creció un 6 % en tasa interanual, más de medio punto por encima de la tasa registrada en el trimestre previo. No obstante, la contribución de la variación de existencias al crecimiento del producto fue determinante de este mayor dinamismo, toda vez que el resto de la demanda interna se desaceleró, debido al aumento más moderado del consumo privado. Por otra parte, la demanda exterior neta mantuvo su aportación negativa al crecimiento del PIB. La información más reciente, referida al tercer trimestre, señala una cierta atonía de la actividad industrial y de la creación de empleo. Por el lado de la demanda, los indicadores de consumo muestran, en general, cierta estabilidad, lo que, de confirmarse, supondría una trayectoria de la demanda interna más en línea con la del producto potencial, lo que contribuiría a mitigar futuras presiones inflacionistas. Con respecto a los precios, el IPC alcanzó una tasa de variación del 3,4 % en agosto, una décima por debajo de la tasa de julio, debido a la caída del componente energético. La inflación subyacente, sin embargo, se elevó en una décima, hasta el 2,4 %. A pesar de las tensiones en los precios de consumo ocasionadas por el encarecimiento del petróleo, la favorable evolución de los costes laborales unitarios y los indicios de desaceleración han posibilitado que la Reserva Federal mantuviera el tipo de interés objetivo en el 6,5 %.

En Japón, el producto creció en el segundo trimestre un 0,8 % en tasa interanual, una décima por encima del primer trimestre, como resultado de la mayor contribución de la demanda exterior neta, ya que la aportación de la demanda interna se mantuvo estable, aunque se produjo un cambio importante en su composición. En particular, la inversión pública se aceleró notablemente, compensando la pérdida de dinamismo de la inversión privada, lo que, junto con la estabilidad del consumo, ha supuesto un retroceso en la evolución de la demanda privada. En relación con los precios, los últimos datos muestran una ligera contención de las tendencias deflacionistas, situándose la tasa de variación del IPC en el $-0,5$ % en julio, dos décimas más que en junio. Por otra parte, el 11 de agosto, el Banco de Japón elevó, tal como venía anunciando desde hacía meses, el tipo objetivo de los préstamos a un día sin colateral, desde el 0,1 % al 0,25 %, justificando tal decisión por la existencia de signos claros de recuperación.

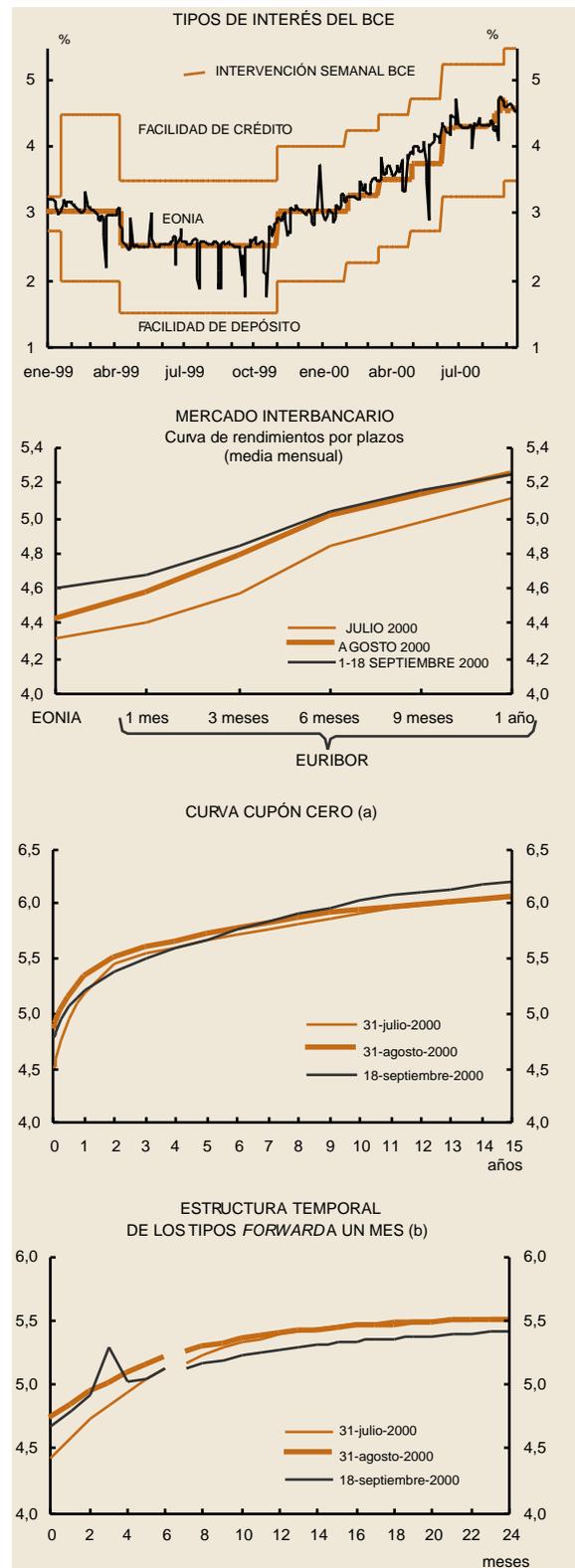
En el Reino Unido, el PIB creció en el segundo trimestre un 3,1 % con respecto al mismo período del año anterior, una décima más que en el primer trimestre, como consecuencia del mayor dinamismo de la demanda interna, que compensó el deterioro significativo que experimentó la demanda exterior neta al crecimiento del PIB, a raíz de la fuerte aceleración de las importaciones. Con respecto a los principales componentes de la demanda, destaca la moderada desaceleración del consumo privado, la pérdida de dinamismo de la inversión y la fortaleza del consumo público. Los indicadores más recientes no muestran, en general, un cambio sustancial en la evolución de la actividad, aunque señalan el tensionamiento del mercado de trabajo —la tasa de paro se redujo hasta el 3,6 % en agosto—, aunque también una reducción de la inflación, tanto en términos del índice de precios al por menor excluidos los pagos por intereses de hipotecas, que se desaceleró hasta el 1,9 % interanual, desde el 2,2 % registrado en julio, como en términos de los precios de los inmuebles y de los costes laborales.

En el ámbito financiero, sobresale la reducción de los tipos de interés a corto y largo plazo en la economía estadounidense en el mes de agosto, prolongando el proceso iniciado en mayo, a medida que fueron apareciendo síntomas de suave desaceleración. Los mercados bursátiles, por su parte, experimentaron una tendencia alcista a lo largo de agosto y una posterior corrección en la primera quincena de septiembre.

Según la primera estimación provisional de la Contabilidad Nacional del área del euro, referida al segundo trimestre de 2000, el PIB creció un 3,8 % en tasa interanual, 0,4 puntos porcentuales más que en el primero. La aceleración del producto se debió a la mayor contribución de la demanda interna, ya que la demanda exterior neta contrajo su tasa de aportación al crecimiento en cuatro décimas. El dinamismo de la demanda interna está respaldado por la fortaleza del consumo privado y, sobre todo, por el aumento de la contribución de la variación de existencias (0,3 puntos porcentuales, frente a -0,4 puntos porcentuales del trimestre anterior). Sin embargo, la formación bruta de capital fijo redujo su ritmo de avance en algo más de un punto. Los indicadores económicos de la zona del euro que hacen referencia al tercer trimestre, aunque son muy escasos, avalan la continuidad de un escenario de crecimiento robusto (véase cuadro 1). En lo que se refiere a la producción, la confianza de los empresarios se mantuvo en julio en niveles muy próximos al máximo histórico, y el índice de producción industrial muestra una clara ace-

GRÁFICO 6

Tipos de interés en la zona del euro



Fuentes: Banco de España y BCE.

- (a) Estimación con datos del mercado monetario y de swaps.
 (b) Implícitos hasta seis meses en los tipos EURIBOR y estimados con la curva cupón cero para horizontes mayores.

Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	2000					
	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP (c)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):						
Índice de Producción Industrial	5,9	8,1	3,8			
Comercio al por menor	3,3	3,8	2,2			
Matriculaciones de turismos nuevos	-2,1	1,9	1,7			
Indicador de confianza de los consumidores	0	1	-1	0		
Indicador de clima industrial	5	5	8	7		
IAPC	1,9	1,9	2,4	2,4	2,3	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):						
M3	6,6	5,9	5,4	5,3		
M1	11,2	8,6	6,8	6,8		
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	8,5	8,0	7,0	6,9		
<i>AAPP</i>	0,7	-0,7	-1,2	-1,3		
<i>Otros sectores residentes</i>	11,3	11,1	9,8	9,7		
EONIA	3,67	3,92	4,29	4,31	4,42	4,60
EURIBOR a tres meses	3,93	4,38	4,50	4,58	4,78	4,84
Rendimiento bonos a diez años	5,41	5,52	5,35	5,45	5,40	5,43
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,63	1,03	0,85	0,69	0,52	0,38
Tipo de cambio dólar/euro	0,947	0,906	0,949	0,940	0,904	0,873
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	2,9	2,5	2,0	2,5	4,4	3,7

Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

(b) Tasas 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 la última información disponible.

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

lación en términos interanuales. Por otra parte, la confianza de los consumidores mejoró en julio y la tasa de desempleo se ha mantenido en el 9,1 % en ese mismo mes.

En lo que concierne a la inflación, la tasa interanual de variación del IAPC alcanzó en agosto un 2,3 %, una décima menos que en julio. Esta ligera contención se debió a la disminución del ritmo de crecimiento de los precios energéticos, ya que los demás componentes mostraron tasas de variación iguales o superiores a las del mes anterior. Por su parte, el índice de precios que excluye la energía y los alimentos no elaborados se aceleró en una décima, hasta alcanzar un 1,3 %, debido a la evolución alcista de los precios de los servicios y de los alimentos elaborados. Por último, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo estable en el 0,6 % por cuarto mes consecutivo (véanse cuadro 1 y gráfico 5), sin apreciarse todavía en este componente la desfavorable evolución del precio del petróleo y del tipo de cambio del euro.

Con respecto a otros indicadores de precios, el IPRI se desaceleró en una décima en julio,

hasta el 5,5 % en tasa interanual. Sin embargo, la evolución de los precios de producción de bienes de consumo no duradero y de capital refleja el traslado gradual de los aumentos de los costes de materias primas energéticas. Además, la evolución reciente de algunos de los principales determinantes de los precios no refleja señales de corrección. En efecto, como ya se ha señalado, el euro está mostrando una gran debilidad y el precio del petróleo, pese al anuncio reciente de la OPEP de aumentar la producción en 800.000 barriles diarios más, se mantiene por encima de los 30 dólares, debido a la fuerte demanda en los mercados internacionales de crudo.

En materia de políticas presupuestarias, en Francia la reforma fiscal recientemente anunciada supone un recorte de impuestos directos, principalmente, del orden del 1,2 % del PIB en el período 2001-2003, lo que, en combinación con las medidas ya tomadas en 2000, reduciría el total de la carga fiscal, en el período citado, en un 2 % del PIB. En Finlandia se remitió al Parlamento el proyecto de Presupuesto para 2001, así como una actualización del Programa de Estabilidad. En él se prevé un superávit

presupuestario del 4,5 % del PIB en el período 2000-2003, para alcanzar casi un 5 % en 2004.

Las favorables perspectivas de crecimiento económico para el conjunto de la UEM, avaladas por los indicadores de actividad disponibles, se encuadran en un contexto monetario y financiero relativamente holgado. Así, los ritmos de crecimiento de los agregados monetarios y crediticios de la zona euro continúan siendo relativamente elevados, aunque muestran una ligera desaceleración, al tiempo que persiste la debilidad del euro frente al dólar. Todo esto, unido a la escalada de los precios del petróleo y a la desfavorable evolución de la inflación en los últimos meses, configura un escenario de riesgos sobre la consecución a medio plazo del objetivo de inflación definido en la estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo (BCE). En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió subir el día 31 de agosto los tipos de interés oficiales por una cuantía de 25 puntos básicos. Con ello, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación quedó situado en el 4,5 %, lo que supone un incremento de 150 puntos básicos respecto al nivel de comienzos del año. Por su parte, los tipos de interés de las facilidades permanentes de crédito y de depósito subieron hasta el 5,5 % y 3,5 %, respectivamente.

En el mercado monetario, los tipos de interés se mantuvieron estables hasta mediados del mes de agosto y repuntaron posteriormente, a medida que se fueron consolidando las expectativas de nuevos aumentos de los tipos oficiales por parte del BCE. Una vez que se materializó dicha subida a finales de agosto, los tipos de interés a corto plazo se han mantenido relativamente estables en la parte transcurrida de septiembre. Así, el tipo de interés a un día, medido por el EONIA (*European Overnight Index Average*), se mantuvo ligeramente por encima del tipo de interés mínimo anunciado en las operaciones principales de financiación durante gran parte del mes de agosto, aunque aumentó hasta el 4,7 % en los días previos a la elevación de los tipos oficiales antes mencionada. En todo caso, a partir de ese momento, el tipo a un día se redujo y osciló en torno a 10 puntos básicos por encima del tipo de intervención. Los tipos interbancarios siguieron una evolución similar, ascendente a finales de agosto y con ligeras correcciones a la baja en septiembre; al final del período que se analiza, el EURIBOR a un mes se situó en el 4,7 %, 24 puntos básicos por encima de los tipos registrados a finales de julio, mientras que el EURIBOR a doce meses mostraba un nivel (5,2 %) muy similar al de ese período. Los tipos negociados en el mercado de futuros y el tipo implícito en el mercado de contado han reflejado en



el conjunto del período una revisión al alza de los niveles de tipos de interés a corto plazo esperados en los próximos meses (véase la parte inferior del gráfico 6). Esto pone de manifiesto que, tras la última elevación de los tipos de interés del Eurosistema, el mercado continúa mostrando expectativas de nuevos movimientos al alza en los próximos meses. Sin embargo, debe destacarse también que, a plazos más largos, se han moderado las expectativas de aumentos de los tipos de interés.

En los mercados de deuda pública del área, al final del período que se analiza, el tipo de interés a diez años de la UEM se situaba en torno al 5,4 %, nivel similar al de meses anteriores. Sin embargo, la tendencia descendente en las rentabilidades de los bonos americanos ha hecho que el diferencial de tipos a largo plazo frente a Estados Unidos haya disminuido y se haya situado en septiembre, en términos medios mensuales, alrededor del 0,4 %, que es el nivel más bajo desde el comienzo de la tercera fase de la Unión Monetaria.

Por su parte, en los mercados de divisas el euro ha continuado depreciándose frente a las

Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1997	1998	1999	2000				
	DIC	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP (a)
BANCARIOS:								
Tipo sintético pasivo	3,22	2,06	1,98	2,41	2,53	2,57	2,65	...
Tipo sintético activo	6,54	5,15	5,03	5,79	5,85	6,16	6,43	...
TESORO:								
Subasta de letras a doce meses (b)	4,47	2,95	3,75	4,73	4,79	4,99	5,10	5,10
Subasta de bonos a tres años	4,90	3,54	4,56	5,20	5,10	5,20	5,31	5,42
Subasta de obligaciones a diez años	5,78	4,32	5,38	5,71	5,43	5,54	5,47	5,58
MERCADOS SECUNDARIOS (c):								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,50	2,88	3,60	4,48	4,68	4,85	4,98	5,04
Deuda pública a diez años	5,64	4,08	5,37	5,63	5,46	5,53	5,50	5,55
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,31	0,20	0,19	0,27	0,29	0,27	0,29	0,29
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	42,22	37,19	16,22	-2,47	-3,42	-3,13	0,52	2,72
Diferencial pagarés de empresa con letras del Tesoro	0,15	0,33	0,17	0,36	0,38	0,20	0,27	...
Diferencial obligaciones privadas con deuda pública a más de dos años	0,17	0,58	0,21	-0,05	0,26	0,22	0,46	.

Fuente: Banco de España.

(a) Media de datos diarios, hasta el 18 de septiembre.

(b) Tipo de interés marginal.

(c) Medias mensuales.

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

principales monedas, siguiendo la tendencia que viene mostrando durante el año. Entre el 1 de agosto y el 18 de septiembre, el euro se ha depreciado en, aproximadamente, un 8 % con respecto al dólar y un 10 % con respecto al yen. Sin embargo, el euro ha mantenido una posición más estable con otras monedas relevantes para el comercio exterior de los países de la UEM, como la libra esterlina, con lo que el índice del tipo de cambio efectivo nominal frente a los países desarrollados se situó, a mediados de septiembre, casi un 4,5 % por debajo del nivel medio mensual registrado en julio.

En los mercados de renta variable europeos, tras la trayectoria bajista registrada desde finales de julio, relacionada con la incertidumbre respecto a posibles alzas de los tipos oficiales en Europa y Estados Unidos, se observó cierta recuperación desde mediados de agosto, en línea con la evolución de los mercados estadounidenses. Con ello, el índice Dow Jones EURO STOXX amplió acumulaba, a mediados de septiembre, una revalorización de casi un 4 % desde comienzos de año.

Por lo que se refiere a la evolución de los agregados monetarios y crediticios, los datos disponibles más recientes, correspondientes a mes de julio, muestran una cierta desacelera-

ción de las tasas de crecimiento interanuales de M3 y del crédito al sector privado, si bien todavía presentan niveles elevados. Así, el agregado monetario M3 creció en julio, en términos interanuales, un 5,3 %, de forma que la media móvil de los aumentos interanuales de los tres últimos meses quedó situada en el 5,5 %, inferior al 6 % registrado en el período abril-junio. No obstante, a pesar de esta evolución, todavía excede el valor de referencia del 4,5 % definido en la estrategia de política monetaria del BCE. Este comportamiento del agregado puede estar influido por el progresivo incremento de los tipos de interés del área del euro, que ha aumentado el coste de oportunidad de mantener activos líquidos. De hecho, en los últimos meses la tasa de crecimiento interanual de M1 se ha desacelerado de forma significativa, hasta situarse en el 6,8 % en el mes de julio. En paralelo, el componente de instrumentos negociables, cesiones temporales y fondos del mercado monetario, cuya remuneración está más ligada a la trayectoria de los tipos de interés del mercado, ha mostrado un mayor dinamismo que en meses precedentes.

Por su parte, los créditos concedidos por las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) a los sectores residentes en la zona del euro mostraron una cierta moderación en julio, con

CUADRO 3

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

	2000	1998	1999	2000		
	JUL (b)	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL
1. Activos financieros líquidos (2 + 3)	553,0	4,0	1,4	2,3	2,2	2,9
2. Medios de pago	269,5	12,1	12,7	9,3	8,5	7,8
Efectivo	54,7	0,7	8,3	5,4	6,2	4,4
Depósitos a la vista	107,5	19,5	14,1	11,3	10,4	10,0
Depósitos de ahorro	107,3	12,4	13,8	9,5	7,8	7,3
3. Otros activos financieros	283,5	-1,3	-7,0	-3,4	-3,3	-1,4
Depósitos a plazo + cesiones temporales	175,6	-11,2	6,3	20,5	21,0	22,2
Valores bancarios	9,8	-7,8	51,9	10,0	8,1	7,3
FIAMM + FIM de renta fija	98,1	11,1	-22,9	-28,3	-29,1	-27,2
PRO MEMORIA:						
4. Fondos de inversión (5 a 7) (c)	180,6	39,3	-2,4	-18,5	-17,8	-16,8
5. FIAMM	33,2	-10,3	-8,4	-8,0	-8,8	-9,0
6. FIM de renta fija	64,9	25,6	-26,5	-32,0	-31,3	-27,6
7. Resto de fondos de inversión	82,5	23,9	32,5	21,4	22,3	19,8

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.

una tasa interanual del 6,9 %. Al igual que en meses anteriores, se mantiene la divergencia entre el comportamiento del sector privado, con un ritmo de expansión del 9,7 %, y las Administraciones Públicas, con una caída interanual del 1,3 %. En relación con el resto de contrapartidas de M3, la posición acreedora de las IFM frente al exterior disminuyó en dicho mes en 9 mm de euros, lo que supone una reducción acumulada anual de 128 mm de euros, mientras que los pasivos financieros a más largo plazo aumentaron en julio a una tasa interanual del 7,3 %, ligeramente superior a la observada en el mes anterior.

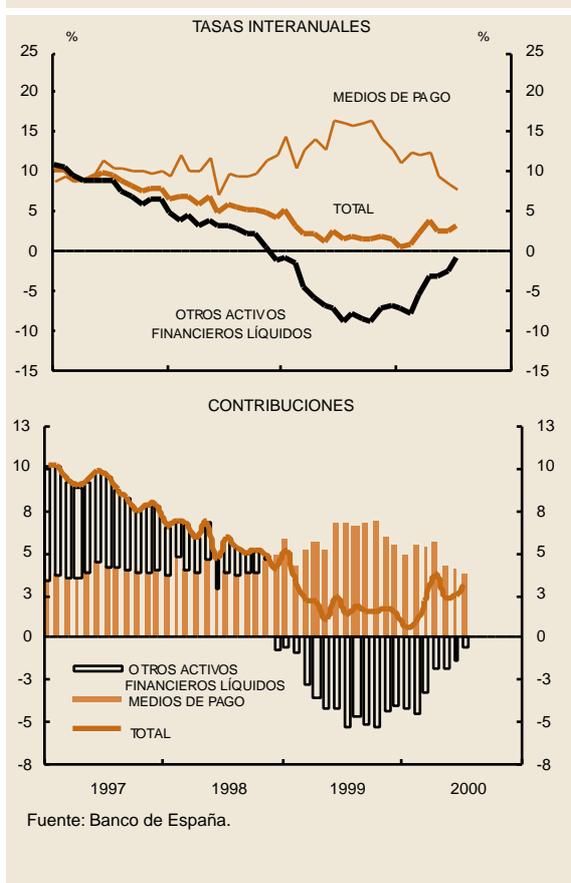
4. FLUJOS Y MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

La evolución de los mercados financieros nacionales en el período de análisis, que abarca el mes de agosto y la parte transcurrida de septiembre, ha venido condicionada por las expectativas de aumento de los tipos de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. En los días previos a la subida de tipos de interés decidida por el Eurosistema el 31 de agosto, se observaron aumentos de las rentabilidades negociadas a corto y largo plazo, tanto en España como en el resto del área del euro, especialmente en los tipos de interés a corto plazo. Dicha trayectoria ascendente de las rentabilidades se interrumpió después

de la decisión de subida, que, aparentemente, resultó inferior a lo esperado, de manera que en los días siguientes se registraron pequeñas correcciones a la baja. A partir de entonces, se ha mantenido una evolución bastante estable de los tipos de interés. Comparando la media de los tipos de interés vigentes para el mes de septiembre, con datos hasta el día 18, con los existentes en el mes de julio, se observa una elevación de las rentabilidades negociadas en los mercados secundarios para las letras del Tesoro en el plazo de seis-doce meses de en torno a los 20 puntos básicos, mientras que en la actualidad las rentabilidades de las operaciones a vencimiento para la deuda pública a diez años son prácticamente iguales a los niveles medios del mes de julio. El diferencial de la deuda española con el bono alemán ha permanecido ligeramente por debajo de 30 puntos básicos (véase cuadro 2).

Los tipos bancarios, aplicados por las entidades a su clientela, continuaron su ascenso durante los meses de julio y agosto, reflejando las elevaciones de los tipos de interés que se han producido en los últimos meses en los mercados monetarios. Dicha traslación de la subida de tipos de interés ha sido más acusada en los tipos de las operaciones activas, donde el incremento en julio y agosto alcanzó casi los 60 puntos básicos, mientras que la remuneración de los pasivos solo aumentó 12 puntos básicos. Estos últimos movimientos sitúan el tipo sintéti-

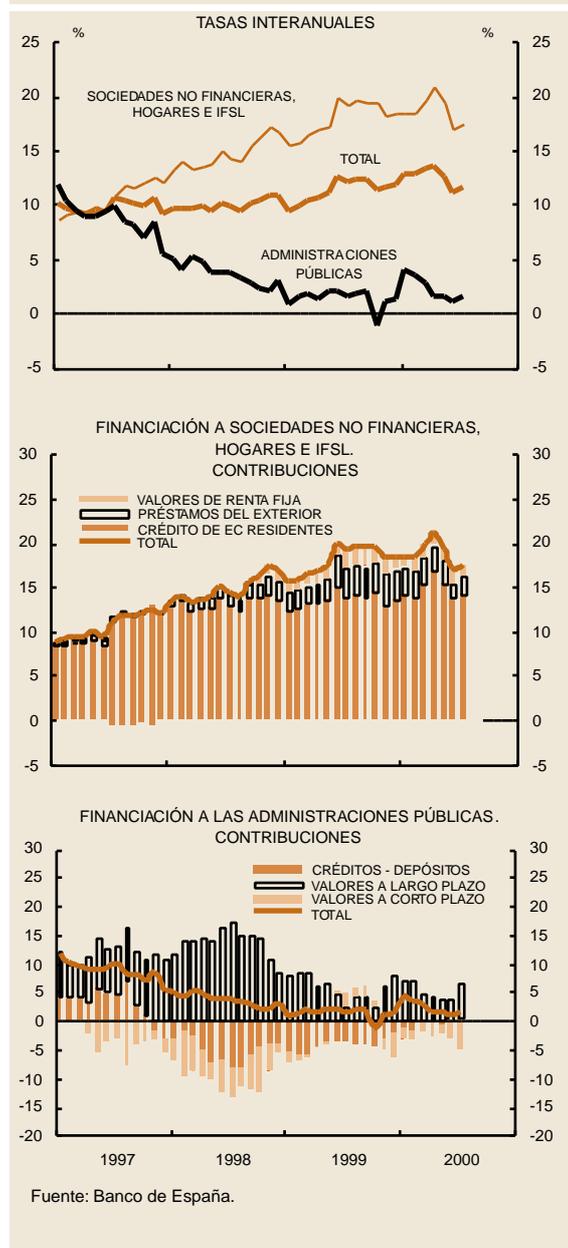
GRÁFICO 8

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


co de activo en el 6,4 %, y el de pasivo, en el 2,6 %, con lo que los aumentos acumulados durante el último año ascienden a 175 y 100 puntos básicos, respectivamente.

Durante el mes de agosto y la parte transcurrida de septiembre, los mercados bursátiles nacionales han descrito una evolución similar a la del resto de plazas europeas. En la primera parte del mes de agosto, los índices registraron un fuerte impulso al alza, apoyados, especialmente, en la recuperación de los precios de los valores tecnológicos y del sector bancario. Para estos últimos se presenta un escenario favorable, propiciado por las subidas de tipos de interés y las buenas expectativas respecto a las inversiones en Latinoamérica. Esta trayectoria alcista se frenó en los últimos días de agosto, como consecuencia de la evolución de los valores de telecomunicaciones, a raíz de la concesión de las nuevas licencias de telefonía móvil en Alemania y la valoración realizada por el mercado sobre los precios pagados por las operadoras en dicha subasta. No obstante, en el mercado bursátil

GRÁFICO 9

Financiación a los sectores residentes no financieros


nacional ha vuelto a producirse una recuperación de las cotizaciones durante el mes de septiembre, apoyada en la favorable evolución del precio de las acciones de los valores españoles que aumentaron su ponderación dentro del índice EURO STOXX 50, de forma que las ganancias acumuladas desde comienzos de año en el Índice General de la Bolsa de Madrid se sitúan en el 2,7 %.

La información que proporcionan los indicadores mensuales sobre la evolución reciente de las tenencias de los activos financieros líquidos (AFL) por parte del sector de sociedades no fi-

Aplicación de la metodología SEC/95 a los indicadores monetarios y crediticios mensuales

La aplicación del sistema de cuentas SEC/95 a las cuentas financieras de la economía española ha supuesto una serie de modificaciones, que conviene trasladar, por motivos de coherencia, a los indicadores monetarios y crediticios que se publican y analizan mensualmente. Los principales cambios introducidos en las cuentas financieras con la aplicación del SEC/95 son de varios tipos: valoración de los activos financieros y pasivos, imputación temporal de las rentas por intereses, delimitación de los sectores, clasificación de las operaciones financieras y utilización de las fuentes de información disponibles(1). Sin embargo, algunos de estos cambios han de ser adaptados, teniendo en cuenta el interés específico del análisis monetario. Como resultado de esta adaptación, la información de los indicadores económicos 8.2 a 8.6, que se utiliza para el análisis de esta sección y que se publica en el presente Boletín, incorpora las siguientes modificaciones:

- La metodología SEC/95 establece que la *valoración* de los activos financieros y pasivos ha de ser a precios de mercado. Desde el punto de vista del análisis monetario y financiero, el criterio de valoración más adecuado es distinto, según se trate de activos financieros o pasivos. En el caso de los activos, la valoración a precios de mercado parece adecuada, pues interesa tanto la adquisición de activos financieros como la revalorización que registran, dado su posible impacto sobre el gasto. En cambio, en relación con los pasivos, los cambios en el valor de mercado de los valores emitidos por las empresas y AAPP no afectan al flujo de financiación que reciben y, por tanto, no deben ser considerados en su cómputo. En consecuencia, los saldos correspondientes a los valores —que se agregan con el crédito para obtener el concepto de «financiación total»— son el resultado de acumular las emisiones, en valor efectivo, sin incorporar las variaciones en su valor de mercado.
- Los nuevos indicadores económicos incorporan los cambios de sectorización que se han producido con la introducción del SEC/95, de forma que tanto el nivel como el perfil temporal de casi todos los activos financieros y pasivos presentan variaciones respecto a los anteriores indicadores (véanse gráficos adjuntos).
- En cuanto a la definición de las operaciones financieras, la única modificación de las cuentas financieras que afecta a los indicadores económicos es la consideración de los pagarés bancarios como valores a corto plazo, lo que supone una reclasificación desde el concepto *depósitos en entidades de crédito*, que era donde se incluían anteriormente, hacia *valores distintos de acciones a corto plazo*. Como ambos conceptos están incluidos en *Otros activos financieros líquidos*, este agregado no se ve afectado por esta reclasificación.

Se ha aprovechado esta revisión de los indicadores para introducir ciertos cambios en la forma de cómputo de las tasas de crecimiento y en la presentación de la información, los cuales se detallan a continuación:

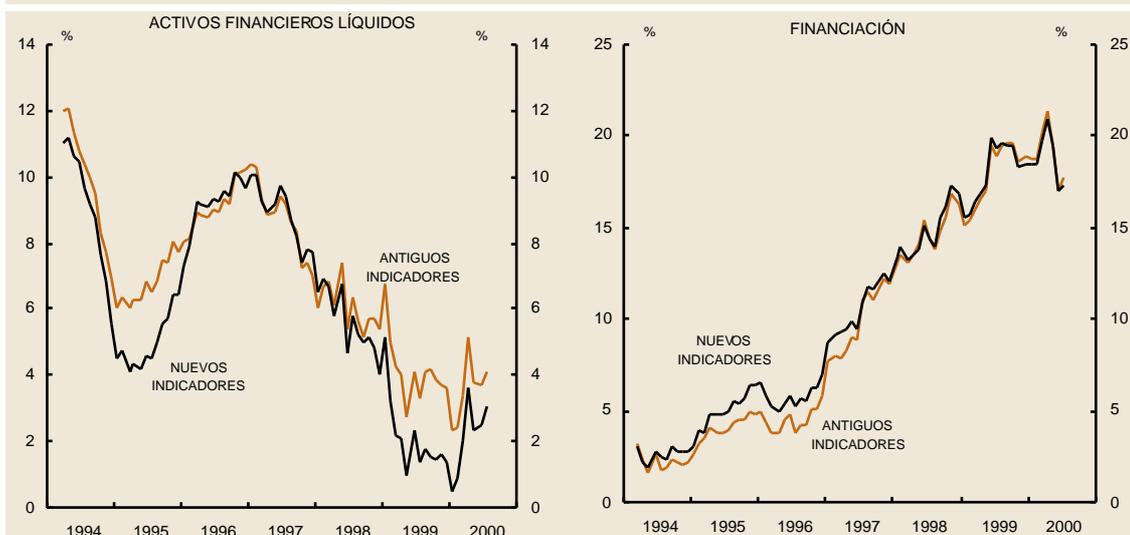
- En consonancia con el interés, ya expresado, por el flujo de financiación recibido por los agentes de la economía, se modifica la forma de cómputo de las tasas de crecimiento en aquellos instrumentos de pasivo donde la variación del saldo no coincide con la cuantía de la operación financiera. Esto ocurre cuando la variación del saldo incorpora, además del flujo efectivo de fondos, cambios de valor —debidos a variaciones por tipo de cambio— y cambios en volumen, por ejemplo, por reclasificaciones de grupos de agentes o saneamientos de crédito. En tales casos, el numerador de la tasa no debería ser la variación de saldo, sino el flujo efectivo, es decir:

$$\text{Tasa (t)} = \text{Flujo (t)} / \text{Saldo (t - 1)}$$

- En el caso de las operaciones de valores, los flujos efectivos que se utilizan para el cómputo de las tasas no coinciden exactamente con las operaciones financieras registradas en las cuentas financieras, debido a que este concepto incorpora los intereses devengados. Sin embargo, ese no es un criterio adecuado para analizar los flujos de financiación efectiva recibida por los sectores. Por este motivo, en los indicadores mensuales únicamente se incluye la cuantía de las emisiones valoradas por su valor efectivo, que refleja el flujo de fondos recibido por el emisor de los valores.
- Dejan de publicarse las estimaciones mensuales del desglose sectorial del crecimiento de los activos financieros líquidos y la financiación obtenida por empresas y familias, si bien se mantienen los datos trimestrales procedentes de las cuentas financieras. Se ha comprobado que las estimaciones mensuales de los datos desglosados entre empresas y familias están sujetas a un significativo grado de revisión, una vez que se dispone de las cuentas financieras trimestrales, lo que ha aconsejado adoptar este cambio en la presentación de los indicadores.
- En la financiación exterior a familias se ha excluido la adquisición de terrenos e inmuebles por parte de no residentes. Anteriormente, estas operaciones se venían reflejando en las cuentas financieras como un préstamo de un no residente al residente que vendía la propiedad inmobiliaria.
- Por último, se ha procedido a considerar en el indicador de financiación toda la intermediada por los fondos de titulación, con independencia de que la contrapartida sea la emisión de bonos —lo que ya se tenía en cuenta anteriormente— o préstamos concedidos por las entidades de crédito a los fondos.

(1) Véanse el artículo del *Boletín económico*, mayo de 2000, «Presentación de las cuentas financieras de la economía española SEC/95. Serie 1995-1999» y la Nota metodológica de la publicación *Cuentas financieras de la economía española*.

Sociedades no financieras y hogares e ISFL



Fuente: Banco de España .

CUADRO 4

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

	2000	1998	1999	2000		
	JUL (b)	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL
1. Financiación total (2 + 3)	947,0	11,0	11,7	12,4	11,0	11,6
2. Sociedades no financieras, hogares e ISFL	634,8	16,8	18,5	19,1	16,8	17,4
Del cual:						
Crédito de entidades de crédito residentes	514,1	16,1	16,1	18,0	16,2	17,0
Valores de renta fija + financiación intermediada por fondos de titulización	42,5	17,5	24,7	21,6	29,7	21,1
3. Administraciones Públicas	312,2	3,0	1,3	1,4	0,9	1,5
Valores a corto plazo	51,0	-16,2	-10,8	-3,5	-0,7	3,3
Valores a largo plazo	255,5	13,0	10,8	4,9	5,1	7,8
Créditos – depósitos (c)	5,7	-4,9	-13,4	-5,5	-9,0	-15,5

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.

nancieras y hogares (1) parece confirmar la trayectoria de recuperación que presenta dicha magnitud desde comienzos del año. Esto se ha traducido en un crecimiento interanual del 2,9 % en julio, frente al 0,6 % con el que comenzó el año. Este proceso de aceleración de los AFL se encuentra explicado, principalmente, por la recuperación del componente menos líquido del agregado. Por el contrario, los medios de pago —que incluyen el efectivo y los depósitos a la vista y de ahorro— han venido mostrando una gradual desaceleración. Este comportamiento parece obedecer al alza de los tipos de interés que se han instrumentado en los últimos meses, y que han alentado la toma de posiciones en instrumentos con mayor remuneración, al haberse incrementado el coste de oportunidad de mantener posiciones muy líquidas. Este proceso de recomposición de los activos líquidos fue iniciado por las empresas y, posteriormente, seguido por las familias, en congruencia con el mayor grado de agilidad de las primeras ante los cambios en las condiciones financieras.

El análisis por instrumentos de los AFL ratifica el escenario anteriormente descrito, de forma que los componentes más líquidos, sin excepción, han reducido sus tasas de crecimiento. El efectivo ha disminuido su ritmo de avance en julio al 4,4 %, frente al 6,2 % precedente. De

(1) El análisis de las condiciones de liquidez y financiación de los sectores no financieros de la economía se realizará, a partir de este *Boletín económico*, con las nuevas series elaboradas conforme a la metodología del SEC/95 (véase el recuadro 1).

igual forma, los depósitos a la vista y de ahorro se han desacelerado, hasta situar su tasa interanual en el 10 % y 7 %, respectivamente. Entre los componentes menos líquidos, la tasa interanual de la rúbrica que recoge los depósitos a plazo más las cesiones temporales aumentó hasta el 22 % en julio, cuando esta se situaba a finales de año pasado en el 6 % (véase cuadro 3). Los fondos de inversión incluidos en los activos financieros líquidos —FIAMM y FIM de renta fija— continuaron con el proceso de contracción de sus saldos (-27 % en julio), si bien el proceso de desinversión en este tipo de activos se está realizando a un ritmo inferior al de meses anteriores. Asimismo, el resto de fondos de inversión —donde se incluyen, básicamente, los fondos internacionales y los de renta variable— mostró un mayor dinamismo, con un crecimiento de 20 mm de euros en los últimos doce meses, aunque un porcentaje elevado de este crecimiento en el patrimonio se debe a las plusvalías generadas y no proviene de aportaciones nuevas de los partícipes.

Por lo que respecta a la financiación total obtenida por el conjunto de los sectores residentes no financieros, los datos correspondientes al mes de julio muestran un ritmo de expansión (en torno al 11 %) sensiblemente inferior a las elevadas tasas de crecimiento que se observaron para dicha magnitud en la primera parte del año (la tasa media de expansión en el período enero-junio se situó en el 13 %) (véase cuadro 4). Esta moderación del ritmo de avance de la financiación total es el resultado de la desaceleración del crédito concedido tanto al sector de sociedades no financieras y hogares como a

las Administraciones Públicas. La tasa de crecimiento interanual de la financiación al sector privado, durante el mes de julio, se situó en el 17 %, nivel que es similar al del mes precedente, pero sensiblemente inferior al que se observó a comienzos de año. Esta desaceleración ha venido determinada, en buena medida, por el encarecimiento del crédito, aunque también se ha debido a un fenómeno de carácter estadístico, como es la desaparición del efecto escalón que supuso la financiación de la adquisición de YPF por parte de Repsol en junio de 1999.

En cuanto a los componentes de la financiación otorgada al sector privado residente, durante el mes de julio se observó un pequeño incremento en la tasa de crecimiento del crédito otorgado por las entidades bancarias al sector de sociedades no financieras y hogares en relación con la correspondiente al mes anterior, aunque a unos niveles sensiblemente inferiores a los de comienzos de año.

Finalmente, la financiación obtenida por las Administraciones Públicas ha vuelto a presentar tasas de crecimiento reducidas, en torno al 1 %, una vez superado el proceso de aceleración observado durante el primer trimestre del año, período en el que se acumularon unas mayores necesidades de financiación, como consecuencia de la concentración en esos meses del pago de los intereses de la deuda. Por lo que respecta a la composición de esta financiación por instrumentos, la favorable evolución en la captación de recursos mediante la emisión de valores de renta fija a largo plazo durante los últimos doce meses ha permitido no solo cubrir las necesidades de financiación del período, sino que su exceso ha impulsado el incremento interanual de las posiciones acreedoras, en concreto los depósitos en entidades de crédito, incluido el depósito en el Banco de España.

22.9.2000.