
Evolución reciente de la economía española

1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

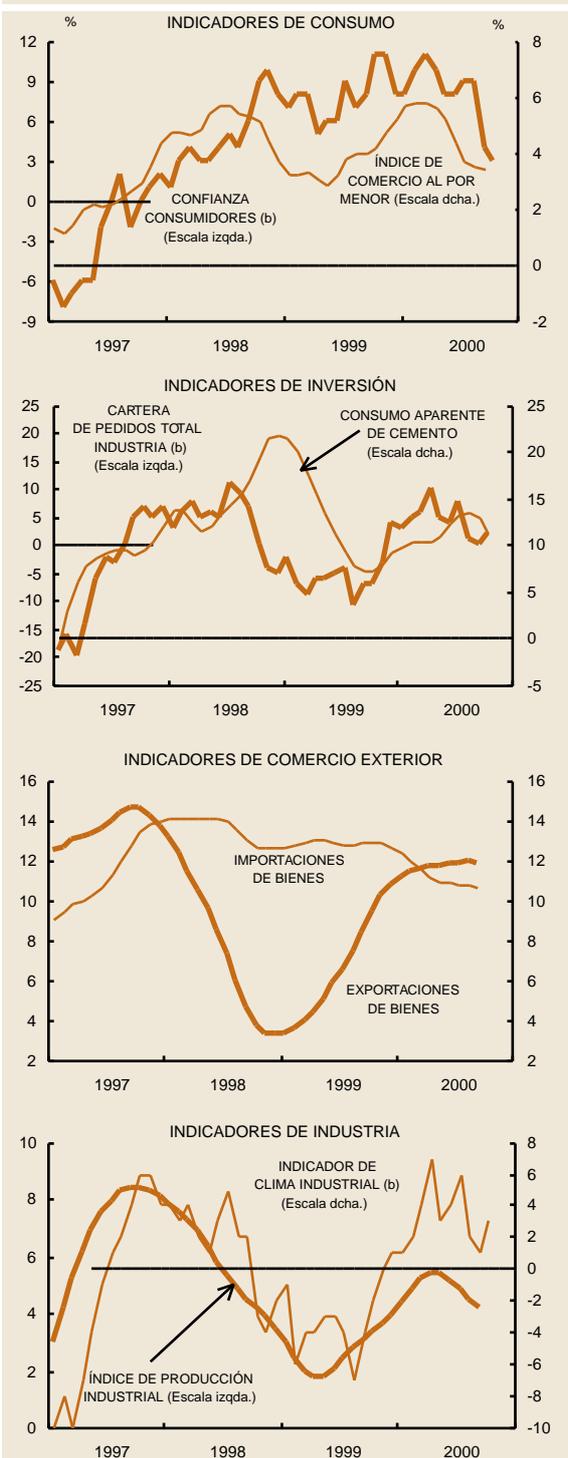
Según se describía en el «Informe trimestral de la economía española», publicado en el *Boletín económico* de octubre, se estima que en el tercer trimestre del año 2000 el producto interior bruto (PIB) aminoró su ritmo de crecimiento interanual hasta el 4 %, en relación con las elevadas tasas interanuales alcanzadas en la primera mitad del año, debido al menor dinamismo de la demanda nacional. La información publicada con posterioridad, referida tanto al cierre del tercer trimestre como al comienzo del cuarto, tiende a confirmar la progresiva desaceleración del gasto interior. El saldo neto exterior, por su parte, experimentó una mejora en los meses de verano, apoyado en una mayor fortaleza de las exportaciones. Los indicadores de actividad apuntan también hacia una suave desaceleración del producto, que se está reflejando, asimismo, en una moderación del ritmo de creación de empleo, algo inferior a la que se esperaba.

El perfil de desaceleración es común a la mayoría de los indicadores relativos al consumo privado. Entre aquellos referidos todavía al tercer trimestre, el índice general de ventas del comercio al por menor registró un aumento del 2,2 %, en términos reales, en el mes de septiembre, de forma que la tasa de variación en el conjunto del trimestre se situó en el 2 %, continuando la desaceleración iniciada en febrero. La trayectoria del indicador de confianza del comercio minorista, disponible hasta octubre, confirma esta evolución, destacando la senda descendente de las opiniones sobre compras a proveedores y volumen de negocio. El índice de disponibilidades de bienes de consumo, obtenido con información hasta septiembre, ha recortado sustancialmente su tasa de variación interanual (0,3 % en el tercer trimestre), recorte que ha sido especialmente acusado en el caso de los bienes de consumo no alimenticio, tanto duraderos como no duraderos. Dentro de los duraderos, las matriculaciones de automóviles descendieron un 12,3 %, en tasa interanual, en octubre y su incremento acumulado en el período transcurrido del año quedó en el 0,5 %, tasa que ratifica la notable atonía de las compras de automóviles. Finalmente, el indicador de confianza de los consumidores registró un nuevo retroceso en octubre, en un contexto de menor optimismo tanto sobre la situación económica general como de los hogares, y de menor inclinación hacia la adquisición de bienes duraderos (véase gráfico 1).

La información relativa a la inversión en bienes de equipo está algo más atrasada. El índice de disponibilidades de estos bienes, calculado con información hasta el mes de septiembre,

GRÁFICO 1

Indicadores de demanda y actividad (a)



Fuentes: Comisión de la Unión Europea, Instituto Nacional de Estadística, OFICEMEN, Departamento de Aduanas y Banco de España.

(a) Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

(b) Nivel de la serie original.

ha moderado ligeramente su ritmo de desaceleración en los meses de verano, como resultado del repunte experimentado por las importaciones de bienes de equipo, mientras que la producción interior ha perdido dinamismo. En cualquier caso, la tendencia del indicador mantiene un perfil de suave moderación en su tasa de crecimiento interanual, que se estima en torno al 8,2 % para el tercer trimestre. Por tipos de bienes, las disponibilidades de material de transporte registran crecimientos muy superiores a los del resto de bienes de equipo.

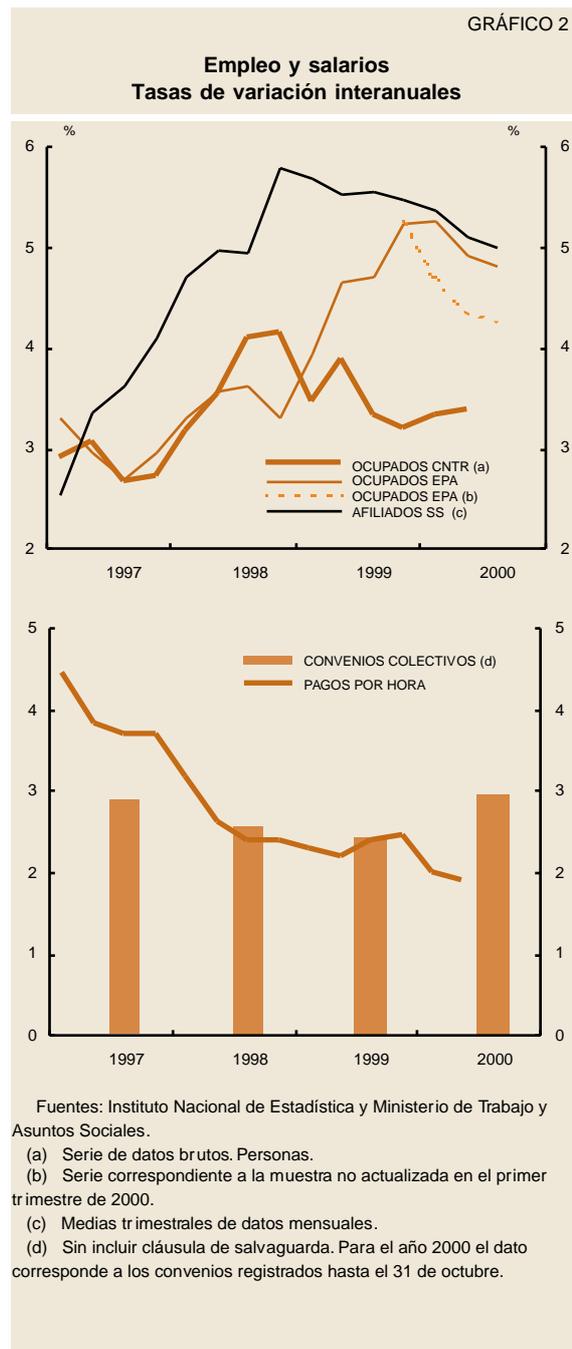
En relación con la construcción, cabe señalar que entre los indicadores contemporáneos de actividad en el sector únicamente el consumo de cemento ha registrado incrementos sustanciales —en octubre aumentó un 15,5 %, en tasa interanual—, mientras que el resto de indicadores contemporáneos continúa mostrando un lento retraimiento. Este es el caso de los indicadores de empleo, como el paro registrado, cuyo ritmo de caída se redujo hasta el 4,3 % en octubre, o los ocupados y los afiliados, que, a pesar de registrar todavía crecimientos elevados, muestran una tendencia a la baja. La producción de materiales de construcción mostró una cierta recuperación en septiembre y el indicador de confianza en el sector ascendió en octubre, pero no parece que estos movimientos hayan quebrado la tendencia descendente de estos indicadores. Por lo que se refiere a los indicadores adelantados de la edificación residencial y no residencial, tanto las licencias, hasta marzo, como los visados, hasta el mes de junio, apuntan en la dirección de una lenta reducción de las tasas acumuladas de variación interanual. Por su parte, la licitación oficial, con datos hasta mayo, también da síntomas de pérdida de ritmo, tras un primer trimestre con notable vigor.

Pese a su erraticidad, los datos de comercio exterior de agosto y septiembre muestran que las exportaciones han intensificado su ritmo de avance, alcanzando un crecimiento real del 13,4 % en el tercer trimestre (12,5 % en los nueve primeros meses del año). Las importaciones, por su parte, se incrementaron un 9,9 % en términos reales, en ese mismo período, lo que supone una ligera recuperación respecto al segundo trimestre; la tasa acumulada para los nueve primeros meses del año es del 9,8 %. En términos nominales, las importaciones continúan experimentando un crecimiento superior al de las exportaciones (23,4 %, en el período transcurrido del año, frente a 19,1 %), como consecuencia del mayor incremento de los precios de importación, a pesar de su reciente desaceleración, en comparación con los de exportación, que, sin embargo, mantienen una trayectoria de aumento sostenido. En cualquier

caso, el déficit comercial ha frenado su fuerte ritmo de avance durante el tercer trimestre, alcanzando el 9,7 % en septiembre, de manera que en la parte transcurrida del año el incremento se sitúa en el 37,3 %. El déficit de la balanza por cuenta corriente acumulado en el período enero-agosto fue de 10.958 millones de euros, frente a los 3.728 millones de euros registrados en el mismo período de 1999. A pesar del notable aumento del saldo turístico, la balanza de servicios registró un superávit de 15.817 millones de euros, solo levemente superior al registrado el pasado año, debido al peor comportamiento del saldo de otros servicios. Por su parte, el saldo de la balanza de capital registró un excedente de 3.843 millones de euros, superior a los 3.606 millones de euros obtenidos en 1999.

Entre los indicadores de actividad, el índice de producción industrial registró una tasa de variación interanual del -0,1 % en el mes de septiembre, equivalente a un crecimiento del 2,3 %, una vez corregidos los efectos de calendario. Este resultado implica una nueva desaceleración del índice, tras frenarse bruscamente en junio la senda de recuperación iniciada desde mediados de 1999. La desaceleración de la actividad industrial ha sido general a todos sus componentes, aunque especialmente intensa en los bienes de equipo, con una tasa interanual del -4 % en septiembre; los bienes de consumo registraron un descenso del 1,4 %, mientras que, en el caso de los bienes intermedios, el incremento del 2,4 % se situó por debajo de su evolución tendencial. A pesar de este deterioro, la utilización de la capacidad productiva aumentó medio punto porcentual a lo largo del tercer trimestre —hasta el 80,8 %—, retornando al nivel de trimestres precedentes, y el indicador de confianza industrial recuperó en el mes de octubre parte del retroceso experimentado en los meses de agosto y septiembre.

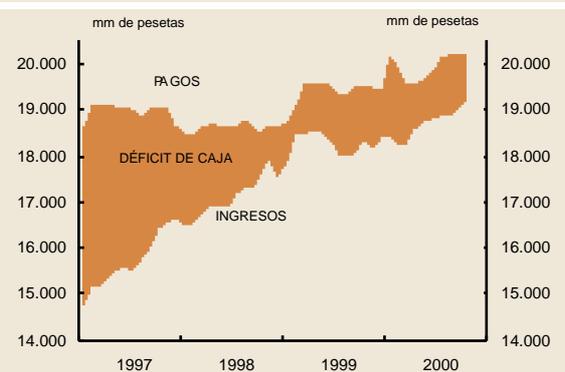
Por lo que se refiere al mercado de trabajo, en otro artículo de este Boletín se comentan los datos de la EPA del segundo trimestre, que han reflejado un crecimiento del número de ocupados del 4,8 %, una décima menos que en el trimestre anterior, mientras que la tasa de desempleo se redujo hasta el 13,7 %. La información más actualizada, correspondiente a octubre, indica que el paro registrado en el INEM aumentó en 29.000 personas en dicho mes, de forma que el ritmo de descenso del desempleo se redujo hasta el -3,9 %. Como es habitual en este mes, fue en el sector de servicios donde se registró la mayor parte de los nuevos desempleados. El número de afiliaciones a la Seguridad Social, por su parte, disminuyó en 30.000 personas en octubre, y su tasa de variación



interanual se situó en el 4,4 %, frente al 5 % del tercer trimestre (véase gráfico 2).

Siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional, la ejecución del presupuesto del Estado hasta octubre se saldó con un superávit de 774 mm de pesetas (un 0,8 % del PIB), lo que supone una importante mejora en relación con el registrado en el mismo período del año anterior (0,3 % del PIB). Los ingresos mantuvieron su elevado dinamismo, creciendo un 8,8 %, frente al 8 % acumulado hasta septiembre, y los gastos también registraron una aceleración, al alcanzar una tasa acumulada 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.

octubre del 5,9 %, desde el 5,2 % anterior. En términos de caja, la información disponible, también referida al mes de octubre, permite evaluar el déficit del Estado en 45 mm de pesetas, frente a los 92 mm acumulados en el mismo período de 1999 (véase gráfico 3). Estas cifras representan una reducción del 51,3 %, que contrasta con el aumento del 14,4 % registrado en el período enero–septiembre. Los ingresos por caja se aceleraron hasta el 5,7 %, como resultado de la favorable evolución del IRPF, y a pesar de la desaceleración de los impuestos indirectos, especialmente el IVA. Los pagos mantuvieron el ritmo de crecimiento del 5,3 %, y todas las rúbricas registraron tasas de variación similares a las del mes anterior.

2. PRECIOS Y COSTES

En el mes de octubre, el índice de precios de consumo (IPC) registró un nuevo aumento, que llevó su tasa de variación interanual hasta el 4 %, desde el 3,7 % alcanzado en septiembre (véase gráfico 4). El índice de precios de los servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) elevó su tasa de aumento en una décima, hasta el 2,8 %. Por su parte, el crecimiento de las tarifas salariales en la negociación colectiva se mantiene en el 3 %.

Entre los componentes del IPC, los precios de los servicios registraron un ligero descenso de dos décimas respecto al mes de septiembre, aunque en términos interanuales la tasa de variación subió al 4,1 %. El habitual descenso de los precios de los servicios turísticos fue parcialmente compensado por los aumentos registrados en la enseñanza universitaria y en algunos servicios de transporte. Respecto a los

precios de los bienes, el aumento del ritmo de crecimiento hasta el 3,9 % tuvo su origen fundamentalmente en los productos energéticos, cuyos precios recuperaron el fuerte ritmo de avance de meses precedentes, hasta alcanzar una tasa de variación del 13,8 %; los precios del resto de bienes industriales se aceleraron hasta el 2,5 %, desde el 2,3 % registrado en septiembre. En cuanto a los precios alimenticios, los de los alimentos no elaborados continuaron reflejando tensiones alcistas, alcanzando un incremento interanual superior al 6 % por tercer mes consecutivo. Los precios de los alimentos elaborados, en cambio, crecieron a un ritmo moderado y estable del 0,8 %.

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) aumentó en dos décimas en el mes de octubre, situando su tasa interanual en el 4 %. Sin embargo, en la UEM el IAPC registró una desaceleración de una décima, hasta el 2,7 %, por lo que el diferencial de inflación con la zona euro se elevó hasta 1,3 puntos porcentuales. La ampliación de este diferencial fue más intensa en el caso de los bienes que en el de los servicios. En el caso de los productos energéticos, el diferencial negativo que favorecía a España frente a la zona UEM se redujo drásticamente en octubre, mientras que en los productos alimenticios el diferencial tanto de los elaborados como de los no elaborados empeoró respecto a septiembre.

En cuanto a los restantes indicadores de precios, el índice de precios industriales (IPRI) registró un crecimiento interanual del 5,5 % en septiembre, recuperando el perfil alcista mostrado durante la mayor parte del año. Esta evolución fue común en todos los componentes del índice, excepto en el de bienes de consumo alimenticio, que alcanzó una tasa interanual del -0,8 %. No obstante, fue el componente de bienes intermedios, con una tasa del 11,1 %, el que en mayor medida determinó el repunte en el índice agregado. En relación con los precios agrarios, el índice de precios percibidos por el agricultor correspondiente al mes de agosto registró un crecimiento del 3,3 %; la cesta de productos que replica, aproximadamente, el IPC de alimentos no elaborados aumentó en los últimos doce meses un 5,8 %. Finalmente, los precios de importación, medidos por los índices de valor unitario (IVU), continuaron moderando su ritmo de crecimiento en el mes de agosto, registrando una tasa de variación del 10,6 % respecto al mismo mes del año anterior. Los precios de las exportaciones, sin embargo, mostraron una aceleración, hasta alcanzar el 7,2 % en tasa interanual.

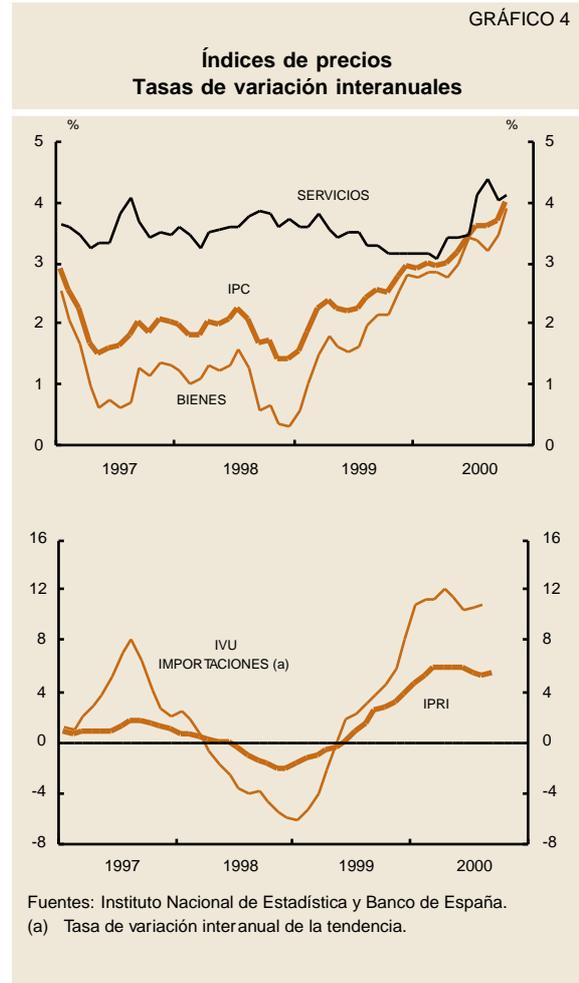
Los convenios colectivos firmados hasta el 31 de octubre incorporaban un incremento sa-

larial medio del 3 %, ligeramente superior al observado hasta septiembre. Además, al menos para el 73 % de los trabajadores afectados por la negociación colectiva, los convenios incorporan cláusulas de salvaguarda, que serán de aplicación en el primer trimestre del año 2001. Entre los diferentes tipos de convenios, en los revisados el crecimiento salarial pactado continúa estabilizado en el 2,9 %, mientras que en los convenios de nueva firma el incremento acumulado es del 3,1 %. Por ramas de actividad, en la agricultura y la construcción se registran los aumentos más elevados, en torno al 3,4 %; en el resto de actividades, el incremento salarial es algo más moderado e inferior al 3 %.

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

El entorno exterior de la UEM continúa siendo globalmente favorable. No obstante, tras una primera parte del año de crecimiento muy fuerte, existen indicios de moderación como consecuencia de los pasados aumentos de tipos de interés, los elevados niveles del precio del petróleo y la volatilidad y tendencia a la baja de las cotizaciones bursátiles.

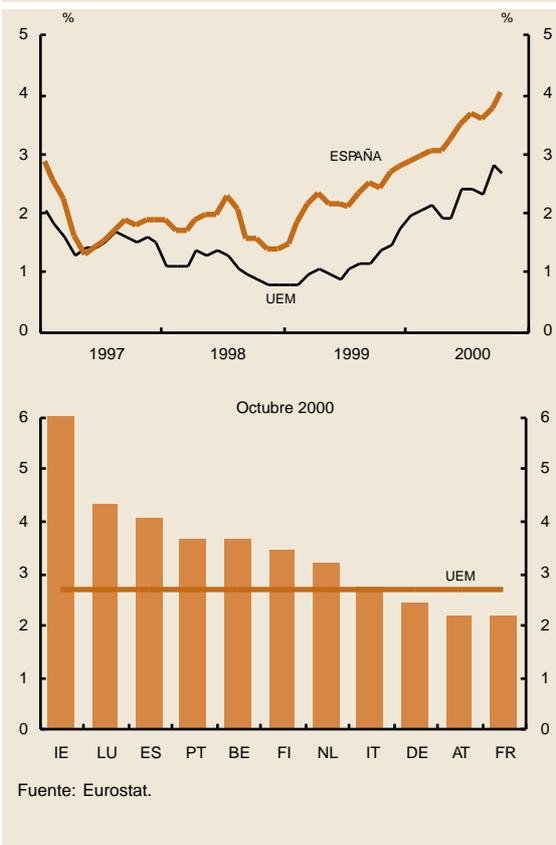
La economía de Estados Unidos registró en el tercer trimestre de este año una desaceleración del producto, pasando, en términos intertrimestrales, del 5,6 % en el segundo trimestre al 2,7 %, debido, como se comentó en el *Boletín económico* anterior, a la evolución de la demanda interna, pues la demanda exterior mostró un comportamiento más favorable. La información disponible sobre la situación económica en los últimos meses del año, aunque es todavía muy escasa, apunta a la prolongación de estas pautas de crecimiento menos intenso. En efecto, los indicadores de actividad, empleo y demanda han experimentado, en general, en el mes de octubre una evolución menos benigna que en los meses anteriores. Por otra parte, existen una serie de factores que justificarían la contención adicional del crecimiento en el cuarto trimestre, entre los que destacan: la fortaleza del dólar, las reducciones de las cotizaciones bursátiles, especialmente en los valores tecnológicos, y las condiciones crediticias más estrictas. En cuanto a la evolución del dólar, aunque se ha contenido desde finales de octubre la tendencia apreciatoria de la moneda estadounidense respecto al euro (gráfico 7), su tipo de cambio efectivo nominal ha vuelto a incrementarse en el período transcurrido del cuarto trimestre del año. La apreciación del dólar y el elevado crecimiento de la productividad están moderando presiones inflacionistas, y compensando, parcialmente, el aumento de los precios energéticos. Así, la inflación se redujo ligera-



mente en octubre con respecto al mes anterior, alcanzando el crecimiento del IPC y del índice que excluye los alimentos y la energía el 3,4 % y 2,3 %, respectivamente, una décima por debajo de los registros de septiembre. Por su parte, la Reserva Federal, aunque en la reunión del 15 de noviembre reconoció públicamente la existencia de riesgos al alza en la evolución futura de los precios, derivados de las tensiones en el mercado de trabajo y del encarecimiento del precio de la energía, decidió mantener su tipo objetivo de referencia en el 6,5 %.

La economía japonesa, por su parte, sigue sin dar señales claras de una recuperación sólida. Los últimos indicadores conocidos prolongan la dicotomía entre el dinamismo del sector industrial y de la inversión, y el moderado avance del consumo, en un marco de cierta inestabilidad financiera, reflejado en el deterioro de las cotizaciones bursátiles: el índice Nikkei ha acumulado desde principios de octubre hasta la tercera semana de noviembre una caída próxima al 10 %. Asimismo, el yen ha mantenido, en términos efectivos, entre octubre y noviembre, la importante apreciación que registró en sep-

GRÁFICO 5

Índices armonizados de precios de consumo
Tasas de variación interanuales

tiembre. El gobierno japonés aprobó en la segunda quincena de octubre un nuevo plan de estímulo económico, el décimo desde principios de los noventa, por un importe de 11 billones de yenes. Por último, el Banco de Japón publicó el 31 de octubre la primera nota semestral sobre perspectivas y valoración de riesgos de la economía. En esta nota se ofrecen las previsiones de PIB e inflación de los miembros del Consejo para el año fiscal en curso y se expone una valoración de los riesgos que incorporan estas previsiones. En concreto, el Banco de Japón supone un crecimiento del PIB para el año fiscal superior a las previsiones del gobierno (1,5 %) aunque enfatiza los riesgos a la baja que incorpora esta previsión. Con respecto a los precios, prevé una tasa media negativa de la inflación subyacente —en septiembre la tasa interanual del IPC alcanzó el -0,8 %— como consecuencia de la apreciación del yen y de la mejora de los sistemas de distribución.

En el Reino Unido, el PIB creció un 2,9 % en el tercer trimestre, dos décimas por debajo de la tasa media del primer semestre del año. Esta desaceleración se explica por el deterioro de la contribución de la demanda exterior neta, que, como resultado de la pérdida de pulso de las

exportaciones y de la relativa fortaleza que mantienen las importaciones, ha traído casi dos puntos porcentuales al crecimiento del producto. La demanda interna ha mostrado una aceleración derivada del dinamismo del consumo privado y de la aportación de existencias, ya que la formación bruta de capital fijo ha prolongado la atonía que inició a finales de 1999. A pesar de la firmeza de la demanda, los precios de consumo han moderado ligeramente su crecimiento en octubre, alcanzando el índice que excluye los pagos de intereses hipotecarios el 2 %, frente al 2,2 % de septiembre, y el IAPC el 1 %, la misma tasa que en septiembre. La favorable evolución salarial, a pesar de las tensiones que muestra el mercado de trabajo, y la fortaleza que mantiene la libra en términos efectivos contribuyen a cierta contención de la inflación. En este contexto de desaceleración de demanda y de perspectivas inflacionistas próximas al objetivo del 2,5 %, el Banco de Inglaterra decidió en su reunión de principios de noviembre mantener el tipo de descuento en el 6 %.

Con respecto a las economías emergentes, destaca la situación que está atravesando Argentina. El incumplimiento de los objetivos fiscales previamente acordados con el FMI, el debilitamiento económico y la prolongación de la tendencia deflacionista del IPC desde 1999 repercutieron en una crisis de confianza de los inversores sobre la capacidad de pago de la economía argentina que se manifestó en un significativo incremento de los tipos de interés de las emisiones de este país en los mercados internacionales. El gobierno, ante esta situación, aprobó a finales de octubre una serie de medidas para fortalecer la inversión y el crecimiento económico y, a principios de noviembre, ha anunciado la introducción de un paquete de reformas presupuestarias a medio plazo orientadas a garantizar la disciplina fiscal que debe contribuir a restaurar la confianza de los mercados.

En el área del euro, los datos definitivos de Eurostat de Contabilidad Nacional referidos al segundo trimestre de 2000 han supuesto, desde una perspectiva interanual, pocos cambios respecto a la segunda estimación provisional, manteniéndose el incremento en el 3,7 % en dicho período. No obstante, en términos intertrimestrales, destaca el cambio de perfil que ha introducido la estimación definitiva, ya que las tasas muestran una desaceleración gradual a lo largo del primer semestre del año, frente a la estabilidad que recogía la estimación anterior. La información que se va recibiendo referida, en su mayor parte, al tercer trimestre del año señala un mantenimiento del ritmo de crecimiento, apoyado en unas condiciones financieras favorables y en la posible traslación a las decisiones de gasto del conjunto de rebajas fis-

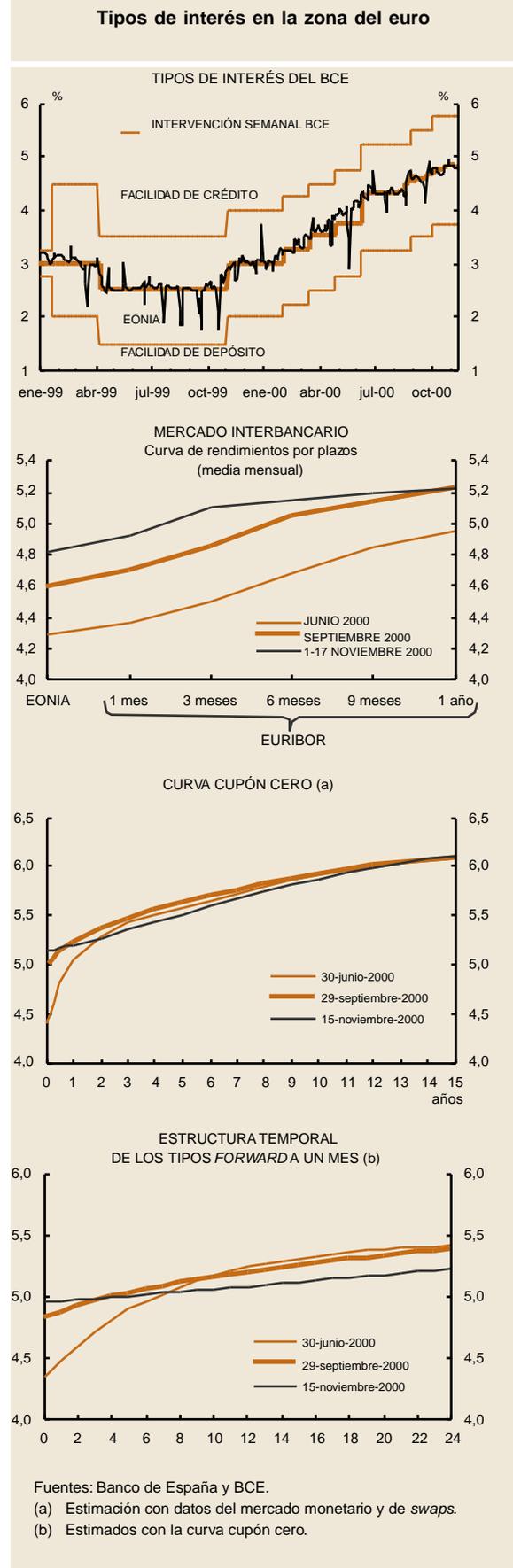
cales previstas para el próximo año. Por otra parte, las encuestas de opinión de la Comisión correspondientes a octubre no reflejan apenas cambios con respecto a los datos de septiembre (cuadro 1). En cuanto al mercado de trabajo, la tasa de paro de septiembre fue del 9 %, una décima menos que la tasa revisada de agosto. Los datos sobre creación de empleo a nivel nacional que se van publicando referidos al tercer trimestre y las encuestas de la Comisión, apuntan a la prolongación de un crecimiento intensivo en trabajo en los meses de verano. Recientemente, la Comisión Europea y la OCDE han publicado sus previsiones económicas para la UEM, considerando, en ambos casos, crecimientos superiores al 3 % para el año en curso y para el 2001.

En lo que concierne a la inflación, la tasa interanual de variación del IAPC alcanzó en octubre un 2,7 %, una décima menos que en septiembre. Esta ligera disminución se debió al recorte de las tasas del componente energético y de los alimentos (véanse cuadro 1 y gráfico 5), mientras que los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos repuntaron una décima, hasta el 1,9 % y el 0,9 %, respectivamente, señalando una posible traslación del encarecimiento energético y de la depreciación del euro a los componentes más estables del índice. No obstante, dada la evolución del componente de alimentos elaborados, el índice que excluye la energía y los alimentos no elaborados permaneció en el 1,4 %. Por países, la diferencia entre el máximo, correspondiente a Irlanda, y el mínimo, correspondiente a Francia y a Austria, fue de 3,9 puntos porcentuales, siete décimas más que el mes anterior. Ningún país, sin embargo, registró una tasa de inflación inferior al 2 %. El índice de precios industriales, por su parte, se aceleró seis décimas en septiembre, hasta el 6,2 % en tasa interanual. En cuanto a los principales determinantes de la inflación, tanto el tipo de cambio del euro como el precio del petróleo han experimentado una cierta estabilización en el período más reciente, por lo que no cabe esperar que ejerzan ningún efecto a la baja sobre la inflación en el próximo futuro.

Por último, el Consejo ECOFIN ha publicado sus opiniones sobre los planes de estabilidad de Alemania, Holanda y Finlandia, de los cuales se desprende que las posiciones presupuestarias esperadas en el medio plazo son conformes con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. No obstante, el Consejo hace notar el deterioro de los saldos estructurales en Alemania y Holanda en el futuro inmediato.

La evolución reciente de los indicadores monetarios y financieros de la UEM ha continuado

GRÁFICO 6



Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	2000					
	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV (c)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):						
Índice de producción industrial	3,8	5,4	6,5	5,6		
Comercio al por menor	2,0	2,4	2,6			
Matriculaciones de turismos nuevos	2,4	-14,5	-4,3	-0,9		
Indicador de confianza de los consumidores	-1	0	1	-3	-3	
Indicador de clima industrial	8	7	6	6	7	
IAPC	2,4	2,4	2,3	2,8	2,7	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):						
M3	5,4	5,2	5,6	5,4	5,3	
M1	7,1	6,9	7,1	6,3	5,8	
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	7,1	7,0	6,9	7,0	6,4	
<i>AAPP</i>	-1,1	-1,3	-2,5	-4,4	-6,5	
<i>Otros sectores residentes</i>	9,9	9,8	10,1	10,8	10,8	
EONIA	4,29	4,31	4,42	4,59	4,76	4,82
EURIBOR a tres meses	4,50	4,58	4,78	4,85	5,04	5,11
Rendimiento bonos a diez años	5,35	5,45	5,40	5,47	5,42	5,41
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,85	0,69	0,52	0,41	0,41	0,48
Tipo de cambio dólar/euro	0,949	0,940	0,904	0,872	0,855	0,860
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	2,0	2,5	4,4	-1,2	-0,6	-0,5

Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Banco Central Europeo y Banco de España.

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

(b) Tasa de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales.

(c) Media del mes hasta el día 17 de noviembre de 2000.

(d) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 16 de noviembre de 2000.

marcada por la persistencia de las condiciones de relativa holgura de meses anteriores. El Consejo de Gobierno del BCE volvió a elevar el pasado 5 de octubre el tipo de interés de intervención en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4,75 %, y en el 5,75 % y el 3,75 %, los tipos de interés de las facilidades permanentes de crédito y de depósito, respectivamente. Tras esta última subida, la variación acumulada de los tipos oficiales desde noviembre del año pasado, cifrada en 2,25 puntos porcentuales, parece haber agotado, en buena medida, las expectativas alcistas de los mercados monetarios y financieros. También las magnitudes monetarias parecen acusar este incremento de los tipos de interés, lo que se ha reflejado en una ligera desaceleración en sus tasas de crecimiento, aunque el agregado crediticio apenas ha mostrado síntomas de moderación.

A lo largo del mes de octubre y en los días transcurridos de noviembre, los tipos de interés del mercado monetario se han estabilizado en niveles similares a los del mes de septiembre, excepto los correspondientes a los plazos más

cortos, que han aumentado como consecuencia de la elevación en el tipo de intervención del BCE. De esta forma, se ha configurado una curva de rendimientos por plazos con un perfil más plano (véase gráfico 6). Así, a mediados del mes de noviembre los tipos de interés se encontraban entre el 4,8 % del EONIA (European Overnight Index Average) y el 5,2 % del EURIBOR a doce meses, con incrementos de, aproximadamente, 25 puntos básicos para los plazos de hasta tres meses respecto a los niveles del mes de septiembre. Los tipos esperados calculados a partir de la curva cupón cero, que ya en dicho mes descontaban la subida de tipos adoptada por el BCE, no han mostrado expectativas de subidas adicionales durante el período analizado. Esto se refleja en que el diferencial que presentan los tipos *forward* a un mes entre el plazo de un mes y el de doce meses se ha reducido hasta los 10 puntos básicos, frente a los 40 puntos básicos que mostraban a finales de septiembre.

En los mercados secundarios de deuda pública, el tipo de interés a diez años de la UEM

se ha mantenido en torno al 5,4 % durante este período, nivel similar al de meses precedentes. Por el contrario, la rentabilidad de los bonos norteamericanos se redujo paulatinamente, con lo que el diferencial con la UEM disminuyó a finales del mes hasta 30 puntos básicos, lo que supone el nivel más bajo desde el comienzo de la tercera fase de la Unión Monetaria. No obstante, la incertidumbre que rodea la finalización del proceso electoral en Estados Unidos ha hecho que, en los días transcurridos del mes de noviembre, el diferencial a largo plazo haya aumentado ligeramente hasta los 50 puntos básicos, debido principalmente al incremento de la rentabilidad del bono norteamericano.

Por lo que respecta a los mercados de divisas, el euro ha continuado depreciándose frente a las principales monedas, prosiguiendo así la tendencia que viene mostrando a lo largo del año. El día 26 de octubre se alcanzó un mínimo histórico de 0,825 dólares, que supone una depreciación del 30 % desde el inicio de la UEM. A partir de esa fecha, el euro se ha recuperado ligeramente, apoyado, entre otros factores, por las intervenciones esporádicas del BCE en los mercados. Aun así, entre el 1 de octubre y el 17 de noviembre el euro se ha depreciado un 2,6 % frente al dólar y un 2 % frente al yen (véase gráfico 7). Por su parte, el índice del tipo de cambio efectivo nominal frente a los países desarrollados se situaba, a mediados de noviembre, solamente un 0,5 % por debajo del nivel de finales de septiembre, como consecuencia de un comportamiento más estable del euro frente al resto de monedas relevantes para el comercio exterior de la zona del euro.

Los mercados de renta variable europeos han seguido mostrando una elevada volatilidad, sucediéndose períodos de fuertes oscilaciones en los índices de cotización. El tramo final del proceso electoral a la presidencia de Estados Unidos y la incertidumbre sobre dicho resultado, junto con el anuncio por parte de las empresas tecnológicas norteamericanas de unas expectativas de resultados empresariales inferiores a las previstas inicialmente, provocaron una caída generalizada de los índices bursátiles norteamericanos, que resultó ser especialmente acusada en el NASDAQ. Este fenómeno ha arrastrado a las bolsas europeas, provocando que el índice Dow Jones EURO STOXX amplio haya experimentado una caída que, a mediados de noviembre, suponía una pérdida del 0,5 % en el conjunto del año.

Por lo que se refiere a la evolución de los agregados monetarios en el área del euro, los datos correspondientes al mes de septiembre confirman la tendencia a la moderación de la tasa de crecimiento interanual de M3, que se sitúa



en el 5,4 %, todavía por encima del 4,5 % del valor de referencia (véase cuadro 1). Esta moderación se basa, fundamentalmente, en la mayor desaceleración de la expansión de los componentes más líquidos, que son los más afectados por la evolución alcista de los tipos de interés a corto plazo. Esto se refleja en la evolución del agregado más estrecho (M1), cuya tasa de crecimiento se situó en el 6,3 %, frente a niveles próximos al 10 % de la primera mitad del año. Por el contrario, el resto de componentes de instrumentos negociables ha mostrado un mayor dinamismo, confirmando la trayectoria creciente de los últimos meses. Estas tendencias del conjunto de M3 y de sus componentes han seguido manifestándose en octubre, de acuerdo con la información recibida.

El crédito concedido por las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) a los sectores residentes en la zona del euro siguió manteniendo una evolución divergente si se atiende a su desglose entre el crédito al sector privado y a las Administraciones Públicas. Así, mientras persiste la fuerte moderación del crédito al sector público, que ha caído un 4,4 %, el crédito concedido al sector privado se ha expandido a

Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1997	1998	1999	2000				
	DIC	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV (a)
BANCARIOS:								
Tipo sintético pasivo	3,22	2,06	1,98	2,56	2,65	2,76	2,91	...
Tipo sintético activo	6,54	5,15	5,03	6,16	6,43	6,33	6,38	...
TESORO:								
Subasta de letras a doce meses (b)	4,47	2,95	3,75	4,99	5,10	5,08	5,10	5,08
Subasta de bonos a tres años	4,90	3,54	4,56	5,20	5,31	5,42	5,24	5,19
Subasta de obligaciones a diez años	5,78	4,32	5,38	5,54	5,47	5,58	5,58	5,53
MERCADOS SECUNDARIOS (c):								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,50	2,88	3,60	4,85	4,98	5,02	5,01	5,04
Deuda pública a diez años	5,64	4,08	5,37	5,53	5,50	5,56	5,49	5,48
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,31	0,20	0,19	0,27	0,29	0,29	0,27	0,27
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	42,22	37,19	16,22	-3,13	0,52	1,02	-3,55	-9,75
Diferencial pagarés de empresa con letras del Tesoro	0,15	0,33	0,17	0,20	0,27	0,17
Diferencial obligaciones privadas con deuda pública a más de dos años	0,17	0,58	0,21	0,22	0,46	0,46	0,20	...

Fuente: Banco de España.

(a) Media de datos diarios hasta el 20 de noviembre de 2000.

(b) Tipo de interés marginal.

(c) Medias mensuales.

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

los elevados ritmos de meses anteriores, con una tasa interanual del 10,8 % en septiembre. En octubre, el crédito al sector privado ha seguido creciendo a un ritmo similar al del mes anterior, mientras que se ha acentuado el descenso del crédito otorgado a las AAPP. Finalmente, del resto de contrapartidas de M3 cabe destacar que la posición acreedora de las IFM frente al exterior disminuyó en dicho mes en 22 mm de euros, lo que supone una reducción acumulada anual de 133 mm.

4. FLUJOS Y MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

La evolución de los mercados financieros nacionales durante el mes de octubre y la parte transcurrida de noviembre ha venido marcada por la estabilidad de los tipos de interés a corto y largo plazo, que se han mantenido en torno a los niveles en que se habían situado después del verano. Los tipos de interés negociados en los mercados secundarios de letras del Tesoro y de deuda pública a diez años se han mantenido en el 5 % y 5,5 % respectivamente, a lo largo de todo el período analizado (véase cuadro 2). El diferencial de la deuda española con el bono alemán ha permanecido estable, ligeramente por debajo de los 30 puntos básicos.

A pesar de este escenario de estabilidad, los tipos bancarios que las entidades aplican a su clientela han mantenido la trayectoria ascendente iniciada a finales del año 1999, lo que refleja el retardo con que las entidades trasladan a sus clientes los movimientos que se producen en los tipos negociados en los mercados financieros. Con la información correspondiente al mes de octubre, el tipo sintético de activo se sitúa en torno al 6,4 %, y el de pasivo, en el 2,9 %, con lo que los aumentos acumulados desde el inicio del año ascienden a 135 puntos básicos para las operaciones activas y 90 puntos básicos para las operaciones pasivas.

Durante el mes de octubre y la parte transcurrida de noviembre ha persistido una elevada volatilidad en los mercados bursátiles nacionales, que han registrado pérdidas de cierta consideración en el conjunto del período analizado. La publicación de datos no muy favorables sobre la evolución de los beneficios en el sector de las telecomunicaciones y la incertidumbre sobre el proceso electoral estadounidense explican gran parte del retroceso experimentado por las cotizaciones y la elevada volatilidad existente. Esta evolución ha determinado que en el mes de noviembre los mercados bursátiles nacionales se hayan situado en mínimos anuales. Así, el Índice General de la Bolsa de

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		
	SEP (b)	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP
1. Activos financieros líquidos (2 + 3)	551,4	4,0	1,5	1,8	1,5	2,8
2. Medios de pago	270,2	12,1	12,7	7,5	6,8	7,6
Efectivo	54,1	0,7	8,3	4,4	4,4	4,2
Depósitos a la vista	110,0	19,5	14,1	9,5	8,3	11,4
Depósitos de ahorro	106,1	12,4	13,8	7,2	6,6	5,6
3. Otros activos financieros	281,2	-1,3	-6,9	-3,2	-3,0	-1,4
Depósitos a plazo + cesiones temporales	183,5	-11,2	6,3	24,2	25,0	26,2
Valores bancarios	9,4	-7,8	54,5	-0,3	3,1	7,7
FIAMM + FIM de renta fija	88,3	11,1	-22,9	-32,6	-33,5	-32,5
PRO MEMORIA:						
4. Fondos de inversión (5 a 7) (c)	168,9	39,2	-2,4	-27,3	-25,9	-26,2
5. FIAMM	32,1	-10,3	-8,4	-9,0	-9,3	-9,8
6. FIM de renta fija	56,2	25,6	-26,5	-34,9	-35,8	-32,8
7. Resto de fondos de inversión	80,6	23,9	32,5	16,6	19,2	16,4

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.

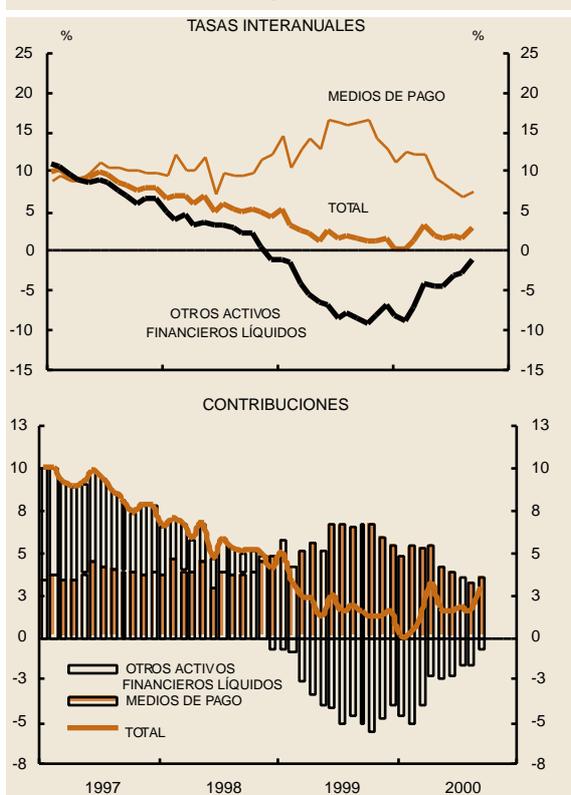
Madrid presenta, en la fecha de cierre de este artículo, unas pérdidas acumuladas desde comienzos de año en torno al 10 %.

Respecto a la evolución de los activos financieros líquidos (AFL) del sector sociedades no financieras y hogares, la información del mes de septiembre indica una aceleración en el ritmo de crecimiento de esta variable, aunque las tasas, por debajo del 3 %, son todavía moderadas (véase cuadro 3). El mayor dinamismo que presenta el crecimiento de esta magnitud viene explicado tanto por el ligero repunte de los medios de pago como por la continuación del proceso de recuperación del componente menos líquido del agregado (véase gráfico 8). Dos hechos pueden explicar este comportamiento: en primer lugar, la evolución de los mercados bursátiles en los últimos meses ha podido alentar la toma de posiciones en instrumentos con menor riesgo; y, en segundo lugar, el aumento en los tipos de interés ha generado un mayor atractivo de algunos instrumentos incluidos en los AFL. La información provisional del mes de octubre parece indicar que se mantiene la trayectoria de mayor crecimiento de los AFL, aunque prosigue la desaceleración de los componentes más líquidos.

En cuanto a la evolución más reciente de los instrumentos que integran los AFL, los medios de pago han frenado ligeramente el descenso que venían presentando sus tasas de creci-

miento en los últimos meses, debido al repunte experimentado por los depósitos a la vista, cuya tasa interanual se ha situado en septiembre en el 11,4 %, frente al 8,3 % del mes precedente. Esta evolución puede venir explicada por las atractivas rentabilidades que para este instrumento está ofreciendo el sector bancario que opera telefónicamente y a través de Internet. El efectivo y los depósitos de ahorro mantuvieron la tendencia descendente en sus ritmos de expansión, que se encuentran en septiembre en el 4,2 % y 5,6 %, respectivamente. Los componentes menos líquidos, sin excepción, han incrementado sus tasas de crecimiento. Cabe destacar el importante aumento experimentado por los valores bancarios y las cesiones temporales y el mantenimiento de los altos ritmos de avance de los depósitos a plazo. Así, la rúbrica que recoge estos dos últimos instrumentos presentó una tasa interanual en septiembre superior al 26 %. Por otro lado, ha continuado el proceso de desinversión en los fondos de inversión FIAMM y FIM de renta fija. No obstante, durante el mes de septiembre se observa una ligera moderación en el ritmo de descenso que vienen mostrando desde comienzos de 1999. Los niveles en que se encuentran los tipos de interés a corto plazo y las expectativas de mantenimiento existentes para los plazos más largos pueden permitir una ligera recuperación de este tipo de fondos ante una previsible mejora en sus rentabilidades esperadas. Por lo que respecta al resto de fondos de inversión —inter-

GRÁFICO 8

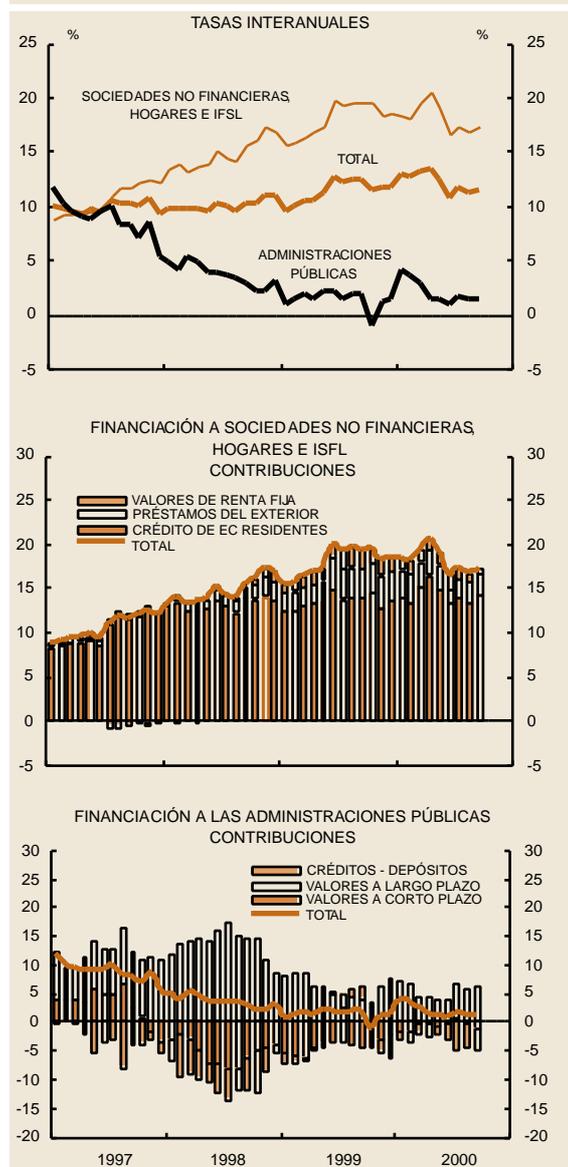
**Activos financieros líquidos (AFL)
de las sociedades no financieras
y los hogares e ISFL**


Fuente: Banco de España.

nacionales y de renta variable—, la evolución de los mercados bursátiles ha hecho que presenten ligeras pérdidas en el mes de septiembre, si bien mantienen la tendencia de crecimiento que vienen exhibiendo desde el segundo trimestre del año, con crecimientos interanuales de su patrimonio superiores al 20 %.

Respecto a la financiación obtenida por el conjunto de los sectores residentes no financieros, la información del mes de septiembre parece indicar que continúa la lenta trayectoria descendente que venía experimentando el crecimiento de esta variable en los últimos meses, alcanzando su tasa interanual un nivel ligeramente superior al 11 % (véase cuadro 4). Este comportamiento ha venido determinado por un pequeño aumento del crédito concedido a las sociedades no financieras y hogares, y por el mantenimiento de la tendencia de moderación de la financiación obtenida por las Administraciones Públicas (véase gráfico 9). En cuanto al sector privado, la tasa de crecimiento interanual de la financiación se situó, en septiembre, en torno al 17 %, ligeramente por debajo de la observada en los dos primeros trimestres del

GRÁFICO 9

**Financiación a los sectores residentes
no financieros**


Fuente: Banco de España.

año. La información provisional más reciente, correspondiente al mes de octubre, parece indicar que continúa el proceso de desaceleración de los ritmos de expansión de este agregado, que, no obstante, siguen siendo bastante elevados.

En este contexto, el componente más importante de la financiación obtenida por el sector privado no financiero —los préstamos de las entidades de crédito residentes— ha presentado en los últimos meses tasas de crecimiento interanuales entre el 16 % y 17 %. Por su parte, de acuerdo con los datos provisionales disponi-

CUADRO 4

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

	2000	1998	1999	2000		
	SEP (b)	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP
1. Financiación total (2 + 3)	956,2	11,0	11,7	11,6	11,1	11,4
2. Sociedades no financieras, hogares e ISFL	643,4	16,8	18,5	17,3	16,7	17,2
Del cual:						
Crédito de entidades de crédito residentes	521,2	16,1	16,1	16,9	16,4	17,3
Valores de renta fija + financiación intermediada por fondos de titulización	39,0	17,5	24,7	19,5	15,1	9,0
3. Administraciones Públicas	312,8	3,0	1,3	1,5	1,4	1,2
Valores a corto plazo	47,0	-16,2	-11,0	3,3	-2,4	-6,2
Valores a largo plazo	260,4	13,0	10,9	7,8	7,5	7,8
Créditos - depósitos (c)	5,4	-4,9	-13,4	-15,6	-12,5	-11,8

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.

bles, la financiación obtenida vía emisión de valores ha experimentado un notable descenso, debido a la importante amortización de valores a corto plazo que parece haberse producido en septiembre.

Finalmente, la financiación obtenida por las Administraciones Públicas mantuvo la tendencia que se viene observando desde el segundo

trimestre, con una tasa de crecimiento reducida, que, en el mes de septiembre, se situó ligeramente por encima del 1 %. Esta evolución ha venido determinada por el importante descenso del saldo de valores a corto plazo, mientras que el resto de componentes prosiguió con la tendencia de meses anteriores.

29.11.2000.