

---

## Evolución reciente de la economía española

### 1. EL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Según la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) (1) correspondiente al segundo trimestre de 2001 el PIB registró un aumento interanual del 3%, en términos reales, en ese período, frente al 3,3% del trimestre anterior, acentuando el perfil de desaceleración que lo ha caracterizado desde comienzos del año 2000. Al menor dinamismo del producto en el segundo trimestre —que ya se anticipaba en el «Informe trimestral de la economía española», publicado en el *Boletín económico* de julio— contribuyó el descenso en la aportación positiva de la demanda exterior neta, que fue de 0,1 puntos porcentuales, frente a los 0,4 del trimestre anterior. Cabe señalar la intensa desaceleración de las exportaciones de bienes y servicios, cuya variación interanual, en términos reales, se recortó casi en dos puntos, hasta el 5,9%, acompañada de un debilitamiento más moderado de las importaciones, que aumentaron un 5,3%. La demanda interna mantuvo una tasa de crecimiento interanual del 2,8% en ambos trimestres, como consecuencia, por una parte, de la desaceleración del gasto en consumo privado, que situó su crecimiento interanual en el 2,7%, y, por otra parte, de un mayor crecimiento del gasto en construcción y de la inversión en bienes de equipo, que se elevó un 1%, tras el descenso registrado en el primer trimestre. Desde el punto de vista de la actividad en las distintas ramas productivas, destacan la pérdida de empuje en la industria y los servicios, así como la aceleración del valor añadido en la rama energética. En conjunto, el menor crecimiento de la actividad dio lugar a una nueva desaceleración del empleo, que creció un 2,6%, cuatro décimas menos que en el período precedente, mientras que la productividad aparente del trabajo continuó registrando un ritmo de avance muy moderado.

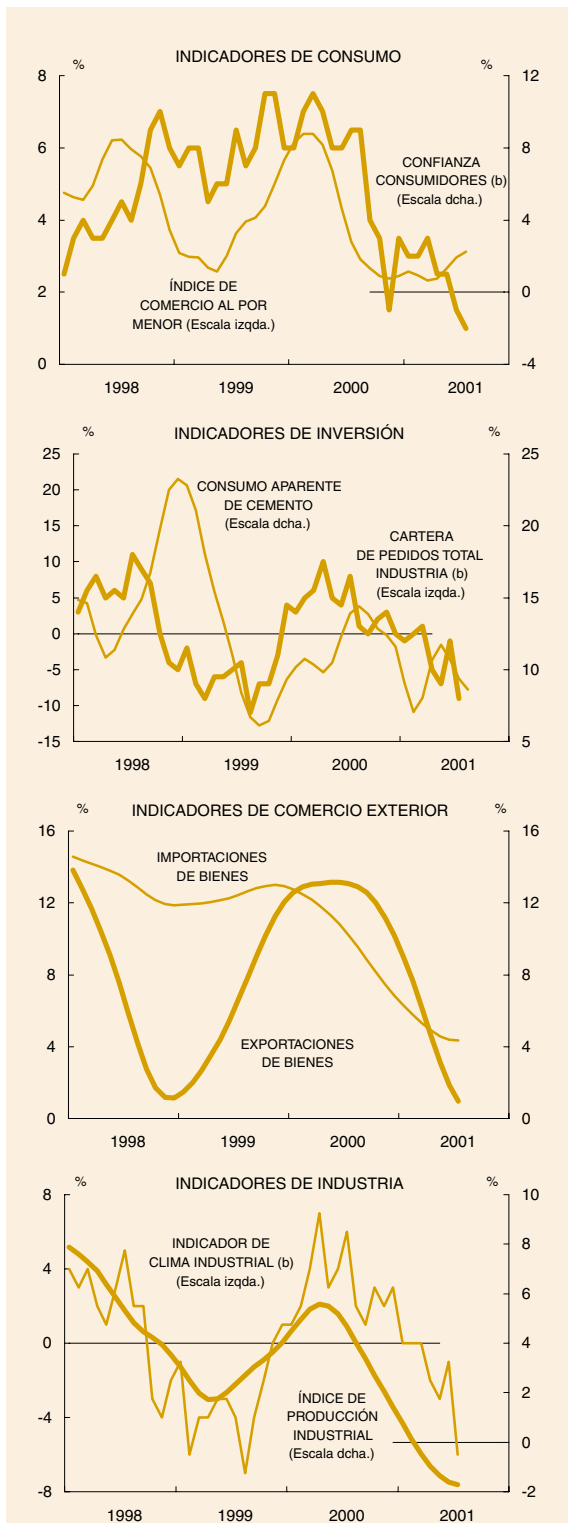
Los escasos indicadores de consumo privado para los que se dispone de información relativa a los meses estivales mantienen una tónica de suave desaceleración, comenzando por el indicador de confianza de los consumidores, que retrocedió un punto en el mes de julio, arrastrado por el deterioro de las opiniones sobre la situación económica (véase gráfico 1). El índice general de ventas de comercio al por menor registró un crecimiento real del 2,3%, en tasa interanual, en ese mismo mes, frenando de nuevo la recuperación que, de forma intermitente, mostró en la primera mitad del año.

---

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

GRÁFICO 1

## Indicadores de demanda y actividad (a)



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

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

(b) Nivel de la serie original.

Entre los distintos tipos de productos, las ventas de alimentos siguieron reflejando un elevado dinamismo en julio, mientras que las del resto de bienes mostraron una trayectoria de desaceleración. En este contexto, la mejora del indicador de confianza del comercio al por menor en el mes de julio debe interpretarse teniendo en cuenta la notable variabilidad de este índice, que, en una perspectiva temporal más amplia, muestra una tendencia de suave moderación. Por su parte, las matriculaciones de automóviles continuaron recuperándose en julio y agosto, apoyadas, en parte, en el buen comportamiento de las ventas destinadas a compañías de alquiler durante el verano; no obstante, su recuperación ha perdido intensidad. Por último, cabe señalar que el indicador de disponibilidades de bienes de consumo —elaborado con información hasta el mes de julio— se mantiene, por el momento, en la zona de tasas negativas de variación.

Apenas se dispone de información en relación con la evolución de la inversión en bienes de equipo en los meses más recientes; el indicador de disponibilidades —calculado con datos hasta el mes de julio— ha mostrado un empeoramiento, que ha situado su ritmo de variación tendencial en tasas claramente negativas, tras la aparente mejora observada en su evolución al comienzo del segundo trimestre. Tanto la producción interior como las importaciones de estos bienes han registrado un comportamiento contractivo en los meses más recientes, que ha venido acompañado también de una fuerte caída de las ventas al exterior. Por tipos de bienes, las disponibilidades de material de transporte mantienen un dinamismo superior al del resto de bienes de equipo. El indicador de confianza del sector productor de bienes de inversión experimentó un intenso deterioro en el segundo trimestre, en un contexto en el que la cartera de pedidos del conjunto de la industria también ha descendido.

En relación con el gasto en construcción, el indicador de confianza del sector se mantuvo en el mes de julio en niveles similares a los que viene registrando desde principios del presente año, como consecuencia de una mejora en la contratación, combinada con un empeoramiento de la tendencia del empleo; además, las perspectivas de precios han aumentado de forma considerable. Entre los indicadores contemporáneos, el consumo aparente de cemento registró un crecimiento acumulado cercano al 10%, en los ocho primeros meses del año, mientras que la producción de materiales para la construcción ha acentuado en el mes de julio la trayectoria de recuperación que venía registrando en los meses anteriores. En cuanto a los indicadores de empleo, aunque el paro registra-

do en la construcción ha pasado a experimentar tasas de variación positivas, tanto los afiliados a la Seguridad Social como los ocupados de la EPA confirman que el empleo siguió aumentando a buen ritmo en el segundo trimestre. Por lo que se refiere a los indicadores adelantados, el panorama es expansivo. Los metros cuadrados a construir en el tramo de edificación residencial han registrado una contracción importante, según los visados de dirección de obra disponibles hasta abril, si bien los relativos a edificación no residencial conservan un notable dinamismo. Por su parte, la licitación oficial de obra civil ha registrado un descenso hasta marzo, junto con un leve aumento en la edificación pública.

En el mes de julio las exportaciones de mercancías acentuaron su perfil de ralentización. Concretamente, la tasa interanual de variación de las ventas al exterior fue del -2,9% (5,1% en el conjunto de los siete primeros meses del año). Por áreas geográficas, el dato de julio ha revelado un fuerte deterioro de las exportaciones a los países de la Unión Europea, y, en particular, a los principales países de la zona del euro, mientras que las ventas extracomunitarias han seguido registrando tasas negativas, en especial con destino a Japón. Por otra parte, las importaciones registraron una tasa de variación real del -4,6% en julio, que contrasta con el ritmo más sostenido de meses anteriores (crecieron un 6,1% en junio y un 6,6% en el conjunto de los siete primeros meses). Cabe destacar el descenso de las compras de bienes de equipo en el período transcurrido del año. El déficit comercial se redujo un 7,4% en julio, dando lugar a un incremento acumulado del 1,4% desde el comienzo del año. Por otra parte, según los datos de balanza de pagos, el déficit por cuenta corriente ascendió a 7.005 millones de euros en el conjunto del primer semestre, un 5% menos que en el mismo período del año anterior. Esta ligera mejora se debió, fundamentalmente, a la evolución de las balanzas comercial, de servicios y de transferencias, que compensaron el incremento del déficit de rentas. Cabe destacar el incremento de los ingresos netos por turismo y viajes, del 11% respecto al año anterior. La cuenta de capital registró un superávit de 3.880 millones de euros en los seis primeros meses del año, por encima de los 3.024 millones del mismo período del año anterior, debido al comportamiento de las transferencias de capital recibidas de la UE.

Entre los indicadores de actividad, el IPI registró en julio una disminución del 1,6% respecto al mismo mes del año anterior, acentuando su proceso de desaceleración; en términos de la serie corregida por los efectos del calendario la variación fue del -3,1%, (véase gráfico 1). Desde el punto de vista del destino económico de

los bienes, destacan los descensos de la producción de bienes de equipo y de bienes de consumo no alimenticio, mientras la fabricación de bienes intermedios también ha mantenido una trayectoria descendente, a pesar del aumento en la producción de energía. Por otra parte, la producción de alimentos registró un incremento interanual en julio, dentro de una tendencia levemente ascendente. En consonancia con la evolución del IPI, el indicador de confianza del sector industrial retrocedió en el mes de julio. El empeoramiento fue más acusado en la cartera de pedidos, pero también afectó a la tendencia de la producción y al nivel de existencias. Finalmente, a pesar de la debilidad de la producción industrial, el porcentaje de utilización de la capacidad productiva registró un aumento de cuatro décimas en el segundo trimestre de 2001 (2), hasta el 80,1%, acompañado de una mejora en el período de producción asegurado; por el contrario, las previsiones de empleo y de exportaciones empeoraron.

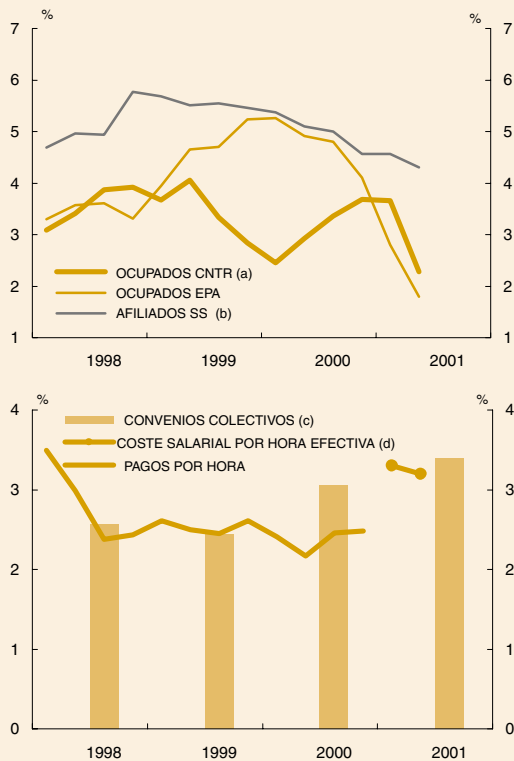
Los indicadores más recientes del mercado laboral continúan señalando una ralentización del empleo (véase gráfico 2). En el mes de agosto, el paro registrado experimentó un descenso interanual del 1,9%, frente a una caída del 3% en los siete primeros meses del año. Por ramas de actividad, el paro aumentó, en términos interanuales, en los servicios y en la construcción, mientras que en el resto de ramas siguió disminuyendo, aunque a ritmos inferiores a los de meses precedentes. En otro artículo de este *Boletín* se comentan los datos de la EPA en el segundo trimestre, que han reflejado un crecimiento interanual del número de puestos de trabajo del 1,8%, un punto por debajo del primer trimestre. La disminución del desempleo también se moderó en el segundo trimestre, aunque la tasa de paro se redujo hasta el 13% de la población activa (13,4% en el primer trimestre). Por último, el número de afiliados a la Seguridad Social se incrementó un 3,7%, en julio, en tasa interanual, frente al 4,3% del segundo trimestre; la evolución conjunta en junio y julio marcó, igualmente, una desaceleración.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado acumuló un déficit de 369 mm de pesetas (0,3% del PIB) hasta julio de 2001, frente al déficit de 43 mm de pesetas registrado en el mismo período del año 2000. Los ingresos crecieron un 1,4% hasta julio (0,3% hasta junio), destacando la debilidad de la imposición indirecta, que solo aumentó un 0,1%. Por su parte, los gastos continuaron moderándose ligeramente en julio, situando su tasa de crecimiento en el

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

GRÁFICO 2

### Empleo y salarios Tasas de variación interanuales



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

- (a) Serie de datos brutos. Personas.  
 (b) Medias trimestrales de datos mensuales.  
 (c) Sin incluir cláusula de salvaguarda. Para el año 2001 el dato corresponde a los convenios registrados hasta el 31 de julio.  
 (d) Tasa de crecimiento publicada en el Índice de Costes Laborales. No es totalmente comparable con la Encuesta de Salarios.

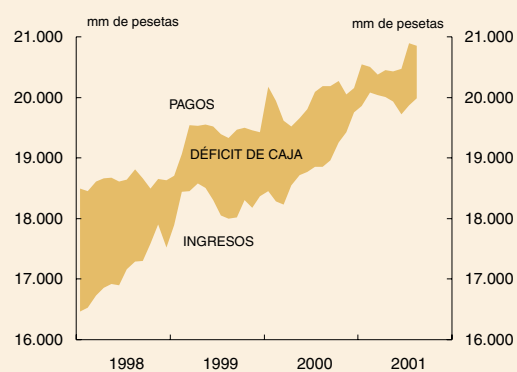
4,2% (4,9% hasta junio), debido, principalmente, a la evolución de las transferencias a otras AAPP. Según la información disponible, en términos de caja, el déficit del Estado fue de 1.764 mm de pesetas hasta agosto, superior en un 36% al registrado en el mismo período del año anterior. Los ingresos se recuperaron ligeramente, hasta el 1,9% (1,1% hasta julio), al atenuarse el efecto del adelanto de devoluciones del IRPF y del IVA. Por el contrario, el impuesto de sociedades y los impuestos especiales registraron una desaceleración. Los gastos atenuaron su ritmo de crecimiento hasta el 5% (6% hasta julio), desaceleración que afectó a todos los capítulos presupuestarios, pero resultó más intensa en los gastos de capital.

## 2. PRECIOS Y COSTES

La tasa interanual del IPC experimentó un nuevo recorte en el mes de agosto, quedando

GRÁFICO 3

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



Fuentes: Ministerio de Hacienda y Banco de España.

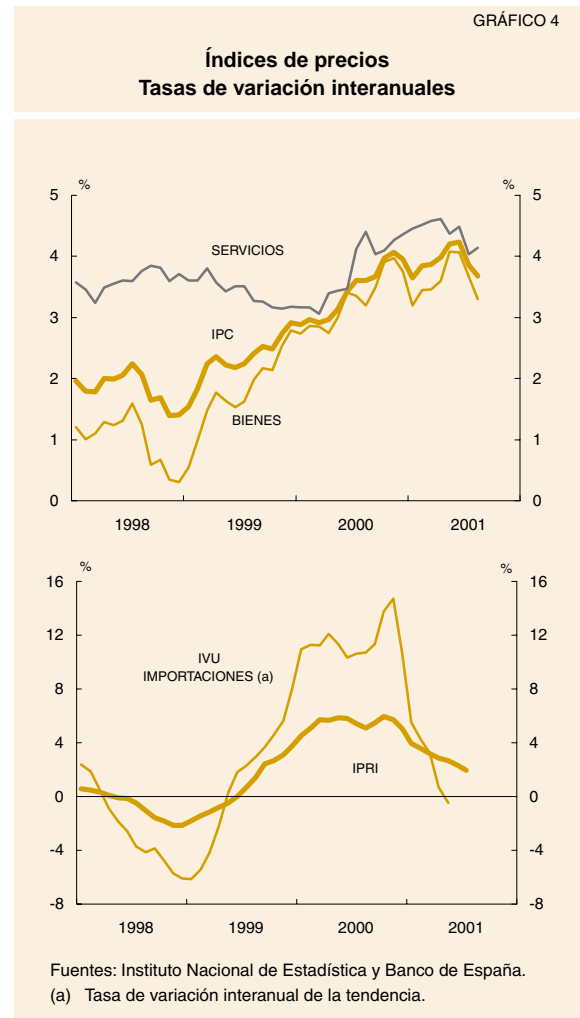
situada en el 3,7%, dos décimas por debajo de la registrada en julio, mes en el que ya se produjo una desaceleración (véase gráfico 4). El descenso de los precios energéticos y la moderación de los precios de alimentos no elaborados sólo fueron compensados, en parte, por la trayectoria ascendente de los servicios. Por otro lado, según los datos de la CNTR, el deflactor de la demanda final se desaceleró siete décimas en el segundo trimestre, hasta el 3,6%, desaceleración que se extendió, en mayor o menor medida, a todos sus componentes. No obstante, dado que los precios de importación también mostraron un incremento menos intenso, el deflactor del PIB mantuvo un crecimiento del 4%. Por lo que se refiere a los costes laborales, la CNTR ha mostrado un aumento de la remuneración por asalariado del 3,5%, tres décimas más que en el trimestre anterior, aceleración que se ha trasladado, aunque de forma más moderada, a los costes laborales unitarios. Entre la información más reciente, el aumento salarial pactado en los convenios colectivos registrados hasta el 31 de agosto se mantuvo en el 3,4%, y en el 3,6% en los de nueva firma.

En el mes de agosto el IPC aumentó un 0,2% con respecto al mes anterior, de forma que su tasa interanual descendió hasta el 3,7%, mientras que el Índice de Precios de los Servicios y Bienes Elaborados No Energéticos (IPSEBENE) registró un crecimiento mensual del 0,4% y aumentó en una décima su ritmo de avance interanual, hasta alcanzar el 3,6%, cifra en torno a la que se ha mantenido en los últimos meses. Respecto a los componentes más volátiles del IPC, en el mes de agosto se produjo un descenso de los precios energéticos del 1,9%, en tasa interanual, como consecuen-

cia de los recortes de precios del gas natural, de los combustibles líquidos y de los carburantes de automoción. Por otra parte, los precios de los alimentos no elaborados se desaceleraron, aunque siguen manteniendo ritmos de crecimiento cercanos al 10%. Estas elevadas tasas están influidas, en parte, por la evolución de los precios de las carnes, que a pesar de la progresiva normalización de los mercados, todavía registran elevadas tasas de variación. Entre los componentes más estables del IPC, los precios de los servicios elevaron su ritmo de crecimiento interanual hasta el 4,1% en agosto, tras la importante desaceleración ocurrida en el mes anterior. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos, cuya tasa de variación interanual en el mes de agosto se cifró en el 2,7%, se han mantenido muy estables a lo largo del presente año. Por último, los precios de los alimentos elaborados aumentaron levemente su ritmo de variación, hasta alcanzar un 3,8%. A esta evolución contribuyó el aumento de los precios de los aceites, que han abandonado la senda descendente de meses anteriores.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) aumentó un 0,3% en agosto, reduciendo su tasa de crecimiento interanual en una décima, hasta el 3,6%. Esta desaceleración fue similar a la registrada en el conjunto de la zona euro, donde el IAPC se incrementó un 2,7%. De esta forma, el diferencial de inflación se mantuvo en 0,9 puntos porcentuales. Por componentes, se observaron comportamientos heterogéneos. En el caso de los precios de servicios, la aceleración ocurrida en España, junto con la estabilidad en el conjunto de la zona del euro, llevaron a un aumento del diferencial hasta 1,6 puntos porcentuales. En el caso de los alimentos, también se produjo un aumento del diferencial, debido a una desaceleración más intensa de los precios de alimentos no elaborados en la UEM que en España, compensado tan solo parcialmente por la disminución del diferencial en los precios de los alimentos elaborados. Finalmente, el estrechamiento del diferencial en el caso de los bienes industriales fue debido, fundamentalmente, a una desaceleración más intensa de los precios energéticos en España que en el conjunto de la zona.

En cuanto a los restantes indicadores de precios, el IPRI redujo en julio su tasa de variación interanual un 0,2%, hasta situarla en el 2%, prolongando la senda de desaceleración que inició en los últimos meses del año 2000. La trayectoria de los precios industriales sigue estando dominada por la desaceleración de los precios de producción de los bienes interme-



dios, especialmente abultada en el caso de los energéticos. Por su parte, los precios de fabricación de los bienes de consumo, con excepción de los alimenticios, y de los bienes de equipo mantienen ritmos de variación interanual muy moderados. En relación con los precios agrarios, el índice de precios percibidos por los agricultores registró un aumento del 12,7% en el mes de junio, respecto al mismo período del año anterior, y el componente que aproxima el IPC de alimentos no elaborados —el índice de precios percibidos por los agricultores de bienes destinados al consumo humano— aumentó un 11% en dicho mes. Finalmente, los precios de importación medidos por los Índices de Valor Unitario (IVU) se aceleraron en el mes de julio, registrando un incremento interanual del 4,9%, frente a la estabilidad mostrada en el segundo trimestre. Por su parte, la variación interanual de los IVU de exportaciones ha sido superior a la correspondiente al segundo trimestre. Por áreas geográficas, destaca la moderación de los precios de las ventas dirigidas a la Unión Europea, mientras que se han acelerado los de las destinadas a los mercados extracomunitarios.

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

El proceso de desaceleración de la economía mundial siguió su curso durante los meses de julio y agosto, de manera especialmente intensa en Japón y en las economías latinoamericanas, mientras que en Estados Unidos la débil situación económica se agravó tras el ataque terrorista de septiembre. El alto grado de incertidumbre tras el ataque se ha reflejado en una huida a la calidad, en fuertes caídas de los mercados bursátiles, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes, y en un aumento de las primas sobre los activos de mayor riesgo, especialmente de los mercados emergentes.

La debilidad de la economía americana había quedado de manifiesto, no obstante, con anterioridad al 11 de septiembre, tras el pésimo dato de empleo de agosto, que situó la tasa de paro en un 4,9%, y la caída de la producción industrial y de la utilización de la capacidad productiva. A estos datos hay que añadir que los componentes hasta ahora más dinámicos del gasto —consumo y vivienda— han comenzado a debilitarse. Uno de los pocos indicadores positivos fue el IPC de agosto, que no aumentó respecto a julio y alcanzó una tasa interanual del 2,7%, que coincide con la subyacente; ambas tasas se han desacelerado significativamente en los últimos meses. El aumento relativamente elevado de la productividad en el segundo trimestre (2,1%) ha contribuido a mantener los costes salariales bajo control.

Los atentados del 11 de septiembre han acabado de truncar las escasas perspectivas de recuperación en los próximos trimestres. Aunque es difícil prever tanto su impacto directo como el indirecto, las fuertes pérdidas bursátiles muestran que los mercados financieros descuentan un efecto muy negativo. La caída del Dow Jones y del NASDAQ en un 15%, en la primera semana tras la reapertura de los mercados el día 17 de septiembre, y la caída de los rendimientos de la deuda, sobre todo en los plazos más cortos, indican que la incertidumbre ha aumentado sustancialmente y que se ha producido un giro de las preferencias hacia los instrumentos más líquidos y seguros. La Reserva Federal, acompañada por los principales bancos centrales del resto del mundo, inyectó una cuantiosa cantidad de dinero en el mercado para evitar problemas de liquidez y rebajó medio punto el tipo de interés oficial, hasta el 3%. La contención de las presiones inflacionistas y el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento han llevado a los mercados a descontar mayores descensos de los tipos de interés. También el dólar se ha resentido, aunque

su depreciación (un 1,4% frente al euro y un 3,3% frente al yen en la semana posterior a los atentados) ha sido moderada.

En Japón, el PIB registró un descenso intertrimestral del 0,8% en el segundo trimestre de 2001, arrastrado por el fuerte descenso de la inversión y de las exportaciones de bienes y servicios (-2,9%). Los indicadores del tercer trimestre acentúan la situación recesiva, con una caída interanual de la producción industrial del 8,5%, un nivel récord de desempleo del 5% en el mes de julio y una compresión progresiva del superávit comercial; por otro lado, las tendencias deflacionarias se consolidan, como muestra la caída interanual del IPC del 0,8% en julio. Pese a todo ello, el tipo de cambio del yen frente al dólar tendió a apreciarse en agosto, tendencia que se agudizó en septiembre, hasta situarse la divisa japonesa —pese a sucesivas intervenciones del Banco de Japón— un 6,4% por encima del nivel medio del mes de julio. Por su parte, el Banco de Japón, tras haber aumentado su objetivo de reservas bancarias hasta seis billones de yenes en agosto, volvió a incrementarlo por encima de dicha cifra el día 18 de septiembre, al tiempo que redujo su tipo de descuento desde 0,25% hasta 0,10%.

Las economías emergentes han proseguido la tendencia al deterioro de la actividad, salvo algunos países donde se ha producido una mejora de la situación política, como Perú e Indonesia. La caída de las exportaciones de bienes tecnológicos ha empeorado las perspectivas de crecimiento del sudeste asiático, donde China e India, hasta hace poco aisladas de la desaceleración global, están dando signos también de ralentización. No obstante, ha sido en América Latina donde el deterioro ha sido más significativo en los últimos meses. En particular, Argentina, que tras haber mostrado una tasa de crecimiento mejor de la esperada en el segundo trimestre, sufrió durante el mes de agosto un peligroso agravamiento en la crisis financiera que viene padeciendo, con una fuerte caída de los depósitos y de las reservas y un incremento sustancial de los tipos de interés internos y externos. El gobierno aprobó medidas drásticas (Ley de déficit cero, con carácter indefinido), lo que, junto con el apoyo del FMI, que incrementó los fondos disponibles en su programa de ayuda financiera en 8.000 millones de \$, permitió estabilizar la situación a principios de septiembre. La economía brasileña se ha visto nuevamente afectada por el agravamiento de la crisis en Argentina. Todo esto, junto con el nuevo dato negativo de crecimiento del PIB mejicano en el segundo trimestre (-1,1% en tasa trimestral anualizada) y los indicadores del tercer trimestre, coloca a la región latinoamericana en una situación de recesión.

CUADRO 1

## Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	2001					
	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP (c)
<b>ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):</b>						
Índice de Producción Industrial	0,9	-0,5	1,7			
Comercio al por menor	1,2	-0,2	2,1			
Matriculaciones de turismos nuevos	-1,8	0,0	7,5			
Indicador de confianza de los consumidores	-2	-4	-5	-7		
Indicador de clima industrial	-4	-5	-7	-9		
IAPC	3,0	3,4	3,1	2,8	2,8	
<b>VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):</b>						
M3	4,7	5,2	6,1	6,4	6,7	
M1	1,4	2,9	3,8	3,4	3,6	
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	5,9	5,9	6,1	6,2	5,9	
<i>AAPP</i>	-4,6	-2,7	-1,5	-0,4	0,1	
<i>Otros sectores residentes</i>	9,1	8,6	8,4	8,2	7,6	
EONIA	5,04	4,65	4,54	4,51	4,49	4,05
EURIBOR a tres meses	4,68	4,64	4,45	4,47	4,35	4,09
Rendimiento bonos a diez años	5,10	5,26	5,21	5,25	5,06	5,04
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,09	0,18	0,12	0,05	-0,03	-0,24
Tipo de cambio dólar/euro	0,892	0,874	0,853	0,861	0,900	0,909
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	-5,7	-6,5	-10,4	-13,4	-19,7	-36,9

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

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

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

(c) Media del mes hasta el día 21 de septiembre de 2001.

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

De acuerdo con la primera estimación de Contabilidad Nacional publicada por Eurostat, en el segundo trimestre de 2001 se intensificó la desaceleración de la actividad en el área del euro. El PIB creció en dicho período un 0,1%, en términos intertrimestrales, cuatro décimas por debajo de la tasa registrada el trimestre previo, lo que sitúa la tasa de crecimiento interanual en el 1,7%. Todos los componentes de la demanda interna, con la excepción de la variación de existencias, aminoraron sus tasas de avance en el período considerado, siendo especialmente pronunciada la debilidad de la formación bruta de capital fijo. Por su parte, la fuerte desaceleración de las exportaciones, junto con la caída menos pronunciada de las compras al exterior en relación con el trimestre anterior, se reflejó en una aportación de la demanda exterior neta al producto de -0,3 puntos porcentuales, muy inferior a la contribución positiva de 0,5 puntos registrada en los tres meses anteriores.

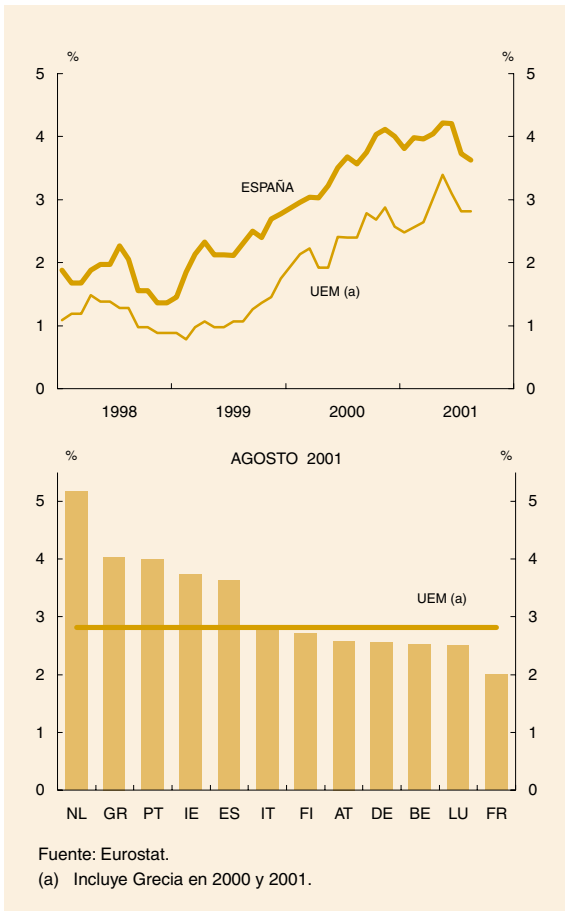
Los indicadores relativos al tercer trimestre son todavía muy escasos y no muestran, en general, una mejora de la actividad durante di-

cho período, aunque algunos apuntan cierta contención en el ritmo de desaceleración que venían registrando en los meses anteriores (véase cuadro 1). Así, el Índice de Producción Industrial y el Índice de Confianza Industrial elaborado por la Comisión Europea registraron un empeoramiento en el mes de julio. No obstante, en relación con este último indicador, las variables de esta encuesta industrial que miden las expectativas de producción y de exportación detuvieron su ritmo de desaceleración. Por otra parte, el Índice de Actividad de la Encuesta de Directores de Compra en el sector manufacturero mejoró en agosto, y algunos indicadores de confianza empresarial nacionales mostraron avances en julio, aunque, en el caso alemán, esta mejora no se mantuvo en agosto. Por último, la tasa de paro permaneció en julio en el 8,3%. Con respecto a los indicadores de demanda, el Índice de Confianza de los Consumidores de la Comisión Europea siguió descendiendo en julio.

El IAPC registró en agosto un crecimiento interanual del 2,8%, la misma tasa que el

GRÁFICO 5

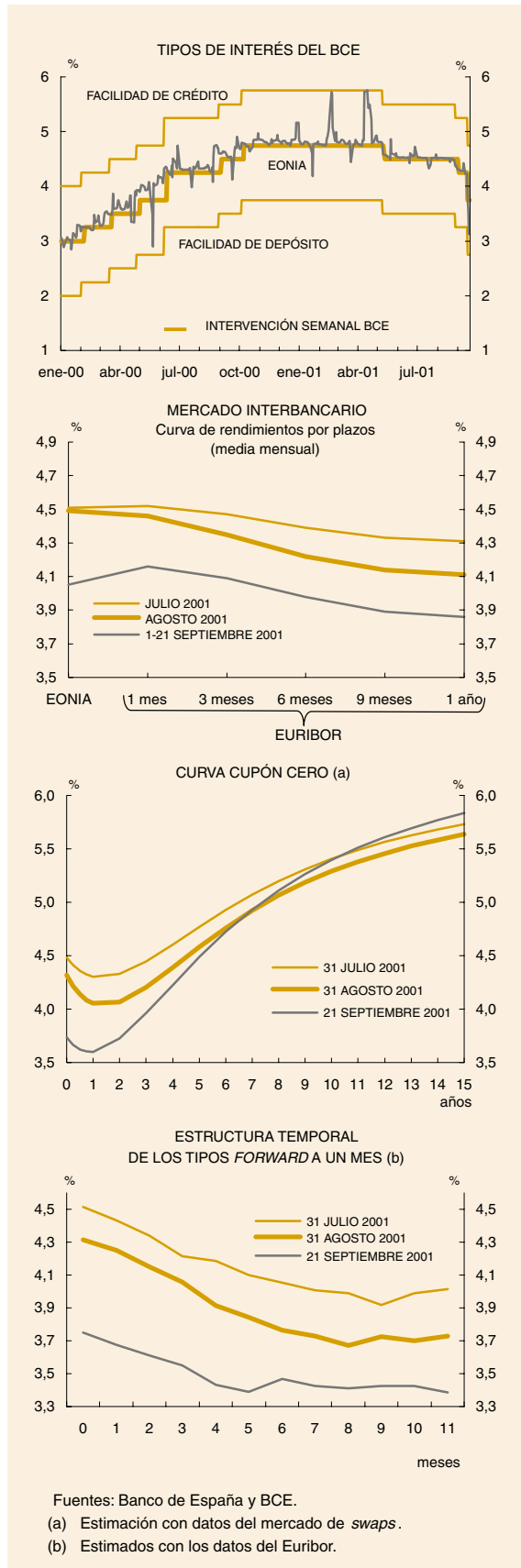
**Índices Armonizados de Precios de Consumo  
Tasas de variación interanuales**



mes anterior (véase gráfico 5). Esta contención del índice se explica por el menor ritmo de aumento de los precios de los componentes más volátiles, como son los alimentos no elaborados y la energía, en línea con el comportamiento reciente del precio del petróleo y las mejores perspectivas en el sector alimenticio, que compensó el ligero repunte de los precios de los alimentos elaborados, ya que el resto de bienes experimentaron una tasa de avance similar a la del mes anterior. Por ello, el agregado que recoge los componentes más estables, es decir, los servicios y los bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE), se mantuvo en agosto en el 2,3%. Por último, el Índice de Precios Industriales prolongó en julio la tendencia descendente de su tasa de variación interanual hasta alcanzar el 2,3%, un punto inferior a la tasa de junio. La trayectoria del IPRI sigue estando dominada por la evolución de los precios de los bienes intermedios. Por su parte, el componente de bienes industriales de consumo moderó en julio su tasa de avance en una décima, y los de equipo permanecieron invariables.

GRÁFICO 6

**Tipos de interés en la zona del euro**





En este contexto de mejora de las perspectivas inflacionistas, el día 30 de agosto el Banco Central Europeo decidió disminuir en 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales, que habían permanecido inalterados desde el 10 de mayo. Posteriormente, el ataque terrorista perpetrado contra Estados Unidos el día 11 de septiembre ha supuesto un cambio en el escenario económico, al propiciar, aunque pueda ser de manera transitoria, un menor crecimiento de la actividad y de los precios, como consecuencia de su efecto sobre la confianza de los agentes económicos del área y sobre las cotizaciones en los mercados bursátiles internacionales. Por este motivo, el Consejo de Gobierno del BCE redujo sus tipos de intervención en 50 puntos básicos el día 17 de ese mismo mes. En el momento actual el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se sitúa en el 3,75%, y los de las facilidades marginales de depósito y de crédito en el 2,75% y 4,75%, respectivamente. Además, el BCE realizó durante los días inmediatamente posteriores a los atentados operaciones de ajuste de inyección de liquidez y acordó una operación *swap* con la reserva federal, encaminada a facilitar la disponibilidad de dólares en los mercados financieros europeos.

La bajada de los tipos oficiales se ha trasladado a todos los plazos del mercado interbancario aunque de forma algo más intensa en los plazos más cortos. En concreto, los tipos de interés EONIA (*European Overnight Index Average*) y EURIBOR a tres meses se encontraban el 18 de septiembre próximos al 3,8%, mientras que los de los plazos de seis y doce meses se situaban en torno al 3,6%. Esto supone una reducción próxima a 70 puntos básicos para el tipo EONIA y de 50 para el resto, en relación con los niveles alcanzados a finales de agosto (véase gráfico 6). Por otro lado, los tipos *forward* implícitos, calculados a partir de los datos del EURIBOR, continúan recogiendo, aunque de forma algo más moderada que a finales de agosto, expectativas de descenso de los tipos a corto plazo en los próximos meses. En el mercado secundario de deuda pública, el tipo de interés a diez años se ha mantenido relativamente estable a lo largo del período transcurrido de septiembre, para situarse, en términos de media mensual, en el 5%. En Estados Unidos, el tipo de interés de los bonos a diez años mostró una fuerte reducción tras el ataque terrorista, lo que ha conducido a que el diferencial con el rendimiento del bono a diez años de la UEM se sitúe en valores negativos próximos a los 40 puntos básicos a mediados de septiembre.

En los mercados de renta variable, la tendencia bajista de las cotizaciones se ha intensi-

GRÁFICO 7  
Tipos de cambio nominales del euro frente al dólar y al yen



ficado tras el ataque terrorista a Estados Unidos el 11 de septiembre. El índice Dow Jones EURO STOXX amplio se situaba al final de la primera semana de septiembre por debajo de los 300 puntos —hecho que no ocurría desde finales de 1998—, ascendiendo la pérdida anual acumulada al 23,5%. Después de los ataques terroristas a Estados Unidos del 11 de septiembre, este índice sufrió caídas adicionales, de manera que, desde enero, la variación porcentual acumulada hasta el día 20 de septiembre alcanzó el -37%.

En septiembre, la evolución del euro también ha estado marcada por el ataque terrorista del 11 de septiembre. En concreto, el euro recuperó, tras el atentado, la tendencia ascendente que le había caracterizado en la primera parte de agosto, llegando a situarse en 92 céntimos de dólar el 21 de septiembre. En conjunto, desde finales de julio hasta la tercera semana de septiembre, el euro se apreció un 5,7% con el dólar y se depreció un 0,7% con el yen japonés (véase gráfico 7). En dicho período, el índice de tipo de cambio nominal frente a los países desarrollados aumentó un 2,8%.

## Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1998	1999	2000	2001				
	DIC	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP (a)
<b>BANCARIOS:</b>								
Tipo sintético pasivo	2,06	1,98	3,02	2,98	2,91	2,88	2,87	...
Tipo sintético activo	5,15	5,03	6,35	6,04	5,84	5,83	5,90	...
<b>TESORO:</b>								
Subasta de letras a doce meses (b)	2,95	3,75	4,71	4,44	4,17	4,25	4,01	3,74
Subasta de bonos a tres años	3,54	4,56	4,81	4,67	...	4,65	...	4,30
Subasta de obligaciones a diez años	4,32	5,38	5,24	5,23	5,40	5,46	5,25	5,24
<b>MERCADOS SECUNDARIOS (c):</b>								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,88	3,60	4,70	4,36	4,17	4,21	4,01	3,79
Deuda pública a diez años	4,08	5,37	5,20	5,36	5,33	5,35	5,16	5,14
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,20	0,19	0,29	0,30	0,31	0,32	0,31	0,31
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	37,19	16,22	-12,68	3,80	-2,20	-6,01	-8,16	-21,71
Diferencial renta fija privada								
con letras del Tesoro a doce meses	0,40	0,24	0,29	0,24	0,24	0,19	0,18	0,27
Diferencial renta fija privada								
con deuda pública a diez años	0,36	0,41	0,70	0,70	0,70	0,68	0,73	0,64

Fuente: Banco de España.  
(a) Media de datos diarios hasta el 19 de septiembre de 2001.  
(b) Tipo de interés marginal.  
(c) Medias mensuales.  
(d) Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

En relación con la evolución de los agregados monetarios, la tasa de incremento interanual de agosto de M3 fue del 6,7%, tres décimas por encima del dato de julio. La media de las tasas interanuales de crecimiento de M3 para el período comprendido entre junio y agosto de 2001 ascendió al 6,4%, frente al 5,9% correspondiente al período mayo-julio. La tasa del agregado más estrecho, M1, creció más moderadamente, como resultado del descenso en la circulación del efectivo ya que los depósitos a la vista mantuvieron sus ritmos de avance. En cuanto a las contrapartidas de M3, continuó el descenso moderado de la tasa interanual de crecimiento del crédito de las Instituciones Financieras y Monetarias (IFM) al sector privado, que se situó en el 7,6%. Por su parte, los activos netos exteriores de las IFM aumentaron en 44 mm de euros, lo que sitúa el descenso acumulado en los últimos 12 meses en 53 mm de euros.

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

Durante el mes de julio, las condiciones monetarias y crediticias en España continua-

ron siendo más holgadas que en el resto de la UEM, si bien experimentaron una cierta convergencia hacia estas. Los agregados monetarios redujeron sus ritmos de expansión, especialmente los componentes más líquidos, que crecieron a tasas muy próximas a las del área. Al mismo tiempo, la financiación a los hogares (e ISFL) y sociedades no financieras siguió reduciendo su tasa de crecimiento con más intensidad que en el resto del área.

Los tipos de interés aplicados por las entidades a su clientela continuaron reflejando, en los últimos meses, las disminuciones que se han producido desde el mes de mayo tanto en los tipos de interés oficiales como en las rentabilidades negociadas en los mercados de renta fija. La reducción fue más acusada en el tipo de interés de activo, que se situó, en agosto, en el 5,9%, 45 puntos básicos por debajo del observado a finales del año 2000. Esta evolución ha venido determinada, fundamentalmente, por un marcado descenso del tipo de los créditos a tipo variable, hasta el 5,6%. Por su parte, el tipo sintético pasivo se situó en torno al 2,9%, 15 puntos básicos menos que el registrado en diciembre de 2000.

CUADRO 3

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

	2001	1999	2000	2001		
	JUL (b)	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL
<b>1. Activos financieros líquidos (2 + 3)</b>	<b>580,5</b>	<b>1,4</b>	<b>2,6</b>	<b>5,8</b>	<b>6,9</b>	<b>6,1</b>
<b>2. Medios de pago</b>	<b>279,2</b>	<b>12,7</b>	<b>4,4</b>	<b>3,9</b>	<b>4,9</b>	<b>3,8</b>
Efectivo	51,6	8,3	-0,4	-3,4	-4,4	-5,5
Depósitos a la vista	115,3	14,1	9,1	7,8	9,6	7,6
Depósitos de ahorro	112,3	13,8	2,4	3,6	5,0	4,7
<b>3. Otros activos financieros</b>	<b>301,3</b>	<b>-7,1</b>	<b>1,0</b>	<b>7,6</b>	<b>8,8</b>	<b>8,3</b>
Depósitos a plazo + cesiones temporales	212,0	6,3	25,5	22,0	21,1	18,5
Valores bancarios	8,3	37,9	-21,7	-10,8	-5,8	-2,9
FIAMM + FIM de renta fija	81,0	-22,5	-29,8	-16,3	-12,9	-10,7
PRO MEMORIA:						
<b>4. Fondos de inversión (5 a 7) (c)</b>	<b>151,4</b>	<b>-2,5</b>	<b>-32,9</b>	<b>-20,2</b>	<b>-18,6</b>	<b>-17,6</b>
<b>5. FIAMM</b>	<b>35,8</b>	<b>-8,4</b>	<b>-8,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,2</b>	<b>2,6</b>
<b>6. FIM de renta fija</b>	<b>45,2</b>	<b>-25,8</b>	<b>-26,2</b>	<b>-15,6</b>	<b>-13,2</b>	<b>-12,3</b>
<b>7. Resto de fondos de inversión</b>	<b>70,4</b>	<b>31,7</b>	<b>2,1</b>	<b>-4,5</b>	<b>-6,6</b>	<b>-7,9</b>

Fuente: Banco de España.

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

(b) Saldo en miles de millones de euros.

(c) Variación interanual del saldo.

Asimismo, durante el mes de agosto, las expectativas sobre la evolución futura de las principales economías mundiales propiciaron nuevos descensos de los tipos de interés negociados en los mercados nacionales, retomándose la trayectoria descendente de comienzos de año. En la parte transcurrida de septiembre, los atentados terroristas perpetrados en Estados Unidos han agudizado, en general, dicha tendencia. Así, desde julio, los mercados de deuda pública, tanto primarios como secundarios, han registrado descensos de rentabilidades, más acusados en los plazos más cortos (véase cuadro 2). El tipo marginal de emisión de las subastas de letras del Tesoro a un año se ha reducido hasta situarse en torno al 3,7%. Las rentabilidades negociadas en los mercados secundarios de deuda pública a largo plazo también han registrado descensos, aunque algo menores y decrecientes con el plazo. El rendimiento de la deuda pública a diez años se ha situado en torno al 5,2%, 20 puntos básicos por debajo del registrado en julio, si bien en los días posteriores a los atentados en Estados Unidos se registró un ligero repunte de tres puntos básicos. Esta evolución, por otro lado, ha sido coincidente con lo ocurrido en la mayor parte de las plazas europeas, de modo que el diferencial de rentabilidad a largo plazo con el bono alemán ha permanecido estable en torno a los 30 puntos básicos.

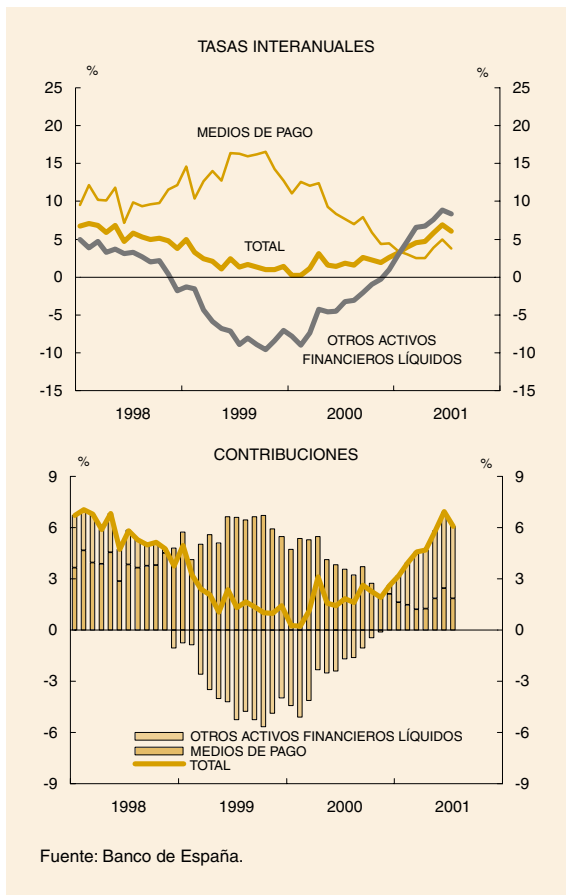
Los mercados bursátiles nacionales, por su parte, han mostrado en el último mes y medio

una elevada volatilidad y un retroceso importante de las cotizaciones, que han situado los índices en niveles similares a los de comienzos de 1998. Esta evolución vino influida, en un primer momento, por los problemas de la economía argentina y por el deterioro de las perspectivas de crecimiento en las principales economías. Posteriormente, la crisis provocada por los atentados terroristas en Estados Unidos ha hecho que las bolsas mundiales sufrieran caídas históricas en sus índices. En la fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa de Madrid muestra unas pérdidas acumuladas desde comienzos de año superiores al 21%, frente al 34% correspondiente al Euro Stoxx o el 23% correspondiente al Standard & Poor.

De acuerdo con la información correspondiente al mes de julio, los activos financieros líquidos (AFL) en manos de los hogares (e ISFL) y las sociedades no financieras experimentaron en dicho mes una reducción de su tasa de crecimiento interanual hasta el 6,1%, frente al 6,9% del mes precedente. En todo caso, este agregado continúa registrando ritmos de expansión muy superiores a los observados a finales del pasado año (véase gráfico 8). Al igual que en meses anteriores, el componente menos líquido —que agrupa depósitos a plazo, cesiones, valores bancarios y participaciones en fondos de inversión de renta fija— es el que más ha contribuido al crecimiento del agregado, a pesar de la ligera reducción de su tasa de crecimiento interanual, que se situó

GRÁFICO 8

**Activos Financieros Líquidos (AFL) de las sociedades no financieras y los hogares e ISFL**



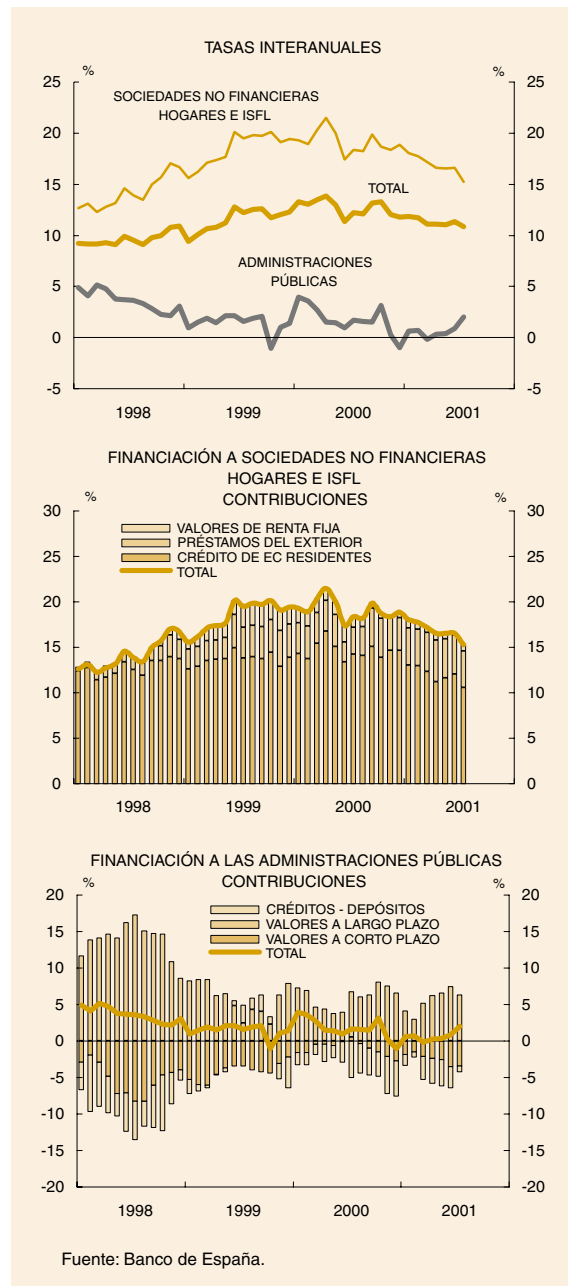
en julio en el 8,3%. Por su parte, todos los componentes de los medios de pago experimentaron reducciones en sus tasas de crecimiento (véase cuadro 3). La información provisional correspondiente al mes de agosto no indica cambios significativos en la evolución de estos agregados monetarios.

Del análisis más detallado de los componentes de los agregados conviene destacar que mientras el efectivo continúa intensificando su crecimiento negativo, -5,5% en julio, el patrimonio de los FIAMM registró, por primera vez desde comienzos de 1998, una variación interanual positiva en los meses de junio y julio, a raíz del desplazamiento de las carteras hacia instrumentos con menor riesgo en un marco de creciente incertidumbre. El resto de los componentes de AFL mantiene las tendencias de meses anteriores, al observarse una moderación del ritmo de expansión de los depósitos a plazo y de las cesiones, y un cierto aumento de los valores de entidades de crédito y de los FIM de renta fija (véase cuadro 3).

En julio, la financiación obtenida por los sectores residentes no financieros creció, en términos

GRÁFICO 9

**Financiación a los sectores residentes no financieros**



interanuales, un 10,8%, manteniendo, por tanto, la ligera tendencia de desaceleración que viene mostrando esta variable desde finales de 2000. Este comportamiento ha venido explicado, fundamentalmente, por el menor crecimiento del crédito concedido a las sociedades no financieras y hogares (e ISFL), que ha compensado el aumento registrado en la financiación obtenida por las Administraciones Públicas (véase gráfico 9).

Así, continuó el proceso de moderación del ritmo de crecimiento interanual de la financiación recibida por los hogares (e ISFL) y las so-

CUADRO 4

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

	2001	1999	2000	2001		
	JUL (b)	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL
<b>1. Financiación total (2 + 3)</b>	<b>1.049,9</b>	<b>12,3</b>	<b>11,8</b>	<b>11,0</b>	<b>11,3</b>	<b>10,8</b>
<b>2. Sociedades no financieras, hogares e ISFL</b>	<b>730,6</b>	<b>19,4</b>	<b>18,8</b>	<b>16,5</b>	<b>16,6</b>	<b>15,2</b>
Del cual:						
Crédito de entidades de crédito residentes	575,9	16,4	17,9	14,3	14,8	13,1
Valores de renta fija + financiación intermediada por fondos de titulización	44,6	33,6	9,5	10,2	3,6	11,0
<b>3. Administraciones Públicas</b>	<b>319,3</b>	<b>1,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>2,0</b>
Valores a corto plazo	40,4	-11,0	-15,8	-15,4	-20,8	-20,8
Valores a largo plazo	275,9	10,9	8,3	8,3	9,2	7,7
Créditos - depósitos (c)	3,0	-13,3	-15,1	-11,4	-9,5	-2,9

Fuente: Banco de España.  
(a) La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.  
(b) Saldo en miles de millones de euros.  
(c) Variación interanual del saldo.

ciudades no financieras (15,2%, frente al 16,6% de junio, como muestra el cuadro 4). Esta evolución viene explicada por el componente cuantitativamente más importante —los préstamos de las entidades de crédito residentes—, que redujo su crecimiento interanual del 14,8%, en junio, al 13,1%, en julio. Los datos provisionales del mes de agosto apuntan hacia la continuidad de esta tendencia decreciente, si bien a un ritmo menor. Del resto de componentes, el crédito exterior también mostró un ligero descenso en sus ritmos de expansión, tras el importante aumento del volumen de fondos captados en los primeros meses del año, mientras que los recursos obtenidos mediante emisión de valores registraron un importante incremento en el mes de julio, como consecuencia de la expansión de los fondos de titulización.

Finalmente, la financiación obtenida por las Administraciones Públicas experimentó un im-

portante crecimiento en el mes de julio, hasta situarse su tasa interanual en el 2%. Esta evolución ha venido determinada por el aumento del saldo de créditos bancarios y la disminución del volumen de depósitos, posiblemente asociado al adelanto, este año, del pago de las devoluciones del IRPF. Los valores emitidos tuvieron un comportamiento similar al de meses anteriores, con una contracción del saldo de instrumentos a corto plazo y un aumento de los de largo plazo, continuando, así, el alargamiento de la vida media residual de la deuda emitida. Por subsectores, la financiación recibida por la Administración Central aumentó su crecimiento interanual hasta el 4,1%. El resto de Administraciones Públicas aumentaron de forma significativa el saldo de sus pasivos en el mes de julio, aunque siguen presentando crecimientos interanuales negativos en torno al 15%.

19.9.2001.