
Evolución reciente de la economía española

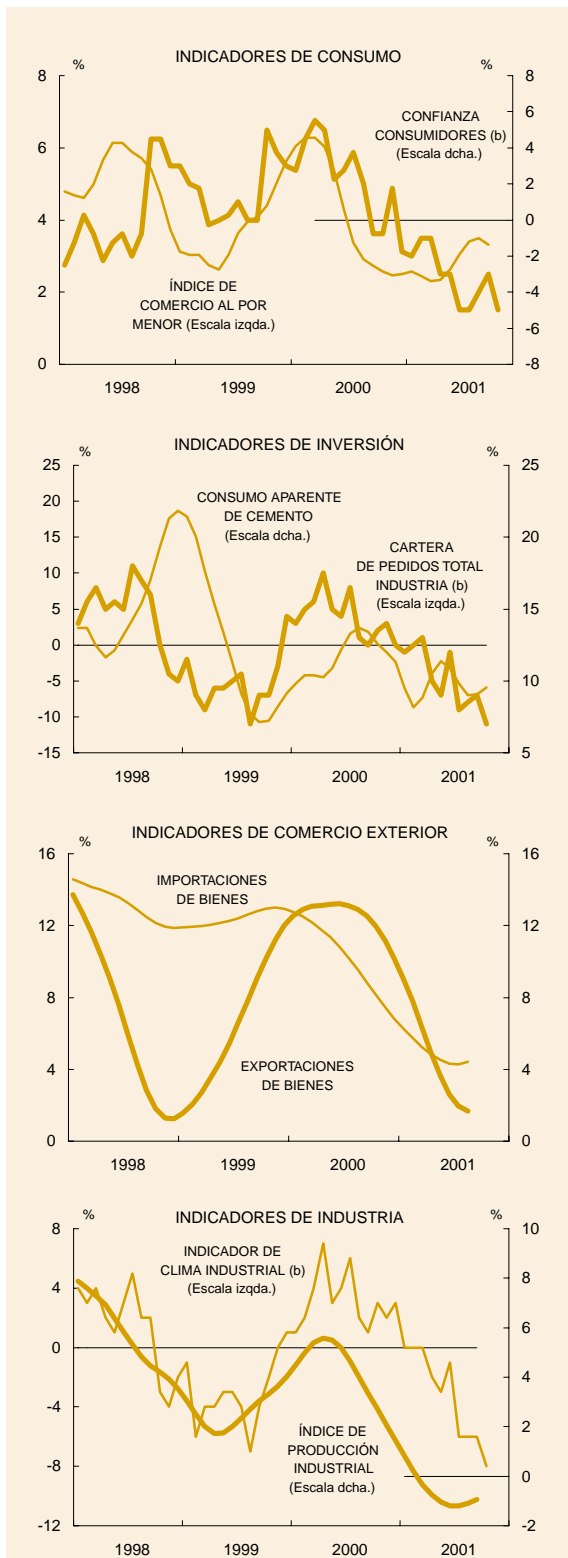
1. EL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

La información más reciente sobre la economía española, referida en su mayor parte, todavía, al tercer trimestre del año 2001, confirma las tendencias descritas en el Informe trimestral del *Boletín económico* de octubre: los principales componentes de la demanda nacional tienden a moderar sus tasas de variación, mientras que los datos de comercio exterior continúan apuntando a una contribución ligeramente negativa del saldo neto exterior al crecimiento en el trimestre pasado. La producción industrial y el empleo, en general, han seguido perdiendo dinamismo, aunque en el caso del empleo de manera muy gradual, mostrando un mayor dinamismo del que se incorporaba en el último Informe trimestral. En relación con los escasos indicadores referidos al cuarto trimestre, por el momento se aprecian pocos cambios en estas tendencias que quepa atribuir a los dramáticos acontecimientos que tuvieron lugar en EEUU, el 11 de septiembre pasado; sin embargo, la información es todavía demasiado escasa y poco concluyente para poder realizar una valoración de las consecuencias de esos sucesos para la economía española.

Los indicadores de consumo privado han iniciado el cuarto trimestre del año registrando una pérdida de dinamismo adicional, recogida también por el indicador de confianza de los consumidores, que retrocedió dos puntos en el mes de octubre (véase gráfico 1). Este dato negativo, que quebró la ligera mejoría que había experimentado el índice de confianza en agosto y septiembre, fue debido, esencialmente, a un deterioro de las expectativas de ahorro para los próximos meses y a la tendencia al alza que muestran las opiniones sobre el paro, mientras que las expectativas sobre la situación económica se mantienen estables. El indicador de confianza del comercio al por menor registró un sensible retroceso de seis puntos en octubre, arrastrado por el deterioro en la previsión del volumen de negocio, y retornó a los niveles negativos que ya mostrara en el segundo trimestre. También el índice general de ventas de comercio al por menor recortó de forma significativa su tasa de crecimiento interanual, en términos reales, hasta el 0,8% en el mes de septiembre; sin embargo, las ventas de productos alimenticios mantienen tasas de crecimiento elevadas, que también se perciben en el indicador de disponibilidades de estos productos. Por su parte, el importante avance de la matriculación de automóviles en octubre, estimado en un 7,6% en tasa interanual, compensó solo en parte el descenso de septiembre, del 4,3%, habiéndose registrado una desaceleración en el conjunto de los dos meses. El indicador de disponibilidades

GRÁFICO 1

Indicadores de demanda y actividad (a)



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

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

(b) Nivel de la serie original.

de bienes de consumo mantiene tasas de crecimiento tendencial reducidas.

El indicador de disponibilidades de bienes de equipo —estimado con información de comercio exterior hasta el mes de agosto y de producción industrial hasta septiembre— ha seguido mostrando tasas de variación negativas en su componente tendencial, a pesar de que la producción interior ha registrado una cierta mejoría en su evolución, en los meses de agosto y septiembre. Las importaciones de estos bienes han continuado disminuyendo, en términos interanuales, aunque también las ventas al exterior han acentuado el perfil contractivo que vienen presentando desde el segundo trimestre del año. En el conjunto del tercer trimestre, el índice de clima industrial del sector productor de bienes de equipo registró un deterioro adicional al que ya se observó en el segundo, aunque de menor intensidad, destacando los retrocesos de las variables relativas a la evolución prevista de la producción y de la cartera de pedidos.

Los indicadores contemporáneos del gasto en construcción cerraron el tercer trimestre del año con un tono general de suave desaceleración, en tanto que el indicador de confianza del sector se situó en el mes de octubre en valores similares a los del resto del año, manteniéndose la evolución positiva de las opiniones sobre tendencia de la contratación junto con el paulatino deterioro de las referidas al empleo. Tanto el consumo aparente de cemento como la fabricación de materiales para la construcción moderaron su ritmo de crecimiento interanual en el conjunto del tercer trimestre (hasta el 7% y el 0,7%, respectivamente), si bien el consumo de cemento se recuperó en octubre. Por otro lado, los indicadores de empleo en la construcción, afiliados a la Seguridad Social y EPA, también perdieron dinamismo en los meses de verano (aunque con incrementos interanuales del 6,5% y del 5,8%, respectivamente), mientras que el paro registrado continuó aumentando en octubre, por quinto mes consecutivo. Entre los indicadores de carácter adelantado, los relativos a la edificación siguen mostrando una tendencia descendente. La superficie a construir disminuyó un 2,4% en el período enero-abril, según las licencias de edificación, y un 12,6% hasta el mes de mayo, según los visados de dirección de obra, aunque en ambos casos destaca el dinamismo de la edificación no residencial. La licitación oficial de obra civil recuperó cierto vigor en los meses de abril y mayo, tras el fuerte descenso del primer trimestre del año, mientras que la edificación pública ha continuado aumentando.

A lo largo de los ocho primeros meses del año, los intercambios con el exterior se han de-

sarrollado a ritmos cada vez más reducidos. En coherencia con el intenso debilitamiento del comercio mundial, las exportaciones de mercancías han experimentado una notable desaceleración desde el inicio de 2001, aunque en el mes de agosto recuperaron cierto dinamismo, al aumentar a una tasa interanual del 1,6%; en el período enero-agosto su incremento fue del 4,7%, muy inferior al observado en los primeros ocho meses de 2000 (12,8%). Los datos de agosto vinieron a confirmar la desaceleración de las ventas a los países de la zona del euro, mientras que las destinadas al resto de países integrantes de la Unión Europea experimentaron un mayor vigor. Las exportaciones hacia el resto del mundo, por su parte, continuaron presentando ritmos de variación negativos en términos reales. A pesar de que las importaciones se recuperaron en agosto, con una tasa de crecimiento interanual del 4,5%, en términos reales, continúan mostrando una clara tendencia a la desaceleración: en el conjunto de los ocho primeros meses del año su incremento fue del 4,9%, frente al 10,5% de un año antes, destacando la pérdida de vigor de las compras al exterior de productos no energéticos y, especialmente, de bienes de equipo. El déficit comercial se redujo un 2,7% en el mes de agosto, situando su crecimiento acumulado en los ocho primeros meses en el 0,8%. Según los datos de balanza de pagos, el déficit por cuenta corriente en ese período fue de 9.007 millones de euros, prácticamente un 14% menos que en los mismos meses del año 2000. Además de la balanza comercial, las balanzas de servicios y de transferencias también contribuyeron a la corrección del desequilibrio por cuenta corriente, compensando el deterioro del saldo de rentas. En particular, los ingresos netos derivados del turismo y viajes aumentaron a un ritmo del 11% en los ocho primeros meses del año. La cuenta de capital presentó un superávit de 4.568 millones de euros en el período enero-agosto, frente a los 3.748 millones del año anterior, debido a la mayor cuantía de las transferencias de capital recibidas de la UE.

El índice de producción industrial finalizó el tercer trimestre del año con tasas de variación interanual negativas (un -2,5% en septiembre, que se convierte en -0,7%, en términos de la serie corregida de los efectos del calendario), tras haber experimentado un crecimiento anómalo en el mes de agosto (véase el gráfico 1). Atendiendo al destino económico de los bienes, la producción de bienes de consumo mantuvo un comportamiento acusadamente contractivo, arrastrada por su componente no alimenticio, en tanto que la fabricación de bienes de equipo mostró un crecimiento prácticamente nulo, superando la fase de tasas negativas que registró en los meses centrales del año, y la producción

de bienes intermedios se vio favorecida por la evolución expansiva de la producción energética. El indicador de confianza en la industria, que se mantuvo estable a lo largo del tercer trimestre, experimentó un deterioro en el mes de octubre, debido a una caída en la valoración de la cartera de pedidos interna, a la que se sumaron un deterioro de la tendencia prevista para la producción y un ligero aumento del nivel de existencias. La menor actividad de la industria se vio reflejada en el porcentaje de utilización de la capacidad productiva, que descendió en prácticamente dos puntos porcentuales en el tercer trimestre (1), hasta el 78,3%, al tiempo que las previsiones de empleo y exportación, así como la valoración de los nuevos pedidos, se deterioraron sensiblemente.

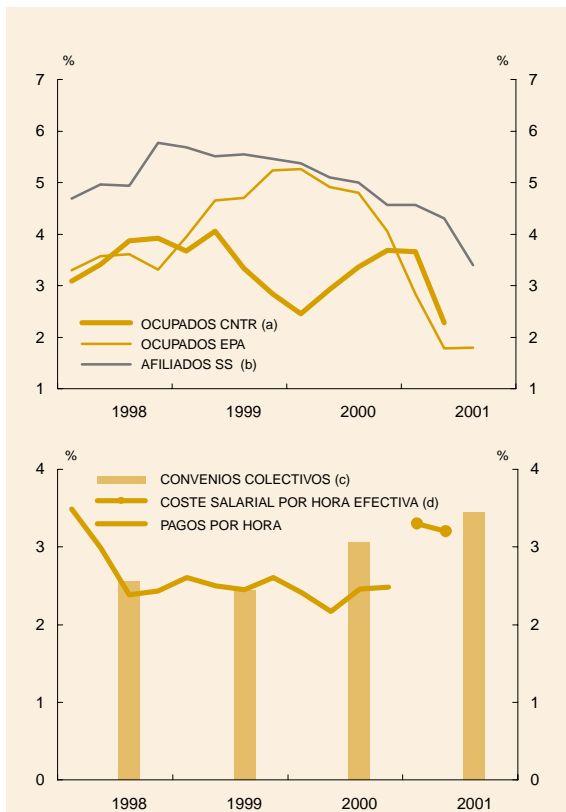
La información más reciente relativa al empleo ha mostrado un freno en su proceso de desaceleración. En el mes de octubre, las afiliaciones a la Seguridad Social se incrementaron un 3,3%, en términos interanuales, tasa muy próxima a la media del 3,4% registrada en el tercer trimestre, si bien ello no impidió que el paro registrado experimentara un aumento significativo en ese mes, que situó su tasa de variación interanual en el 0,6%, dando fin a un largo período, de más de siete años, de descensos ininterrumpidos. Por ramas de actividad, cabe destacar especialmente el aumento del paro en los servicios. En otro artículo de este *Boletín* se analizan los resultados correspondientes a la EPA del tercer trimestre, que ha situado el crecimiento interanual del número de ocupados en el 1,8%, tasa similar a la del segundo trimestre del año (véase gráfico 2); la tasa de paro, por su parte, se redujo en dos décimas, pasando a ser del 12,8% de la población activa.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, la ejecución del Estado hasta octubre se saldó con un superávit de 714 mm de pesetas (0,7% del PIB), algo mayor que el registrado en el período enero-octubre del año 2000 (671 mm de pesetas, también el 0,7% del PIB). Los ingresos prolongaron la senda de recuperación de meses anteriores y crecieron un 4,5% (3,8% hasta septiembre), impulsados, sobre todo, por el incremento en un 5,9% de los impuestos sobre la renta y el patrimonio. Por el contrario, la imposición indirecta mantuvo un crecimiento de solo el 2,8%. Por su parte, los gastos redujeron ligeramente su ritmo de crecimiento (4,4% hasta octubre, frente al 4,6% hasta septiembre), ya que la desaceleración de las transferencias a otras AAPP superó a la aceleración del gasto en consumo final. La información disponible en

(1) La Comisión Europea fecha estas cifras en el cuarto trimestre de 2001.

GRÁFICO 2

Empleo y salarios Tasas de variación interanuales



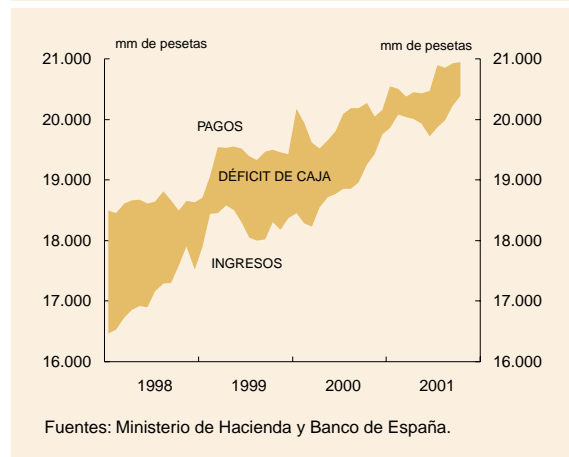
Fuentes: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales e Instituto Nacional de Estadística.

- (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 octubre.
 (d) Tasa de crecimiento publicada en el Índice de Costes Laborales. No es totalmente comparable con la Encuesta de Salarios.

términos de caja proporciona un déficit del Estado de 209 mm de pesetas hasta octubre de 2001, frente al déficit de 45 mm en el mismo período del año anterior (véase gráfico 3). Los ingresos crecieron un 3,8% hasta octubre (3,4% hasta septiembre). Esta ligera aceleración de los ingresos se debió a la favorable evolución de los no impositivos, que pasaron de una tasa negativa (-4,6%) hasta septiembre a un crecimiento del 0,7% hasta octubre, debido a las mayores transferencias de capital procedentes de la Unión Europea en este último mes. La recaudación impositiva, sin embargo, experimentó una desaceleración en octubre, con la única excepción significativa del IRPF, que continuó corrigiendo el efecto del adelanto de devoluciones respecto al año anterior. En cuanto al gasto, se observó cierta desaceleración (creció un 4,8% hasta octubre, frente al 5,1% hasta septiembre), debida a la evolución de los pagos por intereses y de las transferencias corrientes, mientras que los pagos de capital registraron una importante aceleración.

GRÁFICO 3

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



Fuentes: Ministerio de Hacienda y Banco de España.

2. PRECIOS Y COSTES

La desaceleración que viene registrando el IPC en los últimos meses se intensificó en octubre, al reducirse su tasa de crecimiento interanual hasta el 3% (véase gráfico 4). Sin embargo, el IPSEBENE registró una aceleración de dos décimas en su tasa interanual, hasta alcanzar el 3,7%, poniendo de manifiesto que el mejor comportamiento del índice general ha respondido, en gran medida, a sus elementos más variables. Por otra parte, los datos relativos a la negociación colectiva muestran que el aumento salarial medio pactado en los convenios registrados hasta el 31 de octubre se mantuvo estable en el 3,5%.

Entre los componentes del IPC, tanto los precios energéticos como los correspondientes a los alimentos no elaborados redujeron sensiblemente su ritmo de avance en octubre. Los precios energéticos disminuyeron un 6,8%, en relación con el mismo mes de 2000, frente al -3% en septiembre, debido a importantes recortes en los precios de los carburantes, del gasóleo de calefacción y del butano. Los precios de los alimentos no elaborados, por su parte, se desaceleraron en 1,5 puntos porcentuales, en tasa interanual, hasta el 6,9%. Entre los restantes componentes del IPC, los precios de los servicios y los de los bienes industriales no energéticos mantuvieron tasas interanuales similares a las del mes anterior, en el 3,9% y el 2,6%, respectivamente, mientras que los precios de los alimentos elaborados intensificaron sus subidas, por segundo mes consecutivo, aumentando en ocho décimas su tasa de variación interanual hasta el 5,1%.

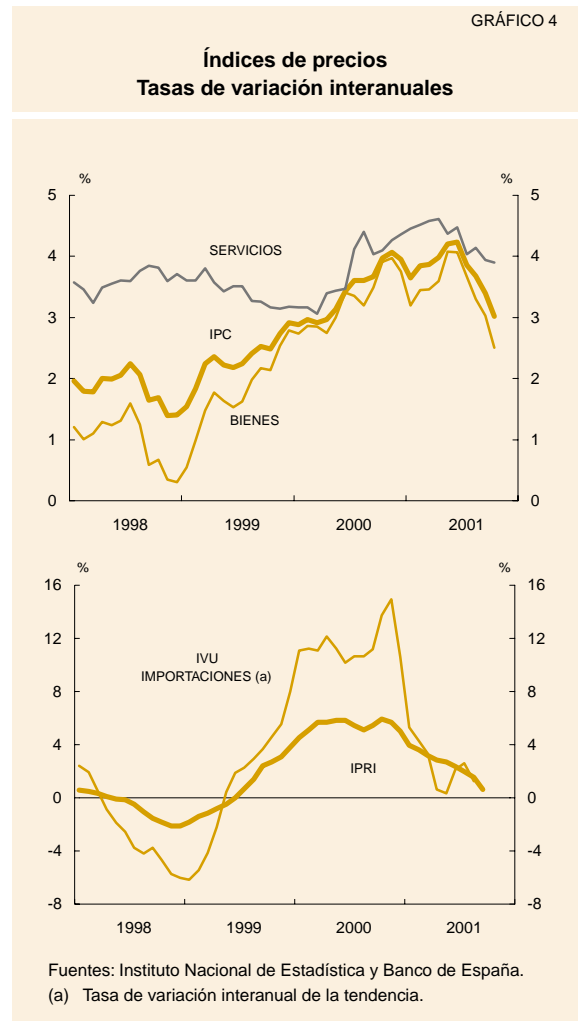
El IAPC registró una caída intermensual del 0,1% en octubre, y su tasa de crecimiento inter-

anual se redujo en dos décimas, hasta el 3,2%. La desaceleración del IAPC español fue más intensa que la del conjunto de la UEM, donde creció un 2,4%, por lo que el diferencial de inflación registró una disminución adicional a la ya observada en septiembre, hasta las siete décimas de punto porcentual. Cabe destacar el estrechamiento del diferencial de inflación en los servicios y la aparición o ampliación de diferenciales de inflación negativos en los casos de los alimentos no elaborados y de la energía.

En cuanto al resto de indicadores de precios, el IPRI prolongó en septiembre la senda de desaceleración que presenta desde los últimos meses de 2000, incrementándose un 0,1%, en relación con agosto, y reduciendo su tasa de crecimiento interanual hasta el 0,6%. La trayectoria de los precios industriales ha venido determinada por la desaceleración de sus principales componentes, especialmente acentuada en el caso de los bienes intermedios y, más concretamente, de los energéticos. Con relación a los precios agrarios, el índice de precios percibidos por los agricultores se aceleró en agosto, hasta alcanzar un incremento interanual del 8,2%, frente al 5,5% registrado en julio, mientras el indicador que aproxima el IPC de alimentos no elaborados —el índice de precios de los alimentos destinados al consumo humano— se desaceleró marginalmente, manteniendo tasas de crecimiento interanual elevadas, del 8,6%. Finalmente, los precios de importación, medidos por los Índices de Valor Unitario (IVU), retomaron en agosto el perfil de desaceleración de meses anteriores, descendiendo un 0,3%, en términos interanuales, tras el significativo repunte observado en julio, y los IVU de exportación se aceleraron en agosto, hasta alcanzar el 6,1% de crecimiento interanual.

3. EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA EN LA UEM

Los indicadores económicos publicados durante el mes de noviembre confirman un significativo deterioro de la actividad económica en Estados Unidos, aunque algunos indicadores apuntan a una evolución algo más positiva. Conforme a las primeras estimaciones disponibles, el PIB del tercer trimestre registró un descenso del 0,4%, en tasa trimestral anualizada, resultado de una desaceleración del consumo y de una fuerte contracción de la inversión y de los inventarios. La contribución del sector exterior fue positiva, aunque las exportaciones cayeron. Los indicadores de actividad se han caracterizado en el mes de octubre por un marcado deterioro. El índice NAPM de manufacturas registró una caída desde el 47 hasta el 39,8,



muy por debajo del nivel de 50 indicativo de mantenimiento de la actividad y que por tanto muestra una situación claramente recesiva; la producción industrial disminuyó un 1,1%, (el mayor descenso observado en el índice desde 1980), mientras que la utilización de la capacidad productiva se situó en el 74,8%, la tasa más baja desde el año 1983. Por su parte, el empleo ha sufrido una fuerte contracción (disminución de 415 mil empleos, aumento de la tasa de desempleo hasta el 5,4% y reducción de las horas trabajadas en un 0,7%), en un contexto en el que los indicadores de confianza, tanto de consumo como empresariales, han registrado un notable retroceso. Entre los escasos indicadores positivos destacan las ventas al por menor en octubre, que registraron una fuerte subida, favorecidas por la evolución en ese mes de las ventas de automóviles, la evolución del índice de precios al consumo, que en octubre registró un aumento en tasa interanual del 2,1%, frente al 2,6% anterior, y la robusta situación del mercado de la vivienda. Las políticas monetaria y fiscal se están utilizando activamente para estimular la demanda agregada y deberían empezar a tener efecto, aunque las

Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	2001					
	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV (c)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):						
Índice de Producción Industrial	1,8	-1,6	0,9	-0,6		
Comercio al por menor	1,5	1,6	1,5			
Matriculaciones de turismos nuevos	7,3	-1,5	-0,5	-1,2		
Indicador de confianza de los consumidores	-3	-6	-8	-9	-10	
Indicador de clima industrial	-7	-9	-10	-11	-16	
IAPC	3,1	2,8	2,8	2,5	2,4	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):						
M3	6,3	6,5	6,7	7,6		
M1	4,0	3,5	3,7	5,2		
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	5,7	5,8	5,5	5,1		
<i>AAPP</i>	-3,1	-2,1	-1,6	-1,3		
<i>Otros sectores residentes</i>	8,4	8,1	7,6	6,9		
EONIA	4,54	4,51	4,49	3,99	3,97	3,60
EURIBOR a tres meses	4,45	4,47	4,35	3,98	3,60	3,39
Rendimiento bonos a diez años	5,21	5,25	5,06	5,04	4,82	4,59
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,12	0,05	-0,03	-0,26	-0,20	-0,15
Tipo de cambio dólar/euro	0,853	0,861	0,900	0,911	0,906	0,891
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	-10,4	-13,4	-19,7	-30,5	-27,7	-20,7

Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Banco Central Europeo y Banco de España.
(a) Tasa de variación interanual, excepto en los indicadores de confianza.
(b) Tasa de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales.
(c) Media del mes hasta el día 21 de noviembre de 2001.
(d) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 20 de noviembre de 2001.

perspectivas de recuperación económica, para la mayoría de analistas públicos y privados, se han retrasado de nuevo hasta la segunda mitad de 2002.

En los mercados financieros, el dólar se ha apreciado moderadamente, en un contexto en el que la evolución de la renta variable ha mejorado —en parte a expensas de la renta fija, especialmente la privada—, mientras los acontecimientos en Afganistán se desenvuelven con gran rapidez. Por su parte, las curvas de tasas de interés *forward* parecen indicar un cierto optimismo financiero respecto a la recuperación del ritmo de actividad en Estados Unidos. Este optimismo implícito en los precios, no coincidente plenamente con las revisiones bajistas de crecimiento mencionadas en el párrafo anterior, se fundamenta en unas expectativas de rápida efectividad de los estímulos monetarios y fiscales instrumentados y en algunos indicadores económicos positivos mencionados anteriormente.

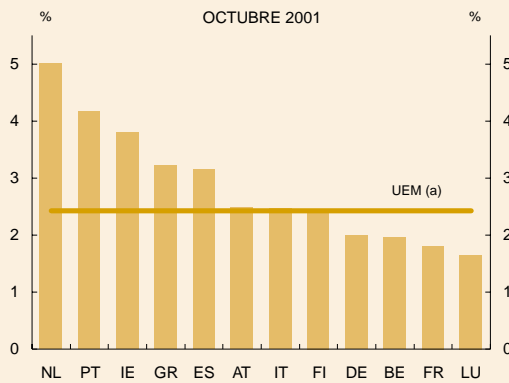
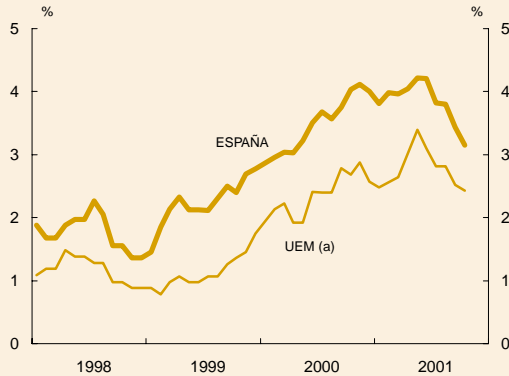
En Japón, conforme a los indicadores disponibles, la economía ha entrado en recesión en

el tercer trimestre del año, con una fuerte caída en la actividad industrial, un fuerte deterioro en el mercado de trabajo y una rápida disminución del superávit exterior —el excedente comercial en octubre se redujo en un 32,9%, en términos interanuales—, en un entorno caracterizado por el notable retroceso de las exportaciones y, en menor medida, de las importaciones. Esta reducción del comercio internacional está siendo muy acusada también en las economías asiáticas dependientes de la exportación de materiales asociados a la nueva economía. Además, en Japón, los últimos indicadores señalan un agravamiento de las presiones deflacionistas (los precios al por mayor en octubre cayeron un 0,5% y el deflactor del PIB descendió un 1,1% en el segundo trimestre del año). Las autoridades económicas niponas aprobaron en octubre un nuevo programa de impulso fiscal, al tiempo que se moderaron las presiones apreciadoras sobre el yen, que habían motivado en septiembre cuantiosas intervenciones cambiarias.

En Latinoamérica, la evolución económica se agravó ante el negativo contexto económico

GRÁFICO 5

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



Fuente: Eurostat.

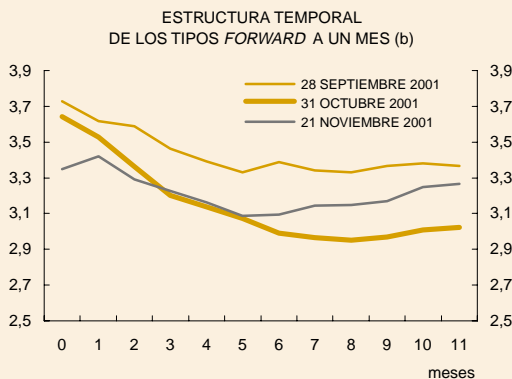
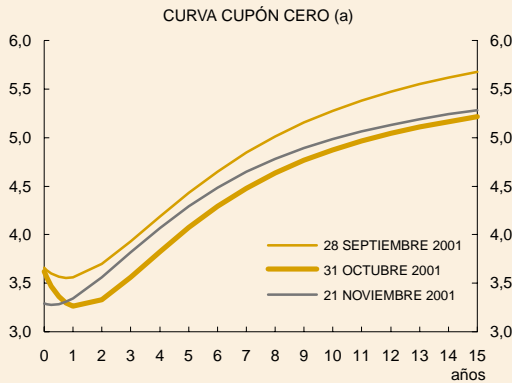
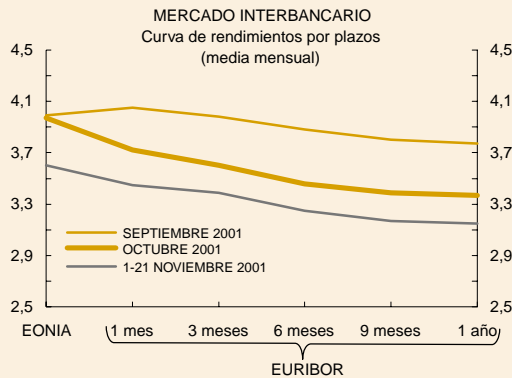
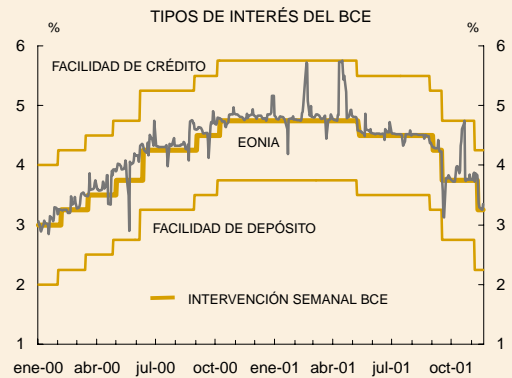
(a) Incluye Grecia en 2000 y 2001.

internacional. En Méjico se registró durante el tercer trimestre del año un descenso en el PIB del 1,6%, en tasa interanual, mientras que los indicadores en Argentina agudizaron su evolución negativa de meses anteriores, en un contexto financiero particularmente adverso. No obstante, los efectos de contagio sobre el área de la difícil situación en este último país han sido muy limitados en el último mes. Cabe destacar la disociación en dicho período de los indicadores financieros brasileños respecto a los argentinos.

En el área del euro, la publicación de la estimación final de Contabilidad Nacional del segundo trimestre de 2001 no ha supuesto ningún cambio en la tasa de variación del PIB, aunque ha modificado ligeramente su composición. Así, se ha confirmado que el crecimiento del producto en ese período se elevó a un 0,1%, en términos intertrimestrales, cuatro décimas por debajo de la tasa registrada en el primer trimestre del año, y a un 1,7%, en términos interanuales. Por componentes, el consumo se ha consolidado como la variable que presenta una evolución más dinámica en el primer semestre del año. En relación con la es-

GRÁFICO 6

Tipos de interés en la zona del euro



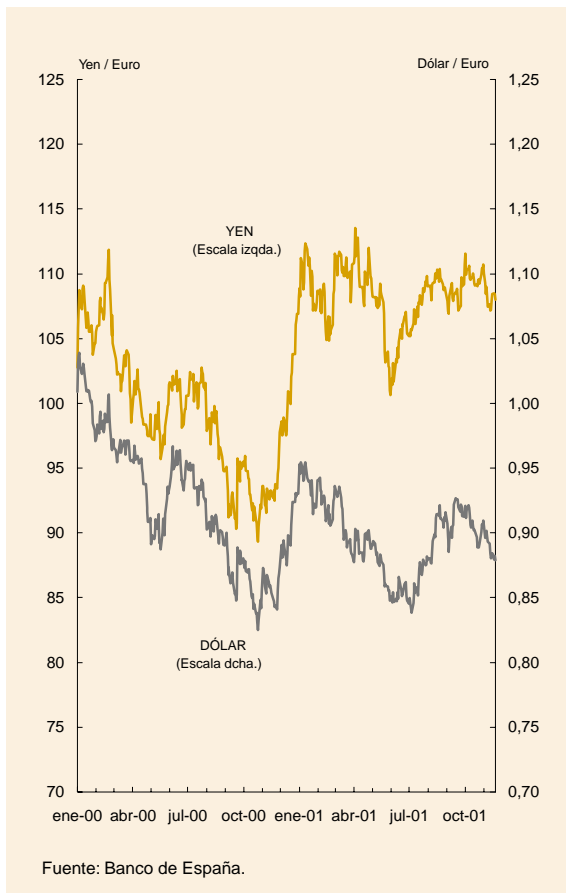
Fuentes: Banco de España y BCE.

(a) Estimación con datos del mercado de swaps.

(b) Estimados con los datos del Euribor.

GRÁFICO 7

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



timación anterior, se han revisado notablemente al alza las tasas de avance de las exportaciones, hasta el $-0,1\%$, y de las importaciones, hasta el $0,5\%$. No obstante, la aportación negativa de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del producto no ha variado, manteniéndose en 0,2 puntos porcentuales.

Los indicadores más recientes, referidos en su mayor parte al tercer trimestre del año, señalan el mantenimiento de un ritmo de crecimiento próximo a cero. En este sentido apuntan el incremento intertrimestral del índice de producción industrial en este trimestre, que se redujo un $0,3\%$, y las estimaciones provisionales del crecimiento del PIB en dicho período de algunos países del área. En concreto, en Italia el PIB creció un $0,2\%$ en relación con el trimestre anterior, por encima del $0,0\%$ registrado en el segundo trimestre; en Francia, la fortaleza del consumo contribuyó a que el crecimiento intertrimestral del PIB alcanzara el $0,5\%$; en Holanda, el PIB decreció un $0,4\%$, mientras que en Alemania se redujo un $0,1\%$. Por otra parte, las encuestas de opinión de octubre de la Comisión reflejan un importante efecto negativo de los atentados terroristas sobre la

confianza empresarial, como ya había avanzado en septiembre, y confirmado en octubre, la encuesta de directores de compras de las manufacturas (véase cuadro 1). Los indicadores de opinión relativos al sector servicios también han mostrado un notable deterioro en octubre. Sin embargo, el efecto del atentado sobre la confianza de los consumidores ha sido menos perceptible, ya que el registro de octubre ha supuesto un empeoramiento en este indicador de solo un punto, manteniéndose la tendencia observada los últimos meses. Recientemente, la Comisión Europea, la OCDE y el FMI han publicado sus previsiones económicas para la UEM. Coinciden en situar la tasa de crecimiento del PIB en la UEM entre el $1,3\%$ - $1,4\%$ en el año 2002, significativamente por debajo de las estimaciones realizadas en primavera.

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) registró en octubre un crecimiento interanual del $2,4\%$, una décima menos que el mes anterior (véase gráfico 5). Esta nueva disminución de la inflación —que acumula una caída de un punto desde el máximo alcanzado en mayo— se explica por la reducción de los precios energéticos, en línea con el comportamiento reciente de la cotización del barril de petróleo, que compensó la ligera subida experimentada por los alimentos elaborados y servicios, ya que el incremento de los precios del resto de componentes del índice se mantuvo estable. Así, el índice de precios de los servicios y de los bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE), que incluye los componentes menos volátiles, creció en octubre un $2,5\%$, en términos interanuales, una décima más que el mes anterior. Por último, el índice de precios industriales prolongó en septiembre la tendencia descendente de su tasa de variación interanual, hasta alcanzar el $0,7\%$, un punto inferior a la de agosto. Aunque esta trayectoria del IPRI sigue dominada por los precios energéticos, los demás componentes también registraron, en general, recortes de sus ritmos de avance.

Dada la mejora de las perspectivas inflacionistas, como consecuencia, entre otros factores, de la ralentización del crecimiento de la actividad, el Banco Central Europeo disminuyó los tipos de interés oficiales en su primera reunión de noviembre en 50 puntos básicos. Es la cuarta vez en el año que el Banco Central Europeo ha recortado tipos, lo que ha supuesto una rebaja acumulada de un punto y medio con respecto al nivel de enero. Tras esa decisión, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se ha situado en el $3,25\%$, y los de las facilidades marginales de depósito y crédito en el $2,25\%$ y en el $4,25\%$, respectivamente. En dicha reunión, el Consejo de Gobierno del BCE decidió que, en lo sucesivo, y como re-

CUADRO 2

Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1998	1999	2000	2001				
	DIC	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV (a)
BANCARIOS:								
Tipo sintético pasivo	2,06	1,98	3,02	2,88	2,87	2,66	2,52	...
Tipo sintético activo	5,15	5,03	6,35	5,83	5,89	5,55	5,33	...
TESORO:								
Subasta de letras a doce meses (b)	2,95	3,75	4,71	4,25	4,01	3,53	3,25	2,91
Subasta de bonos a tres años	3,54	4,56	4,81	4,65	...	4,30	...	3,28
Subasta de obligaciones a diez años	4,32	5,38	5,24	5,46	5,25	5,24	4,95	4,55
MERCADOS SECUNDARIOS (c):								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,88	3,60	4,70	4,21	4,01	3,60	3,27	3,00
Deuda pública a diez años	4,08	5,37	5,20	5,35	5,16	5,14	4,91	4,68
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,20	0,19	0,29	0,32	0,31	0,31	0,29	0,30
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	37,19	16,22	-12,68	-6,01	-8,16	-18,03	-13,27	-3,07
Diferencial renta fija privada								
con letras del Tesoro a 12 meses	0,40	0,24	0,29	0,19	0,18	0,28	0,24	0,17
Diferencial renta fija privada								
con deuda pública a diez años	0,36	0,41	0,70	0,68	0,73	0,63	0,65	0,64

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

gla general, la valoración del tono de la política monetaria y, por tanto, las decisiones con respecto a eventuales modificaciones de los tipos de interés oficiales tendrán lugar en la primera reunión de las dos que, normalmente, celebra cada mes.

A lo largo de octubre y hasta principios de noviembre, los tipos de interés del mercado monetario fueron reduciéndose, mientras que la curva de rendimientos en ese mercado presentaba una pendiente ligeramente negativa, que reflejaba las expectativas de disminución de los tipos oficiales. A mediados de noviembre, sin embargo, se ha registrado un cierto repunte en los plazos más largos de manera que el día 20 de noviembre los tipos de interés EONIA (*European Overnight Index Average*) y EURIBOR a todos los plazos se encontraban en torno al 3,3%. En relación con los niveles de finales de octubre, esto ha supuesto una reducción próxima a 20 puntos básicos para el tipo EURIBOR a uno y tres meses, un mantenimiento en el EURIBOR a seis meses y un ligero repunte en los plazos más largos (nueve y doce meses), reflejando una moderación de las expectativas de bajadas de tipos de interés en los próximos meses (véase gráfico 6). En la actualidad, se anticipa únicamente un recorte de un cuarto de

punto en la primavera de 2002. Estos cambios recientes en los tipos de interés a corto plazo coinciden con un movimiento similar, aunque de magnitud algo inferior, en Estados Unidos. Como se ha señalado al principio de este apartado, el rápido desenlace de la guerra en Afganistán, la caída del precio del petróleo y la favorable evolución de las ventas al por menor en octubre, en EEUU, parecen encontrarse detrás de esta evolución de las curvas de rendimiento. En el mercado secundario de deuda pública, el tipo de interés a diez años ha registrado un movimiento similar al de los tipos del mercado monetario a plazos más largos, de forma que, tras presentar una tendencia descendente hasta principios de noviembre, ha comenzado a repuntar. Este aumento ha sido más intenso en Estados Unidos, de forma que el día 20 de noviembre el tipo de interés de los bonos a diez años en este país se situaba en el 4,9%, unos diez puntos básicos por encima del tipo a largo plazo de la UEM.

En los mercados de renta variable, la fuerte corrección a la baja de las cotizaciones tras los atentados terroristas del 11 de septiembre vino seguida por movimientos de signo contrario y magnitud similar, de modo que los índices bursátiles se han colocado, recientemente, incluso

Medios de pago, otros pasivos bancarios y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras, los hogares e ISFL (a). Crecimiento interanual (T1,12)

	2001	2000	2001			
	SEP (b)	DIC	JUN	JUL	AGO	SEP
Medios de pago (MP)	280,8	4,4	4,6	3,5	3,5	3,7
Efectivo	49,5	-0,4	-4,4	-5,6	-6,4	-8,5
Depósitos a la vista	118,1	9,1	8,5	6,6	7,0	6,8
Depósitos de ahorro	113,2	2,4	5,1	4,9	4,9	6,5
Otros pasivos bancarios (OPB)	239,7	19,7	15,9	14,0	13,7	11,7
Depósitos a plazo	188,8	25,4	22,8	21,4	21,2	19,6
Cesiones y valores bancarios	34,0	11,2	-1,8	-5,0	-3,6	-4,6
Depósitos en el exterior (c)	16,9	-8,5	-6,5	-11,7	-14,9	-19,7
Fondos de inversión	144,9	-17,2	-11,3	-10,7	-12,0	-12,9
FIAMM	37,6	-21,9	2,2	6,5	9,9	16,9
FIM renta fija en euros	26,4	-33,4	-7,1	-1,6	1,1	4,5
Resto de fondos	81,0	-10,4	-16,5	-18,1	-21,5	-25,7
PRO MEMORIA:						
AL1 = MP + OPB + FIAMM	558,1	8,0	9,0	7,9	8,1	7,8
AL2 = AL1 + FIM renta fija en euros	584,4	5,1	8,2	7,5	7,8	7,7
M3-UEM	5.379,2	4,8	6,3	6,5	6,7	7,6
M3-componente español	603,2	7,4	10,5	9,5	10,3	10,0

Fuente: Banco de España.
(a) La información de este cuadro tiene carácter provisional.
(b) Saldo en miles de millones de euros.
(c) Depósitos de residentes en sucursales extranjeras de entidades de depósito residentes.

algo por encima de los niveles previos a dicho acontecimiento. En concreto, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio se situaba a mediados de noviembre un 3,4% por encima del nivel alcanzado en los días previos al atentado.

A lo largo de noviembre, el euro se ha depreciado en comparación con el dólar y el yen. Frente a la divisa norteamericana, la pérdida de valor ha sido de un 2,4% durante las dos primeras semanas del mes, mientras que frente al yen la caída ha sido algo inferior, un 2,2%. En este período, el índice de tipo de cambio nominal frente a los países desarrollados disminuyó un 1,8%.

En relación con la evolución de los agregados monetarios, la tasa de incremento interanual de M3 en septiembre fue del 7,6%, nueve décimas por encima del dato de agosto, como resultado, en gran medida, de la mayor demanda de liquidez que ha provocado la situación de elevada incertidumbre. Hay que señalar que dicha evolución continúa sesgada al alza por el efecto de las tenencias, por parte de no residentes, de activos negociables incluidos en M3, cuyo impacto se

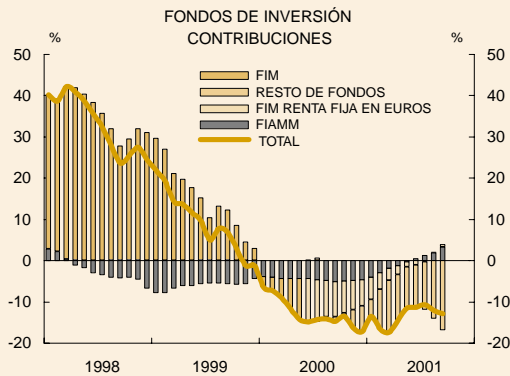
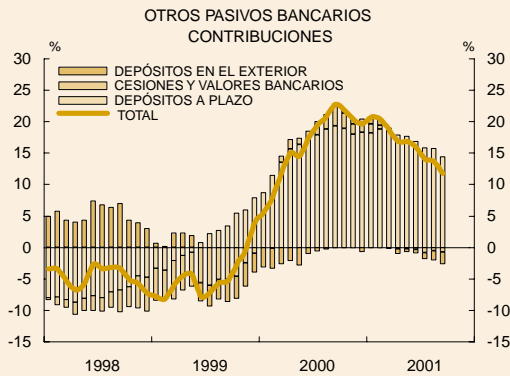
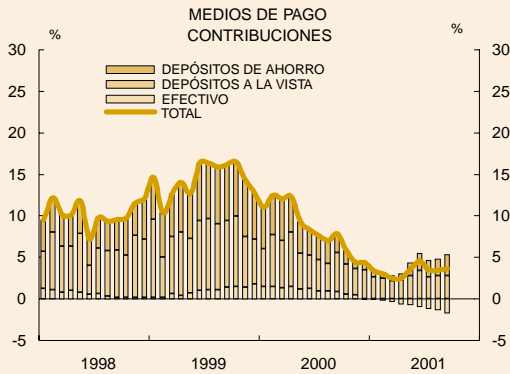
espera será corregido coincidiendo con la publicación del dato de octubre. La media de las tasas interanuales de crecimiento de M3 para el período comprendido entre julio y septiembre de 2001 ascendió al 6,9%, frente al 6,5% correspondiente al trimestre junio-agosto. En cuanto a las contrapartidas de M3, continuó la gradual desaceleración —en esta ocasión en siete décimas— de la tasa interanual de crecimiento del crédito de las Instituciones Financieras y Monetarias (IFM) al sector privado, que se situó en el 6,9%. Por su parte, los activos netos exteriores de las IFM aumentaron en 44 mm de euros, lo que ha supuesto, por primera vez en el transcurso del año, un aumento acumulado de 2 mm de euros en los últimos 12 meses.

4. FLUJOS Y MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

Los últimos datos disponibles, correspondientes a los meses de septiembre y octubre, parecen confirmar la moderación del grado de holgura de las condiciones monetarias y financieras de la economía española, al tiempo que

GRÁFICO 8

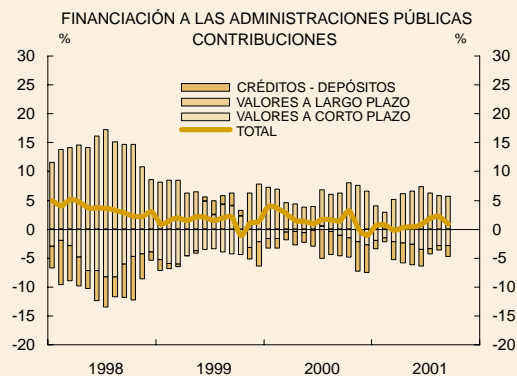
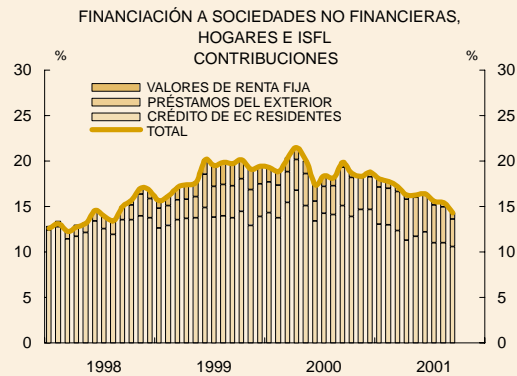
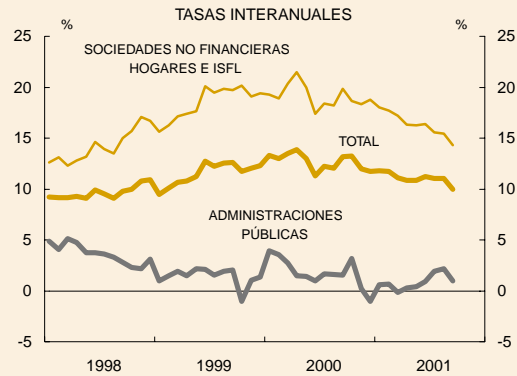
Medios de pago, otros pasivos bancarios y participaciones en fondos inversión de las sociedades no financieras, los hogares e ISFL



Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 9

Financiación a los sectores residentes no financieros



Fuente: Banco de España.

se reducen las diferencias con las existentes en la UEM en su conjunto. La evolución del crédito a los sectores no financieros en nuestro país mantiene la trayectoria de desaceleración que se ha observado desde comienzos de año, y el crecimiento de los saldos mantenidos por los agentes privados en activos líquidos continúa reduciéndose de forma progresiva.

Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela mantuvieron, en octubre, la trayectoria descendente que se viene observando durante los últimos meses, en

línea con lo ocurrido en los mercados monetarios y secundarios de renta fija (véase cuadro 2). Así, el tipo de interés sintético de activo descendió 20 puntos básicos, en relación con el del mes de septiembre, de forma que el recorte acumulado a lo largo del año está próximo a los 100 puntos básicos. Por tipo de operación, los tipos de los créditos a tipo variable fueron los que concentraron la mayor parte del descenso, mientras que en las operaciones a tipo fijo se registró un ajuste menor. La remuneración de las operaciones de pasivo también se redujo, aunque en menor cuantía. Así, durante

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

	2001	1999	2000	2001		
	SEP (b)	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP
1. Financiación total (2 + 3)	1.059,5	12,3	11,7	11,0	11,0	9,9
2. Sociedades no financieras, hogares e ISFL	742,5	19,4	18,8	15,5	15,4	14,3
Del cual:						
Crédito de entidades de crédito residentes	587,4	16,4	17,9	13,5	13,6	13,1
Valores de renta fija + financiación intermediada por fondos de titulización	42,2	33,6	8,5	6,6	8,0	12,7
3. Administraciones Públicas	317,0	1,4	-1,0	1,9	2,2	1,0
Valores a corto plazo	38,3	-11,0	-15,8	-20,6	-18,5	-18,5
Valores a largo plazo	279,1	10,9	8,3	7,7	7,2	6,9
Créditos - depósitos (c)	-0,4	-13,3	-15,1	-3,2	-2,7	-6,4

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.

el mes de octubre, los tipos sintéticos de pasivo disminuyeron 15 puntos básicos, de forma que el descenso acumulado desde comienzos de año es de 50 puntos básicos.

En octubre y en la parte transcurrida de noviembre, las rentabilidades negociadas en los mercados financieros de renta fija nacionales registraron reducciones adicionales. La evolución de los tipos de interés a corto plazo estuvo determinada por las expectativas, posteriormente confirmadas, de descensos en los tipos de intervención oficiales. De esta forma, el tipo marginal de emisión de las letras del Tesoro se redujo, hasta situarse por debajo del 3%. Asimismo, las rentabilidades negociadas en los mercados secundarios de deuda registraron descensos generalizados en todos los plazos, impulsados por la percepción, por parte de los participantes en el mercado, de una situación económica internacional más débil. Todo ello favoreció fuertes recortes en las rentabilidades negociadas en los plazos más largos, situando la referencia del bono español a diez años en niveles próximos al 4,5% (lo que supone un descenso de casi 50 puntos básicos desde los niveles fijados a finales de septiembre). La deuda pública estadounidense tuvo una evolución similar, si bien el anuncio, a finales de octubre, por parte del Tesoro de Estados Unidos, de la cancelación de las subastas al plazo de treinta años impulsó, adicionalmente, los movimientos de descenso del rendimiento, incrementando temporalmente su diferencial con la deuda pública alemana. No obstante, en los últimos días

de noviembre, las rentabilidades negociadas en los mercados internacionales de deuda han iniciado un cierto movimiento alcista, de forma que, al cierre de este artículo, la rentabilidad de la deuda española se ha situado en torno al 4,8%. Por su parte, el diferencial de la renta fija a corto plazo privada española con las letras del Tesoro se estrechó en 10 puntos básicos entre finales de septiembre y mediados de noviembre, situándose en niveles similares a los observados con anterioridad al 11 de septiembre.

Los mercados bursátiles nacionales, por su parte, registraron una trayectoria similar a la de otras plazas europeas y americanas. Las cotizaciones de los activos negociados recuperaron y sobrepasaron los niveles previos a los atentados del 11 de septiembre, al tiempo que la volatilidad de los precios descendió, aunque de forma más lenta, hasta los niveles anteriores a dicha fecha. Esta favorable evolución de los índices bursátiles, a pesar del mantenimiento de un entorno económico adverso, podría indicar que los agentes han corregido al alza la primera valoración que realizaron sobre las repercusiones de los atentados sobre las perspectivas de beneficio de las empresas, en un contexto de descensos en los tipos de interés de intervención en la mayor parte de los bancos centrales. En todo caso, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumula un descenso desde comienzos de año del 3%.

En cuanto a la evolución de las tenencias de activos financieros por parte de las sociedades no financieras y hogares, los datos correspon-

Modificaciones en la información presentada sobre los activos financieros líquidos de los hogares y las sociedades no financieras

La información sobre los flujos financieros que se presenta en este *Boletín económico* incorpora una serie de novedades. Así, en primer lugar, hay que señalar que, hasta el momento, el Banco de España empleaba un criterio de cartera para delimitar tres categorías de fondos de inversión: *FIAMM*, *FIM de renta fija nacional* y *Resto de fondos*. Este criterio se basaba, principalmente, en dos aspectos de la cartera efectiva del fondo: la proporción de valores de renta fija o variable y el carácter nacional o internacional de los valores. Sin embargo, discrepancias puntuales entre la auténtica vocación inversora de los fondos de inversión y sus carteras efectivas —que, en ocasiones, se explican por procesos de ajustes o de reclasificación— han provocado crecientes dificultades para el seguimiento de esta información. En consecuencia, se ha decidido sustituir el criterio de cartera por un criterio de vocación para clasificar, a estos efectos, los fondos de inversión.

Concretamente, se consideran, a partir de ahora, tres categorías —*FIAMM*, *FIM de renta fija en euros* y *Resto de fondos*—, que se elaboran a partir de las agrupaciones establecidas por la CNMV. Así, el agregado *FIM de renta fija en euros* incluye las categorías *FIM de renta fija a corto plazo* y *renta fija a largo plazo* de la CNMV, cuya vocación declarada es una inversión del cien por cien de sus recursos en activos de renta fija, de los que al menos el 95% estén denominados en euros. Por su parte, la categoría de *Resto de fondos* incluye las restantes agrupaciones de la CNMV; entre ellas, renta variable, renta fija internacional, fondos garantizados de renta fija y variable, fondos mixtos y fondos globales.

Una segunda novedad de este *Boletín económico* es la presentación de información sobre depósitos de residentes en sucursales en el extranjero de entidades de crédito residentes. Además, con el objetivo de reflejar de forma más clara la evolución de la demanda relativa de una variedad suficientemente amplia de activos financieros relativamente líquidos se ha modificado la presentación del resto de la información. El contenido es, ahora, más detallado, con una agrupación de los activos financieros en tres agregados distintos: *Medios de pago*, *Otros pasivos bancarios* y *Fondos de inversión*. El primero de ellos incluye el efectivo, los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro. Los *Otros pasivos bancarios* agrupan los depósitos a plazo, las cesiones y valores bancarios y los depósitos de residentes en sucursales de entidades residentes en el extranjero. Por último, el agregado de *Fondos de inversión* se desglosa, según los criterios explicados anteriormente, en *FIAMM*, *FIM de renta fija en euros* y resto de fondos. Adicionalmente, y con carácter de pro memoria, se presentan dos agregaciones más amplias (*AL1* y *AL2*), y se incorpora información sobre la contribución española al agregado *M3* de la UEM, así como sobre este último.

dientes al mes de septiembre confirmaron las tendencias de meses precedentes (véanse cuadro 3 y recuadro 1). El contexto de mayor incertidumbre continúa incentivando el desplazamiento hacia posiciones líquidas y de escaso riesgo. Los activos financieros más líquidos, agrupados en la definición de medios de pago, mantuvieron, en septiembre, ritmos de crecimiento reducidos (3,7%), con una composición similar a la observada con anterioridad (véase gráfico 8). En particular, el efectivo mantuvo la trayectoria descendente, que se inició en diciembre de 2000, acentuada a medida que se acerca la fecha de introducción de los billetes y monedas euros. La reducción del efectivo podría estar impulsando la adquisición de depósitos bancarios a la vista y de ahorro, que, durante el mes de septiembre, crecieron por encima del 6%, en términos interanuales.

Las posiciones mantenidas en depósitos a plazo, cesiones, valores bancarios y depósitos en el exterior volvieron a registrar cierta ralentización, aunque continúan creciendo a ritmos próximos al 12%, siendo el componente de depósitos a plazo el que presenta un mayor dinamismo (con una tasa de crecimiento en torno al 20%). Esta evolución parece indicar que dichos instrumentos están canalizando parte del nuevo ahorro del sector, así como desplazamientos desde activos con mayor riesgo.

En cuanto a la evolución de los fondos de inversión, las posiciones en dichos instrumentos mantuvieron, en septiembre, una tasa de crecimiento interanual negativa (–13%). No obstante, la distribución por tipo de fondo presenta un comportamiento diferenciado. El patrimonio de los *FIAMM* registró un fuerte avance (su tasa de crecimiento interanual se elevó hasta el 17%), cuando apenas hace un año registraba reducciones superiores al 20%. De nuevo, este comportamiento puede explicarse por un desplazamiento del ahorro desde instrumentos de mayor riesgo, ante la elevada incertidumbre que domina aún los mercados. El resto de fondos de inversión registró una pauta desigual: de una parte, el patrimonio de los fondos de inversión de renta fija en euros presentó, en septiembre, una tasa de variación interanual positiva, próxima al 5%, si bien esta parece deberse, fundamentalmente, a plusvalías de la cartera, más que a nuevas aportaciones netas de los inversores. Por su parte, el resto de fondos de inversión registró una contracción de su patrimonio del 25%, en términos interanuales, resultado condicionado por la evolución de los precios negociados en los mercados de renta variable.

En el mes de septiembre, la financiación total obtenida por el conjunto de los sectores residentes no financieros redujo su tasa de creci-

miento interanual en más de un punto porcentual, en relación con el mes precedente, hasta situarse en torno al 10% (véase cuadro 4). De esta forma, parece confirmarse la trayectoria de desaceleración de dicha magnitud en el período reciente, tanto para el sector público como para el privado.

La financiación de las sociedades no financieras y hogares, en línea con la moderación de la actividad económica, continuó, en septiembre, el proceso de reducción de sus ritmos de expansión. Su tasa de crecimiento interanual se situó en el 14%, mientras que, hace doce meses, estaba próxima al 20%. En cuanto a la distribución por instrumentos (véase gráfico 9), el principal componente de la financiación, los préstamos de las entidades de crédito residentes, evolucionó en línea con el agregado y redujo su tasa de crecimiento hasta el 13%. El resto de componentes, describió una evolución desigual: por un lado, la financiación aportada por el exterior moderó su crecimiento (hasta el 22%, frente al 30% precedente), mientras que los procesos de titulización del crédito siguen creciendo a un ritmo acelerado, como consecuencia de la política

de movilización de activos que han realizado las entidades financieras.

La información provisional correspondiente al mes de octubre indica una continuidad en la evolución descrita para los activos financieros y pasivos de las sociedades no financieras y hogares. En particular, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de entidades de crédito residentes mantiene la tendencia descendente y se sitúa en el 12,4%.

Por último, la tasa de crecimiento interanual de la financiación recibida por las Administraciones Públicas se redujo hasta el 1% en septiembre, frente al 2% en agosto. La distribución por instrumentos de dicha financiación refleja una evolución similar a la descrita en meses anteriores: los activos a corto plazo continuaron reduciendo sus saldos, en tasas próximas al 20%, y la aportación de fondos al sector se concentró en las emisiones de valores a largo plazo, cuyos volúmenes superaron las propias necesidades de financiación y, por tanto, permitieron incrementar las tenencias de activos financieros materializados en depósitos bancarios.

26.11.2001.