
Evolución reciente de la economía española

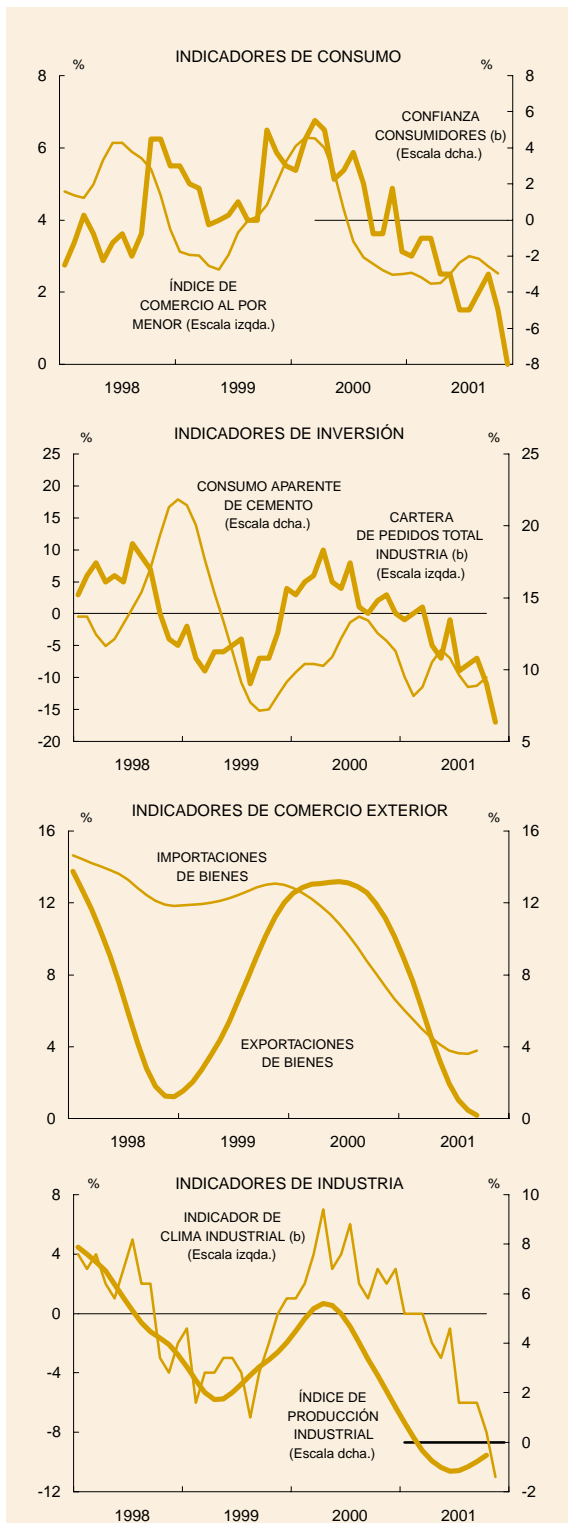
1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Según las últimas estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), correspondientes al tercer trimestre de 2001, la economía española continuó desacelerándose en ese período, en el que el producto interior bruto (PIB) registró un incremento interanual del 2,6%, en términos reales, frente al 2,9% del segundo trimestre y al 3,2% del primero. El crecimiento del tercer trimestre, ligeramente más elevado que el adelantado por el Banco de España en su Informe trimestral de octubre, refleja una pérdida de dinamismo adicional de la demanda nacional, debida al avance más atenuado de la mayor parte de sus componentes, en especial de la formación bruta de capital fijo en bienes de equipo, que disminuyó un 3,1%, en tasa interanual; el consumo privado y la construcción se desaceleraron de forma moderada, hasta el 2,5% y el 5,6%, respectivamente. La aportación al crecimiento del saldo exterior neto fue de -0,2 puntos porcentuales del PIB, algo más negativa que la observada en el trimestre previo. Tanto las exportaciones de bienes y servicios como las importaciones experimentaron una fuerte desaceleración, aunque las segundas en menor medida, en un entorno de rápido deterioro del contexto económico internacional y de desaceleración de la demanda final. Desde el punto de vista de la actividad por ramas productivas, destacan la nueva pérdida de empuje de la industria y el menor avance del valor añadido en la rama energética, tras varios trimestres de fuertes crecimientos, mientras que la construcción volvió a ser la actividad más dinámica. El empleo siguió desacelerándose lentamente, creciendo a un ritmo interanual del 2,3%, tres décimas menos que en el segundo trimestre, de forma que la productividad aparente del trabajo volvió a aumentar a una tasa reducida, del 0,3%.

Los indicadores de consumo privado con información referida al cuarto trimestre muestran pautas de comportamiento similares a las del trimestre anterior. El indicador de confianza de los consumidores retrocedió tres puntos en noviembre, en línea con la tendencia descendente de meses anteriores, y se situó en el nivel más bajo del año (véase gráfico 1). Este retroceso fue consecuencia de una percepción más pesimista de la situación económica por parte de las familias, especialmente en relación con la evolución esperada del mercado de trabajo. De igual forma, el indicador de confianza del comercio al por menor descendió tres puntos en noviembre y alcanzó un mínimo anual. No obstante, el índice de ventas del comercio al por menor se incrementó un 2%, en tasa real interanual, en el mes de octubre, indicando que el ritmo de desaceleración de las ventas es moderado; los productos alimenticios volvieron a ser el componente más dinámico, con un incre-

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.

mento del 5,3%, mientras que las ventas de otros productos aumentaron tan solo un 0,8%. Esta evolución por componentes es similar a la que muestran, aunque con información más retrasada, los indicadores de disponibilidades de bienes de consumo, que han recogido un aumento significativo de las disponibilidades de alimentos. Por último, las matriculaciones de automóviles aumentaron en noviembre, aunque a un ritmo bastante inferior al registrado en octubre, siendo más elevado el crecimiento de las ventas de automóviles destinados a particulares y a empresas con un fin distinto al alquiler.

La información disponible sobre la inversión en bienes de equipo se refiere en su mayor parte al tercer trimestre, período en el que el índice de disponibilidades de estos bienes mantuvo un perfil de desaceleración, alcanzando tasas interanuales negativas. Este retroceso tuvo su origen en el descenso de la producción interior —que ha vuelto a contraerse en octubre— y de las importaciones de este tipo de bienes, que solo fue parcialmente compensado por la fuerte caída de las exportaciones. Por tipos de bienes, las disponibilidades de material de transporte han venido mostrando una evolución más negativa que la del resto de bienes de equipo. El indicador de clima industrial en el sector productor de bienes de inversión, disponible hasta noviembre, ha retrocedido fuertemente en los dos últimos meses, apuntando hacia un comportamiento igualmente negativo del sector en los meses finales del año.

En relación con la construcción, el componente del gasto agregado que conserva un mayor dinamismo, el indicador de confianza en el sector ha mantenido un nivel medio relativamente estable en el período transcurrido del año, si bien en noviembre retrocedió, debido a un recorte importante en las opiniones sobre contratación. Entre los indicadores contemporáneos, tanto el consumo aparente de cemento como la producción de materiales para la construcción registraron avances importantes en octubre, aunque el consumo de cemento se desaceleró en noviembre y el paro registrado aumentó nuevamente en ese mismo mes. Por lo que se refiere a los indicadores adelantados, las licencias y los visados de obra acumulan caídas significativas desde el inicio del año, en el tramo de edificación residencial, mientras que los datos de edificación no residencial conservan un notable dinamismo. Por su parte, la licitación oficial, tanto de edificación como de obra civil, ha registrado un fuerte incremento hasta julio.

Los flujos de comercio con el exterior mantuvieron en septiembre la tónica de debilidad de meses anteriores, en coherencia con el debilita-

miento del comercio mundial y de la inversión interna. Las exportaciones de mercancías registraron una tasa de crecimiento real del 1,6% interanual, de forma que en los primeros nueve meses del año el incremento medio fue del 4,4%, por debajo del 12,5% observado en las mismas fechas del ejercicio anterior. En septiembre continuó el proceso de desaceleración de las ventas destinadas a los países de la zona del euro, mientras que las destinadas al resto de los países integrantes de la Unión Europea registraron una caída, en términos nominales. Las exportaciones al resto del mundo volvieron a presentar ritmos de variación negativos, con la excepción de las dirigidas a los países del centro y del este de Europa. Por su parte, las importaciones reales estabilizaron su ritmo de avance interanual en el conjunto del tercer trimestre, registrando un incremento real del 4,6% en el promedio de los primeros nueve meses de 2001. En septiembre, mes en el que aumentaron un 2,2%, cabe mencionar la nueva caída que experimentaron las compras de bienes de equipo y el fuerte avance de las de bienes de consumo. El déficit comercial aumentó un 0,7% en el conjunto de los primeros nueve meses del año. Según los datos de balanza de pagos, el déficit por cuenta corriente ascendió a 10.464 millones de euros en enero-septiembre, un 15,2% menos que en el mismo período del año anterior. Esta mejora se debió fundamentalmente a los buenos resultados de la balanza de servicios, que compensaron el incremento del déficit de rentas. Cabe destacar el incremento de los ingresos netos por turismo y viajes, del 9,5% respecto al año anterior. La cuenta de capital presentó un superávit de 4.604 millones de euros en los primeros nueve meses de 2001, frente a los 4.088 millones del mismo período del año anterior, por la mayor cuantía de las transferencias de capital recibidas de la UE.

Entre los indicadores de actividad, el índice de producción industrial (IPI) registró un incremento del 3% en tasa interanual, en octubre (un 0,7% en términos de la serie corregida de efectos de calendario), tras la caída de septiembre. Desde el punto de vista del destino económico de los bienes, la producción de bienes de consumo no duradero, tanto alimenticios como no alimenticios, mostró un comportamiento expansivo, al igual que la de bienes intermedios, favorecida esta última por la evolución positiva de la producción energética. Por el contrario, la fabricación de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero experimentó un recorte en tasa interanual, en línea con los registros de meses anteriores. En cualquier caso, el indicador de confianza del sector industrial experimentó sucesivos retrocesos en octubre y noviembre, destacando la sensible caída en la valoración de la cartera de pedidos en ambos meses.

En cuanto a los indicadores del mercado de trabajo, según datos del INEM, el número de parados aumentó en noviembre en 33.000 personas. En términos interanuales, el incremento fue del 1%, cuatro décimas más que en octubre, observándose los mayores aumentos en las ramas de construcción y servicios; el incremento del paro en la industria fue más llamativo, ya que, hasta ese momento, había descendido o se había mantenido estable. También en noviembre, el número de afiliaciones a la Seguridad Social aumentó en 111.000 personas, con lo que su tasa de variación interanual se mantuvo en el 3,3% (véase gráfico 2). La afiliación de extranjeros siguió creciendo a un ritmo importante, especialmente la de trabajadores procedentes de países extracomunitarios, que registró un incremento del 44,5%.

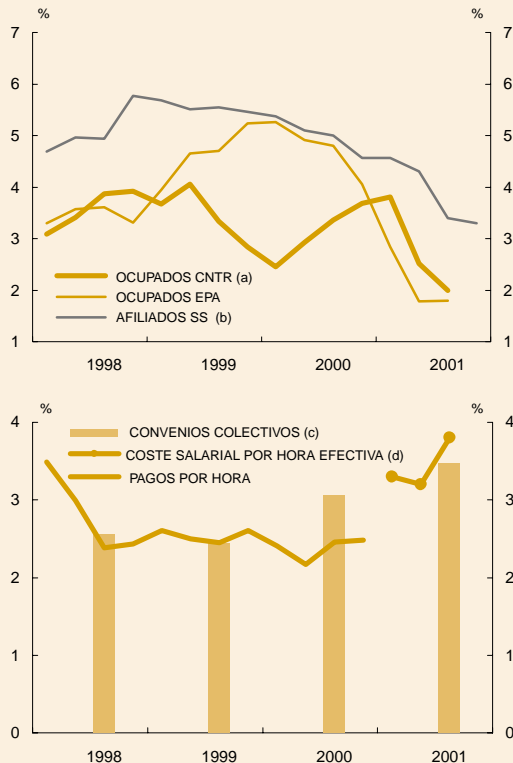
Con la metodología de la Contabilidad Nacional, la ejecución del presupuesto del Estado hasta noviembre se saldó con un superávit de 667 mm de pesetas (0,6% del PIB), un 63,3% superior al registrado en el período enero-noviembre del año 2000 (que representó el 0,4% del PIB). Este resultado se halla muy condicionado por el adelanto de la transferencia procedente de la Seguridad Social (por la sanidad transferida al País Vasco y Navarra), que en el año 2000 se ingresó en el mes de diciembre. Ello explica que los ingresos totales se elevaran un 6,7% (4,5% hasta octubre), a lo que también contribuyó la recuperación de la recaudación tributaria, sobre todo de los impuestos sobre la renta y el patrimonio. Por su parte, los gastos crecieron un 5,4% hasta noviembre (4,4% hasta octubre), con una aceleración que afectó prácticamente a todas las rúbricas, destacando el notable aumento de los gastos de capital. La información disponible en términos de caja muestra un superávit del Estado de 65 mm de pesetas hasta noviembre de 2001, frente al superávit de 122 mm en el mismo período del año anterior. Los ingresos crecieron un 5,5% hasta noviembre (3,8% hasta octubre), debido a la aceleración de los ingresos no impositivos, que aumentaron un 11,2% (0,7% un mes antes); la recaudación impositiva, principalmente el IRPF, también experimentó una cierta aceleración. El gasto elevó su ritmo de crecimiento hasta el 5,8% en noviembre (frente al 4,8% hasta octubre), con una aceleración de todos los capítulos, que resultó más intensa en los pagos de capital. Los mayores ritmos de crecimiento corresponden a las transferencias, tanto corrientes como de capital.

2. COSTES Y PRECIOS

Los datos de la CNTR para el tercer trimestre han recogido una cierta moderación de los incrementos registrados por los precios finales de la

GRÁFICO 2

Empleo y salarios Tasas de variación interanuales



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

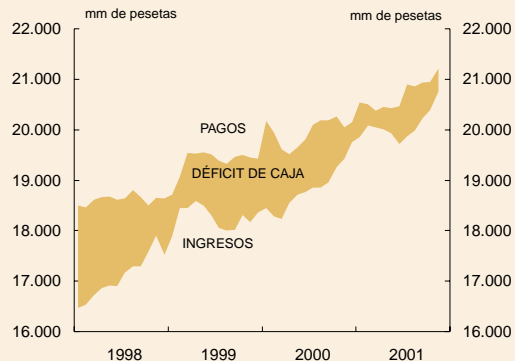
- (a) Serie de datos brutos. Personas.
 (b) Medias trimestrales de datos mensuales. El último dato corresponde a la media de octubre y noviembre.
 (c) Sin incluir cláusula de salvaguarda. Para el año 2001 el dato corresponde a los convenios registrados hasta el 30 de noviembre.
 (d) Tasa de crecimiento publicada en el Índice de Costes Laborales. No es totalmente comparable con la Encuesta de Salarios.

economía, favorecidos por la sustancial desaceleración de los precios de importación en el transcurso del año. Así, el deflactor de la demanda final pasó de crecer un 3,5% en tasa interanual, en el segundo trimestre, al 2,9%, en el tercero, mientras que el deflactor del PIB también se desaceleró, aunque en menor medida, al crecer un 3,7%, frente al 4% anterior. Sin embargo, la remuneración por asalariado y los costes laborales unitarios experimentaron una evolución expansiva, según estas estimaciones, con crecimientos superiores al 4%. Según la información más actualizada, el aumento salarial pactado en los convenios colectivos registrados hasta el 31 de octubre se ha mantenido estable en el 3,5%, mientras que el índice de costes laborales ha elevado su tasa de aumento de forma notable, sobre todo, en su componente de costes no salariales.

En cuanto a la evolución reciente de los indicadores de precios, el índice de precios de con-

GRÁFICO 3

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



Fuentes: Ministerio de Hacienda y Banco de España.

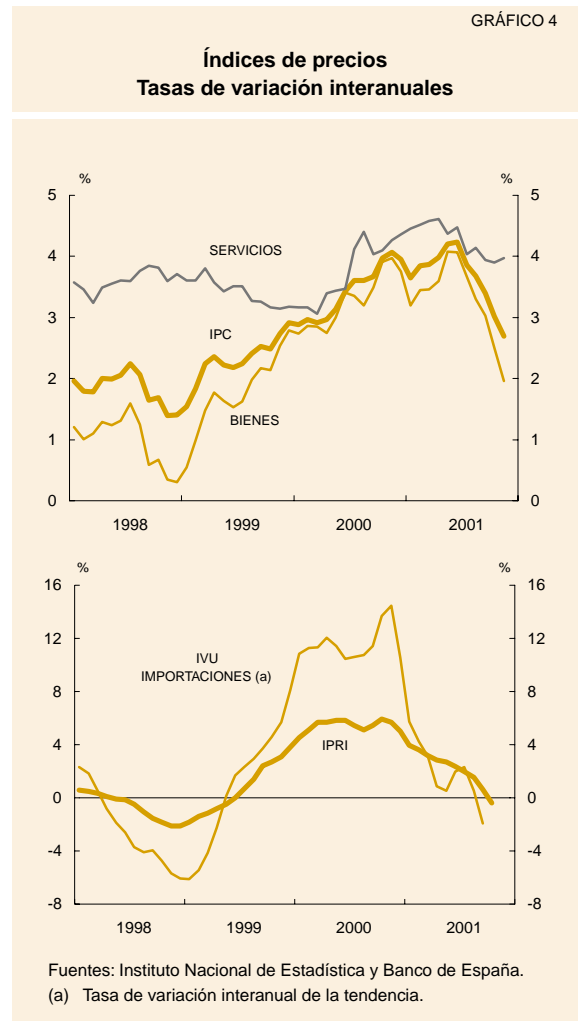
sumo (IPC) recortó su tasa de crecimiento interanual nuevamente en noviembre, hasta quedar situada en el 2,7%, frente al 3% del mes anterior (véase gráfico 4). El fuerte descenso de los precios energéticos fue compensado en parte por la trayectoria ligeramente ascendente de los precios de los alimentos elaborados y de los servicios. La caída de los precios de la energía alcanzó el 10,6% interanual, motivada por el importante recorte de precios de los carburantes de automoción. Por su parte, los precios de los alimentos no elaborados mantuvieron su tasa de crecimiento estable en noviembre, en el 6,9%. Los componentes menos variables del IPC tuvieron, en conjunto, una evolución menos favorable, de forma que el índice de precios de los servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) mantuvo su incremento interanual en el 3,7%, en noviembre. Los precios de los alimentos elaborados se incrementaron en mayor medida, un 5,2%, debido, en parte, al destacable aumento del precio de los aceites comestibles. También los precios de los servicios elevaron su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 4% en este caso, influidos por los aumentos de los gastos de la vivienda en propiedad y por un cierto repunte de los precios turísticos, en tasa interanual; además, el recorte de las tarifas telefónicas tuvo un impacto relativamente pequeño. Por último, los precios de los bienes industriales no energéticos se desaceleraron modestamente.

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) situó su tasa de variación interanual en el 2,8%, en noviembre, cuatro décimas por debajo de la de octubre. La desaceleración del IAPC español fue similar a la del conjunto de la UEM, donde creció un 2,1% —serie oficial—, con lo que el diferencial de inflación se mantuvo estable en 0,7 puntos porcentuales.

En cuanto a los restantes indicadores de precios, el índice de precios industriales (IPRI) se redujo en octubre en medio punto porcentual, hasta caer un 0,4% en tasa interanual, prolongando la trayectoria de desaceleración observada desde finales del año 2000. Esta evolución vino determinada por el menor crecimiento de sus principales componentes, en especial por el intenso descenso de los precios de los bienes intermedios energéticos, cuya tasa de variación interanual se situó en el -11,5%, ante la acusada reducción de los precios del refino de petróleo. 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; la cesta de productos que replica, aproximadamente, el IPC de alimentos no elaborados se desaceleró marginalmente, manteniendo tasas de crecimiento elevadas, del 8,6%. Por último, los precios de importación, medidos por los índices de valor unitario (IVU), cayeron un 1,8% en el mes de septiembre, tras el descenso del 0,2% del mes anterior; en el conjunto de los primeros nueve meses del año, los precios de las importaciones mantuvieron un ritmo de avance muy moderado, del 1,7%. Asimismo, los precios de las exportaciones disminuyeron en un 1,2%, tras el repunte observado en los dos meses precedentes.

3. EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA EN LA UEM

En Estados Unidos, el PIB sufrió en el tercer trimestre una caída del 1,1% en tasa intertrimestral anualizada, con lo que la tasa interanual se sitúa en el 0,6%. El consumo siguió presentando tasas positivas, aunque más moderadas (1,1%, frente al 2,5% del segundo trimestre), pero la inversión en capital fijo continuó contrayéndose y los inventarios volvieron a contribuir muy negativamente al crecimiento del PIB. Algunos indicadores de corto plazo, como las ventas al por menor en octubre y el índice de directores de compras (NAPM) de noviembre, han mostrado una reacción al alza, tras el fuerte impacto negativo del atentado del 11 de septiembre, lo que ha inducido una reacción positiva de las bolsas, que parecen anticipar una recuperación de la actividad relativamente temprana. Sin embargo, otros datos conocidos en las últimas semanas han venido a ensombrecer estas expectativas: la producción industrial descendió en noviembre un 0,3% (un 0,7% si se excluyen las ventas de automóviles); la capacidad productiva volvió a disminuir en dicho mes hasta su nivel mínimo de los últimos 18 años; los beneficios empresariales continuaron contrayéndose en el tercer trimestre y, final-



mente, en los últimos dos meses se ha intensificado la reducción de empleo (800.000 empleos menos) y la tasa de paro ha subido hasta el 5,7%. A su vez, el IPC de noviembre permaneció estable, lo que redujo la inflación interanual hasta un 1,9%, aunque la tasa subyacente repuntó hasta un 2,8%, evolución, esta última, que no parece completamente consistente con la desaceleración de la actividad económica. La Reserva Federal volvió a aplicar el día 11 de diciembre una nueva rebaja de los tipos de interés de los fondos federales, esta vez de un cuarto de punto, hasta dejarlos en el 1,75%.

En Japón, la economía entró en recesión en el tercer trimestre del año, en el que tanto la tasa de crecimiento intertrimestral (no anualizada) del PIB como la interanual se situaron en el -0,5%. La caída del PIB fue resultado, en buena medida, de la contribución negativa del consumo privado, que experimentó —por segundo trimestre consecutivo— un fuerte descenso, esta vez del 1,7%, y de la continuada atonía de la demanda externa (las exportaciones cayeron un 3,3%), mientras que el consumo y la inversión pública muestran síntomas de agotamiento.

Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	2001					
	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC (c)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):						
Índice de Producción Industrial	-1,6	0,9	-0,9	-2,7		
Comercio al por menor	1,7	1,6	1,8			
Matriculaciones de turismos nuevos	-1,5	-0,5	-1,3	2,9		
Indicador de confianza de los consumidores	-6	-8	-9	-10	-12	
Indicador de clima industrial	-9	-10	-11	-16	-18	
IAPC	2,8	2,8	2,5	2,4	2,0	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):						
M3	5,7	6,0	6,9	7,4		
M1	3,6	3,7	5,1	5,3		
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	5,8	5,5	5,1	5,1		
<i>AAPP</i>	-2,1	-1,6	-1,2	-1,0		
<i>Otros sectores residentes</i>	8,1	7,6	7,0	6,8		
EONIA	4,51	4,49	3,99	3,97	3,51	3,28
EURIBOR a tres meses	4,47	4,35	3,98	3,60	3,39	3,35
Rendimiento bonos a diez años	5,25	5,06	5,04	4,82	4,67	4,89
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,05	-0,03	-0,26	-0,20	-0,02	0,12
Tipo de cambio dólar/euro	0,861	0,900	0,911	0,906	0,888	0,893
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	-13,4	-19,7	-30,5	-27,7	-22,3	-24,0

Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Banco Central Europeo y Banco de España.
(a) Tasa de variación interanual, excepto en los indicadores de confianza.
(b) Tasa de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales.
(c) Media del mes hasta el día 17 de diciembre de 2001.
(d) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 14 de diciembre de 2001.

to. Por su parte, los principales indicadores recientes siguen mostrando un perfil fuertemente negativo de la evolución económica, en un entorno de deflación (tasa de inflación interanual del 0,8% en octubre). Cabe destacar la profunda caída de la producción industrial, a una tasa interanual del 12% en octubre; el nuevo descenso del indicador Tankan de clima empresarial; la caída interanual de las ventas al por menor en octubre, a una tasa del 4,9%, y la fuerte alza registrada en la tasa de paro en octubre, hasta una cifra récord del 5,4%. En este contexto, el yen ha mantenido una senda de depreciación progresiva frente a las principales monedas.

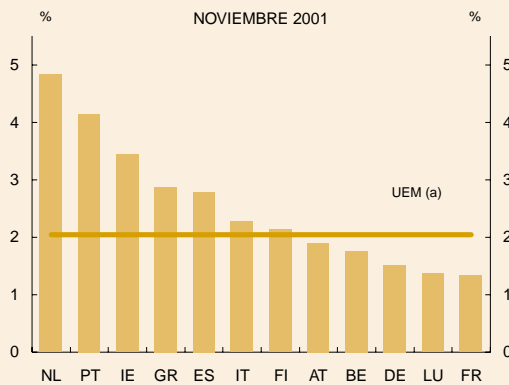
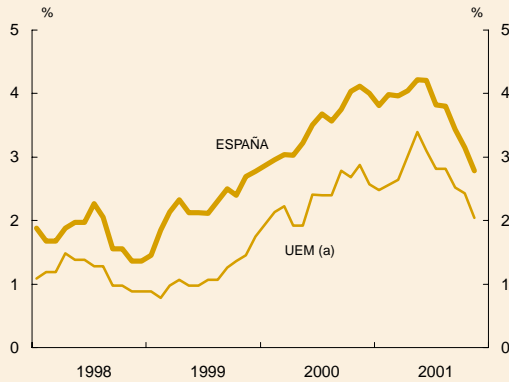
En América Latina, el entorno económico ha estado dominado, una vez más, por un nuevo agravamiento de la crisis en Argentina. No obstante, a diferencia de lo ocurrido durante el año, estas tensiones no se han trasladado a los países vecinos. Es especialmente relevante el caso brasileño, cuyo tipo de cambio y diferenciales de deuda han recuperado los niveles previos al verano, a pesar de que la actividad se

sigue desacelerando. En Méjico, la actividad económica sigue siendo débil, en consonancia con la situación en Estados Unidos.

De acuerdo con la primera estimación de la contabilidad nacional del tercer trimestre de 2001 publicada por Eurostat, el PIB real del área del euro creció un 0,1% con respecto a los tres meses anteriores. Esta tasa, que coincide con la registrada en el segundo trimestre, sitúa el crecimiento interanual del producto en el 1,3%, cuatro décimas menos que en el período abril-junio. La contención de la actividad es el resultado del notable ajuste de inventarios y de la desaceleración del resto de componentes de la demanda interna, ya que la demanda exterior neta contribuyó positivamente a la expansión del producto. En efecto, el consumo privado, tras mostrar cierta fortaleza en el primer semestre del año, solo creció un 0,2% en el tercer trimestre. El consumo público también experimentó una notable pérdida de ritmo, y la formación bruta de capital fijo cayó un 0,3%, tasa similar a la que viene experimentando desde finales de 2000. Por su parte, la contribución

GRÁFICO 5

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



Fuente: Eurostat.

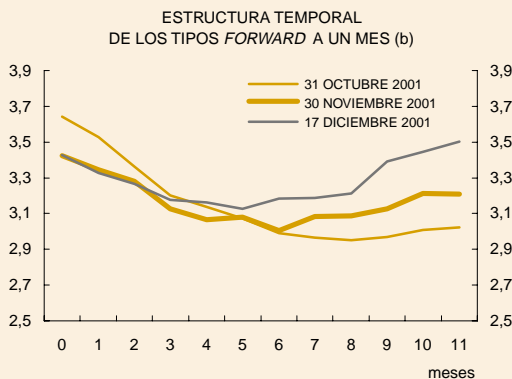
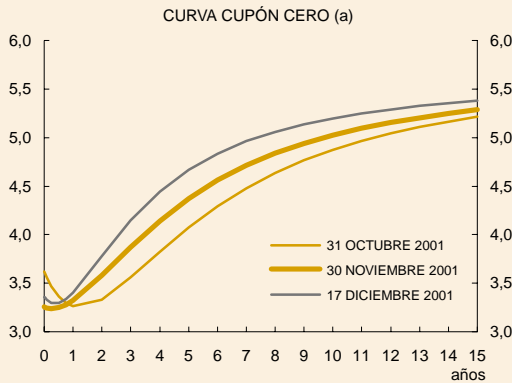
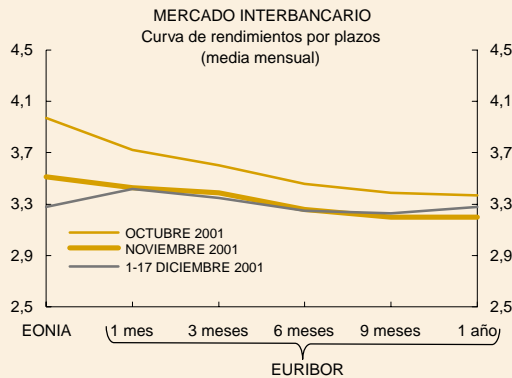
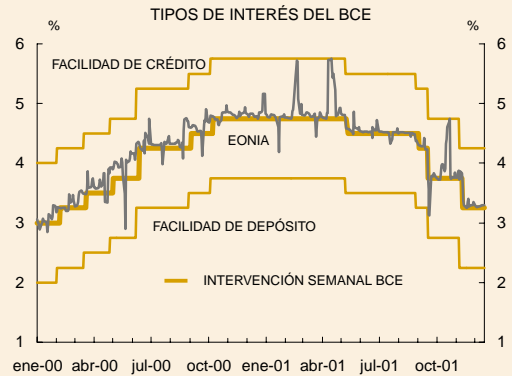
(a) Incluye Grecia en 2000 y 2001.

negativa de los inventarios al producto alcanzó el medio punto porcentual, consolidándose como la rúbrica más contractiva de los nueve meses transcurridos del año. Finalmente, aunque los flujos de comercio disminuyeron, la menor caída de las exportaciones (0,6%) que de las importaciones (1,9%) provocó que la demanda exterior neta aportara medio punto porcentual a la tasa de variación intertrimestral del PIB. Por el lado de la oferta, el valor añadido bruto aumentó un 0,2% en términos intertrimestrales, dos décimas más que el trimestre anterior, siendo el sector industrial el único que experimentó una caída de su valor añadido real (0,6%).

La información coyuntural más reciente apunta a un posible deterioro adicional de la actividad económica en el cuarto trimestre. Así, en octubre, la producción industrial disminuyó un 1,4% con respecto al mes anterior, y la información procedente de las encuestas de opinión, disponibles hasta noviembre, señala una nueva desaceleración de la actividad (véase cuadro 1). En particular, las encuestas de confianza de la Comisión Europea reflejan un empeoramiento genera-

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



lizado en todos los sectores de referencia. Solo el índice PMI de Reuters experimentó un ligero repunte en noviembre, aunque apenas modifica la evolución descendente que inició este indicador en la primavera de 2000.

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) registró en noviembre un crecimiento interanual del 2% (1), cuatro décimas menos que el mes anterior (véase gráfico 5). Esta nueva disminución de la inflación —que totaliza una caída acumulada de 1,4 puntos desde el máximo alcanzado en mayo— se explica por la fuerte reducción de los precios energéticos, en línea con el comportamiento reciente del precio del petróleo, y por la evolución de los precios de los alimentos no elaborados. Por su parte, el precio de los servicios registró un incremento similar al del mes anterior, y la tasa de variación interanual de los bienes industriales no energéticos y de los alimentos elaborados disminuyó una décima. Por ello, el índice de precios de los bienes elaborados no energéticos y de los servicios (IPSEBENE) cre-

(1) 2,1% según la serie publicada por Eurostat que no incluye Grecia en el cómputo del índice en el año.

ció en noviembre un 2,4% en términos interanuales, una décima menos que el mes anterior. Por último, el índice de precios industriales volvió a desacelerarse en octubre, hasta situarse un 0,6% por debajo de su nivel del mismo mes del año anterior. De nuevo ha sido el comportamiento del componente de bienes intermedios y, sobre todo, de la energía el que justifica esta trayectoria del índice general. No obstante, los precios industriales de los bienes de consumo también crecieron menos que en el mes anterior, mientras que los de los bienes de capital aumentaron un 1,1%, la misma tasa que vienen registrando desde mayo.

En este contexto de inflación contenida y menor crecimiento, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo inalterados los tipos de interés oficiales en su primera reunión de diciembre, después de haberlos reducido 50 puntos básicos el 8 de noviembre, lo que supone una rebaja acumulada de 150 puntos básicos desde mayo de 2001. Con posterioridad a este último recorte, los tipos de interés del mercado monetario han evolucionado con una cierta volatilidad, sin una tendencia definida, de modo que a finales de la primera quincena de diciembre se encontraban prácticamente en los mismos niveles que a mediados de noviembre, con la excepción de los tipos de los plazos más largos, que se situaban ligeramente por encima. En concreto, el día 15 de diciembre los tipos de interés EONIA (*European Overnight Index Average*) y EURIBOR a todos los plazos se encontraban entre el 3,3% y el 3,4% (véase gráfico 6). Por otro lado, las expectativas de tipos de interés obtenidas a partir de los tipos *forward* implícitos estimados con los datos del EURIBOR sugieren que los agentes continúan esperando una disminución de un cuarto de punto en los tipos oficiales en los próximos meses. Sin embargo, para los plazos posteriores a ese horizonte, las expectativas se han revisado al alza, en comparación con las existentes a finales de noviembre. Este hecho podría reflejar un aumento de la probabilidad asignada por el mercado a que la recuperación de la actividad tenga lugar a lo largo del primer semestre de 2002, tal y como coinciden en señalar las últimas previsiones oficiales. En el mercado secundario de deuda pública, el tipo de interés a diez años ha registrado un cierto repunte en las primeras semanas de diciembre. La curva cupón cero, por su parte, ha experimentado un ligero desplazamiento al alza. El avance similar de los tipos a largo en Estados Unidos ha provocado que el diferencial del bono estadounidense con el europeo se consolide en los valores positivos que comenzaron a observarse a mediados de noviembre.

Las cotizaciones bursátiles han registrado una elevada volatilidad entre mediados de no-

CUADRO 2

Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1998	1999	2000	2001				
	DIC	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC (a)
BANCARIOS:								
Tipo sintético pasivo	2,06	1,98	3,02	2,87	2,66	2,52	2,31	...
Tipo sintético activo	5,15	5,03	6,35	5,89	5,55	5,33	5,10	...
TESORO:								
Subasta de letras a doce meses (b)	2,95	3,75	4,71	4,01	3,53	3,25	3,03	3,06
Subasta de bonos a tres años	3,54	4,56	4,81	...	4,30	...	3,28	...
Subasta de obligaciones a diez años	4,32	5,38	5,24	5,25	5,24	4,95	4,55	5,02
MERCADOS SECUNDARIOS (c):								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,88	3,60	4,70	4,01	3,60	3,27	3,03	3,07
Deuda pública a diez años	4,08	5,37	5,20	5,16	5,14	4,91	4,76	4,93
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,20	0,19	0,29	0,31	0,31	0,29	0,29	0,24
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	37,19	16,22	-12,68	-8,16	-18,03	-13,27	-6,38	-6,70
Diferencial renta fija privada								
con letras del Tesoro a doce meses	0,40	0,24	0,29	0,18	0,28	0,24	0,17	0,21
Diferencial renta fija privada								
con deuda pública a diez años	0,36	0,41	0,70	0,73	0,63	0,65	0,64	0,67

Fuente: Banco de España.
(a) Media de datos diarios hasta el 13 de diciembre de 2001.
(b) Tipo de interés marginal.
(c) Medias mensuales.
(d) Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

viembre y mediados de diciembre, aunque el índice Dow Jones EURO STOXX amplio seguía situándose el día 14 de diciembre en un nivel similar al alcanzado en los días previos al atentado de septiembre. Asimismo, entre mediados de noviembre y mediados de diciembre, el euro se ha apreciado ligeramente frente a las principales divisas. Frente al dólar, la apreciación ha sido de un 2%, mientras que frente al yen la ganancia ha sido muy superior, un 6%. Expresado en términos nominales efectivos, frente a los países desarrollados, el euro se ha apreciado un 2% a lo largo de diciembre, en comparación con su valor medio de noviembre.

En cuanto a la evolución de los agregados monetarios, el dato publicado sobre el crecimiento de M3 en octubre incorpora una nueva revisión de la serie, tras el ajuste que se había realizado en mayo, consistente en eliminar las tenencias de no residentes de las participaciones de fondos del mercado monetario. En esta ocasión se han excluido del agregado los instrumentos del mercado monetario y los valores hasta dos años en manos de no residentes. De acuerdo con la nueva serie oficial, la tasa de variación interanual de M3 alcanzó el 7,4% en octubre, cinco décimas por encima del dato de

septiembre. Esta aceleración debe contemplarse en el contexto de la mayor preferencia por la liquidez resultante del elevado clima de incertidumbre provocado, entre otros factores, por los atentados de septiembre y el débil curso de la actividad económica global. La media de las tasas interanuales de crecimiento de M3 para el período de agosto a octubre de 2001 ascendió al 6,8%, frente al 6,2% correspondiente a los meses de julio a septiembre. En cuanto a las contrapartidas de M3, continuó la gradual desaceleración —en esta ocasión, de dos décimas— de la tasa interanual de crecimiento del crédito de las Instituciones Financieras y Monetarias (IFM) al sector privado, que se situó en el 6,8%. Por su parte, los activos netos exteriores de las IFM aumentaron en octubre en 17 mm de euros, con lo que la disminución acumulada en los últimos 12 meses es de 8 mm de euros.

4. FLUJOS Y MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

La última información disponible, correspondiente al mes de octubre, muestra una evolución de las condiciones crediticias en España similar a la del resto de la UEM. En particular,

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

	2001	2000	2001			
	OCT (b)	DIC	JUL	AGO	SEP	OCT
Medios de pago (MP)	273,1	4,4	3,5	3,5	3,7	3,4
Efectivo	47,9	-0,4	-5,6	-6,4	-8,5	-10,1
Depósitos a la vista	113,5	9,1	6,6	7,0	6,8	7,4
Depósitos de ahorro	111,7	2,4	4,9	4,9	6,5	6,1
Otros pasivos bancarios (OPB)	240,0	19,7	14,0	13,7	11,7	11,4
Depósitos a plazo	188,4	25,4	21,4	21,2	19,6	17,3
Cesiones y valores bancarios	34,4	11,2	-5,0	-3,6	-4,6	-1,0
Depósitos en el exterior (c)	17,1	-8,5	-11,7	-15,0	-19,7	-14,2
Fondos inversión	148,8	-17,2	-10,7	-12,0	-12,8	-9,9
FIAMM	39,0	-21,8	6,5	9,8	16,3	22,4
FIM renta fija en euros	27,4	-33,4	-1,6	1,4	5,1	11,7
Resto de fondos	82,5	-10,4	-18,0	-21,6	-25,5	-24,2
PRO MEMORIA:						
AL1 = MP + OPB + FIAMM	552,1	8,0	7,9	8,1	7,8	7,9
AL2 = AL1 + FIM renta fija en euros	579,4	5,1	7,5	7,8	7,7	8,1
M3-UEM	5.331,7	4,0	5,7	6,0	6,9	7,4
M3-componente español	595,6	7,3	9,5	10,3	10,2	9,6

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.

se registró una nueva desaceleración del crédito al sector privado, si bien los agregados crediticios españoles mantuvieron ritmos de crecimiento superiores a los del conjunto del área. Por el contrario, las similitudes entre el comportamiento de los indicadores monetarios nacionales y el de los del área del euro fueron menores, ya que el agregado monetario de referencia de la UEM registró una aceleración que resultó menos evidente en el caso español.

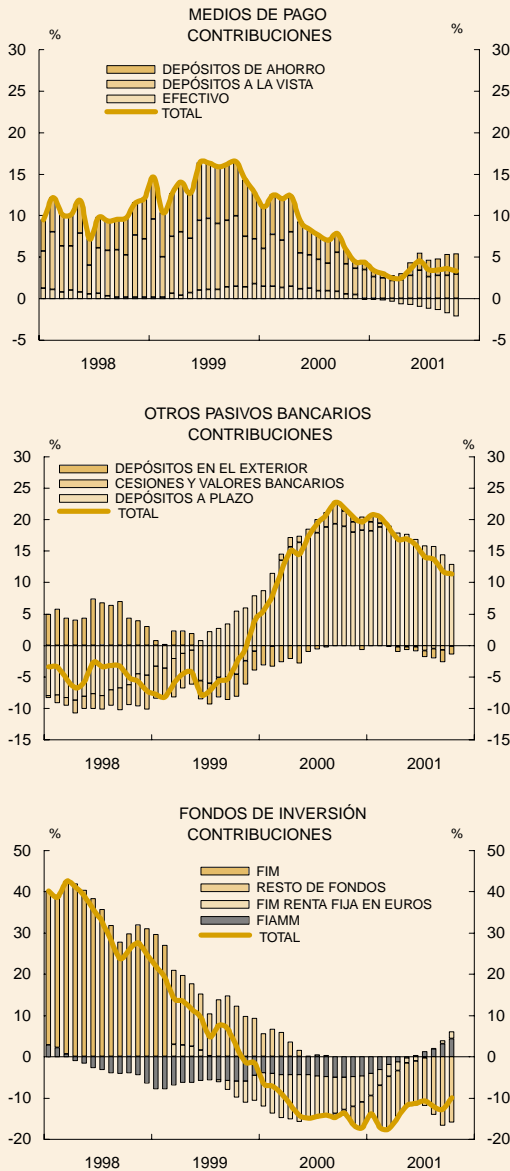
Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela continuaron descendiendo en noviembre. Este proceso, que es el reflejo de lo ocurrido en el pasado reciente en los mercados monetarios y secundarios de renta fija, supuso una disminución de los tipos de interés sintéticos de activo y pasivo de unos 20 puntos básicos, en relación con los del mes de octubre, hasta situarse en el 5,1% y 2,3%, respectivamente (véase cuadro 2).

Durante el mes de noviembre y los días transcurridos de diciembre, la evolución de las rentabilidades en los mercados financieros nacionales

estuvo determinada, en un primer momento, por las expectativas de disminución del tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. En las jornadas previas al 8 de noviembre, se produjo, al igual que en el resto de mercados de la UEM, una disminución gradual de los tipos de interés, tanto a corto como a largo plazo, que se intensificó a medida que las expectativas de descensos del tipo oficial se consolidaban. Tras la decisión del Consejo de Gobierno del BCE de reducir el tipo oficial 50 puntos básicos, hasta el 3,25%, los tipos de interés a corto plazo se mantuvieron prácticamente estables, mientras que las rentabilidades a largo plazo iniciaron una tendencia alcista que ha continuado hasta la actualidad. Así, entre octubre y diciembre, los tipos marginales de emisión de las letras a doce meses se han reducido, en promedio, en unos 20 puntos básicos, mientras que el rendimiento de la deuda a diez años negociada en los mercados secundarios se ha situado, en diciembre, en niveles similares a los de octubre, enjugándose, de esta forma, los descensos acumulados durante los primeros días de noviembre (véase cuadro 2). Este movimiento de los precios

GRÁFICO 8

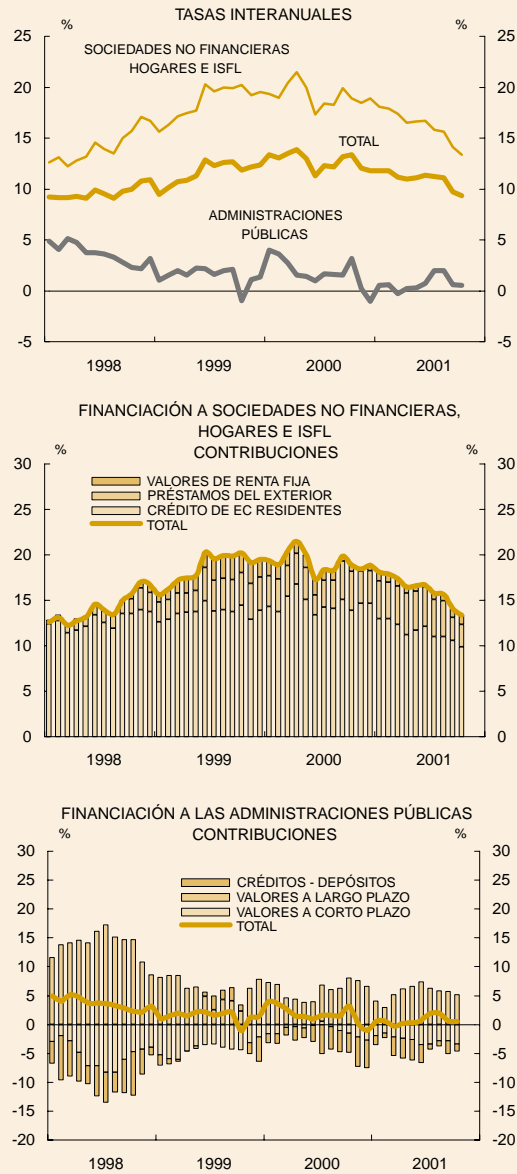
Medios de pago, otros pasivos bancarios y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras, los hogares e ISFL



Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 9

Financiación a los sectores residentes no financieros



Fuente: Banco de España.

de la deuda fue generalizado en los mercados de la UEM, por lo que el diferencial de la deuda española con el bono alemán permaneció estable, en torno a los 25 puntos básicos, hasta el 13 de diciembre. En dicha fecha, la decisión de la agencia Moody's de elevar la calificación crediticia de la deuda pública española a la de máxima solvencia, Aaa, hizo que este diferencial se redujera en torno a 5 puntos básicos.

Los precios negociados en los mercados bursátiles nacionales, por su parte, mantuvieron una evolución relativamente alcista durante

el período de análisis de este informe, situándose los principales índices en niveles superiores a los vigentes antes de los atentados terroristas del 11 de septiembre. Esta recuperación de las cotizaciones pudo estar impulsada, en un primer momento, por una revisión de las expectativas sobre las posibles repercusiones de dichos acontecimientos en la evolución de la economía. No obstante, y a pesar de esta trayectoria alcista, los índices bursátiles siguen registrando fuertes retrocesos en términos interanuales. Con información disponible hasta el día 13 de diciembre, el Índice General de la

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

	2001	1999	2000	2001		
	OCT (b)	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT
1. Financiación total (2 + 3)	1.053,7	12,3	11,8	11,1	9,7	9,3
2. Sociedades no financieras, hogares e ISFL	746,9	19,5	18,9	15,6	14,1	13,4
Del cual:						
Crédito de entidades de crédito residentes	588,3	16,4	17,9	13,6	13,1	12,4
Valores de renta fija + financiación intermediada por fondos de titulización	46,5	35,4	9,9	11,2	16,9	16,9
3. Administraciones Públicas	306,8	1,4	-1,0	2,0	0,6	0,5
Valores a corto plazo	36,4	-11,0	-15,8	-18,5	-18,5	-22,2
Valores a largo plazo	280,0	10,9	8,3	7,1	6,9	6,0
Créditos - depósitos (c)	-9,6	-13,3	-15,2	-3,2	-7,3	-3,9

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.

Bolsa de Madrid acumulaba una pérdida del 6% desde principio de año, sensiblemente inferior a la de los índices de otras plazas europeas, como la alemana y la francesa, que registraban pérdidas acumuladas de en torno al 20%.

Los activos financieros más líquidos de las sociedades no financieras y los hogares mantuvieron, en octubre, las tendencias observadas a lo largo del año (véase gráfico 8). Los medios de pago presentaron crecimientos moderados, los otros pasivos bancarios siguieron creciendo a un ritmo elevado, pero dentro de una tendencia a la desaceleración, y los saldos invertidos en fondos de inversión continuaron reduciéndose. Este patrón de comportamiento se enmarca dentro de un proceso de recomposición de las carteras de los agentes privados hacia una mayor presencia de los activos de menor riesgo.

Los medios de pago mantuvieron un ritmo de expansión próximo al observado en los meses precedentes, 3,4% en tasa interanual (véase cuadro 3). Este crecimiento fue el resultado de una importante reducción de los saldos del efectivo, 10% en términos interanuales, en consonancia con la proximidad de la puesta en circulación de los billetes y monedas en euros, al tiempo que los depósitos bancarios —vista y ahorro— registraron un crecimiento en torno al 7%. Los otros pasivos bancarios continuaron mostrando ritmos de expansión elevados, en torno al 11%, si bien significativamente inferior-

res a los del principio del año, que se encontraban por encima del 20%. Dicha desaceleración se materializó, principalmente, en el comportamiento de los depósitos a plazo, cuya contribución al crecimiento de este agregado ha disminuido en casi cuatro puntos porcentuales desde comienzos de año (véase gráfico 8).

Por lo que respecta a la evolución de las participaciones en fondos de inversión, los datos del mes de octubre indican cierta recuperación, ya que, si bien la tasa de crecimiento interanual mantuvo un signo negativo, se registró un crecimiento intermensual positivo en octubre, lo que no ocurría desde abril de este año. Este crecimiento se explica tanto por la favorable evolución de las cotizaciones de los activos de renta variable como por las nuevas aportaciones hacia los fondos de menor riesgo. En particular, el patrimonio de los FIAMM continuó mostrando un gran dinamismo, con una tasa de crecimiento interanual que aumentó, nuevamente, hasta situarse en el 22%, al tiempo que el de los FIM de renta fija en euros aumentó, a lo largo del último año, en torno a un 11%.

En octubre, la financiación total concedida al conjunto de los sectores residentes no financieros se expandió a una tasa interanual del 9,3% (véase cuadro 4). En línea con lo ocurrido a lo largo del año, continuó la trayectoria de desaceleración, que se apoya, principalmente, en el comportamiento menos expansivo del endeudamiento de las sociedades no financieras y

hogares, mientras que la financiación otorgada a las Administraciones Públicas continúa presentado ritmos de avances contenidos (véase gráfico 9).

La financiación de las sociedades no financieras y hogares continuó moderándose durante el mes de octubre, de forma que su tasa de crecimiento interanual se situó por debajo del 14%, cuando a comienzos de año se encontraba por encima del 18%. Esta evolución es fruto del comportamiento del componente cuantitativamente más importante —los créditos de las entidades de crédito residentes—, cuya contribución a la financiación del sector privado se ha ido reduciendo progresivamente (véase gráfico 9). Del resto de componentes de la financiación, destaca el elevado dinamismo de la obtenida mediante la titulización de activos, que

presentó, en octubre, tasas interanuales de crecimiento próximas al 27%.

La información provisional correspondiente al mes de noviembre apunta hacia la continuidad del proceso de desaceleración del crédito de entidades residentes, si bien, la financiación mediante la emisión de valores a largo plazo podría presentar un mayor crecimiento.

Finalmente, la tasa de crecimiento interanual de la financiación obtenida por las Administraciones Públicas se redujo hasta el 0,5%, en octubre. Este menor crecimiento de los pasivos del sector vino determinado por el importante descenso de los saldos de valores a corto plazo, mientras que el resto de componentes continuó con la tendencia de meses anteriores.

20.12.2001.