

---

## Evolución reciente de la economía española

### 1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

De acuerdo con los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del cuarto trimestre de 2001, publicados por el INE, el PIB registró un incremento interanual del 2,4% (1), en términos reales, en ese período, tasa algo inferior al 2,6% del trimestre anterior, confirmando una suave desaceleración adicional, como se anticipaba en el Informe trimestral de enero. Este crecimiento más moderado se sustentó en una pérdida de dinamismo de la demanda nacional, reflejo de un nuevo retroceso de la formación bruta de capital fijo en bienes de equipo —que disminuyó un 3,8% en tasa interanual— y de una cierta desaceleración de la inversión en construcción, hasta el 5,3%. En cambio, el consumo privado mantuvo un crecimiento del 2,6%, y el consumo de las Administraciones Públicas se aceleró hasta el 3,4%. Por su parte, la contribución neta del saldo exterior fue de -0,3 puntos porcentuales (-0,2 en el tercer trimestre), debido a que las exportaciones de bienes y de servicios continuaron frenando su ritmo de avance —sufriendo un descenso en el caso de los bienes—, mientras que el proceso de desaceleración de las importaciones se frenó en ese período. Desde la perspectiva de las ramas productivas, destaca la nueva pérdida de empuje de la industria, que registró un crecimiento interanual nulo, frente a un perfil de desaceleración mucho más suave en la construcción y los servicios de mercado. El empleo se desaceleró en dos décimas de punto porcentual (hasta el 2%), en línea con el producto, de forma que la productividad por ocupado volvió a crecer un 0,4%.

En el conjunto del año 2001, el crecimiento del PIB fue del 2,8%, frente al 4,1% del año anterior; esa tasa coincide con la avanzada en el Informe trimestral de enero. El menor crecimiento fue resultado, fundamentalmente, de una marcada desaceleración de la demanda nacional, que pasó de crecer un 5,4% en 2000, a un 3% en 2001. A ello contribuyeron todos los componentes del gasto interior, salvo la variación de existencias. El empleo se incrementó un 2,4% en 2001, frente al 3,1% del año anterior, y la productividad se desaceleró hasta el 0,3%, aunque, en la economía de mercado, donde el empleo aumentó un 1,9%, la productividad del trabajo se recuperó.

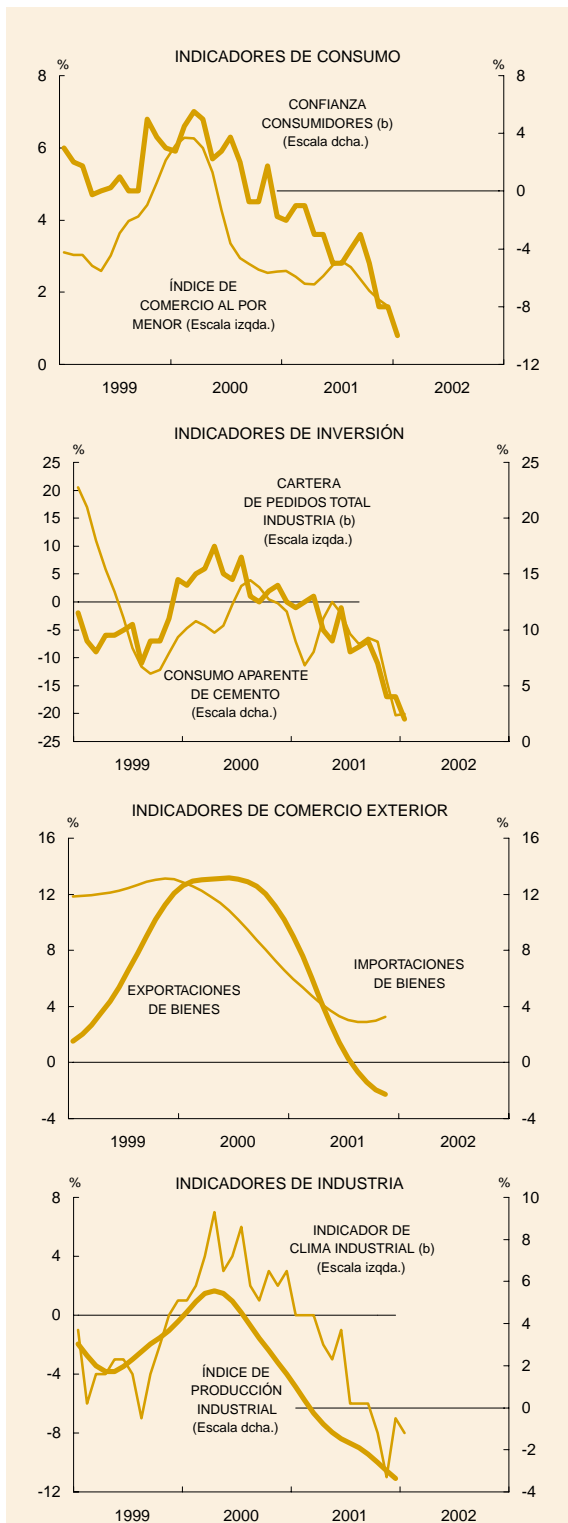
Entre la información coyuntural más reciente, la relativa al consumo privado ha comenzado el año 2002 con pautas similares a las de finales de 2001 (véase gráfico 1). El indicador de

---

(1) Las tasas a las que se hace referencia en el texto están calculadas sobre la serie de ciclo-tendencia.

GRÁFICO 1

Indicadores de demanda y actividad (a)



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

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

(b) Nivel de la serie original.

confianza de los consumidores experimentó un nuevo retroceso en enero, arrastrado por un notable deterioro de las expectativas de los hogares en cuanto a su propia situación económica. Asimismo, el indicador de confianza del comercio al por menor descendió en enero, debido a un empeoramiento en la valoración actual de los negocios, si bien su nivel permanece en torno a la media del último trimestre de 2001. En ese mismo mes, las matriculaciones de automóviles crecieron un 2,6%, en tasa interanual, manteniendo el perfil de desaceleración que han mostrado desde la segunda mitad de 2001. Con información más retrasada, el índice deflato de ventas del comercio al por menor se incrementó un 1,1% en diciembre, en tasa interanual, confirmando su desaceleración en el cuarto trimestre respecto a los meses de verano. De nuevo, la progresión de las ventas de productos alimenticios (3,6%) fue superior a la del resto de bienes (0,4%), siendo la moderada evolución de estos últimos la causa del débil avance agregado de las ventas. A falta de los datos de comercio exterior de diciembre, los indicadores de disponibilidades de bienes de consumo confirman estas pautas de crecimiento desacelerado.

Pese a la evolución contractiva de la producción interior de bienes de equipo —que se intensificó en el cuarto trimestre del pasado año, dando lugar a un retroceso del 9,4%, en tasa interanual—, el ritmo de caída interanual del índice de disponibilidades de estos bienes tendió a frenarse en los meses finales de 2001. Ello fue debido al fuerte descenso de las exportaciones, acompañado de una cierta recuperación de las importaciones. No obstante, la tendencia del indicador de disponibilidades se mantuvo en tasas negativas de variación, en línea con las estimaciones de la CNTR. El indicador de clima industrial en este sector también retrocedió en el conjunto del cuarto trimestre, a pesar de la mejora de diciembre.

Como ya se ha señalado, la inversión en construcción fue el componente del gasto que mantuvo mayor fortaleza durante el año 2001; no obstante, el indicador de confianza del sector ha mostrado desde octubre una tendencia al debilitamiento, que continuó en el mes de enero, y que ha venido determinada por una corrección de las expectativas de los empresarios en relación con la contratación. Entre los indicadores contemporáneos del gasto, el consumo aparente de cemento disminuyó en diciembre, aunque el crecimiento promedio del cuarto trimestre superó a la tasa media anual, que fue del 9,1%. De forma similar, el índice de producción industrial de materiales de construcción registró una caída en diciembre, pero con un crecimiento en el último trimestre superior al

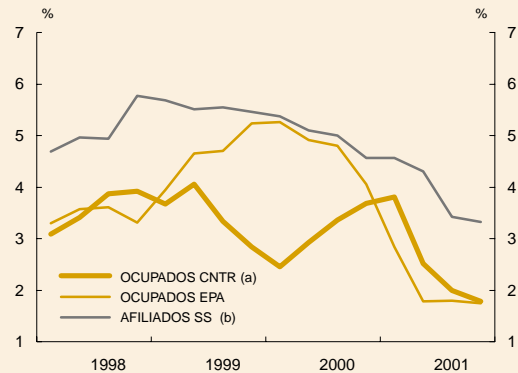
del promedio del año. Los indicadores de empleo en el sector han mantenido una suave tendencia a la desaceleración en el cuarto trimestre, si bien no más intensa que en períodos precedentes. Entre los indicadores adelantados, las licencias y los visados de edificación residencial mostraron un perfil descendente hasta el tercer trimestre, si bien en octubre los visados repuntaron ligeramente; en el caso de la edificación no residencial, el perfil de estos indicadores se mantuvo estable respecto al primer semestre. Finalmente, la licitación oficial ha registrado un fuerte repunte, particularmente en obra civil, aunque en el acumulado del año el mayor avance corresponde a la edificación.

El debilitamiento del comercio mundial y la desaceleración de la demanda interna han seguido condicionando la evolución de los flujos de comercio. En el mes de noviembre las exportaciones reales de mercancías disminuyeron a un ritmo de variación interanual del 4,4%, aunque su crecimiento acumulado en el período enero-noviembre, respecto al mismo período de 2000, fue del 3%. Ambos registros son significativamente peores a los observados hace un año, y ponen en evidencia las dificultades para exportar tanto a la UE (-1,3%) como al resto del mundo (-16,1%). Las importaciones reales se incrementaron un 4,1% interanual, manteniendo la fortaleza de los últimos meses, si bien el crecimiento acumulado en el período enero-noviembre (4,7%) es inferior al registrado un año antes. El déficit comercial descendió un 0,2% en el promedio de los once primeros meses de 2001, reflejando un cambio de tendencia inducido por el descenso de los precios de importación. Según los datos de precios de importación, el déficit por cuenta corriente ascendió a 13.843 millones de euros, entre enero y noviembre. La reducción del 10,4%, respecto al saldo negativo registrado un año antes, refleja los buenos resultados de la balanza de servicios, favorecidos por el aumento en un 9% del superávit de turismo y por la reducción en un 29% del déficit de otros servicios. La cuenta de capital presentó un superávit de 4.979 millones de euros hasta noviembre, mejorando un 7,1% respecto al mismo período de 2000.

Entre los indicadores de actividad el índice de producción industrial (IPI) registró un fuerte descenso en diciembre, que situó su variación interanual en el -4,5% en dicho mes, dando lugar a un retroceso del 1,2% en el conjunto del año. El deterioro fue compartido por todos los componentes del IPI, con la excepción de los bienes de consumo alimenticio, destacando el descenso en la producción de bienes de equipo (3,5%, en el año) y en los bienes de consumo no alimenticio (2,5%). El indicador de confianza

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 2002 el dato corresponde a los convenios registrados hasta el 31 de enero.

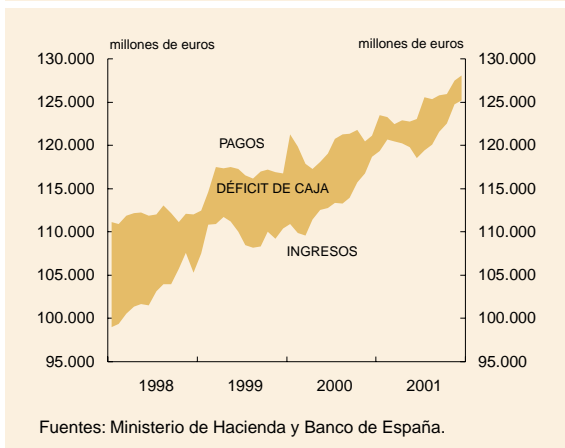
(d) Serie enlazada por el Instituto Nacional de Estadística.

del sector industrial ha seguido situado, en enero, en los niveles negativos alcanzados en el último trimestre de 2001. Por su parte, la utilización de la capacidad productiva y la evolución prevista del empleo se han deteriorado muy significativamente, según la encuesta trimestral de coyuntura industrial correspondiente al primer trimestre de 2002.

Según la EPA, en el último trimestre de 2001 el número de ocupados aumentó en 256 mil personas, en relación con el mismo trimestre de 2000, manteniéndose el ritmo interanual de generación de empleo estabilizado en el 1,8%, mientras que el número de parados disminuyó en 88 mil personas (véase gráfico 2). La tasa de paro, que aumentó del 12,8% al 13%, en relación con el tercer trimestre, experimentó un descenso de seis décimas a lo largo del año. En otro artículo de este *Boletín* se comentan los resultados de la EPA con mayor detalle. Por otra parte, el número de parados registrados en el INEM continuó avanzando en el

GRÁFICO 3

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



mes de enero, a un ritmo creciente (1,9%, en tasa interanual), mientras que los afiliados a la Seguridad Social mantuvieron su progresión interanual en el 3,4%, en ese mes.

En cuanto a la ejecución presupuestaria del Estado, no se dispone de información adicional a la comentada en el último Informe trimestral de la economía española. Como se recordará, con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado acumuló hasta noviembre un superávit de 4.009 millones de euros (0,6% del PIB), frente al superávit de 2.455 millones de euros (0,4% del PIB) registrado en el período enero-noviembre de 2000. El Gobierno ha anunciado que el año 2001 se cerró con equilibrio presupuestario en el conjunto de las AAPP, al compensarse los déficit del Estado y de las Administraciones Territoriales (del 0,4% del PIB en ambos casos) con el superávit del 0,8% del PIB logrado por la Seguridad Social.

## 2. COSTES Y PRECIOS

Los datos de la CNTR del cuarto trimestre han recogido la tendencia hacia la moderación de la tasa de inflación que mostraron los indicadores de precios finales de la economía en ese período. Así, el deflactor de la demanda final registró un crecimiento del 2% en tasa interanual, en último trimestre —resultado al que ha contribuido el comportamiento favorable de los precios de importación—, cerrando el año con un aumento promedio del 3,1%. Por el contrario, el deflactor del PIB se incrementó un 3,9% en el promedio de 2001, finalizando el año con una tasa interanual del 3,5%. El aumento del deflactor del PIB refleja la evolución expansiva de la remuneración por asalariado, que volvió a elevarse un 4,7% en el último trimestre del año

(4,3% en el promedio anual) y, en consecuencia, de los costes laborales unitarios, que avanzaron un 4,2% en el cuarto trimestre (un 4% en el conjunto del año). Según la información más actualizada, el aumento salarial pactado en los convenios colectivos registrados hasta el 31 de enero de 2002 es del 2,7%, frente al 3,5% con el que se cerró la negociación de 2001. Los datos de enero incorporan, fundamentalmente, revisiones correspondientes a convenios pluri- anuales firmados en años anteriores.

Por lo que se refiere a los indicadores de precios, el 22 de febrero se publicó el dato del IPC de enero, el primero correspondiente a la nueva base 2001. Según esta información, el índice general de precios de consumo se incrementó un 3,1%, en tasa interanual, frente al aumento del 2,7% registrado en diciembre; el IPSEBENE, por su parte, se incrementó un 3,6%, frente al 3,8% del mes anterior. Antes de analizar estas cifras, hay que señalar que el cambio de base ha supuesto la introducción de modificaciones metodológicas importantes en la elaboración del IPC, así como la utilización de información actualizada sobre la composición de la cesta de consumo de los hogares españoles y la ponderación de las diferentes categorías de productos. Estos cambios, que se explican detalladamente en otro artículo de este *Boletín*, configuran un nuevo IPC, que recoge mejor los patrones de consumo actuales y que solventa, en gran medida, los sesgos alcistas que, por construcción, acumulan los índices de precios de consumo con el paso del tiempo, y que, en concreto, acumulaba ya el IPC base 1992; además, las modificaciones metodológicas realizadas permitirán reducir la incidencia de algunos de estos sesgos en el futuro.

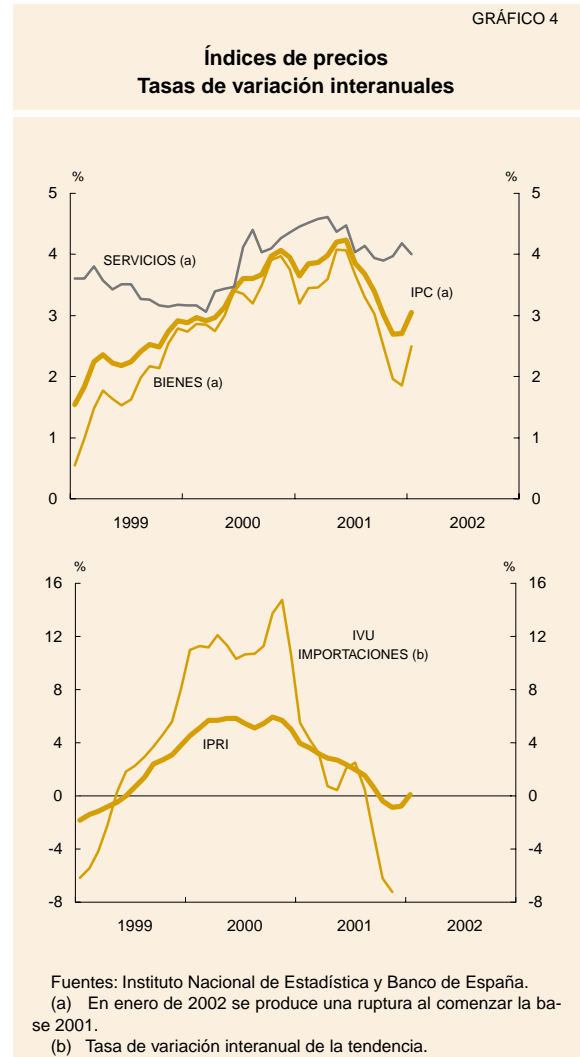
No obstante, como ocurre con todo cambio estadístico de envergadura, las innovaciones introducen discontinuidades en las series, que dificultan su interpretación. En este caso, la introducción de la nueva base implica —de acuerdo con los requerimientos de Eurostat— la inclusión de precios rebajados y de oferta. Este cambio supone, entre otras cosas, una alteración de la pauta estacional del índice, y es lo que explica que, en enero, la tasa intermensual fuera del -0,1%, frente a los incrementos que tradicionalmente se obtenían con la metodología antigua. Para medir la evolución de la inflación anual, el INE ha venido elaborando un índice homogéneo desde enero de 2001, en el que ya se incluían los precios rebajados y las ofertas, de manera que la tasa de variación anual correctamente medida con la nueva metodología se ha situado en el 3,1%, frente al 2,7% con que terminó el año 2001, según la vieja metodología. Debe tenerse en cuenta que incluso estas tasas de variación no son plena-

mente comparables, ya que cada una corresponde a una base y una metodología distintas, por lo que la ruptura en la serie introduce una dificultad de interpretación que persistirá durante los próximos meses.

Teniendo en cuenta estas cautelas, cabe señalar que buena parte del repunte de la inflación interanual en enero, que ya se esperaba, ha obedecido al efecto base que sobre la tasa interanual de enero de 2002 ha tenido el notable descenso de los precios energéticos de enero de 2001, y al aumento de algunos impuestos especiales y del IVA, que afectan principalmente a los productos energéticos y, en menor medida, a otros bienes elaborados. Dentro de los componentes tradicionalmente más volátiles (véase gráfico 4), la tasa de variación interanual de la energía fue del  $-2,9\%$ , con lo que la contribución negativa al índice general disminuyó considerablemente en enero. Además de la actualización de algunos impuestos, hay que recordar que en enero de 2002 no se han reducido las tarifas eléctricas, como sucedió el año anterior. Los alimentos no elaborados avanzaron un  $4,5\%$  y de nuevo son, junto con los alimentos procesados, que crecieron un  $4,2\%$ , los componentes con incrementos más elevados. Los precios bienes industriales no energéticos situaron su tasa de variación interanual en el  $1,6\%$ , frente al  $2,6\%$  de diciembre. Este recorte no obedece a la inclusión de las rebajas —los productos afectados por las rebajas de enero se concentran en este componente—, puesto que la comparación interanual se ha realizado con índices homogéneos, sino que cabe asociarlo a los cambios de composición y a otros cambios metodológicos introducidos en enero. Por último, los precios de los servicios registraron un crecimiento del  $4\%$ , más acorde con el ritmo observado durante el año pasado.

El IAPC, que incorpora en su cálculo las mismas modificaciones que el IPC, también mostró en enero una tasa de variación interanual del  $3,1\%$ . De esta forma, el diferencial de inflación con la zona del euro se habría reducido en una décima, hasta  $0,6$  puntos porcentuales, de confirmarse el avance de la tasa de inflación de la zona euro para dicho mes, que es del  $2,5\%$ .

Respecto a otros indicadores de precios, el IPRI cerró 2001 con una tasa interanual estabilizada en el  $-0,8\%$  y con un crecimiento medio del  $1,7\%$ . La trayectoria de desaceleración a lo largo del año fue similar a la experimentada por los precios de los bienes intermedios, especialmente los energéticos. Los bienes de equipo, con una evolución más estable, terminaron avanzando un  $0,9\%$ , mostrando también



una suave desaceleración a lo largo de todo el año. Por el contrario, los bienes de consumo terminaron el año con un crecimiento del  $3,1\%$ , superior al  $2,2\%$  registrado en enero, como consecuencia de la aceleración de los productos alimenticios. En enero de 2002, el IPRI elevó su tasa de variación interanual hasta el  $0,1\%$ , tras un dilatado período de descensos continuados, debido al importante recorte en el ritmo de caída de los precios energéticos. Por su parte el IPPA registró una tasa de variación interanual del  $-5,2\%$  en noviembre, continuando con la desaceleración iniciada en el segundo trimestre de 2001. En cambio, los precios de la cesta de productos que intenta replicar el IPC de alimentos no elaborados se aceleraron, hasta situar su ritmo de progresión interanual en un  $6,9\%$ . Finalmente, los precios de importación, medidos por los índices de valor unitario, cayeron un  $8,7\%$  en noviembre, destacando la evolución de los precios energéticos, que recortaron el ritmo de variación interanual hasta el  $-36,7\%$ . Asimismo, los precios de las exportaciones disminuyeron un  $1,4\%$  respecto a noviembre de 2000, por la ci-

## Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	2001				2002	
	SEP	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB (d)
<b>ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):</b>						
Índice de Producción Industrial	-0,5	-2,7	-4,2	-4,1		
Comercio al por menor	1,6	-0,3	1,5			
Matriculaciones de turismos nuevos	-1,2	3,2	3,3	0,8		
Indicador de confianza de los consumidores	-9	-10	-12	-10	-11	
Indicador de clima industrial	-11	-16	-18	-17	-14	
IAPC	2,5	2,4	2,0	2,1		
<b>VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):</b>						
M3	6,8	7,5	8,0	8,0		
M1	5,0	5,2	6,0	5,0		
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	5,2	5,1	5,4	5,3		
<i>AAPP</i>	-1,3	-1,1	-0,1	0,2		
<i>Otros sectores residentes</i>	7,1	6,9	6,9	6,7		
EONIA	3,99	3,97	3,51	3,36	3,29	3,27
EURIBOR a tres meses	3,98	3,60	3,39	3,34	3,34	3,36
Rendimiento bonos a diez años	5,04	4,82	4,67	4,96	5,02	5,08
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,26	-0,20	-0,02	0,16	0,05	-0,08
Tipo de cambio dólar/euro	0,911	0,906	0,888	0,892	0,883	0,871
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (c)	-30,5	-27,7	-22,3	-19,7	-2,2	-6,6

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) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 21 de febrero de 2002.  
(d) Media del mes hasta el día 22 de febrero de 2002.

tada evolución de los precios energéticos en los mercados internacionales, y a pesar de la aceleración de los precios de exportación de los bienes de equipo.

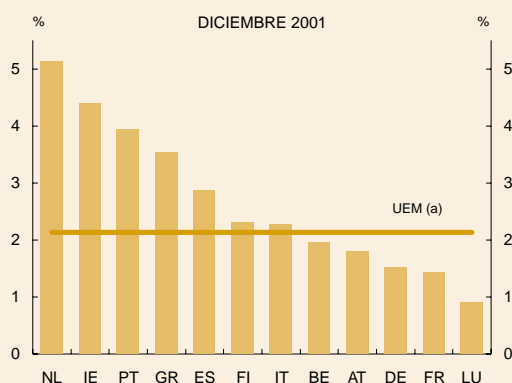
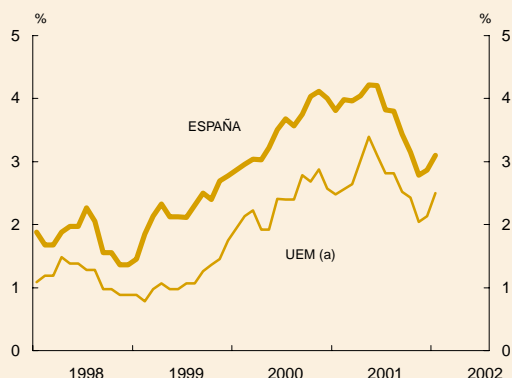
### 3. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA DE LA U.E.M.

En Estados Unidos, los indicadores de los últimos dos meses apuntan a que la desaceleración puede haber tocado fondo. Conforme a las primeras estimaciones disponibles, el PIB del cuarto trimestre registró un aumento del 0,2% (trimestral anualizado), debido principalmente al comportamiento positivo del consumo privado (5,3%), inusual en un contexto recesivo, y del consumo público (9,5%), así como de la inversión en vivienda. Ambas partidas han contrarrestado la debilidad que aún muestra la inversión, cuya caída se agudizó en el cuarto trimestre (11,2%). La estabilización de la actividad, aunque moderada, como se infiere a partir de los datos de utilización de la capacidad productiva, se ha visto confirmada en enero por

numerosos indicadores, especialmente en el sector tecnológico. En lo que se refiere al consumo privado, destaca la mejora de las ventas al por menor, excluidas las adquisiciones de automóviles, cuyo empuje se ha frenado tras la campaña de ofertas del último trimestre. Por el lado de la inversión, resalta el aumento de los pedidos de fábrica de bienes duraderos, especialmente de bienes de alta tecnología. A su vez, por el lado de la oferta, el índice de producción industrial ha suavizado su caída, con subidas en el sector tecnológico, y el índice de directores de compras (NAPM) se elevó al 49,9%, nivel próximo a un crecimiento positivo de las manufacturas. A todo ello hay que añadir la reducción del paro en enero, del 5,8% al 5,6%, en parte de carácter estacional. Esta recuperación de la actividad se ha visto acompañada por un comportamiento muy positivo de la productividad, que en el último trimestre aumentó un 3,5% (trimestral anualizado). Gracias a la desaceleración de los salarios, los costes laborales unitarios (CLU) disminuyeron durante el último trimestre de 2001, lo que debería facilitar la recuperación de los beneficios, crucial

GRÁFICO 5

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



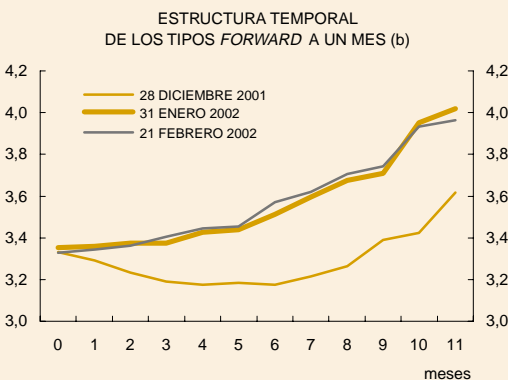
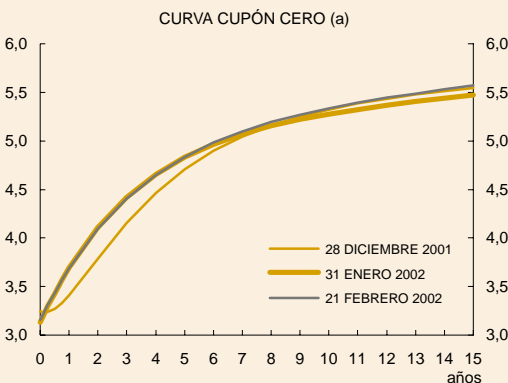
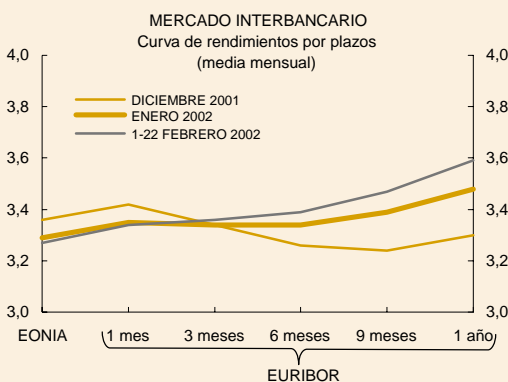
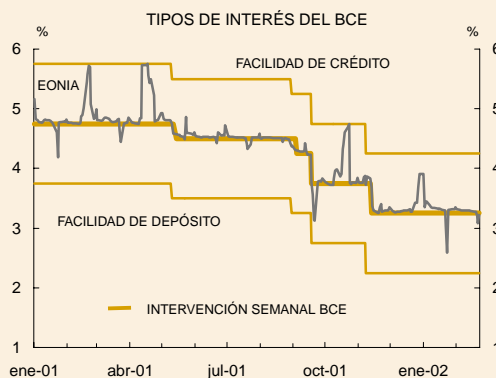
Fuente: Eurostat.  
(a) Incluye Grecia en 2000 y 2001. El dato de enero de 2002 corresponde al avance publicado por Eurostat.

para relanzar la inversión, y evitar presiones inflacionistas significativas. Esta última tendencia se ha visto corroborada por las caídas en los precios de producción y por el moderado crecimiento del IPC de enero (0,2%), debido al incremento del precio del crudo, si bien la inflación subyacente muestra una significativa resistencia a la baja (2,7%). La evolución del mercado de renta variable ha sido menos sensible a las perspectivas de mejoría económica, a causa de las incertidumbres generadas por el caso ENRON.

En Japón, la coyuntura económica continúa siendo recesiva, con sensibles caídas en la actividad industrial en diciembre (15,3% interanual) y en los indicadores de demanda. Por el lado del consumo, las ventas al por menor descendieron un 5,8% interanual en diciembre, mientras que, en lo que se refiere a la inversión, la cartera de pedidos de maquinaria registró una aguda caída en enero (42,8% interanual). El superávit comercial ha repuntado sensiblemente, a consecuencia de la contracción de las importaciones y de la estabilización

GRÁFICO 6

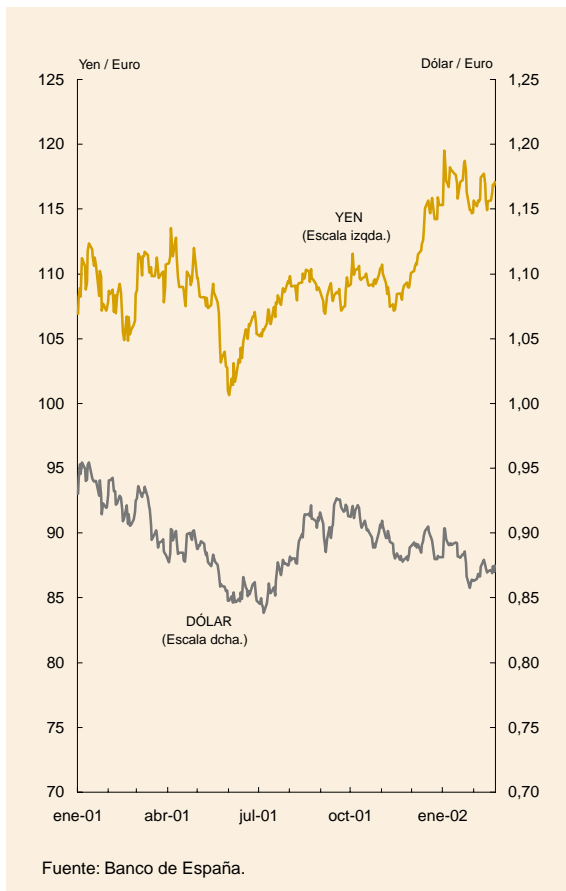
**Tipos de interés en la zona del euro**



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



de las exportaciones, favorecidas por la depreciación del yen registrada en el último trimestre de 2001, trayectoria que se ha revertido parcialmente desde finales de enero. La evolución de los precios, con caídas en los precios de consumo y al por mayor (1,2% y 0,8% en términos anuales en diciembre, respectivamente), ratifica la situación deflacionista que atraviesa la economía nipona. Ante su persistencia, las autoridades han anunciado la presentación de un plan antideflacionista, que pretende recoger medidas, aún por concretar, de estímulo para la economía, de saneamiento del sector bancario y de reformas fiscales estructurales.

La economía del Reino Unido creció un 1,9% interanual durante el cuarto trimestre de 2001, lo que situaría el crecimiento del PIB en 2001 en el 2,4%, el más alto de entre los principales países industrializados. Por sectores, contrasta la pujanza de los servicios, que crecen un 3,6%, frente a la situación recesiva de la industria. Por otro lado, se ha asistido a una aceleración de la inflación desde el 1,9% de diciembre hasta el 2,6% de enero, una décima por encima del objetivo del Banco de Inglaterra.

En América Latina, a la persistente incertidumbre sobre la resolución de la crisis Argentina se ha añadido el deterioro del clima social y económico en Venezuela. En Argentina, los indicadores económicos y el contexto financiero han continuado siendo adversos, aunque se han levantado algunas de las restricciones a la retirada de depósitos y el tipo de cambio, una vez eliminado el régimen cambiario dual, se ha mantenido relativamente estable en un mercado caracterizado por la escasa liquidez. Los efectos de contagio sobre el resto del área continúan siendo limitados. En Venezuela, el deterioro de las perspectivas económicas ha venido ligado a la caída del precio del crudo y al excesivo endeudamiento del sector público, así como a la inestabilidad política. Para reconducir la situación económica, a mediados de febrero se promulgó un plan de ajuste, consistente en la libre flotación del bolívar y en un fuerte ajuste fiscal. En cualquier caso, la ausencia hasta ahora de un contagio financiero regional relevante, junto con señales algo más favorables en el panorama económico internacional, se ha plasmado en unas perspectivas más positivas para otros países de la región, en especial para Méjico, que ha obtenido recientemente el grado de inversión crediticia por parte de todas las agencias de calificación.

De acuerdo con la tercera estimación de la contabilidad nacional del área del euro referida al tercer trimestre de 2001 publicada por Eurostat, el crecimiento intertrimestral del producto interior bruto se ha mantenido en el 0,1%, la misma tasa registrada en el segundo trimestre, que se corresponde con un 1,4% de variación interanual. El dato del tercer trimestre confirma, por lo tanto, la ralentización en el crecimiento de la actividad, como consecuencia, principalmente, de la atonía de la formación bruta de capital fijo, del ajuste de los inventarios y de un agudo deterioro de las exportaciones, en un entorno de desaceleración del comercio mundial. Por su parte, el consumo privado mantuvo un crecimiento algo más sostenido y las importaciones registraron una pérdida de tono muy intensa, mayor que la de las ventas al exterior, por lo que la demanda externa neta contribuyó con seis décimas al crecimiento interanual del producto.

La información coyuntural y los datos de contabilidad nacional referidos al cuarto trimestre disponibles en algunos países —como Holanda, España, Alemania y Francia— apuntan a que el ritmo de desaceleración se intensificó en dicho período. No obstante, los datos más recientes de algunos indicadores reflejan una cierta corrección en relación con los registros de octubre y noviembre (véase cuadro 1). De esta forma,



CUADRO 2

## Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1998	1999	2000	2001		2002		
	DIC	DIC	DIC	OCT	NOV	DIC	ENE	
<b>BANCARIOS:</b>								
Tipo sintético pasivo	2,06	1,98	3,02	2,53	2,31	2,23	2,22	...
Tipo sintético activo	5,15	5,03	6,35	5,33	5,11	4,86	4,88	...
<b>TESORO:</b>								
Subasta de letras a doce meses (b)	2,95	3,75	4,71	3,25	3,03	3,11	3,17	3,52
Subasta de bonos a tres años	3,54	4,56	4,81	...	3,28	...	3,97	...
Subasta de obligaciones a diez años	4,32	5,38	5,24	4,95	4,55	5,02	5,05	5,04
<b>MERCADOS SECUNDARIOS (c):</b>								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,88	3,60	4,70	3,27	3,03	3,11	3,27	3,33
Deuda pública a diez años	4,08	5,37	5,20	4,91	4,76	4,97	5,05	5,09
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,20	0,19	0,29	0,29	0,29	0,19	0,18	0,18
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	37,19	16,22	-12,68	-13,27	-6,38	-6,39	-2,61	-5,80
Diferencial renta fija privada								
con letras del Tesoro a doce meses	0,40	0,24	0,29	0,24	0,17	0,22	0,25	0,20
Diferencial renta fija privada								
con deuda pública a diez años	0,36	0,41	0,70	0,65	0,64	0,67	0,70	0,71

Fuente: Banco de España.  
(a) Media de datos diarios hasta el 20 de febrero de 2002.  
(b) Tipo de interés marginal.  
(c) Medias mensuales.  
(d) Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

en diciembre, la producción industrial, excluida la construcción, creció un 0,8 % respecto al mes anterior, lo que supone un importante avance en relación con las tasas de crecimiento negativas observadas en los tres meses anteriores. Asimismo, este cambio de tendencia se vislumbra con nitidez en aquellos indicadores de las encuestas de opinión relacionados con la actividad. En particular, el indicador de clima industrial procedente de la encuesta de confianza industrial realizada por la Comisión Europea y el índice PMI elaborado por Reuters han experimentado en enero una clara mejoría respecto a los meses anteriores, que en el caso del índice PMI se ha concretado en el mayor incremento intermensual en este índice desde su creación a mediados de 1997. Los componentes del indicador de clima industrial que han contribuido a la mejora han sido, sobre todo, las expectativas de producción y la valoración del nivel de existencias. Por el contrario, los indicadores más relacionados con los agregados macroeconómicos de demanda no reflejan todavía este cambio de tendencia. Así, los datos más recientes del indicador de confianza de los consumidores, el grado de utilización de la capacidad productiva en el primer trimestre del año o la cartera de pedidos exteriores de la encuesta de confianza industrial no han

mejorado. De este modo, parece estar configurándose un escenario de lenta recuperación macroeconómica en la primera parte del año 2002 en el área del euro, que coincide, a grandes rasgos, con el que se anticipaba en la mayor parte de las previsiones económicas, dadas a conocer en los últimos meses del año pasado.

En relación con la evolución del IAPC en el mes de enero, solo se dispone del avance de Eurostat —que estima una tasa de variación del 2,5%, cuatro décimas por encima del dato de diciembre— y de los datos de algunos países de la UEM, la mayor parte publicados con posterioridad a ese avance (véase gráfico 5). Este comportamiento alcista de los precios en enero parece tener un carácter transitorio, pues se debe, en gran medida, a la evolución del componente de alimentos no elaborados, afectado por las desfavorables condiciones climatológicas en dicho mes, y a la menor contribución negativa de los precios de la energía. Asimismo, el dato de enero recoge subidas de impuestos indirectos y de precios administrados en algunos países. Según la información que facilitan algunos institutos nacionales de estadística, la introducción del euro no parece haber contribuido de modo significativo a esta

aceleración del IAPC en el mes de enero. Por su parte, el índice de precios industriales (IPRI) registró una tasa interanual del  $-1,1\%$ , ligeramente superior al  $-1,3\%$  observado en noviembre. El menor ritmo de caída del IPRI está relacionado con un efecto base de los precios de los bienes energéticos. Por último, el componente de bienes industriales de consumo, que puede utilizarse como indicador de futuras presiones inflacionistas, volvió a moderarse en diciembre.

En este marco de perspectivas inflacionistas moderadas y signos incipientes de recuperación de la actividad, el Consejo de Gobierno del BCE ha mantenido inalterados los tipos de interés oficiales en sus reuniones de enero y febrero. La última modificación tuvo lugar el 8 de noviembre de 2001, cuando, tras una rebaja de 50 puntos básicos, el tipo de intervención semanal del BCE se situó en el  $3,25\%$ . Por su parte, los tipos del mercado monetario experimentaron un ligero repunte en sus plazos más largos conforme fueron apareciendo indicios de recuperación económica, con el consiguiente incremento en la pendiente de la curva de rendimientos respecto de la situación observada a finales del año 2001 (véase gráfico 6). En particular, la información derivada de los *forward* implícitos en los tipos de interés del mercado interbancario no anticipa reducciones de los tipos de interés oficiales en los próximos meses y pronostica subidas moderadas en la segunda parte del año. Por otro lado, la evolución de los tipos de interés a largo plazo ha sido bastante estable en los últimos meses y no se aprecian cambios significativos respecto al nivel de diciembre de 2001. Esta estabilidad en el segmento de largo plazo de la curva de rendimientos, que también se ha observado en Estados Unidos, corrobora, en cierta medida, que los indicios recientes de recuperación económica estaban ya incorporados en las expectativas de los agentes que operan en los mercados financieros.

La evolución de las cotizaciones bursátiles, y en particular del índice *Dow Jones EURO STOXX* amplio, se ha mantenido a mediados de febrero en niveles algo por debajo de los de finales del año 2001, en un contexto de elevada volatilidad (véase cuadro 1). Asimismo, no se han producido movimientos significativos en los mercados de cambios, aunque en el período transcurrido del presente año el euro se ha depreciado ligeramente frente al dólar (véase gráfico 7).

En cuanto a la evolución de los agregados monetarios, la tasa interanual de crecimiento de M3 en el mes de enero ascendió al  $7,9\%$ , lo cual sitúa la media de las tasas interanuales en el período de noviembre 2001 a enero en el  $8\%$ , frente al  $7,8\%$  correspondiente a los meses

de octubre a diciembre. Esta aceleración del agregado M3 no parece indicar, sin embargo, la existencia de riesgos para la estabilidad de precios en el área del euro, en tanto en cuanto se enmarca dentro de un proceso de elevada preferencia por la liquidez influido por las incertidumbres que han rodeado el entorno económico y financiero. La evolución de las contrapartidas de M3 es coherente con esta valoración. En particular, el crédito al sector privado mantuvo, en enero, la gradual desaceleración que comenzó a finales del año 2000. En particular, el crédito al sector privado creció en el conjunto de 2001 a una tasa del  $6,7\%$ , casi cuatro puntos porcentuales por debajo de la observada durante el año anterior.

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

Los datos del mes de diciembre confirmaron, en líneas generales, las tendencias observadas a lo largo del resto del año: las condiciones monetarias y financieras continuaron siendo más holgadas en España que en el resto de la UEM, si bien experimentaron una cierta convergencia hacia estas. Así, se registró en nuestro país una mayor reducción relativa del crecimiento de la financiación otorgada al sector privado, al tiempo que los agregados monetarios experimentaron una moderada contracción de sus ritmos de expansión, con la excepción de los medios de pago.

A lo largo de 2001, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela habían venido reflejando las disminuciones que se produjeron tanto en los tipos de intervención oficiales como en las rentabilidades negociadas en los mercados de renta fija. La reducción fue más acusada en las operaciones de activo, con un descenso a lo largo del año de 150 puntos básicos, frente a una reducción de 80 puntos básicos en el tipo sintético de pasivo. La información correspondiente al mes de enero, sin embargo, indica que este proceso parece haberse frenado. Así, tanto el tipo de las operaciones de activo como el tipo sintético de pasivo se mantuvieron, a finales de dicho mes, en niveles similares a los alcanzados a finales de 2001 ( $4,9\%$  y  $2,2\%$ , respectivamente. Véase cuadro 2).

En enero y los días transcurridos de febrero continuó la tendencia alcista que se había iniciado en el mes de diciembre en las rentabilidades negociadas en los mercados financieros de renta fija nacionales, más acusada en los plazos más cortos. Debido a ello, el tipo marginal de emisión de las subastas de letras del Tesoro se incrementó, en dicho período, 40 puntos básicos, hasta situarse en el  $3,5\%$ . En los merca-

CUADRO 3

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

	2001	2000	2001			
	DIC (b)	DIC	SEP	OCT	NOV	DIC
<b>Medios de pago (MP)</b>	<b>291,6</b>	<b>4,4</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	<b>5,9</b>	<b>6,9</b>
Efectivo	43,1	-0,4	-8,5	-10,1	-12,7	-21,3
Depósitos a la vista	128,4	9,1	7,1	7,8	10,6	16,3
Depósitos de ahorro	120,1	2,4	6,6	6,4	10,6	11,6
<b>Otros pasivos bancarios (OPB)</b>	<b>241,1</b>	<b>19,7</b>	<b>12,5</b>	<b>12,4</b>	<b>11,4</b>	<b>8,8</b>
Depósitos a plazo	190,9	25,4	20,3	18,3	18,0	14,1
Cesiones y valores bancarios	38,1	11,2	-2,5	1,3	1,1	-2,3
Depósitos en el exterior (c)	12,1	-8,5	-20,8	-15,4	-23,4	-20,9
<b>Fondos de inversión</b>	<b>154,6</b>	<b>-17,2</b>	<b>-12,3</b>	<b>-9,4</b>	<b>-4,2</b>	<b>-2,5</b>
FIAMM	41,7	-21,8	17,1	23,2	28,8	32,4
FIM renta fija en euros	29,0	-33,4	5,9	12,8	16,6	19,0
Resto de fondos	83,9	-10,4	-25,1	-23,9	-19,1	-18,4
PRO MEMORIA:						
<b>AL1 = MP + OPB + FIAMM</b>	<b>574,4</b>	<b>8,0</b>	<b>8,2</b>	<b>8,5</b>	<b>9,7</b>	<b>9,2</b>
<b>AL2 = AL1 + FIM renta fija en euros</b>	<b>603,4</b>	<b>5,1</b>	<b>8,1</b>	<b>8,7</b>	<b>10,0</b>	<b>9,7</b>
<b>M3-UEM</b>	<b>5.425,0</b>	<b>4,1</b>	<b>6,8</b>	<b>7,5</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>
<b>M3-componente español</b>	<b>622,9</b>	<b>7,4</b>	<b>10,2</b>	<b>9,7</b>	<b>10,7</b>	<b>10,2</b>

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.

dos secundarios de deuda pública a largo plazo, los aumentos de las rentabilidades negociadas han sido más moderados, en línea con lo ocurrido en la mayor parte de las plazas europeas. En febrero, el rendimiento del bono español a diez años alcanzó el 5,1%, nivel similar al observado en el verano de 2001. Es importante destacar la consolidación del descenso, iniciado en diciembre, del diferencial de rentabilidad a largo plazo con el bono alemán hasta los 20 puntos básicos, tras la decisión de la agencia Moody's de elevar la calificación crediticia de la deuda pública española hasta el nivel de máxima solvencia (véase cuadro 2). Por su parte, el diferencial entre la renta fija privada y la deuda pública a largo plazo se incrementó muy ligeramente entre diciembre de 2001 y febrero de este año.

Los mercados bursátiles nacionales han mostrado en el último mes y medio un retroceso importante de las cotizaciones y una elevada volatilidad. En la fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa mostraba unas pérdidas acumuladas desde comienzos del año del 5,8%, cifra similar a la registrada en

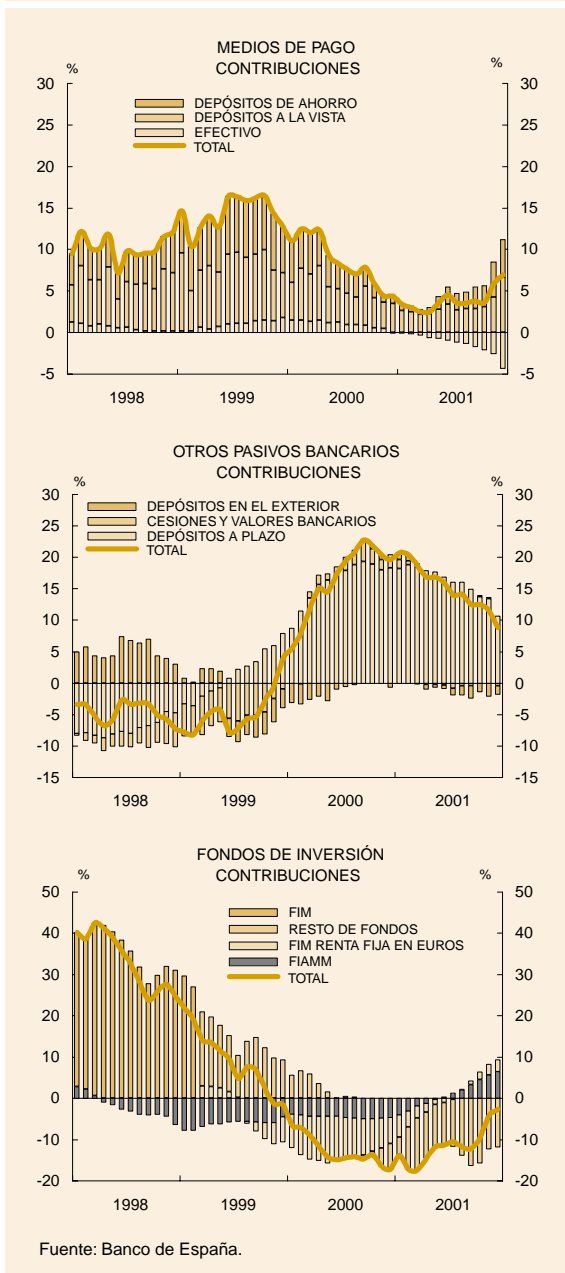
otras plazas europeas pero superior a la observada en Estados Unidos.

Las tenencias de activos líquidos por parte de las sociedades no financieras y los hogares mantuvieron, en diciembre de 2001, un comportamiento similar al del mes precedente (véase cuadro 3). Los medios de pago volvieron a registrar un aumento en su tasa de crecimiento interanual hasta el 6,9% (3,5 puntos porcentuales más que la media de los primeros 10 meses del año 2001. Véase gráfico 8), a pesar de que la proximidad de la puesta en circulación de los billetes y monedas denominados en euros propició la reducción del efectivo, cuya tasa de crecimiento interanual alcanzó el -21,3%. Por el contrario, los depósitos a la vista y ahorro alcanzaron, en diciembre, unos crecimientos interanuales del 16,3% y 11,6%, respectivamente, en torno a nueve y siete puntos porcentuales por encima de la media de los meses precedentes.

Continuó, asimismo, el proceso de desaceleración de los otros pasivos bancarios, situándose su tasa de crecimiento interanual, en diciembre, en el 8,8%. Dicha desaceleración se

GRÁFICO 8

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

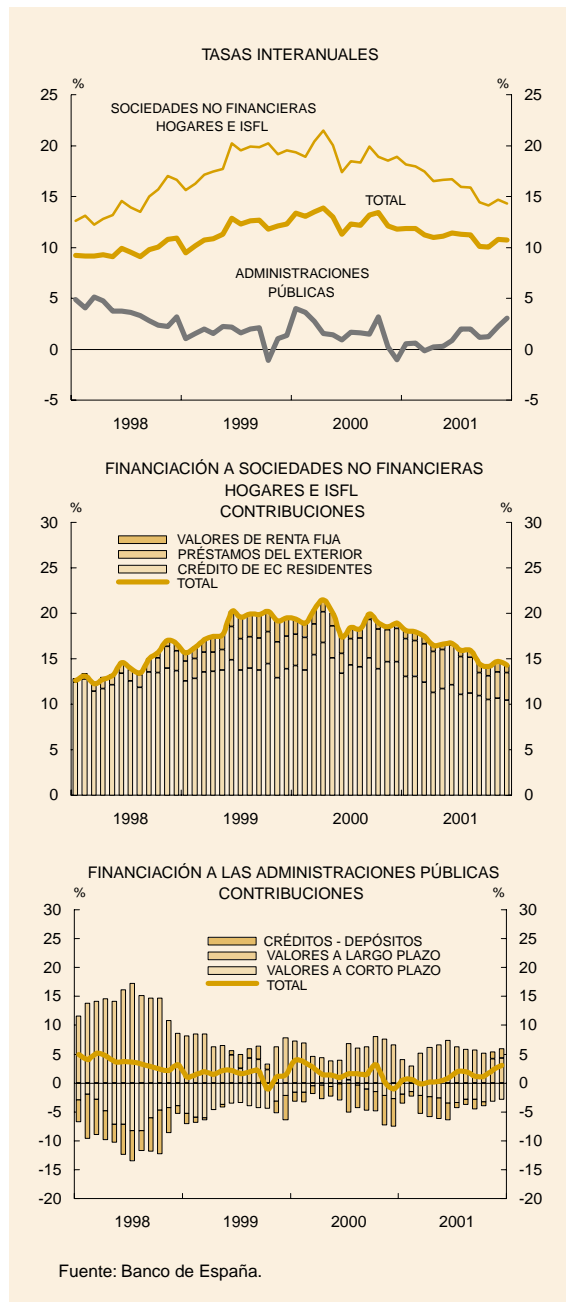


materializó, principalmente, en los depósitos a plazo, cuya contribución al crecimiento de este agregado ha disminuido en más de ocho puntos porcentuales desde comienzos de año (véase gráfico 8).

Por lo que respecta a la evolución de las participaciones en fondos de inversión, los datos del mes de diciembre continuaron mostrando retrocesos del patrimonio gestionado por estas instituciones de inversión colectiva, aunque progresivamente menores: -2,5% (-17,2%, un año antes). Por tipos de fondos, destaca el importante

GRÁFICO 9

**Financiación a los sectores residentes no financieros**



crecimiento del patrimonio de los FIAMM —hasta acumular más de 10 mm de euros en el conjunto del año 2001— y de los FIM de renta fija en euros —4,6 mm de euros— asociado a la recuperación de las rentabilidades de estos fondos y a la recomposición de las carteras de los agentes hacia posiciones de menor riesgo. El resto de FIM experimentó una nueva contracción de su patrimonio, que, en el conjunto del año, se redujo en torno a 19 mm de euros, a consecuencia tanto de los importantes reembolsos netos realizados —alrededor de 7,5 mm de euros— como de la caída de las cotizaciones bursátiles.

CUADRO 4

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

	2001	1999	2000	2001		
	DIC (b)	DIC	DIC	OCT	NOV	DIC
<b>1. Financiación total (2 + 3)</b>	<b>1.090,6</b>	<b>12,3</b>	<b>11,8</b>	<b>10,0</b>	<b>10,8</b>	<b>10,8</b>
<b>2. Sociedades no financieras, hogares e ISFL</b>	<b>771,9</b>	<b>19,5</b>	<b>18,9</b>	<b>14,1</b>	<b>14,7</b>	<b>14,3</b>
Del cual:						
Crédito de entidades de crédito residentes	611,1	16,4	18,0	13,2	13,2	13,0
Valores de renta fija + financiación intermediada por fondos de titulización	45,2	35,4	9,9	17,0	19,6	14,1
<b>3. Administraciones Públicas</b>	<b>318,7</b>	<b>1,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>2,3</b>	<b>3,1</b>
Valores a corto plazo	36,9	-11,0	-15,8	-21,6	-20,5	-19,3
Valores a largo plazo	280,8	10,9	8,3	6,0	4,8	4,9
Créditos - depósitos (c)	0,9	-13,3	-15,1	-2,1	3,5	5,0

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.

La información provisional correspondiente al mes de enero no indica cambios significativos en relación con la evolución de ninguno de estos agregados.

En diciembre, la financiación total concedida al conjunto de los sectores residentes no financieros creció a una tasa interanual del 10,8%, la misma que el mes anterior. Este dato fue el resultado de la combinación de un menor crecimiento del componente sociedades no financieras y hogares, y de una aceleración de la financiación otorgada a las Administraciones Públicas, que ha venido presentando ritmos de avance crecientes a medida que ha ido transcurriendo el año 2001 (véase gráfico 9).

La financiación de las sociedades no financieras y hogares aumentó, en diciembre, a una tasa interanual del 14,3% (véase cuadro 4), solo ligeramente por debajo de la observada en los últimos meses, aunque sensiblemente inferior a la mostrada a finales de 2000 (18%). Esta evolución ha estado dominada por el comportamiento de los créditos de las entidades de crédito residentes, que, a lo largo del año, han reducido su contribución a la expansión interanual de la financiación del sector privado en algo más de dos puntos porcentuales (véase gráfico 9). El resto de componentes, sin embargo, ha mantenido una contribución estable al crecimiento de este agregado a lo largo de 2001.

La información provisional correspondiente al mes de enero apunta hacia el mantenimiento de los ritmos actuales de crecimiento de la financiación a las sociedades no financieras y hogares. Así, por ejemplo, los préstamos de entidades de crédito residentes podrían haber registrado en enero la misma expansión interanual que en diciembre (13%).

Finalmente, la tasa de crecimiento interanual de la financiación obtenida por las Administraciones Públicas se situó, en diciembre, en el 3,1%. La consiguiente aceleración de la financiación del sector está en línea con la evolución de la ejecución presupuestaria del Estado durante 2001. Por instrumentos, la cobertura de las necesidades financieras se ha realizado, principalmente, mediante la disposición de las posiciones acreedoras en las entidades de crédito (cuenta corriente en el Banco de España y depósitos en el resto de entidades de crédito), cuyo saldo disminuyó 3 mm de euros a lo largo del año (en el año anterior, se había incrementado en 13 mm de euros). Por otra parte, los fondos aportados por las emisiones de valores ascendieron durante el pasado ejercicio a 4 mm de euros, frente a los 12 mm de euros del año 2000, como consecuencia tanto de las amortizaciones anticipadas realizadas en la última parte del año como de las menores emisiones brutas realizadas en 2001.

27.02.2002.