

---

# Evolución reciente de la economía española

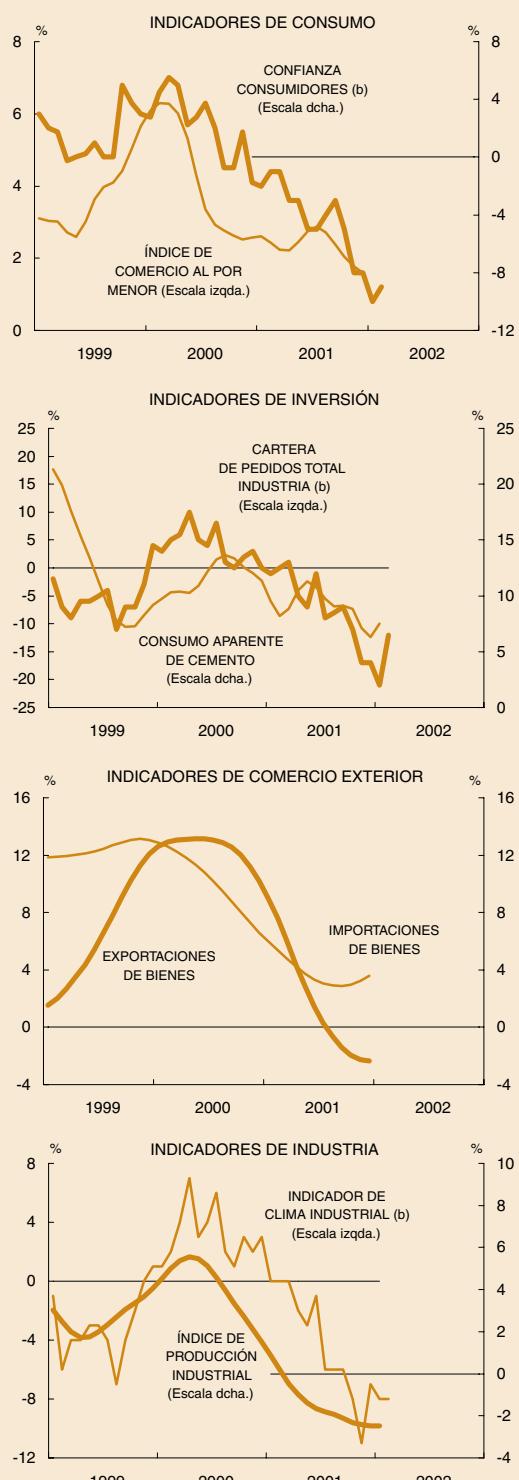
## 1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Como se comentó en el *Boletín* de febrero, el PIB real de la economía española registró en el último trimestre de 2001 una tasa de crecimiento interanual del 2,4%, prolongando, aunque de forma algo más suave, la desaceleración que había tenido lugar a lo largo de ese año; el incremento en el promedio del ejercicio fue del 2,8%. La desaceleración fue resultado de una pérdida de dinamismo adicional de la demanda nacional y de una aportación más negativa de la demanda exterior al crecimiento del PIB. La información referida a los primeros meses del año 2002 es todavía escasa; por ejemplo, no se dispone de datos que permitan valorar si se ha acentuado o suavizado el carácter contractual de la demanda neta exterior, cuando comienzan a percibirse cambios positivos en el entorno internacional. En relación con el gasto interior, los indicadores, en general, siguen mostrando ritmos de crecimiento moderados. Por el lado de la oferta, se observan indicios de que la actividad industrial ha frenado su pérdida de dinamismo, mientras que los indicadores disponibles muestran una suave desaceleración del empleo y un aumento del paro, en los últimos meses.

Entre los indicadores de consumo privado, el índice de confianza de los consumidores experimentó un ligera recuperación en febrero, tras su retroceso del mes anterior, aunque permanece en niveles inferiores a los alcanzados al finalizar el año 2001; destaca la valoración negativa que hacen las familias de su situación económica futura, y la caída en las intenciones de ahorro (véase gráfico 1). También se observa un descenso en las opiniones sobre adquisición de bienes duraderos que es acorde con la evolución de las matriculaciones: a partir de la información sobre ventas proporcionada por ANFAC, se estima que las matriculaciones disminuyeron un 9,5%, en tasa interanual, en febrero, acentuando el perfil de desaceleración iniciado en la segunda mitad de 2001. Por su parte, el indicador de confianza del comercio al por menor se elevó levemente en febrero y su nivel permanece en torno a la media del último trimestre de 2001. De hecho, el indicador de ventas del comercio al por menor se incrementó un 6,9%, en tasa interanual nominal, en enero, por encima del aumento del 5,4% de diciembre, si bien estas cifras no son estrictamente comparables, debido a las modificaciones introducidas por el INE en la elaboración de este índice en el último mes —entre ellas, un cambio del año base, que pasa a ser 2001, y la inclusión de nuevas actividades—. Por componentes, ha seguido destacando el aumento de las ventas de productos alimenticios (10,1%), superior al del resto de bienes (4,5%). Por último,

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.

tras la incorporación del dato de producción industrial de enero, el indicador de disponibilidades de bienes de consumo ha mejorado algo su evolución tendencial, que permanece estabilizada en tasas reducidas.

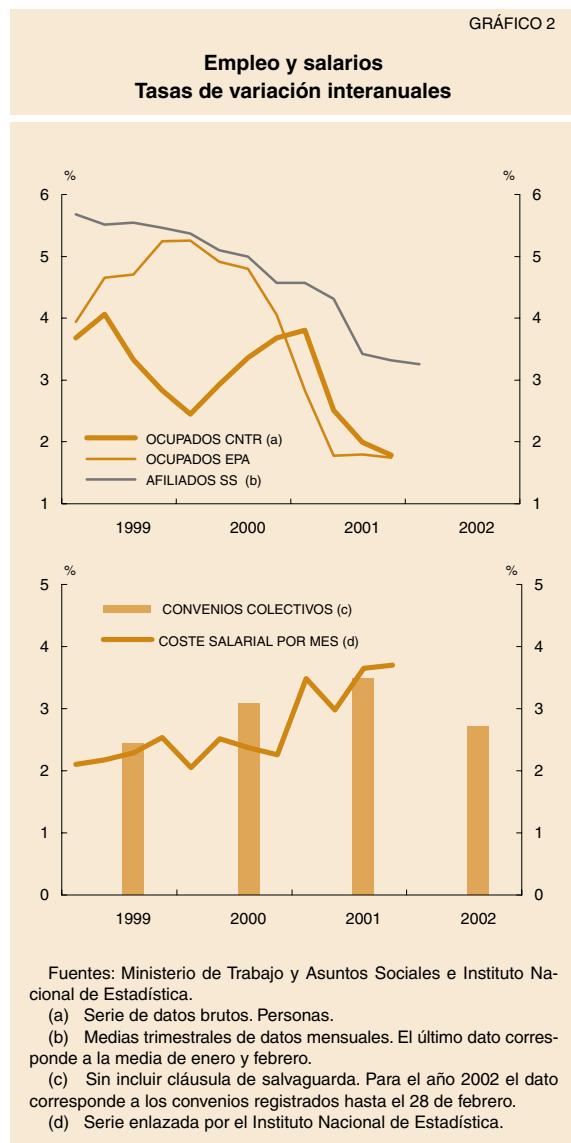
La producción interior de bienes de equipo atenuó su evolución contractiva en el mes de enero, aunque su tasa de descenso interanual continuó siendo muy abultada (un 8,6%); este dato permite anticipar una cierta mejora del indicador de disponibilidades de bienes de equipo en ese mes, tras el considerable retroceso registrado en diciembre de 2001. En cualquier caso, la evolución de este indicador sigue siendo muy negativa, sin que se aprecien signos de recuperación. Por su parte, el indicador de clima industrial en este sector acentuó su tono deprimido en el primer mes del año, al combinar una mayor acumulación de existencias con un retroceso en la evolución prevista de la cartera de pedidos y el mantenimiento de unas expectativas a la baja sobre la producción.

La inversión en construcción continúa siendo el componente del gasto con mayor fortaleza. El indicador de confianza del sector mejoró sensiblemente en febrero, quebrando el debilitamiento registrado en los meses anteriores, al reflejar un avance importante del nivel de contratación, que compensa la tendencia negativa del empleo. Entre los indicadores contemporáneos del gasto, los correspondientes a consumos intermedios han recuperado en enero una senda de suave crecimiento: en concreto, el consumo aparente de cemento se incrementó en un 14,8% y el índice de producción industrial de materiales de construcción creció un 1,4%, en términos interanuales. Por su parte, el número de parados en el sector ha registrado una evolución ascendente, mientras que las afiliaciones a la Seguridad Social han tendido a estabilizarse en tasas elevadas. Entre los indicadores adelantados, los visados, que mostraron un perfil descendente hasta el tercer trimestre, se estabilizaron en noviembre, tras el repunte de octubre, en el caso de edificación residencial, recuperándose parcialmente en la edificación no residencial; las licencias mantuvieron en octubre la evolución positiva iniciada en el tercer trimestre del año. Finalmente, la licitación oficial se ha estabilizado en noviembre, después del fuerte repunte del mes anterior; en el acumulado del año el mayor avance corresponde a la obra civil.

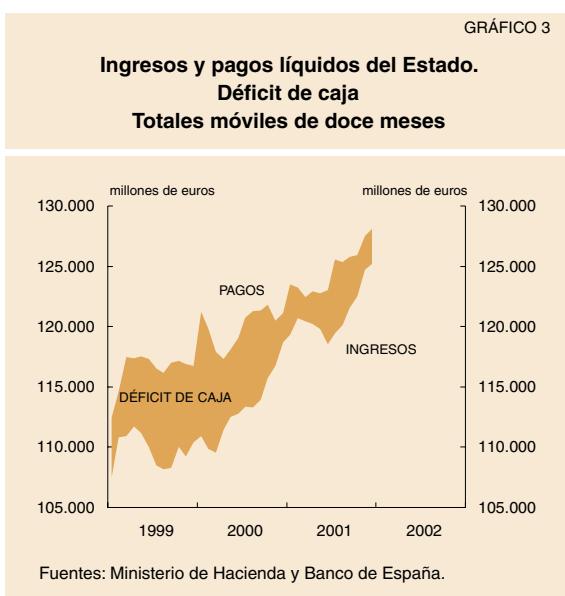
Como ya se comentó en el *Boletín* anterior, la contribución negativa del saldo exterior al crecimiento del PIB aumentó ligeramente en el último trimestre de 2001, debido a que las exportaciones de bienes y servicios continuaron moderando su ritmo de avance —en el caso de

los bienes, descendieron—, mientras que las importaciones frenaron su desaceleración. Los datos sobre la evolución del comercio exterior en el mes de diciembre, conocidos posteriormente, agudizan aún más el tono contractivo de esta variable. En dicho mes, las exportaciones reales de mercancías acentuaron su ritmo de descenso, con una caída interanual del 8,7%, cerrando el último trimestre con un perfil de intensa debilidad. En el conjunto de 2001 aumentaron un 2% en términos reales, frente al 12,2% observado en el ejercicio anterior. Por su parte, las importaciones reales de bienes también descendieron en diciembre un 2,3%, aunque el último trimestre se saldó con un modesto avance. En el conjunto del año crecieron un 4,1%, prácticamente la mitad que en el año anterior. Según los datos de balanza de pagos, el déficit acumulado por cuenta corriente, durante los doce meses del año 2001, ascendió a 17.041 millones de euros, un 10% inferior al déficit registrado en el año 2000. Esta mejora se debió, fundamentalmente, al aumento del superávit de la balanza de servicios y, en menor medida, a la mejora de los saldos de la balanza comercial —por el descenso que experimentaron los precios de los bienes importados— y de transferencias, que compensaron el empeoramiento de la balanza de rentas. El saldo positivo de la cuenta de capital también mejoró en el conjunto del año, en torno a un 9%, como consecuencia del comportamiento de las transferencias de capital recibidas de la UE.

Entre los indicadores relacionados con la actividad, el índice de producción industrial (IPI) disminuyó un 0,1% en el primer mes del año, en términos interanuales, cifra que supone la interrupción del proceso recesivo que venía registrándose desde hace varios meses; en términos ajustados del efecto calendario, la tasa fue del -1,2%. La mejoría en la producción se manifestó en todos los componentes del IPI, con la excepción de los bienes de consumo alimenticio, cuya evolución estuvo, en parte, lastrada por el negativo comportamiento de ciertas producciones de carácter estacional. Por su parte, el indicador de confianza del sector industrial se mantuvo estabilizado en febrero, en los niveles negativos alcanzados en el último trimestre de 2001. Este comportamiento contrasta con la evolución de la cartera de pedidos, que se recuperó sensiblemente, aunque la tendencia prevista de la producción retrocedió de forma apreciable, tras las sucesivas mejoras de meses anteriores. Por su parte, como ya se comentó en el Boletín anterior, la utilización de la capacidad productiva y la evolución prevista del empleo han empeorado, según la encuesta trimestral de coyuntura industrial publicada en el primer trimestre de 2002.



Como es sabido, el ritmo interanual de generación de empleo estimado por la EPA para el último trimestre del pasado año permaneció estabilizado en el 1,8%, mientras que el número de parados disminuyó en 88 mil personas, situándose la tasa de paro en el 13%, con un descenso de seis décimas a lo largo del año. La información más reciente del mercado laboral muestra que el número de parados registrados en el INEM intensificó sensiblemente su ritmo de avance en el mes de febrero (4,2%, en tasa interanual, frente al 1,9% de enero). Por su parte, las afiliaciones a la Seguridad Social moderaron ligeramente su progresión interanual, aunque sigue siendo considerablemente elevada, del 3,1%, según los datos correspondientes a ese mismo mes. Por ramas de actividad, y con información hasta enero, las afiliaciones al Régimen General volvieron a registrar, por segundo mes consecutivo, una tasa de variación nula en la industria, repuntaron levemente en la construcción y —de forma más modesta— en la agricultura, mientras que en los



servicios se truncó la senda alcista iniciada en octubre de 2001.

En cuanto a la ejecución presupuestaria del Estado, al cierre de la presente edición del *Boletín* no se dispone de nueva información correspondiente a los primeros meses del año en curso. Con respecto al cierre de 2001, y con la metodología de la Contabilidad Nacional, la ejecución del Estado se saldó con un déficit de 3.042 millones de euros, alcanzando un porcentaje del 0,5% del PIB, una décima menos que el registrado el año anterior. La actuación del Estado fue compatible con la consecución del equilibrio presupuestario para el conjunto de las Administraciones Públicas, en línea con lo previsto en la actualización del Programa de Estabilidad, y que fue resultado de los déficit registrados por la Administración Central y por las Administraciones Territoriales (del 0,4% del PIB en ambos casos) y del superávit del 0,8% del PIB logrado por la Seguridad Social.

## 2. COSTES Y PRECIOS

El Índice de Precios de Consumo (IPC) aumentó en febrero un 0,1%, manteniendo su tasa de variación interanual en el 3,1%. Esta estabilidad a nivel agregado encierra una aceleración en el ritmo de variación de los precios de los servicios (hasta el 4,4%) y de los alimentos no elaborados (hasta el 5%), que se vio compensada por la desaceleración de los precios de los alimentos elaborados y de los productos industriales, energéticos y no energéticos. Destacan, negativamente, los aumentos que han tenido lugar en los precios de restaurantes, bares y cafeterías, así como en algunos servicios turísticos y en las consultas médicas.

Entre los alimentos no elaborados fueron notables los incrementos de precios de las patatas, de las hortalizas y del pescado fresco. Por el contrario, la bajada en torno al 5% en el precio del gas natural, en línea con el nuevo marco regulatorio de liberalización de este mercado, acentuó el descenso de los precios energéticos. El crecimiento interanual del IPSEBENE avanzó hasta el 3,7%, tasa que, con pequeñas oscilaciones, se mantiene desde el mes de octubre del pasado año. Por su parte, el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) aumentó, al igual que el IPC, un 0,1% en febrero, elevando la tasa de variación interanual hasta el 3,2%. Como el agregado correspondiente al conjunto de la zona euro situó su ritmo de avance en el 2,4% —según la cifra publicada por Eurostat—, el diferencial de inflación de la economía española volvió a ampliarse, hasta alcanzar los 0,8 puntos porcentuales.

El aumento de las tarifas salariales de los convenios firmados hasta el 28 de febrero fue del 2,7%, igual que en enero, sin que se aprecien cambios en las distintas ramas, salvo en la construcción, aunque referidos a un colectivo todavía muy poco representativo. Como es habitual al comienzo del año, la mayor parte de los convenios registrados corresponden a revisiones de convenios firmados en años anteriores, siendo el avance de los de nueva firma muy escaso. En estos últimos, el aumento pactado hasta febrero fue del 3,4%, frente al 2,7% de los convenios revisados, aunque la representatividad de estos datos, como se ha dicho, es todavía muy reducida.

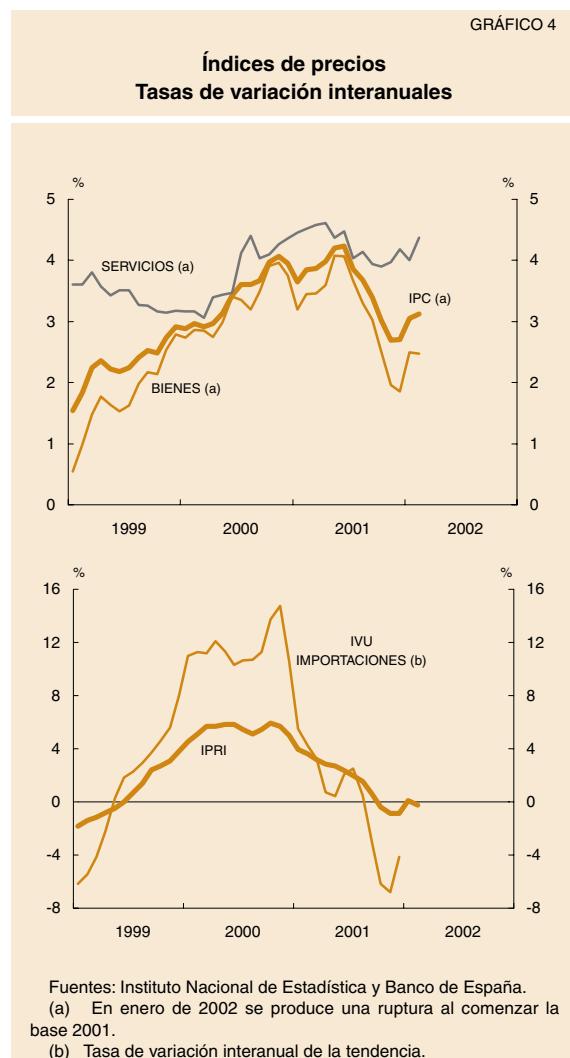
Por otra parte, el índice de costes laborales, que mide el coste laboral medio por trabajador y mes, registró un incremento interanual del 4,4% en el cuarto trimestre del pasado año, tres décimas superior al observado en el tercero. Este aumento es consecuencia de un crecimiento del 3,7% en los costes salariales, similar al observado en el trimestre anterior, y de una aceleración en el resto de costes, que crecieron un 6,5%, frente al 5,7% del tercer trimestre.

Respecto a otros indicadores de precios, el IPRI, tras el repunte con el que inició el año 2002, cayó, en febrero, un 0,2% en términos interanuales, retomando nuevamente tasas de variación negativas como las mantenidas a lo largo del último trimestre del pasado año. Excepto los precios de producción de los bienes de equipo, que se aceleraron ligeramente, y los correspondientes a los bienes intermedios energéticos, que continuaron moderando su caída interanual, el resto de componentes redujo su ritmo de avance interanual, en especial en el caso de los bienes de consumo alimenticio,

cuyo aumento en enero contrasta con el acusado descenso registrado un año antes, han sido los responsables de la aceleración del índice general. Entre los distintos componentes, destaca la ralentización del ritmo de aumento de los bienes de consumo alimenticio, mientras que se mantuvo constante el del resto de bienes de consumo y el de los bienes de equipo. Respecto a la última información recibida de precios agrarios al por mayor, el índice de precios percibidos por los agricultores finalizó el año 2001 con una caída de medio punto porcentual (casi cinco puntos un mes antes), lo que quiebra la trayectoria descendente mantenida por su tasa de variación desde mediados del pasado año. Por el contrario, los precios de la cesta de productos similar a la del componente del IPC de alimentos no elaborados evolucionaron de forma favorable, reduciéndose sensiblemente su ritmo de crecimiento, que pasó a ser prácticamente nulo en términos interanuales. Finalmente, los precios de importación, medidos por los índices de valor unitario, descendieron en diciembre un 3,8% en tasa interanual, destacando de nuevo la evolución de los precios energéticos, que se recortaron en un 35,4%. En el conjunto del año 2001, los precios de importación cayeron un 0,5%, frente al incremento del 12,9% observado en el promedio del ejercicio anterior. Asimismo, los precios de las exportaciones disminuyeron en diciembre un 0,4%, prolongándose el perfil de caída del último trimestre. El incremento medio de los precios de las exportaciones en el conjunto del pasado año fue del 2,7%, inferior al 6,1% observado en el año 2000.

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

En *Estados Unidos*, los indicadores publicados a lo largo de las últimas semanas apuntarían hacia el inicio de una recuperación de la economía, tras la desaceleración registrada desde mediados del pasado año. Las cifras de ventas al por menor de febrero (crecimiento del 0,3% mensual), las de gasto en consumo de los hogares (aumento del 0,4% en enero, frente al crecimiento nulo de diciembre) y los indicadores de confianza del consumidor señalan un mantenimiento de fuertes ritmos de expansión del consumo privado, que serían superiores incluso a los del cuarto trimestre de 2001. Esta expansión se ve apoyada por el incremento del empleo en los dos primeros meses del año (110.000 puestos de trabajo en enero y otros 66.000 en febrero), que ha dejado la tasa de paro en el 5,5% en el mes de febrero, al mismo nivel que en octubre de 2001, y por la reciente recuperación de los mercados bursátiles, que reforzaron en marzo la tendencia



alcista iniciada la última semana de febrero —con una subida entre un 5% y un 6,5%—, con lo que se han recuperado los niveles de agosto de 2001.

Por el lado de la oferta, los indicadores aparecidos han sido, igualmente, positivos: en febrero la producción industrial registró un aumento del 0,4%, lo que supone el segundo mes consecutivo de crecimiento de la actividad, tras una recesión que duraba ya 15 meses. El ascenso de la producción del sector de tecnologías de la información (1,2% mensual, quinto mes consecutivo de expansión) es el principal factor que explicaría la recuperación de la industria. La franca recuperación de la actividad se ha visto acompañada por un comportamiento muy positivo de la productividad, que, según las cifras revisadas recientemente, aumentó, en los tres últimos meses del año 2001, un 5,2% (trimestral anualizado), frente al 3,5% anunciado previamente, y frente al 1,1% del trimestre anterior. Si a esto se añade la desaceleración de los salarios, los costes laborales unitarios (CLU) disminuyeron durante el último trimestre

CUADRO 1

## Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	2001			2002		
	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR (d)
<b>ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):</b>						
Índice de Producción Industrial	-2,7	-4,2	-4,8			
Comercio al por menor	-0,3	1,6	0,3			
Matriculaciones de turismos nuevos	3,2	3,3	0,8	-2,4		
Indicador de confianza de los consumidores	-10	-12	-10	-11	-9	
Indicador de clima industrial	-16	-18	-17	-14	-14	
IAPC (c)	2,4	2,0	2,1	2,6	2,5	
<b>VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):</b>						
M3	7,5	8,0	8,0	7,9		
M1	5,2	6,0	5,0	6,6		
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	5,1	5,4	5,3	5,3		
AAPP	-1,1	0,0	0,1	1,7		
<i>Otros sectores residentes</i>	6,9	7,0	6,8	6,3		
EONIA	3,97	3,51	3,36	3,29	3,28	3,29
EURIBOR a tres meses	3,60	3,39	3,34	3,34	3,36	3,37
Rendimiento bonos a diez años	4,82	4,67	4,96	5,02	5,07	5,22
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,20	-0,02	0,16	0,05	-0,09	-0,15
Tipo de cambio dólar/euro	0,906	0,888	0,892	0,883	0,870	0,872
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	-27,7	-22,3	-19,7	-2,2	-3,2	1,2

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) Incluye Grecia también en los períodos anteriores a 2001.

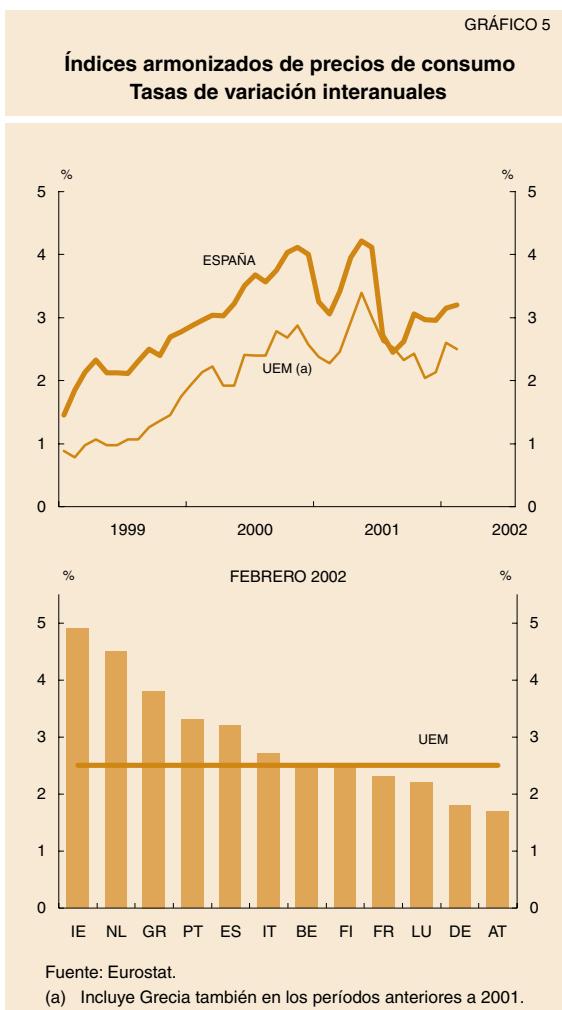
(d) Media del mes hasta el día 11 de marzo de 2002.

(e) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 8 de marzo de 2002.

de 2001 a una tasa trimestral del 2,7%, algo que no ocurría desde el segundo trimestre de 1997. La caída de los costes laborales debería facilitar la recuperación de los beneficios, crucial para relanzar la inversión, y evitaría presiones inflacionistas significativas: en efecto, en febrero los indicadores de precios mayoristas y de precios de importación continuaron evolucionando por debajo de los niveles de un año antes. Aun así, es importante notar que la utilización de la capacidad productiva sigue estando en mínimos, ya que se mantuvo en febrero por debajo del 75%.

Finalmente, la persistencia de un entorno inflacionista moderado y estable, junto con la ausencia de señales claramente expansivas de la evolución de la economía, propició que la Reserva Federal decidiera, en su reunión programada del 19 de marzo, no modificar los tipos de interés oficiales, aunque sí anunció un cambio en el sesgo de la política monetaria hacia un tono neutral. Así, en términos reales, los tipos a corto se mantienen en niveles cercanos a cero.

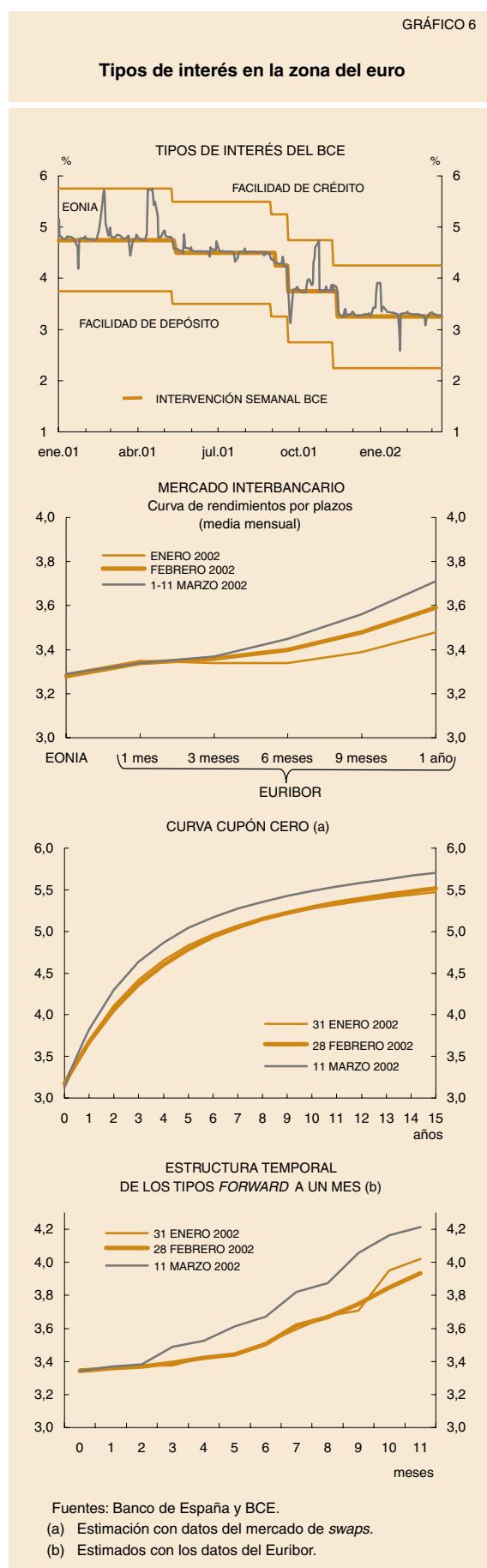
En Japón, los distintos indicadores reflejan la severidad de la coyuntura recesiva actual y la persistencia de la situación deflacionista (en enero, el IPC cayó el 1,4% interanual). Así, conforme a los datos de Contabilidad Nacional, el PIB registró una caída del 1,9% (tasa interanual), producto, en buena medida, de la crisis que soporta el sector industrial, que descendió un 11,6% interanual y 1,5% intermensual en enero. Por el lado de la demanda, tampoco hay signos claros de recuperación, a tenor de la evolución de las ventas al por menor (-5,1% interanual en febrero). También los pedidos de maquinaria cayeron un 46,2% interanual en enero. Por su parte, el agudo ajuste de las importaciones, junto con la reactivación de las exportaciones hacia los EEUU, ha propiciado una sensible mejoría de la balanza comercial en enero. En el terreno de las políticas económicas, las autoridades niponas han presentado un plan económico centrado primordialmente en el control de la deflación y la reestructuración bancaria, cuyo alcance es incierto, dada su falta de concreción y la presencia de acciones heterodoxas, como la intervención en el



mercado bursátil para impedir un significativo deterioro adicional del patrimonio bancario.

En América Latina se mantiene la incertidumbre sobre el rumbo que tomará en el futuro la economía argentina: el Gobierno ha levantado algunas de las restricciones que pesaban sobre la retirada de depósitos, pero no ha logrado aún el apoyo claro de los organismos multilaterales para el conjunto de medidas anunciadas desde principios de año, lo que se ha reflejado en un persistente incremento de los indicadores de riesgo, y en la creciente depreciación del peso, que ha cotizado muy cerca de los 2,6 pesos por dólar, esto es, un 62% más depreciado que en diciembre de 2001. Por otra parte, los indicadores reales que han aparecido estas últimas semanas apuntan a un deterioro adicional de la actividad y el consumo.

A pesar de esto, siguen sin producirse efectos de contagio sobre el resto del área: de hecho, los costes de la financiación exterior, lejos de aumentar, han descendido significativamente durante el mes de febrero. Es especialmente desta-



cable el caso de Chile, cuyo diferencial frente al bono de Estados Unidos cayó por debajo de los 100 puntos básicos la tercera semana de marzo. El país que registra, con Argentina, un mayor grado de dificultades es Venezuela, en el que las primeras semanas de funcionamiento del nuevo régimen cambiario mostraron una fuerte depreciación del bolívar, que superó las 1.100 unidades por dólar (depreciación del 28% respecto al valor del día de salida del régimen fijo), para luego recuperarse hasta niveles de 910/930 bolívares por dólar, apoyado por las intervenciones del Banco de Venezuela (en una cuantía cercana a los 60 millones de dólares diarios), y en la reciente recuperación del precio del crudo. Asimismo, se han atemperado las tensiones políticas, lo que ha llevado, igualmente, al descenso de los indicadores de riesgo.

De acuerdo con la primera estimación publicada por Eurostat para el cuarto trimestre de 2001, la actividad en el área del euro prolongó su ritmo de desaceleración en dicho período. El producto registró, por primera vez desde 1993, una tasa intertrimestral negativa del 0,2%, cuatro décimas por debajo de la experimentada en el período precedente, lo que situó la tasa interanual al final del año en el 0,6%. Esta desaceleración del ritmo de avance del PIB obedeció a la aportación nula de la demanda exterior neta, resultado de la mayor pérdida de ritmo de las exportaciones que de las importaciones, y de la contribución de la variación de existencias al producto, ligeramente más negativa que la del tercer trimestre. Por su parte, la demanda interna, excluidas las existencias, mantuvo una contribución nula, ya que la atonía del consumo privado y la caída de la formación bruta de capital fijo fueron compensadas por un cierto vigor del consumo público. En el conjunto del año 2001, se estima que el PIB real creció un 1,5%, casi dos puntos por debajo de la tasa registrada en 2000. Ello obedeció a la desaceleración de la demanda interna, pues la contribución de la demanda exterior neta permaneció en 0,6 puntos porcentuales, si bien, a diferencia de lo ocurrido un año antes, esto fue el resultado de un importante deterioro tanto de las exportaciones como de las importaciones de bienes y servicios. Dentro de la demanda interna, la fuerte desaceleración de la formación bruta de capital fijo y la aportación negativa de la variación de existencias justificaron, casi en su totalidad, su pérdida de vigor. El consumo privado, por su parte, aunque también se desaceleró, mantuvo un crecimiento medio en el año superior al del producto, del 1,8%, frente al 2,5% del año anterior.

Los indicadores disponibles referidos a los meses de enero y febrero apuntan, en general, a una ligera recuperación de la actividad. Así,

los resultados de la encuesta de directores de compras y de confianza industrial elaborada por la Comisión Europea han mejorado con relación a los meses precedentes (véase cuadro 1). En la vertiente de la demanda, el indicador de confianza de los consumidores mostró en febrero un avance en relación con los registros de los meses anteriores. Con respecto a la inversión, según los datos de la encuesta semestral de inversión de otoño de 2001 realizada por la Comisión Europea y publicada a principios de marzo, los empresarios prevén una tasa de variación del -5% en el gasto real en inversión para el año 2002, inferior a la que estimaron para el año 2001 (-2%). Los encuestados destacaron como principal factor que justifica esta desaceleración la menor demanda y el empeoramiento de su situación financiera.

En cuanto a la evolución de los precios, el IAPC registró en febrero un crecimiento interanual del 2,5%, una décima por debajo del nivel de enero (1). Esta reducción fue debida al favorable comportamiento de los precios de los alimentos y de los bienes energéticos, ya que los precios de los servicios mantuvieron su tasa de variación en el 3% y los de los bienes industriales no energéticos la incrementaron en dos décimas, hasta el 1,9%. Como resultado de la evolución descrita por componentes, el índice de precios que excluye los alimentos no elaborados y la energía (IPSEBENE) mantuvo su tasa de variación en el 2,6% (véase gráfico 5). Por su parte, el dato del IPRI de enero situó la tasa interanual en el -0,9%, ligeramente superior al -1,1% observado en diciembre. El ligero avance del IPRI está relacionado con un efecto base de la energía, pues el resto de los componentes han registrado tasas de variación menores que las de diciembre. Sobresale la notable desaceleración de los precios de los bienes industriales de consumo —que sirve como indicador de las futuras presiones inflacionistas—, hasta alcanzar el 1,3%, seis décimas por debajo de la tasa de diciembre.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE, en las últimas reuniones celebradas, decidió mantener inalterados los tipos de interés. De esta forma, los tipos de interés oficiales permanecen en los niveles fijados tras la última modificación del 8 de noviembre: 3,25% para las operaciones principales de financiación y 2,25% y 4,25% los de las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente. En el mercado interbanquario, los tipos a plazo hasta tres meses se han mantenido estables en las últimas semanas. Sin embargo, los tipos a plazos entre seis meses y

(1) Esta tasa, a diferencia del 2,4% publicado por Eurostat, está calculada sobre una serie que incluye a Grecia en períodos anteriores a 2001.

un año se han revisado al alza, como resultado, probablemente, de las señales que se iban recibiendo sobre la recuperación del tono de la actividad económica. Asimismo, los tipos *forward* implícitos a un mes reflejaban, a mediados de marzo, expectativas de incrementos en los tipos de intervención para la segunda mitad del año, algo mayores que los existentes un mes antes (véase gráfico 6). Por su parte, las rentabilidades negociadas en los mercados de deuda pública del área también han experimentado una ligera revisión al alza. En particular, al plazo de diez años, los tipos de interés de la deuda en Alemania han presentado un perfil ascendente desde mediados de febrero, para situarse en torno al 5,2% en la segunda semana de marzo. Esta tendencia ascendente también se ha observado en la rentabilidad de la deuda a diez años de Estados Unidos, si bien, algo más aguda, por lo que el diferencial entre la deuda de Estados Unidos y la alemana ha pasado de ser nulo a mediados de febrero a situarse en torno a los 20 puntos básicos un mes más tarde.

Las cotizaciones de los mercados bursátiles han ido incorporando desde finales de febrero el mensaje moderadamente optimista que trasmítian los indicadores económicos, de forma que, a mediados de marzo, los índices bursátiles, como el Dow Jones EURO STOXX, se situaban, por primera vez durante el año, por encima de los niveles del cierre del año 2001. Por su parte, en las primeras semanas de marzo, el euro apenas ha registrado variaciones en su tipo de cambio bilateral con el dólar, si bien, en línea con el resto de monedas, se ha depreciado en relación con el yen (véase gráfico 7). En términos efectivos, desde finales de enero hasta la segunda mitad de marzo, el euro se ha mantenido prácticamente inalterado.

En cuanto a los agregados monetarios, la información disponible en los últimos meses solo refleja de forma muy tenue el debilitamiento de los factores especiales que han provocado los elevados ritmos de crecimiento de M3 durante los últimos meses. En concreto, durante la última parte del año 2001, la elevada incertidumbre existente acerca de las perspectivas de recuperación —y, por tanto, la mayor preferencia por la liquidez— ha situado la tasa de crecimiento del agregado M3 en tasas muy superiores al valor de referencia. De este modo, aunque la tasa interanual de crecimiento de M3 se redujo en enero en una décima, hasta el 7,9%, en relación con la observada en diciembre, la media de los incrementos interanuales de los tres últimos meses aumentó dos décimas, hasta el 8%. Por su parte, los agregados crediticios, no tan afectados por los factores especiales mencionados, mantuvieron una pauta de desaceleración en línea con el descenso en el



ritmo de actividad. En particular, el crédito al sector privado creció en enero de 2002 a una tasa interanual del 6,3%, cinco décimas menos que la observada en el mes anterior y casi cuatro puntos porcentuales menos que en el mismo mes del año anterior.

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

La evolución de los flujos financieros de la economía española resulta coherente, a grandes rasgos, con el proceso de convergencia lenta de las condiciones monetarias hacia las de la UEM, desde una posición de mayor holgura. En particular, los activos más líquidos registraron una reducción de sus ritmos de expansión más acusada que la experimentada por los del resto del área del euro y disminuyó la tasa de crecimiento de la financiación obtenida por las Administraciones Públicas, que se situó por debajo de la correspondiente al conjunto del área. Sin embargo, la financiación recibida por las sociedades no financieras y los hogares se desaceleró comparativamente menos

CUADRO 2

## Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1998	1999	2000	2001		2002		MAR (a)
	DIC	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE	FEB	
<b>BANCARIOS:</b>								
Tipo sintético pasivo	2,06	1,98	3,02	2,31	2,22	2,22	2,25	...
Tipo sintético activo	5,15	5,03	6,35	5,11	4,86	4,88	4,85	...
<b>TESORO:</b>								
Subasta de letras a doce meses (b)	2,95	3,75	4,71	3,03	3,11	3,17	3,52	3,60
Subasta de bonos a tres años	3,54	4,56	4,81	3,28	...	3,97	...	4,30
Subasta de obligaciones a diez años	4,32	5,38	5,24	4,55	5,02	5,05	5,04	5,32
<b>MERCADOS SECUNDARIOS (c):</b>								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,88	3,60	4,70	3,03	3,11	3,27	3,33	3,43
Deuda pública a diez años	4,08	5,37	5,20	4,76	4,97	5,05	5,11	5,31
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,20	0,19	0,29	0,29	0,19	0,18	0,18	0,16
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	37,19	16,22	-12,68	-6,38	-6,39	-2,61	-1,30	2,79
Diferencial renta fija privada								
con letras del Tesoro a doce meses	0,40	0,24	0,29	0,17	0,22	0,25	0,19	0,22
Diferencial renta fija privada								
con deuda pública a diez años	0,36	0,41	0,70	0,64	0,67	0,70	0,71	0,71

Fuente: Banco de España.  
(a) Media de datos diarios hasta el 19 de marzo de 2002.  
(b) Tipo de interés marginal.  
(c) Medias mensuales.  
(d) Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

en nuestro país, pese a partir de tasas anuales de crecimiento que duplican las de la UEM.

En línea con la evolución de las rentabilidades en los mercados monetarios y de renta fija, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela confirmaron, en febrero, el final de la trayectoria descendente que habían experimentado en 2001. Así, los tipos de interés sintéticos de activo y pasivo se situaron en el 4,9% y 2,3%, respectivamente (véase cuadro 2).

Durante el mes de febrero y los días transcurridos de marzo, los tipos de interés en los mercados de renta fija nacionales mantuvieron la tendencia moderadamente alcista mostrada en los últimos meses del año 2001. Los tipos marginales de emisión de deuda pública experimentaron incrementos entre 30 y 40 puntos básicos para las distintas referencias. Por su parte, las rentabilidades negociadas en los mercados secundarios de títulos públicos también registraron aumentos en torno a 20 puntos básicos, con lo que el rendimiento del bono español a diez años se situó en el 5,3%. Este crecimiento fue ligeramente menor que en el resto de los mercados de la UEM, por lo que el diferencial de la deuda española con el bono alemán experimentó una ligera contracción hasta

los 16 puntos básicos (véase cuadro 2). Por último, los diferenciales entre los tipos de interés en los mercados de renta fija privada y los correspondientes a la deuda pública se mantuvieron estables en este período.

En los mercados bursátiles nacionales, durante la primera mitad de febrero, continuó el retroceso de las cotizaciones. Con posterioridad, y en línea con lo ocurrido en otras plazas europeas y americanas, se ha producido una inversión de esta tendencia, enjugándose las pérdidas acumuladas desde comienzos de año. De este modo, en la fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa de Madrid se situaba un 2,8% por encima del nivel con el que se iniciaba 2002.

De acuerdo con la información correspondiente al mes de enero, las tenencias de activos líquidos de las sociedades no financieras y los hogares españoles mantuvieron, en líneas generales, un comportamiento similar al del mes precedente (véase cuadro 3). Así, continuó la tendencia hacia la desaceleración de los otros pasivos bancarios y la recuperación de los FIAMM y los FIM de renta fija. Los medios de pago, sin embargo, crecieron a una tasa similar a la registrada en diciembre de 2001, quebrándose, de este modo, la aceleración

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)**

	2002	1999	2000	2001		2002
	ENE (b)	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE
<b>Medios de pago (MP)</b>	<b>281,4</b>	<b>12,7</b>	<b>4,4</b>	<b>5,9</b>	<b>6,9</b>	<b>6,7</b>
Efectivo	41,4	8,3	-0,4	-12,7	-21,3	-20,5
Depósitos a la vista	121,5	14,1	9,1	10,6	16,3	14,3
Depósitos de ahorro	118,4	13,8	2,4	10,6	11,6	12,4
<b>Otros pasivos bancarios (OPB)</b>	<b>245,9</b>	<b>3,9</b>	<b>19,7</b>	<b>11,4</b>	<b>8,8</b>	<b>7,2</b>
Depósitos a plazo	193,5	11,9	25,4	18,0	14,1	13,3
Cesiones y valores bancarios	36,4	-4,8	11,2	1,1	-2,3	-1,0
Depósitos en el exterior (c)	15,9	-24,3	-8,5	-23,4	-20,9	-26,8
<b>Fondos inversión</b>	<b>153,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-17,2</b>	<b>-4,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,5</b>
FIAMM	42,4	-17,9	-21,8	28,8	32,4	33,5
FIM renta fija en euros	29,7	-24,9	-33,4	16,6	19,1	25,3
Resto de fondos	81,3	18,6	-10,4	-19,1	-18,3	-21,5
PRO MEMORIA:						
<b>AL1 = MP + OPB + FIAMM</b>	<b>569,7</b>	<b>6,0</b>	<b>8,0</b>	<b>9,7</b>	<b>9,2</b>	<b>8,5</b>
<b>AL2 = AL1 + FIM renta fija en euros</b>	<b>599,4</b>	<b>3,1</b>	<b>5,1</b>	<b>10,0</b>	<b>9,7</b>	<b>9,3</b>
<b>M3-UEM</b>	<b>5.411,8</b>	<b>5,8</b>	<b>4,1</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>	<b>7,9</b>
<b>M3-componente español (d)</b>	<b>594,3</b>	<b>5,5</b>	<b>7,4</b>	<b>10,7</b>	<b>10,4</b>	<b>7,0</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.

(d) Desde enero de 2002, el efectivo incluido en este agregado se calcula, a partir de los billetes de euro en circulación asignados al Banco de España, de acuerdo con el sistema contable establecido en el Eurosistema (véase nota al balance resumido de situación que figura al final del Boletín estadístico del Banco de España).

mostrada durante los meses precedentes. La información provisional correspondiente al mes de febrero registra los efectos de la recuperación de las cotizaciones bursátiles sobre los FIM de renta variable, al tiempo que apunta hacia una nueva aceleración de los medios de pago.

Los medios de pago registraron, en enero, un ritmo de expansión próximo al observado en diciembre del año anterior: 6,7% en tasa interanual (véase cuadro 3). El efectivo continuó reduciéndose (un 20,5% con respecto a enero de 2001), pero el retroceso fue más que compensado, de nuevo, por el marcado crecimiento de los depósitos a la vista y de ahorro, cuyos ritmos de expansión interanual se situaron en el 14,3% y el 12,4%, respectivamente.

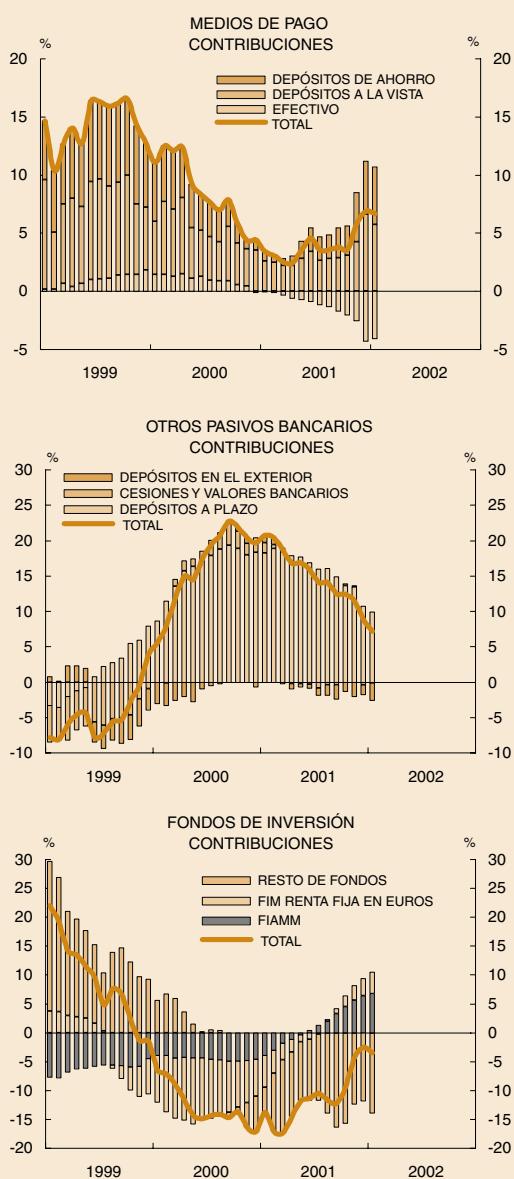
Los otros pasivos bancarios mantuvieron la tendencia que caracteriza el comportamiento de este agregado en el último año y medio, de modo que su tasa de crecimiento interanual se volvió a desacelerar, en enero, hasta el 7,2%.

Los depósitos a plazo, que representan casi el 80% de este agregado, crecieron un 13,3% en términos interanuales (un 14,1%, en diciembre), mientras que los otros componentes (cesiones, valores bancarios y depósitos en el exterior) mantuvieron un comportamiento similar al registrado a finales del año 2001 (véase gráfico 8).

Por lo que respecta a la evolución de las participaciones en fondos de inversión, los datos del mes de enero indican, al igual que en los meses precedentes, un retroceso del patrimonio gestionado por estas instituciones de inversión colectiva, cuya tasa de crecimiento interanual se situó en el -3,5%. Esta evolución se explica por el desfavorable comportamiento de los FIM de renta variable, como consecuencia de las caídas registradas en los mercados bursátiles. Los FIAMM y los FIM de renta fija en euros, sin embargo, mantuvieron la tendencia que venían mostrando en 2001, con una recuperación importante de sus ritmos de expansión interanual, que se situaron en el 33,5% y 25,3%, respectivamente.

GRÁFICO 8

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

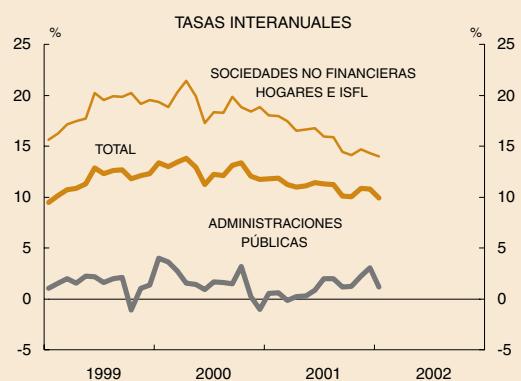


Fuente: Banco de España.

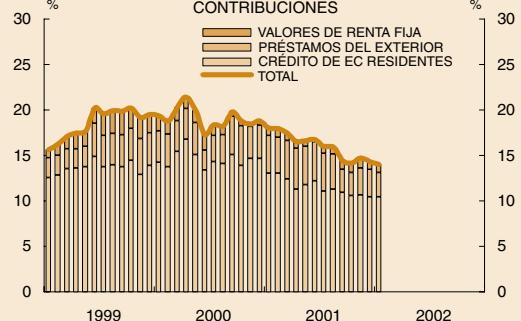
En enero, la financiación total concedida al conjunto de los sectores residentes no financieros creció a una tasa interanual del 9,9%, retomando la trayectoria de desaceleración que se había visto interrumpida en los dos últimos meses de 2001 (véase gráfico 9). Los motivos de esta evolución hay que buscarlos tanto en la contención del ritmo de avance de la financiación otorgada a las sociedades no financieras y hogares como, sobre todo, en el comportamiento de la correspondiente a las Administraciones Públicas (véase cuadro 4).

GRÁFICO 9

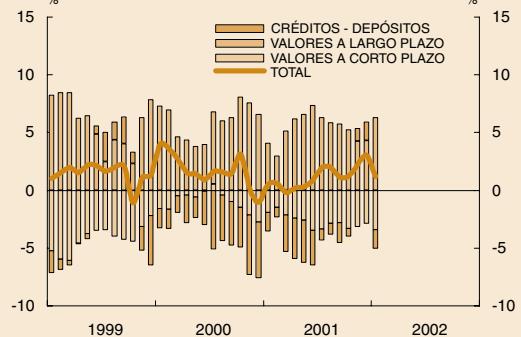
**Financiación a los sectores residentes no financieros**



**FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFL CONTRIBUCIONES**



**FINANCIACIÓN A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS CONTRIBUCIONES**



Fuente: Banco de España.

La financiación recibida por las sociedades no financieras y hogares registró, en enero, una expansión interanual del 14%, manteniendo la lenta tendencia hacia la desaceleración observada en la última parte del año precedente. Su componente cuantitativamente más importante —los créditos de las entidades de crédito residentes— creció a la misma tasa interanual del mes anterior (13%), de modo que la moderación del agravado descansó en el comportamiento del resto de las partidas de la financiación total (véase gráfico 9).

CUADRO 4

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

	2002 ENE (b)	1999 DIC	2000 DIC	2001 NOV	2001 DIC	2002 ENE
<b>1. Financiación total (2 + 3)</b>	<b>1.094,3</b>	<b>12,3</b>	<b>11,8</b>	<b>10,8</b>	<b>10,8</b>	<b>9,9</b>
<b>2. Sociedades no financieras, hogares e ISFL</b>	<b>772,8</b>	<b>19,5</b>	<b>18,8</b>	<b>14,7</b>	<b>14,3</b>	<b>14,0</b>
Del cual:						
Crédito de entidades de crédito residentes	609,8	16,4	18,0	13,2	13,0	13,0
Valores de renta fija + financiación intermediada por fondos de titulización	46,0	35,4	8,4	20,0	14,6	14,8
<b>3. Administraciones Públicas</b>	<b>321,5</b>	<b>1,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>2,3</b>	<b>3,1</b>	<b>1,2</b>
Valores a corto plazo	36,3	-11,0	-15,8	-20,5	-19,3	-23,0
Valores a largo plazo	281,4	10,9	8,3	4,8	4,9	7,6
Créditos - depósitos (c)	3,8	-13,3	-15,1	3,5	5,0	-5,4

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.

La información provisional correspondiente al mes de febrero parece confirmar la ralentización del proceso de reducción de los ritmos de crecimiento de la financiación a las sociedades no financieras y hogares. En particular, la expansión interanual de los préstamos de entidades de crédito residentes parece haberse estabilizado en el entorno del 13%.

Finalmente, se redujo notablemente la tasa de crecimiento interanual de la financiación obtenida por las Administraciones Públicas, que, en

enero, se situó en el 1,2%, frente al 3,1% con que cerró el año 2001. Este menor crecimiento de los pasivos del sector vino determinado por el importante descenso de los saldos de valores a corto plazo y por un menor recurso a la cuenta corriente en el Banco de España y a los depósitos en el resto de entidades de crédito. Los valores a largo plazo, sin embargo, registraron un aumento de su ritmo de crecimiento (véase cuadro 4).

25.3.2002.