

---

## Evolución reciente de la economía española

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

Según la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), en el segundo trimestre de 2002 el PIB de la economía española, en términos reales, se incrementó un 0,4% en relación con el trimestre anterior, de forma que su tasa de crecimiento interanual se estabilizó en el 2% (1). La demanda nacional recortó significativamente su tasa de variación interanual, hasta el 1,6%, resultado de la desaceleración del consumo privado (desde el 2,3%, en el primer trimestre, al 1,7%, en el segundo) y de la menor aportación de la variación de existencias; por el contrario, la formación bruta de capital fijo aumentó ligeramente su ritmo de avance, como consecuencia del dinamismo de la construcción, mientras que la inversión en equipo siguió disminuyendo intensamente. Por su parte, la demanda exterior neta tuvo una aportación muy positiva al crecimiento del producto —de 0,4 puntos porcentuales, seis décimas más que en el trimestre anterior—, en un entorno de debilidad tanto de las exportaciones, que cayeron un 1,4%, como de las importaciones, que lo hicieron un 2,5%. Desde la óptica de la actividad productiva, los datos de la CNTR han mostrado que la construcción y, en menor medida, los servicios de mercado conservaron un dinamismo elevado en la primera mitad del año, frente a la contracción experimentada por la agricultura y la industria. El crecimiento interanual del empleo fue del 1,4%, una décima más que en el primer trimestre, de forma que la productividad aparente del trabajo se mantuvo en su senda de avances moderados, con un aumento interanual del 0,6% en el segundo trimestre.

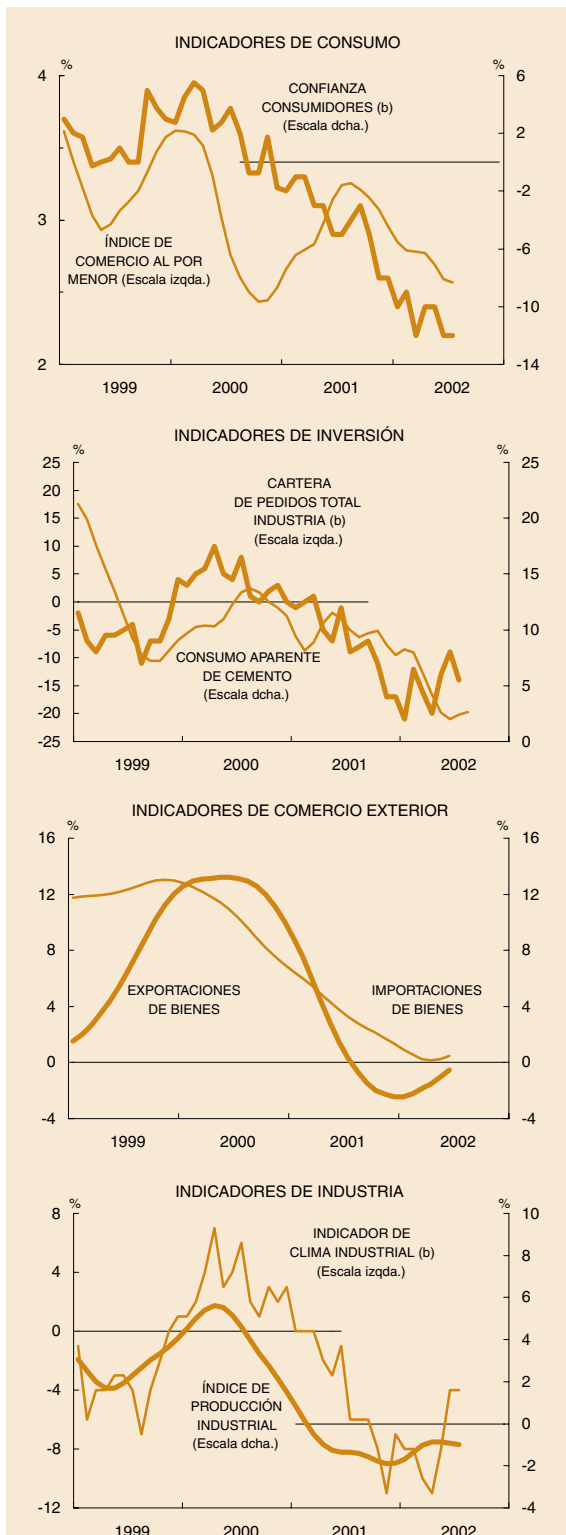
La información relativa al comportamiento del consumo privado en el tercer trimestre es todavía escasa y mantiene la tónica de los meses anteriores. Los indicadores de confianza han alcanzado niveles muy bajos, en tanto que los indicadores más próximos al gasto muestran un mayor sostenimiento, con la excepción de las matriculaciones de automóviles. Así, el índice de confianza de los consumidores se estabilizó en julio en el nivel mínimo alcanzado el mes anterior (véase gráfico 1), ya que el empeoramiento percibido en la situación económica general y en la de los hogares, en particular, se está trasladando a las expectativas para los próximos meses. También el indicador de confianza del comercio minorista alcanzó en julio el nivel más bajo del año, a pesar de que las ventas al por menor registraron un incremento interanual del 3,9% en ese mes, en términos reales, compensando el mal dato de junio.

---

(1) Salvo que se indique lo contrario, las tasas de variación de la CNTR que aparecen en este artículo corresponden a las tasas de variación interanual calculadas sobre las series ajustadas de estacionalidad y efecto calendario.

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.

Por tipos de productos, las ventas de bienes no alimenticios, que crecieron un 4,6%, volvieron a ser el componente más dinámico, mientras que las ventas de alimentos avanzaron de forma más moderada (2,9%). La producción interior de bienes de consumo experimentó un repunte en julio, lo que contribuirá positivamente a la tendencia ligeramente creciente que muestran las disponibilidades de estos bienes. Por último, las matriculaciones de automóviles intensificaron su caída en julio y agosto, aunque el retroceso fue de mayor magnitud en el caso de las ventas a empresas de alquiler de vehículos.

Apenas se dispone de información en relación con la evolución de la inversión en bienes de equipo en el tercer trimestre. El índice de disponibilidades correspondiente —calculado con datos hasta junio— tuvo una evolución muy negativa en el segundo trimestre y, en el mes de julio, la producción interior de estos bienes continuó reduciéndose de forma intensa (-9,4%). Este comportamiento contrasta con el del índice de confianza en las industrias productoras de bienes de inversión, que ha aumentado de forma progresiva en los siete meses transcurridos del año, reflejando mejoras en la producción y en la cartera de pedidos.

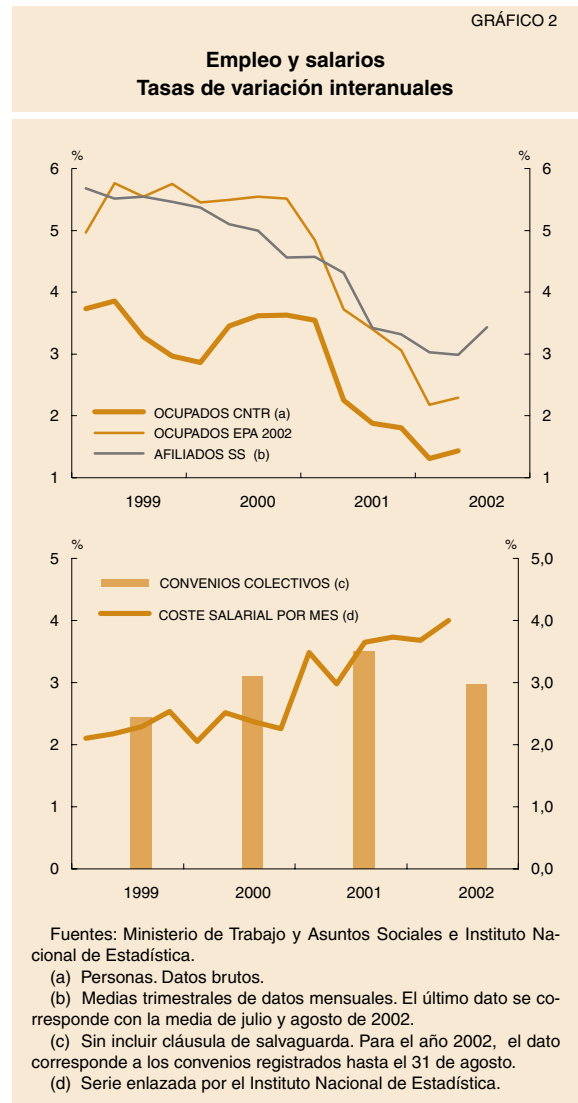
Entre los indicadores contemporáneos del gasto en construcción, el consumo aparente de cemento retomó en agosto —con un descenso interanual del 0,9%— la tónica de moderación anterior al buen dato de julio, mientras que el IPI de materiales de construcción ha mantenido hasta julio un crecimiento relativamente sostenido, registrando un incremento interanual del 2,3% en ese mes. Las afiliaciones al Régimen General de la Seguridad Social en la construcción crecieron en julio y agosto por encima del segundo trimestre del año, mientras que el paro registrado atenuó su tasa de ascenso (del 8,3% en agosto, muy por debajo del 11,3% del segundo trimestre). De hecho, la notable mejora de las opiniones sobre la tendencia del empleo en este sector es el principal elemento detrás del aumento experimentado por el indicador de confianza desde el mes de mayo. Por otra parte, los datos disponibles sobre indicadores adelantados de edificación muestran un descenso en la superficie a construir, centrado en la edificación residencial, con un retroceso del 6,4% en el primer trimestre, según la estadística de licencias; no obstante, el nivel de esta variable sigue siendo muy elevado. El volumen de obra licitada también ha retrocedido en el segundo trimestre, tras su fuerte aumento en los tres primeros meses del año.

Según las últimas cifras de Aduanas, en julio de 2002 las exportaciones de mercancías, en términos reales, registraron un notable repunte, al

canzando un incremento interanual del 9,3%, que contrasta con los descensos —del 4,2% y del 6,6%— de mayo y junio. Las exportaciones de consumo crecieron un 10,6%, mientras que las de bienes intermedios no energéticos se mostraron muy dinámicas, al aumentar un 13,2%, tras el perfil de desaceleración que habían mantenido en meses previos. Sin embargo, las exportaciones reales de bienes de equipo volvieron a experimentar un abultado retroceso (–6,3%). Por áreas geográficas, las exportaciones dirigidas a la UE crecieron un 8,5% en julio, en términos nominales, tras su evolución negativa en el primer semestre del año; por su parte, las exportaciones extracomunitarias aumentaron un 4% en el mismo mes, al fortalecerse las ventas dirigidas a los países del centro y del este de Europa y a la OPEP. En lo que se refiere a las importaciones, las compras reales de mercancías también repuntaron en julio, con una tasa de crecimiento interanual del 12,5%, tras la evolución negativa de los últimos meses. Este repunte fue general en los principales componentes no energéticos, si bien las compras de bienes de equipo continuaron descendiendo (–4,4%). Las compras de bienes de consumo y de bienes intermedios no energéticos crecieron un 14,8% y un 16,9%, respectivamente. Por su parte, las compras de productos energéticos aumentaron un 10,8%, en términos reales, en un contexto de fuerte reducción de sus precios en euros. El déficit comercial, medido en términos nominales, registró una nueva corrección, aunque más moderada que en meses anteriores, reduciéndose un 4,9% en relación con julio del año anterior; en el período enero-julio el déficit comercial descendió un 11%.

Los datos de balanza de pagos hasta junio reflejaron un déficit por cuenta corriente de 7.161 millones de euros, un 2,5% más elevado que el del primer semestre del año anterior, como consecuencia del menor superávit de las balanzas de transferencias y de servicios —afectada por el deterioro del saldo turístico—, así como del fuerte aumento en el déficit de la balanza de rentas. El déficit comercial hasta junio disminuyó de forma significativa. En este período, la cuenta de capital alcanzó un superávit de 3.981 millones de euros, superior a los 3.829 millones de euros correspondientes al mismo semestre del año anterior.

La recuperación de la actividad industrial que se atisbaba al comienzo del año no llegó a consolidarse en el segundo trimestre; no obstante, los últimos datos aparecidos vuelven a apuntar hacia una situación algo más favorable: el IPI experimentó un incremento interanual del 1,8% en julio (0,1% corregido de calendario), que supone una mejora respecto a los descensos observados en meses anteriores. Atendiendo al destino económico, se registraron avances en la producción de



bienes de consumo e intermedios, mientras que la fabricación de bienes de equipo continuó reduciéndose de forma intensa (–9,4%). El indicador de confianza en la industria se mantuvo estable en julio, tras la sensible mejora observada en los dos meses precedentes, y la información publicada por el Ministerio de Ciencia y Tecnología muestra un nuevo avance en agosto. En cambio, el porcentaje de utilización de la capacidad productiva se situaba al comienzo del tercer trimestre siete décimas por debajo de su nivel en el trimestre anterior. Los datos de empleo en la industria se han situado en una línea algo más favorable que la mostrada por otros indicadores: en julio y agosto, las afiliaciones al Régimen General de la Seguridad Social mostraron un cambio de tendencia, tras el prolongado perfil de desaceleración anterior.

En cuanto al mercado laboral, los datos disponibles para el tercer trimestre señalan un crecimiento estable del empleo. Los afiliados a la Seguridad Social crecieron un 3,8% en agosto, después de que en julio se incrementaran un

GRÁFICO 3

**Ingresos y pagos líquidos del Estado (a)**  
**Déficit de caja**  
**Totales móviles de doce meses**



3%, tasa similar a la del segundo trimestre (véase gráfico 2). Por su parte, el paro registrado moderó en agosto, por tercer mes consecutivo, su ritmo de avance, hasta alcanzar el 6,4%. En otro artículo de este Boletín se comentan los datos de la encuesta de población activa (EPA), que han recogido un incremento del empleo del 2,3% en el segundo trimestre de 2002, muy próximo al 2,2% registrado en los primeros tres meses del año, mientras que la tasa de paro experimentó un recorte de cuatro décimas en ese período, situándose en el 11,1%.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado obtuvo en el período enero-agosto de 2002 un superávit de 2.052 millones de euros (0,3% del PIB), frente al déficit de 3.721 millones de euros (0,6% del PIB) registrado un año antes. Tanto los ingresos como los gastos disminuyeron apreciablemente en comparación con el mismo período de 2001 (un 9,6% y un 16,2%, respectivamente), debido a los efectos del nuevo sistema de financiación autonómica. La caída de ingresos fue igual a la registrada hasta julio, ya que la aceleración de los impuestos directos y de las transferencias de capital compensó la desaceleración de los impuestos indirectos y de los otros ingresos corrientes. Cabe destacar el dinamismo del Impuesto sobre Sociedades, debido, en gran parte, a la integración de plusvalías de años anteriores, al amparo de la normativa sobre reinversión de beneficios extraordinarios dispuesta en la Ley de acompañamiento de los presupuestos

de 2002. Por su parte, los gastos también se redujeron en cuantía similar a la observada hasta el mes anterior. El gasto en consumo final mantuvo tasas relativamente moderadas, mientras que los pagos por intereses continuaron mostrando una ligera caída y los gastos de capital se aceleraron sensiblemente. La información disponible en términos de caja proporciona un déficit del Estado de 7.087 millones de euros hasta agosto de 2002, frente a un déficit de 10.605 millones de euros en el mismo período de 2001 (véase gráfico 3). Tanto los ingresos como los pagos intensificaron ligeramente sus caídas en agosto, hasta tasas del -11,3% y del -13,9%, respectivamente. No obstante, hay que recordar otra vez que los cambios en el sistema de financiación de las Comunidades Autónomas hacen que la comparación con el año anterior no sea homogénea y que, dada la novedad del sistema, no sea posible valorar el alcance de la mejora observada en el saldo.

## 2. COSTES Y PRECIOS

Por lo que se refiere a los costes laborales, según las estimaciones de la CNTR la remuneración por asalariado siguió desacelerándose en el segundo trimestre de 2002, creciendo un 3,5% interanual (cuatro décimas menos que en el trimestre anterior), de forma que los costes laborales unitarios también aminoraron su ritmo de avance, hasta el 2,9%. En cambio, el índice de costes laborales (ICL), calculado en términos de costes totales por trabajador y mes, aumentó un 4,6% en ese trimestre, seis décimas más que en el período anterior. Esta aceleración se debió fundamentalmente al componente de otros costes, que crecieron un 6,5%, aunque también los costes salariales se aceleraron, hasta el 4%, tres décimas más que en los primeros tres meses del año. Por ramas de actividad destacó el comportamiento en la industria, con un aumento de los costes laborales totales del 5,1%, 1,4 puntos porcentuales más que en el trimestre anterior. La información más reciente, referida a la negociación colectiva, refleja un crecimiento de las tarifas salariales del 3% hasta agosto, inferior al 3,5% pactado durante el año 2001, si bien estas cifras no incluyen los efectos de las cláusulas de salvaguarda.

El índice de precios de consumo (IPC) registró en agosto un incremento intermensual del 0,3%, elevando su tasa interanual hasta el 3,6% (3,4% en julio). Detrás de esta aceleración está el encarecimiento de los precios de la energía, mientras que los componentes más estables del IPC, recogidos en el IPSEBENE, aumentaron un 3,8%, tasa idéntica a la del mes anterior (véase gráfico 4).

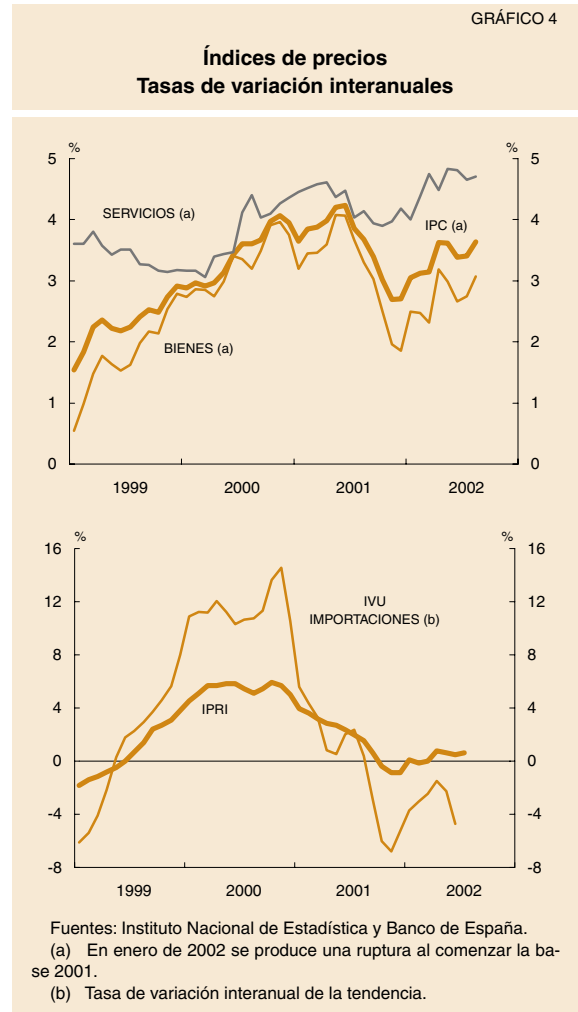
Por componentes, los precios de los servicios mantuvieron estable su ritmo de creci-

miento interanual en el 4,7%, mientras que los precios de los bienes industriales no energéticos se aceleraron en una décima, hasta el 2,4%, debido, en parte, a que algunos de los productos afectados por las rebajas —vestido y calzado— disminuyeron sus precios menos que en igual mes del año precedente. Los precios de los alimentos elaborados atenuaron ligeramente su ritmo de crecimiento interanual, hasta situarlo en el 4,6%, al contrario que los alimentos no elaborados, que lo acentuaron, alcanzando una tasa del 5,6%. Destacaron, en el primer caso, la evolución moderada de los precios del pan y de las bebidas alcohólicas, mientras que, en el segundo grupo, registraron aumentos notables las carnes de ovino y el pescado. La energía, por último, aceleró en dos puntos porcentuales su tasa de crecimiento, hasta situarse en el 0,2%, como consecuencia, no solo de los aumentos registrados en los precios de algunos productos, sino, también, por estar comparándose con unos meses del año precedente en los que se habían producido notables descensos.

Por su parte, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se incrementó un 3,7% en agosto, en tasa interanual, dos décimas más que en el mes anterior. Asimismo, la inflación en el conjunto de países de la Unión Económica y Monetaria se elevó en dos décimas, situándose en el 2,1%. El diferencial de inflación entre España y la UEM se elevó en una décima, hasta 1,6 puntos porcentuales. Por componentes, el diferencial de inflación mostró una evolución heterogénea. Mientras que en los servicios y en los bienes industriales no energéticos permaneció estable, se estrechó en los alimentos y se deterioró en la energía.

Por otro lado, según los datos de la CNTR el deflactor de la demanda final creció un 3%, tres décimas más que en el trimestre anterior, mientras que la aceleración del deflactor del PIB fue menos intensa, 3,9%, una décima más que en el período anterior; por su parte, el deflactor de las importaciones disminuyó un 0,1% (-0,9% en el trimestre anterior).

El índice de precios industriales (IPRI) aumentó en los meses de julio y agosto su ritmo de crecimiento interanual en una y dos décimas respectivamente, hasta situarse en el 0,8%. Por componentes, los precios de los bienes de equipo mantuvieron el ritmo de avance interanual en el 1,5% y los correspondientes a los bienes de consumo alimenticio prolongaron el perfil de ralentización de los últimos meses (se desaceleraron dos décimas en julio y cinco en agosto, hasta el 2,3%), mientras que en el resto de los componentes la aceleración fue la tónica general, si bien los precios de los bienes inter-



medios continuaron cayendo, situándose en agosto la tasa de los intermedios no energéticos en el -0,2%, y la de los energéticos en el -1,7%. Por último, el índice de precios de los bienes de consumo no alimenticio se aceleró tres décimas en julio y una en agosto, hasta situarse en el 2,2%.

Los índices de valor unitario (IVU) de los productos importados cayeron en julio un 7,5%, acentuando la senda de descensos que muestran desde mediados del ejercicio anterior. Los precios de los productos energéticos descendieron un 15,8% y también lo hicieron, en un 6,3%, los precios de los productos no energéticos, destacando el descenso de los bienes intermedios. Por el lado de las exportaciones, el índice de valor unitario descendió un 2,1% en junio, continuando la tónica de desaceleración de los meses precedentes; los precios de los bienes de consumo descendieron un 3,1% y un 2,4% los correspondientes a los bienes intermedios no energéticos, mientras que los precios de los bienes de equipo continuaron registrando avances significativos (4%).

### 3. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA EN LA UEM

Durante los meses de agosto y septiembre se ha observado una ralentización de la recuperación económica mundial y se han aplazado las expectativas de retorno a tasas de crecimiento potencial. Solo las economías asiáticas y, en menor medida, las de Europa central y del este mantuvieron un ritmo de recuperación económica similar al observado en los primeros compases de 2002. La desaceleración ha sido más marcada en América Latina.

Simultáneamente a la evolución menos positiva de los indicadores económicos se ha producido un acusado deterioro en los mercados financieros, en particular en las valoraciones bursátiles y en la deuda soberana de los países emergentes considerados vulnerables. Entre estos últimos, el deterioro ha sido especialmente agudo en Brasil, donde la incertidumbre política se ha sumado al marcado aumento de la aversión al riesgo por parte de los inversores internacionales.

Los índices bursátiles, tras una moderada y efímera recuperación en el mes de agosto, retomaron en septiembre la senda bajista que habían registrado en julio, en un contexto de elevada volatilidad. Esta evolución negativa ha supuesto que se registren pérdidas superiores al 30% en los índices generales (40% en los índices tecnológicos), respecto a sus niveles a inicios de 2002, en la mayoría de los países industrializados. La desconfianza suscitada por los escándalos contables, que han supuesto modificaciones numerosas y por importes muy elevados en los resultados publicados por empresas; los datos económicos menos positivos de lo inicialmente esperado y las dudas sobre una pronta recuperación de los beneficios de las empresas, y de la economía en general, fueron los principales factores explicativos de esta evolución. Los mercados de renta fija agudizaron los descensos en las rentabilidades, al incrementarse su papel de activo refugio y al posponerse las expectativas de recuperación económica, en un contexto de ausencia de presiones inflacionistas. También los tramos más cortos de la curva han experimentado reducciones, resultado de las expectativas de descensos adicionales en las tasas de interés oficiales. El dólar detuvo la tendencia depreciatoria que había registrado frente al euro en los meses anteriores.

En Estados Unidos la economía creció en el segundo trimestre a una tasa trimestral anualizada del 1,1%, frente a un 5% en el primero. Los datos disponibles para el segundo trimestre confirman que el crecimiento sigue basado en el consumo privado, que se mantiene firme,

mientras que la inversión continúa con una cierta atonía, si bien ofrece síntomas de una incipiente recuperación en el componente de inversión fija en bienes de equipo y software. Los datos de productividad del segundo trimestre siguieron siendo muy positivos, con un crecimiento del 4,8% en tasa interanual. Además, el descenso en los costes laborales unitarios, en un 2,3%, junto con la positiva evolución de la productividad, están permitiendo un aumento en los márgenes de beneficio unitario de las empresas. La inflación sigue en niveles moderados, con un incremento del IPC del 1,8% en agosto (tasa interanual) y del 2,4% de la tasa subyacente. El deflactor del PIB también se mantuvo bajo control, con una tasa de crecimiento interanual del 1% en el segundo trimestre.

Los indicadores de confianza y de sentimiento del consumidor mostraron continuos descensos en julio y agosto, hasta alcanzar los niveles más bajos desde noviembre de 2001, como consecuencia de las caídas bursátiles, la debilidad del mercado laboral —donde a pesar de que la tasa de desempleo ha descendido hasta el 5,7% se ha registrado una caída de empleo privado—, y por otros factores, como el precio del petróleo o la posible guerra en Irak. También los indicadores de confianza de los empresarios registraron descensos significativos, hasta situarse en niveles cercanos a los observados en septiembre de 2001. Sin embargo, algunos indicadores de gasto, como las compras de automóviles o los gastos en vivienda, han aumentado sustancialmente, muy por encima de las expectativas.

En Japón, el producto interior bruto creció durante el segundo trimestre a una tasa trimestral no anualizada del 0,6%, lo que supone un retroceso en tasa interanual del 0,8%. La demanda interna creció a una tasa del 0,3%, que —aunque moderada— indica un cambio de tendencia respecto a tasas negativas de crecimiento en los cinco trimestres anteriores. No obstante, la aportación del sector exterior ha vuelto a ser el principal motor de la recuperación económica. En este sentido, el empeoramiento del entorno exterior, la persistencia de la deflación (el deflactor del PIB registró un nuevo descenso, 0,9% en tasa interanual) y el aplazamiento de importantes reformas estructurales plantean serias dudas sobre las bases para una recuperación sólida y duradera de la economía. En el ámbito financiero destacó el anuncio de que el Banco Central de Japón recomprará acciones actualmente en poder de los bancos, en principio a precio de mercado. Además, se mantiene, sin expectativas de cambio, la posición monetaria extremadamente laxa, con tasas de interés en torno al 0% en los mercados monetarios.

CUADRO 1

## Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	2002					
	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP (a)
<b>ACTIVIDAD Y PRECIOS (b):</b>						
Índice de producción industrial	-0,9	-1,2	-0,5	-0,8		
Comercio al por menor	0,7	0,8	-0,4			
Matriculaciones de turismos nuevos	-8,7	-8,0	-10,8	-6,4	-3,3	
Indicador de confianza de los consumidores	-10	-8	-9	-10		
Indicador de clima industrial	-11	-9	-10	-10		
IAPC	2,4	2,0	1,8	1,9	2,1	
<b>VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c):</b>						
M3	7,2	7,6	7,1	7,1	7,0	
M1	6,6	6,8	6,9	7,6	7,8	
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	4,4	4,5	4,4	4,1	4,2	
<i>AAPP</i>	2,0	1,6	1,0	0,9	0,7	
<i>Otros sectores residentes</i>	5,1	5,4	5,4	5,0	5,2	
EONIA	3,32	3,31	3,35	3,30	3,29	3,31
EURIBOR a tres meses	3,41	3,47	3,46	3,41	3,35	3,32
Rendimiento bonos a diez años	5,30	5,30	5,16	5,03	4,73	4,55
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,00	-0,08	-0,22	-0,35	-0,43	-0,56
Tipo de cambio dólar/euro	0,886	0,917	0,955	0,992	0,978	0,981
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	-3,4	-7,2	-15,2	-26,4	-26,0	-35,9

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

(a) Media del mes hasta el día 23 de septiembre de 2002.

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

(c) 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.

(d) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 20 de septiembre de 2002.

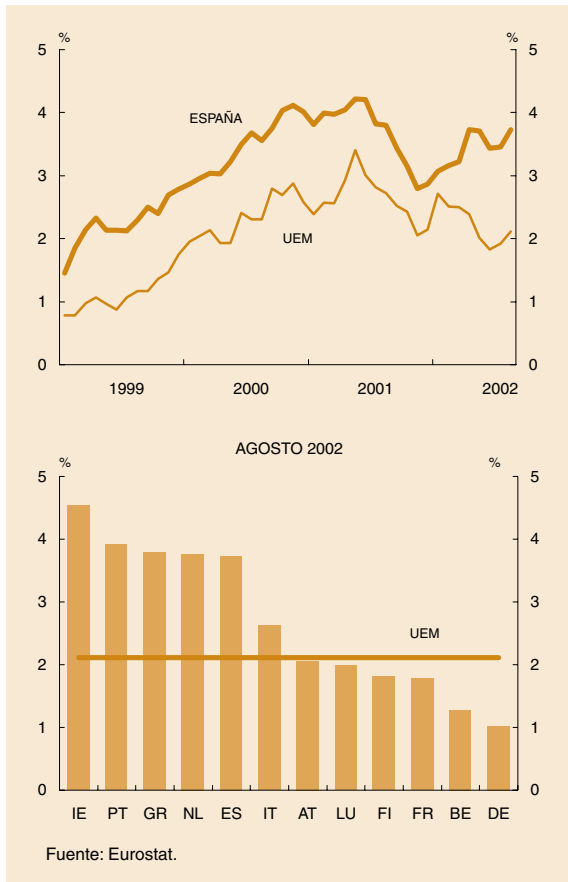
En América Latina se registró un deterioro adicional de la evolución económica y financiera, agravado, en algunos casos —como el de Brasil—, por la incertidumbre sobre el rumbo de la política económica tras las elecciones presidenciales, y en otros —como los de Uruguay y Paraguay—, por el contagio de Argentina. En cualquier caso, la mayor aversión al riesgo de los inversores internacionales, en un contexto de fuertes pérdidas bursátiles, amplió los movimientos observados en los diferenciales de tipos de interés de la deuda soberana de estos países. En el ámbito financiero, cabe destacar la elevada resistencia de Méjico y Chile a la evolución negativa del resto del área.

Según la primera estimación provisional de la contabilidad nacional del área del euro relativa al segundo trimestre del año, el producto interior bruto experimentó un crecimiento intertrimestral del 0,3%, una décima por debajo del registrado en los tres primeros meses de 2002. Por componentes, destaca la recuperación del consumo privado, que creció un 0,4%, tras haber presentado en los tres trimestres anteriores

tasas de variación negativas o próximas a cero, y de las exportaciones e importaciones, que aumentaron a un ritmo próximo al 2% en dicho período, muy por encima del observado el trimestre previo (0,1% y -0,7%, respectivamente). Frente al dinamismo de estos agregados, la formación bruta de capital fijo se contrajo por sexto trimestre consecutivo (-0,8%), situándose su tasa de crecimiento interanual en el -2,9%. Por último, la variación de existencias contribuyó con una décima al crecimiento intertrimestral del producto, al igual que la demanda interna y externa, lo que refleja que la composición del crecimiento en este período se repartió de forma más uniforme entre los principales componentes del PIB que en el trimestre previo. La información coyuntural reciente señala cierta moderación del ritmo de avance de la actividad, en línea con la evolución del entorno internacional y con las caídas de las cotizaciones bursátiles. En este sentido, en julio se estabilizó el crecimiento interanual del IPI, aunque la evolución de las tasas más cortas señala una ligera desaceleración de la actividad industrial. Los indicadores de opinión de la Comisión Europea y

GRÁFICO 5

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

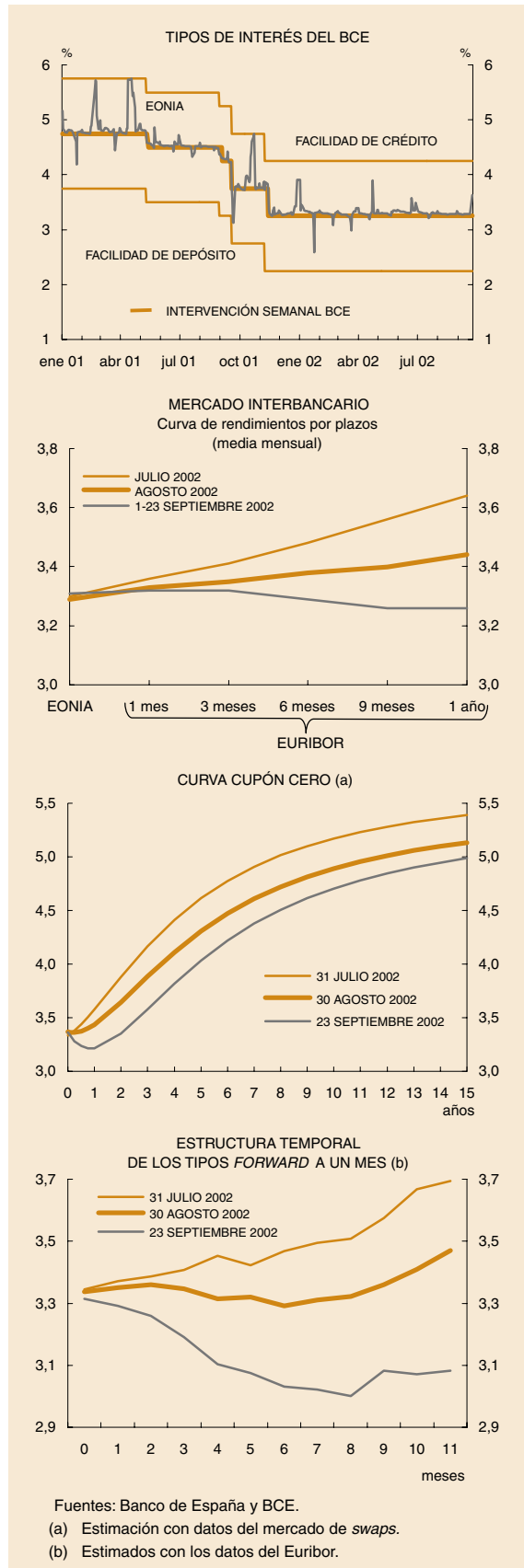


los de la encuesta de directores de compra experimentaron un empeoramiento en los meses de verano, tanto los relativos al sector manufacturero como al de servicios (véase cuadro 1). Desde la óptica de la demanda, el indicador de confianza de los consumidores empeoró en junio y julio, y las ventas de comercio al por menor registraron un retroceso en junio. Finalmente, las matriculaciones de automóviles han venido mostrando una ligera tendencia al alza, aunque siguen creciendo a tasas negativas en relación con los mismos meses del año pasado.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la inflación del área, medida por la variación interanual del IAPC, alcanzó el 2,1% en agosto, dos décimas por encima de la tasa del mes anterior. Este aumento se debió al avance de los precios de los componentes más volátiles y, en menor medida, de los servicios (véase gráfico 5). Por su parte, el menor crecimiento interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos en agosto favoreció que el IPSEBENE —índice que excluye los componentes más volátiles— se mantuviera en el 2,5%. Cabe destacar que solo Finlandia, Alemania y Holanda registraron en agosto una

GRÁFICO 6

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





tasa inferior o similar a la del mes precedente, mientras que en el resto de países de la UEM la tasa de inflación aumentó en torno a dos o tres décimas respecto al mes anterior. Por su parte, los precios industriales (IPRI) siguieron reduciéndose en julio, aunque se observa un comportamiento menos favorable del componente energético y de los bienes intermedios, y una interrupción del proceso de desaceleración que venían experimentando los precios de los bienes industriales de consumo en los meses precedentes.

A la vista de la incertidumbre sobre el vigor de la recuperación de la economía y de la mejora de las perspectivas de inflación, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en las últimas reuniones celebradas, mantener inalterados los tipos de interés oficiales. Así, los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad de depósito y de la facilidad marginal de crédito permanecen en el 3,25%, el 2,25% y el 4,25%, respectivamente. En las últimas semanas los tipos de interés del mercado interbancario han continuado disminuyendo en los plazos más largos, lo que ha ocasionado que la curva de rendimientos adquiera una forma prácticamente plana en el nivel del 3,3%, aproximadamente (véase el gráfico 6). Por su parte, desde finales de agosto los tipos de interés esperados han reflejado un cambio en las expectativas de los agentes sobre los movimientos futuros de los tipos oficiales, asociado a una percepción más generalizada sobre la debilidad del proceso de recuperación de la actividad. En concreto, a mediados de septiembre los tipos *forward* implícitos señalaban descensos de los tipos de interés oficiales a finales del año en curso o principios del siguiente (véase la parte inferior del gráfico 6). Finalmente, en los mercados secundarios de deuda pública, en agosto y septiembre, ha continuado la tendencia a la baja de los tipos de interés a largo plazo, que se sitúan alrededor del 4,5% en el conjunto de la UEM, lo que se explica por un mayor atractivo de las inversiones en renta fija frente a la renta variable. En Estados Unidos, los tipos de largo plazo también han retrocedido, aunque de forma más acusada que en la zona del euro, por lo que el diferencial negativo con la UEM se situaba en el entorno de los 50 puntos básicos a mediados de septiembre.

Los mercados de renta variable europea continuaron caracterizados por una fuerte tendencia bajista y una elevada volatilidad, en consonancia con el resto de las bolsas internacionales. De esta forma, el índice Dow Jones EURO STOXX amplió presentaba, hasta la primera mitad de septiembre, una pérdida acumulada desde principios de año en torno al 35%. En el mercado de divisas y en las tres primeras



semanas de septiembre, el euro se ha mantenido en torno a los 98 céntimos de dólar, valor similar al observado en el mes de agosto y algo por debajo del que alcanzó a finales de julio, cuando llegó a rebasar la paridad (véase gráfico 7). En relación con el yen, el euro también ha registrado a lo largo del mes de septiembre una relativa estabilidad.

Por lo que se refiere a la evolución de los agregados monetarios en el área del euro, los últimos datos publicados referidos al mes de julio muestran el mantenimiento de un elevado dinamismo de M3. De hecho, aunque el crecimiento interanual de este agregado se situó en el 7,1%, igual que en el mes anterior, las tasas más cortas evidenciaron un cierto repunte en los últimos meses. También los agregados más estrechos han experimentado una cierta aceleración tanto en la tasa interanual como intermensual. Este comportamiento de las magnitudes monetarias podría explicarse, en gran medida, por la persistencia de desplazamientos de cartera hacia activos incluidos en la definición de M3, como consecuencia de la elevada incertidumbre por la que atraviesan los mercados financieros. Por el lado de las contrapartidas del agregado M3, el crédito concedido al

## Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1999	2000	2001	2002				
	DIC	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP (a)
<b>BANCARIOS:</b>								
Tipo sintético pasivo	1,98	3,02	2,22	2,32	2,31	2,30	2,28	...
Tipo sintético activo	5,03	6,35	4,86	5,08	5,02	5,12	5,11	...
<b>TESORO:</b>								
Subasta de letras a doce meses (b)	3,75	4,71	3,11	3,78	3,78	3,58	3,29	3,22
Subasta de bonos a tres años	4,56	4,81	...	...	4,36	...	3,60	...
Subasta de obligaciones a diez años	5,38	5,24	5,02	5,40	5,34	5,18	4,76	4,59
<b>MERCADOS SECUNDARIOS (c):</b>								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,60	4,70	3,11	3,73	3,59	3,46	3,23	3,15
Deuda pública a diez años	5,37	5,20	4,97	5,36	5,23	5,07	4,78	4,62
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,19	0,29	0,19	0,19	0,20	0,20	0,18	0,19
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	16,22	-12,68	-6,39	-1,21	-12,33	-20,49	-18,77	-24,47
Diferencial renta fija privada								
con letras del Tesoro a doce meses	0,24	0,29	0,22	0,22	0,25	0,27	0,26	0,25
Diferencial renta fija privada								
con deuda pública a diez años	0,41	0,70	0,67	0,63	0,60	0,61	0,64	0,63

Fuente: Banco de España.

(a) Media de datos diarios hasta el 18 de septiembre de 2002.

(b) Tipo de interés marginal.

(c) Medias mensuales.

(d) Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

sector privado retomó en julio el perfil de desaceleración que venía mostrando desde principios del pasado año. En concreto, el crédito registró en julio una tasa de crecimiento interanual del 4,9%, cinco décimas inferior a las tasas observadas en los dos meses anteriores. Al cierre de este Boletín han sido publicados los datos de evolución de las magnitudes monetarias y crediticias en agosto. M3, con un crecimiento interanual del 7%, ha mantenido las pautas comentadas anteriormente, mientras que el crédito al sector privado repuntó ligeramente.

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

Durante el mes de julio, las condiciones monetarias y crediticias en España continuaron siendo más holgadas que las del resto del área del euro. Así, mientras que las tasas de crecimiento de los principales agregados crediticios se desaceleraron en la UEM, en nuestro país se produjo un repunte en el ritmo de expansión de los créditos de las entidades de crédito residentes al sector privado no financiero que, de acuerdo con la información provisional disponible, parece haberse acentuado en el mes de agosto.

Los datos del mes de agosto no muestran cambios significativos en la evolución de los tipos de interés aplicados por los bancos y las cajas de ahorros a su clientela. Así, tanto el tipo sintético de activo como el de pasivo se situaron en niveles cercanos a los observados en el mes precedente: 5,1% y 2,3%, respectivamente (véase cuadro 2).

Por su parte, al igual que en el resto de los mercados europeos, los tipos negociados en los mercados de renta fija nacional presentaron una trayectoria descendente durante el mes de agosto y la parte transcurrida de septiembre. Esta evolución vino condicionada, principalmente, por el aumento en el grado de incertidumbre sobre la recuperación económica y la revisión de las expectativas sobre las decisiones de política monetaria del Banco Central Europeo. De este modo, los mercados secundarios de renta fija registraron descensos de entre 30 y 50 puntos básicos para las distintas referencias, quedando situado el rendimiento del bono español a diez años en torno al 4,6%. En el mercado primario de títulos públicos se registró, de igual forma, una reducción de los tipos marginales de emisión (véase cuadro 2). El diferencial de rentabilidad entre la deuda pública

CUADRO 3

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

	2002	2000	2001	2002		
	JUL (b)	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL
<b>Medios de pago (MP)</b>	<b>305,2</b>	<b>4,4</b>	<b>6,8</b>	<b>9,9</b>	<b>10,3</b>	<b>9,5</b>
Efectivo	48,5	-0,4	-21,3	-9,9	-8,3	-6,1
Depósitos a la vista	131,5	9,1	16,0	16,0	16,3	14,9
Depósitos de ahorro	125,2	2,4	11,8	13,1	12,7	11,1
<b>Otros pasivos bancarios (OPB)</b>	<b>253,0</b>	<b>19,6</b>	<b>8,4</b>	<b>4,6</b>	<b>5,8</b>	<b>6,8</b>
Depósitos a plazo	203,0	25,4	13,0	7,3	7,9	8,8
Cesiones y valores bancarios	34,9	10,9	-0,4	2,4	1,4	4,4
Depósitos en el exterior (c)	15,1	-8,6	-20,5	-17,8	-7,2	-9,9
<b>Fondos de inversión</b>	<b>145,7</b>	<b>-16,8</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,7</b>
FIAMM	45,3	-21,8	31,2	29,8	28,7	28,0
FIM renta fija en euros	29,7	-33,0	19,7	17,8	18,0	15,6
Resto de fondos	70,7	-9,8	-18,0	-18,8	-19,7	-21,6
PRO MEMORIA:						
<b>AL1 = MP + OPB + FIAMM</b>	<b>603,5</b>	<b>8,0</b>	<b>8,9</b>	<b>8,8</b>	<b>9,5</b>	<b>9,5</b>
<b>AL2 = AL1 + FIM renta fija en euros</b>	<b>633,2</b>	<b>5,2</b>	<b>9,4</b>	<b>9,2</b>	<b>9,9</b>	<b>9,8</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.

española a largo plazo y el bono alemán equivalente se mantuvo en torno a los 20 puntos básicos, nivel similar al observado en los meses anteriores. Por último, en el caso de la renta fija privada también se apreciaron descensos en los tipos, aunque estos fueron algo menores que en el caso de la deuda pública.

Los mercados bursátiles nacionales continuaron inmersos en un escenario de elevada volatilidad. Durante el mes de septiembre se acentuó, además, el retroceso de las cotizaciones, de modo que los principales índices alcanzaron mínimos anuales, inferiores incluso a los observados tras los atentados del 11 de septiembre de 2001. Esta trayectoria negativa, generalizada en los mercados internacionales, ha estado condicionada por la incertidumbre respecto a la intensidad de la recuperación de la economía mundial y por el clima prebélico en torno a Irak. A fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa de Madrid registraba unas pérdidas acumuladas desde comienzos de año en torno al 24%, algo inferiores a las experimentadas por otras plazas europeas.

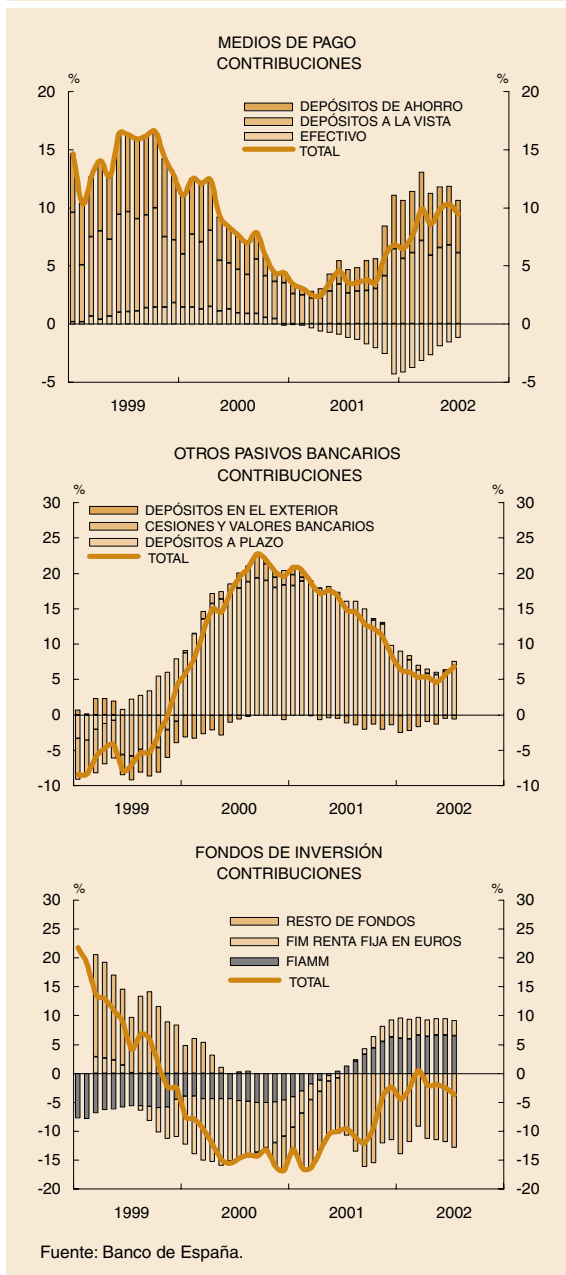
De acuerdo con la información correspondiente al mes de julio, las tenencias de activos líquidos de las sociedades no financieras y los

hogares españoles registraron, en líneas generales, un comportamiento similar al de meses precedentes (véase cuadro 3). Así, el agregado *otros pasivos bancarios* continuó con el proceso de recuperación de sus ritmos de expansión iniciado en el mes de mayo, mientras que los medios de pago, los FIAMM y los FIM de renta fija experimentaron ligeras reducciones en sus tasas de crecimiento (véase gráfico 8).

En particular, los medios de pago redujeron, en julio, su crecimiento interanual en 0,8 puntos porcentuales, hasta el 9,5%, como consecuencia de la desaceleración experimentada por los depósitos a la vista y ahorro, que, no obstante, continúan presentando una elevada tasa de expansión. Por su parte, el efectivo continuó el proceso de recuperación, aunque todavía mostró una reducción interanual del 6,1% en julio. Por otro lado, los *otros pasivos bancarios*, según la última información disponible, parecen confirmar la recuperación experimentada desde el mes de mayo (véase gráfico 8). Así, las posiciones del sector privado no financiero en depósitos a plazo, cesiones, valores bancarios y depósitos en el exterior han registrado en los dos últimos meses un incremento de 1,4 puntos porcentuales en su tasa de crecimiento interanual, que quedó situada, en julio, en el 6,8%.

GRÁFICO 8

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

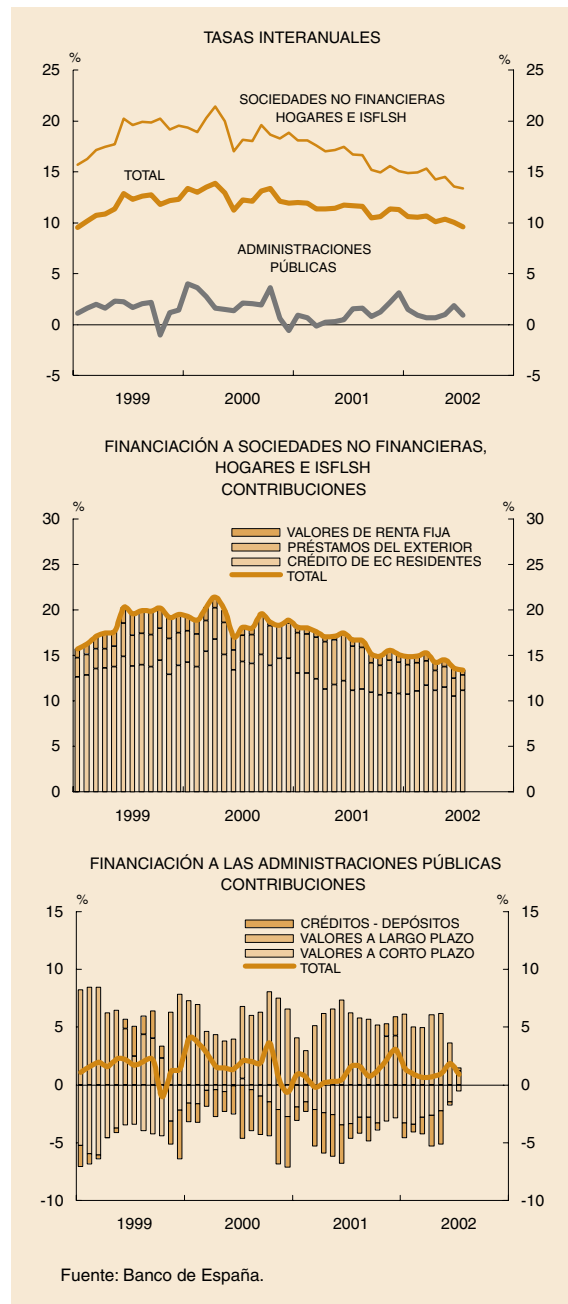


Cabe destacar la evolución del componente más importante, los depósitos a plazo, que ha revertido el proceso de desaceleración que venía mostrando desde comienzos de 2001.

Por último, la evolución de las participaciones en los fondos de inversión continúa reflejando un retroceso del patrimonio gestionado por estas instituciones de inversión colectiva, cuya tasa de crecimiento interanual se situó en julio en el -3,7%. Esta trayectoria se explica principalmente por el desfavorable comportamiento de los FIM de renta variable, como con-

GRÁFICO 9

**Financiación a los sectores residentes no financieros**



secuencia de las caídas registradas en los mercados bursátiles. Los FIAMM y FIM de renta fija en euros siguieron las pautas de meses precedentes, manteniendo una contribución al crecimiento del total de fondos de inversión en línea con la observada desde comienzos de año (véase gráfico 8).

La información provisional correspondiente al mes de agosto muestra una cierta aceleración de los medios de pago, compensada parcialmente por la ligera pérdida de dinamismo de los *otros pasivos bancarios*. La tasa de re-

CUADRO 4

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

	2002	2000	2001	2002		
	JUL (b)	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL
<b>1. Financiación total (2 + 3)</b>	<b>1.158,7</b>	<b>11,9</b>	<b>11,3</b>	<b>10,4</b>	<b>10,0</b>	<b>9,6</b>
<b>2. Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH</b>	<b>836,1</b>	<b>18,9</b>	<b>15,1</b>	<b>14,5</b>	<b>13,6</b>	<b>13,4</b>
De los cuales:						
Crédito de entidades de crédito residentes	660,2	18,0	13,4	14,5	13,2	14,2
Valores de renta fija + financiación intermediada por fondos de titulización	48,0	5,6	15,1	13,3	20,2	8,8
<b>3. Administraciones Públicas</b>	<b>322,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>3,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,8</b>	<b>0,9</b>
Valores a corto plazo	38,8	-15,8	-19,3	-15,9	-11,0	-4,3
Valores a largo plazo	279,6	8,3	4,9	7,1	4,2	1,4
Créditos - depósitos (c)	4,3	-13,9	5,2	-9,2	-1,2	1,0

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.

ducción de los fondos de inversión, por su parte, parece continuar moderándose.

La financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes no financieros creció, en julio, a una tasa interanual del 9,6%, continuando así la trayectoria de ligera desaceleración que viene mostrando desde comienzos de año (véase gráfico 9). Esta evolución responde, sobre todo, al comportamiento de las necesidades financieras del sector público. Los préstamos de las entidades de crédito residentes a las sociedades no financieras y los hogares, sin embargo, registraron un incremento de casi 1 punto porcentual en su tasa de crecimiento interanual (véase cuadro 4). La información provisional sobre esta partida correspondiente al mes de agosto tiende a confirmar la ausencia de moderación en la expansión de esta va-

riable, que podría haber experimentado un avance en el entorno del 15%.

Por el contrario, se redujo notablemente la tasa de crecimiento interanual de la financiación obtenida por las Administraciones Públicas, que, en julio, se situó en el 0,9%, frente al 1,8% del mes precedente. Este menor crecimiento de los pasivos del sector vino determinado por el importante descenso del saldo de valores a largo plazo (6 mm de euros), que fue más intenso que las emisiones netas positivas de letras del tesoro (2 mm de euros). Como consecuencia de esta amortización neta de títulos públicos, durante el mes de julio se produjo un descenso de los depósitos bancarios del sector.

27.9.2002.