
Evolución reciente de la economía española

1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

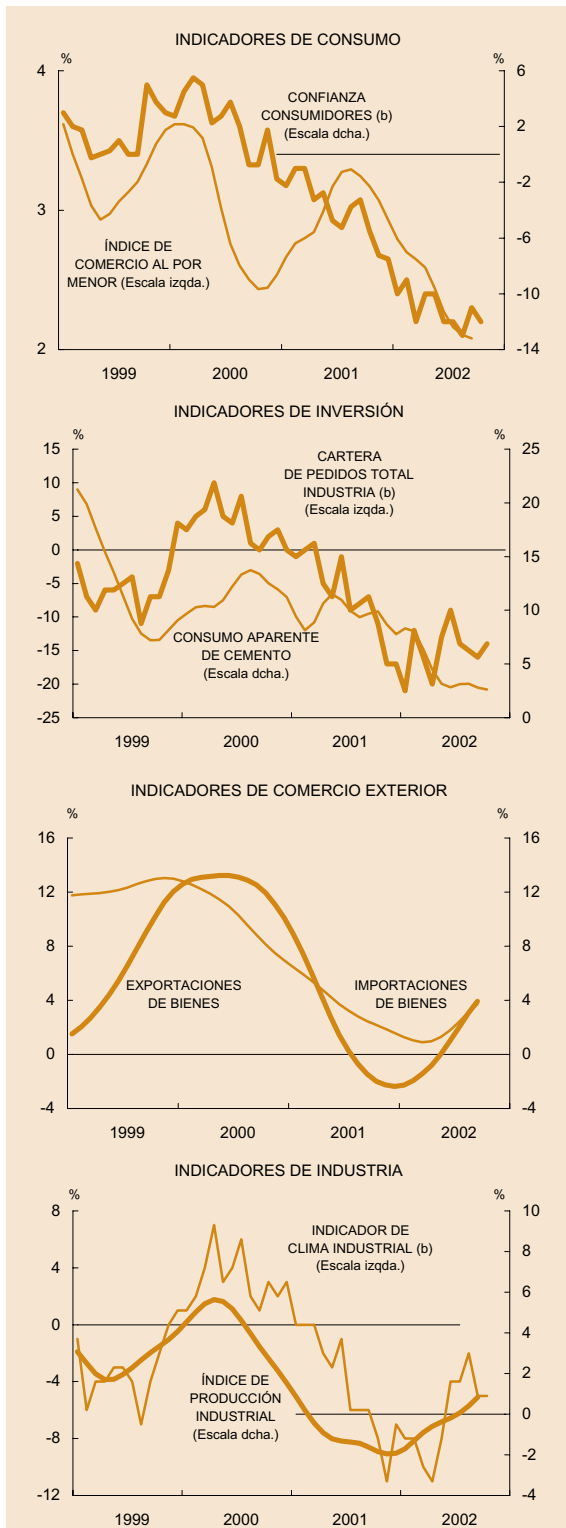
De acuerdo con las cifras de la CNTR publicadas por el INE, en el tercer trimestre de 2002 el PIB español registró un crecimiento interanual del 1,8% (1), ligeramente por debajo del 2% alcanzado en los dos primeros trimestres y acorde con la estimación proporcionada por el Banco de España en el «Informe trimestral» publicado en el *Boletín económico* de octubre. La ligera desaceleración del producto, en tasa interanual, fue consecuencia de una menor aportación de la demanda exterior neta, resultado, a su vez, de la notable recuperación de las importaciones. La demanda nacional, sin embargo, se aceleró (creció también un 1,8%), debido al repunte de la inversión en capital fijo, que compensó la nueva pérdida de dinamismo del consumo privado. En términos de tasas intertrimestrales, que resultan ser más variables que las interanuales, el ritmo de crecimiento del producto repuntó hasta el 0,8%, como consecuencia de la recuperación de la inversión en equipo y de una aportación menos negativa de la variación de existencias. Desde la óptica del valor añadido, cabe destacar la fuerte recuperación de la industria en el tercer trimestre, y, en menor medida, de la construcción, mientras que los servicios de mercado se desaceleraron. Por último, el empleo aumentó un 1,4%, una décima menos que en el trimestre anterior, destacando, de nuevo, su perfil ascendente en la industria, y su notable desaceleración en la construcción.

Según la CNTR, la pérdida de dinamismo del consumo privado ha sido menos intensa en los últimos meses que en la primera mitad del año, en un contexto en el que los indicadores de consumo siguen mostrando comportamientos algo divergentes. Por un lado, el indicador de confianza de los consumidores, tras el ligero retroceso de octubre, permanece en niveles muy reducidos, y el índice general de ventas del comercio al por menor, aunque registró en septiembre un crecimiento real del 4,8%, cerró el tercer trimestre del año con un aumento medio del 2,8%, similar al alcanzado el trimestre anterior y compatible con un perfil tendencial suavemente decreciente (véase gráfico 1). Sin embargo, la evolución de la producción industrial de bienes de consumo, que en septiembre experimentó un avance interanual del 6,5%, en términos de la serie corregida de efectos calendario, y la notable recuperación de las importaciones de estos bienes consolidan la senda ascendente del índice de disponibilidades en los últimos meses. Asimismo, las matriculaciones

(1) Tasas calculadas sobre las series corregidas de efectos estacionales y de 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.

de turismos se incrementaron un 0,3% interanual en octubre, dato que representa el primer incremento en nueve meses y se sitúa dentro de la tendencia de recuperación que inició el indicador en los meses centrales del año. Por último, el indicador de confianza del comercio al por menor aumentó en octubre por tercer mes consecutivo.

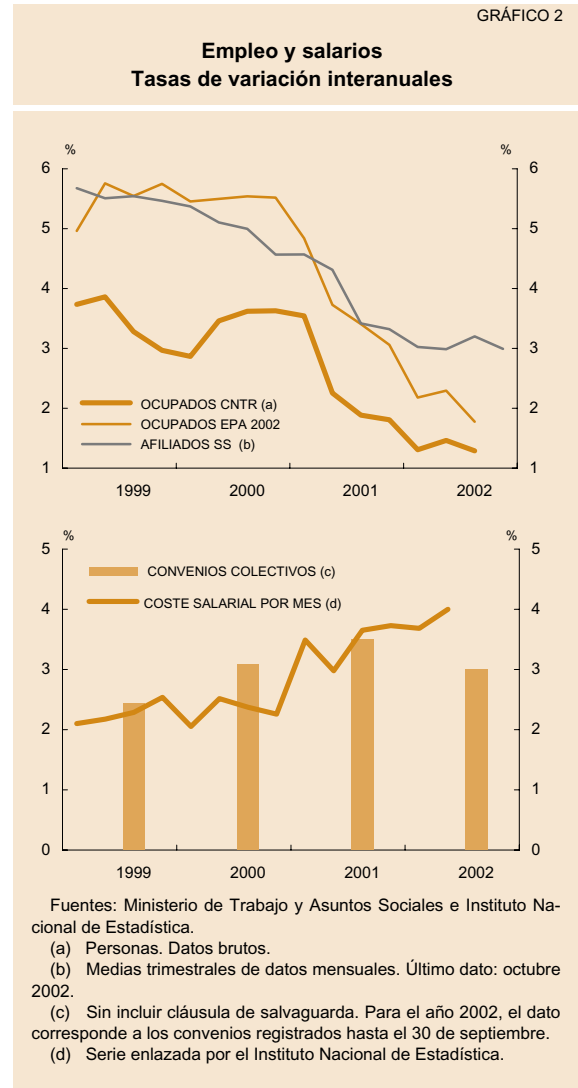
Hasta el momento, la inversión en bienes de equipo ha mantenido un perfil fuertemente decreciente. No obstante, la producción de bienes de inversión atenuó en el mes de septiembre su ritmo de descenso, de forma que en el conjunto del tercer trimestre disminuyó un 9,2%, en tasa interanual calculada sobre la serie corregida, inferior al recorte observado en el segundo trimestre (-12,3%). También las importaciones han suavizado sus caídas, de forma que el índice de disponibilidades de bienes de equipo —elaborado con información hasta el mes de septiembre— estabilizó el perfil descendente que le ha venido caracterizando desde finales del año 1999. Las opiniones de los productores de estos bienes, sin embargo, recogidas en la encuesta de coyuntura industrial, han mostrado un deterioro importante en el mes de septiembre, tras haber registrado mejoras sostenidas desde mayo, más acusado en las previsiones de producción y en la cartera de pedidos.

Entre los indicadores de construcción, los de consumos intermedios han mantenido un tono sostenido, que se corresponde con el buen comportamiento del indicador de confianza de los constructores en los meses de septiembre y octubre. Así, el consumo aparente de cemento registró en octubre un crecimiento interanual del 4,1%, tras incrementarse un 5,8% en el tercer trimestre, y la producción de materiales para la construcción avanzó un 3,3% en septiembre, por encima del 1% registrado en agosto. Sin embargo, el empleo en esta actividad se ha desacelerado: el crecimiento de los afiliados a la Seguridad Social se ralentizó en septiembre, aunque el ritmo de avance es todavía elevado (6,2%), ralentización que ha confirmado el número de ocupados en esta rama de actividad de la EPA, que en el tercer trimestre aumentó a un ritmo significativamente menor que en el trimestre previo (1,9%). Los nuevos datos de licitación oficial, correspondientes a los meses de agosto y septiembre de 2002, no han modificado la pauta de desaceleración tendencial que registran desde finales del año 2001; en el conjunto de enero-septiembre el incremento de la licitación en obra civil fue del 19,6% y en edificación del 9,1%. Respecto a las licencias y visados de edificación, la información más reciente corresponde a los meses de mayo y junio, respectivamente. En edificación residencial, tanto los visados como las licencias se han recupera-

do, pero sus crecimientos acumulados son cercanos a cero. En edificación no residencial, en cambio, ambas variables mantienen una pauta de desaceleración.

Al cierre de este artículo se han recibido los datos de comercio exterior de septiembre. Esta información, procedente del Registro de Aduanas, indica que las exportaciones de bienes se incrementaron un 6,2%, en términos reales, en el conjunto del tercer trimestre, frente al descenso del primer semestre, confirmando el mejor comportamiento recogido por los datos de la CNTR. En los nueve primeros meses del año, las exportaciones a zonas extracomunitarias se incrementaron un 2,5%, en términos reales, destacando el notable vigor de las ventas a los países del centro y este de Europa, mientras que las dirigidas a la UE descendieron un 1,4%, aunque en los últimos tres meses se produjo una reactivación de las exportaciones a casi la totalidad de los países de la zona. Por su parte, las importaciones aumentaron un 8,4%, en términos reales, en el período julio septiembre, confirmando también una notable recuperación en relación con la primera mitad del año. Por componentes, destacaron el repunte de las compras de bienes de consumo no alimenticio (13,8%) y el avance de las de bienes intermedios no energéticos (12,8%). Según los datos de balanza de pagos, el saldo comercial acumuló un déficit de 19.733 millones de euros hasta el mes de agosto, un 11,7% inferior al del mismo período del año anterior. La mejora del saldo comercial y el aumento del superávit de la balanza de transferencias corrientes compensaron el menor superávit de la balanza de servicios, reflejo del deterioro del saldo turístico, y el notable incremento del déficit de rentas, de forma que el déficit de la balanza por cuenta corriente se redujo hasta 7.816 millones de euros. Entre enero y agosto, el superávit por cuenta de capital quedó situado en 5.109 millones de euros, muy por encima de los 4.465 millones de los mismos meses del año anterior.

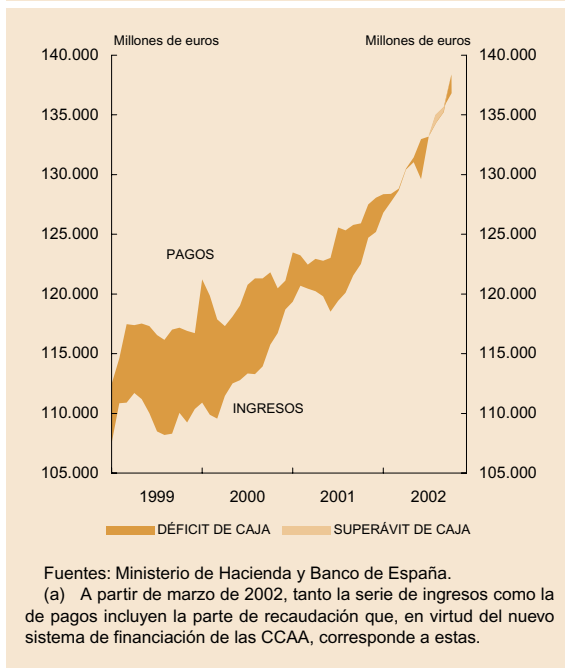
En el período más reciente han aparecido signos de recuperación en la industria, recogidos también por la CNTR del tercer trimestre. La producción industrial prolongó en ese período el perfil de lenta recuperación con el que, con altibajos, inició el año, apoyada en el dato favorable del mes de septiembre, cuando registró un incremento interanual del 3,1% (1,3% en términos de serie corregida de efectos de calendario); entre sus componentes, la producción de bienes intermedios apuntó un perfil ligeramente expansivo, aunque todavía incipiente. Por su parte, el porcentaje de utilización de la capacidad productiva se incrementó de forma significativa al comienzo del cuarto trimestre, hasta alcanzar un nivel cercano al 80%, mien-



tras que el indicador de clima industrial permaneció sin cambios en octubre, tras el retroceso observado el mes anterior. En línea con la evolución de la actividad, el empleo en la industria también experimentó un fortalecimiento, recogido tanto por los últimos datos de la EPA como por las afiliaciones a la Seguridad Social correspondientes al tercer trimestre.

En términos agregados, sin embargo, los últimos datos aparecidos sobre el mercado laboral reflejan un debilitamiento en el ritmo de creación de empleo, en relación con el primer semestre del año (véase gráfico 2). Según la EPA del tercer trimestre, cuyos resultados se analizan con más detalle en otro artículo de este Boletín, el número de ocupados creció un 1,8%, en tasa interanual, en ese período, medio punto menos que en el segundo trimestre y casi la mitad que en el mismo trimestre del año anterior. La desaceleración se centró tanto en el colectivo de trabajadores asalariados, que pasó a crecer un 2,6%, como en el de trabaja-

GRÁFICO 3
Ingresos y pagos líquidos del Estado (a)
Déficit de caja
Totales móviles de doce meses



dores por cuenta ajena, que registró una caída del 1,6%. Las estimaciones de empleo de la CNTR en el tercer trimestre han seguido pautas similares. En cambio, las afiliaciones a la Seguridad Social, que en octubre se incrementaron un 3% interanual, por encima del 2,7% de septiembre, no recogen de forma tan clara el menor dinamismo del empleo. Respecto al desempleo, según la EPA el número de parados creció un 14,8% en el tercer trimestre, frente al crecimiento del 10,5% del trimestre anterior; los datos del INEM han mostrado una estabilidad en el crecimiento interanual del paro registrado en octubre, en el 6,6%, tasa de variación similar a la observada en el tercer trimestre.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado obtuvo hasta octubre de 2002 un superávit de 8.595 millones de euros (1,2% del PIB), frente al superávit de 4.257 millones de euros (0,7% del PIB) registrado un año antes. Tanto los ingresos como los gastos acumulados hasta octubre disminuyeron apreciablemente en comparación con el mismo período de 2001 (un 10,7% y un 15,4%, respectivamente), debido a los efectos del nuevo sistema de financiación autonómica. La caída de ingresos fue prácticamente igual a la registrada hasta septiembre, debido a que la menor caída de los ingresos corrientes (sobre todo de los impuestos directos) compensó la fuerte desaceleración de las transferencias de capital procedentes de la Unión Europea. Por su parte, los gastos re-

dujeron algo la magnitud de su retroceso, debido a la evolución de las transferencias a otras Administraciones Públicas. Los gastos en consumo final moderaron aún más su crecimiento, mientras que los pagos por intereses continúan mostrando una ligera caída y las transferencias de capital se aceleraron sensiblemente. La información disponible en términos de caja proporciona un ligero superávit de 86 millones de euros hasta octubre de 2002, frente a un déficit de 1.254 millones de euros en el mismo período de 2001. Tanto los ingresos como los pagos moderaron sus descensos en octubre, de forma que acabaron con tasas del -11,9% y del -13%, respectivamente. Recuérdese que los cambios en el sistema de financiación de las Comunidades Autónomas hacen que la comparación con el año anterior que se refleja en dichas tasas no sea homogénea y que, dada la novedad del sistema, no sea posible conocer su efecto sobre la evolución mensual del saldo del Estado y evaluar en qué medida la mejora observada en el saldo podría estar reflejando cambios en la estacionalidad de la serie.

2. COSTES Y PRECIOS

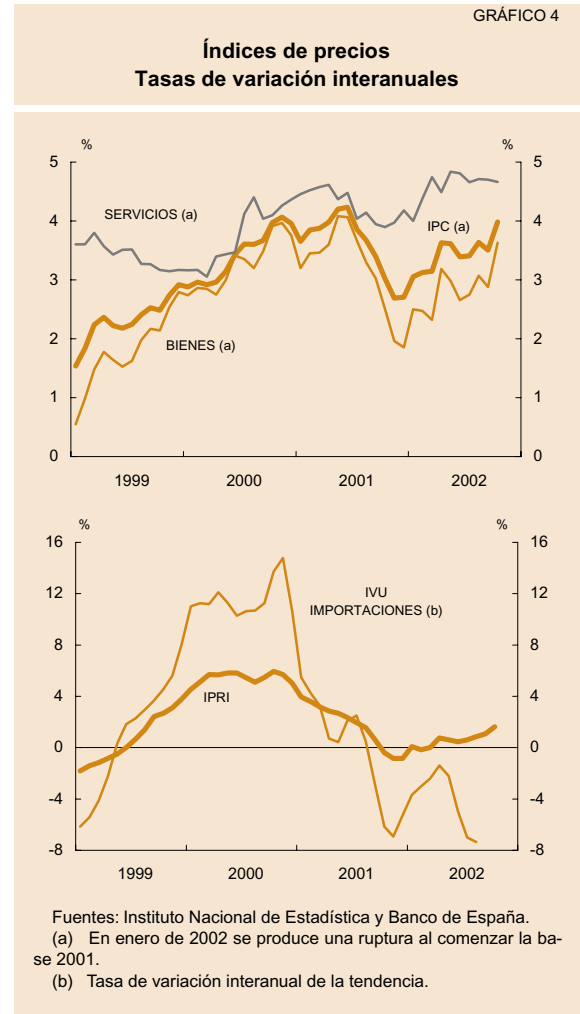
Las nuevas cifras de la CNTR sitúan el crecimiento de la remuneración por asalariado en el tercer trimestre en el 3,7%, por debajo del registrado en el primer semestre. Sin embargo, en la economía de mercado el avance de la remuneración permanece estabilizado en tasas del 4,1%, siendo especialmente elevado en la industria y en la agricultura. Por su parte, los datos más recientes de negociación colectiva sitúan el aumento salarial medio pactado en el 3% hasta septiembre, levemente por encima del incremento acumulado hasta agosto. El número de trabajadores afectados por los convenios registrados es de 6.714.641, de los cuales el 80% están sometidos a convenios revisados, con un incremento de tarifas del 2,79%; en los convenios de nueva firma el incremento alcanzó el 3,85%, un nivel que puede considerarse elevado, si se toma como referencia el Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva. Por ramas de actividad, los mayores incrementos salariales corresponden a la construcción (3,47%) y a la agricultura (3,43%), frente a los registrados en la industria (2,83%) y los servicios (3,01%).

Entre los indicadores de precios, el IPC aumentó un 1% en octubre, elevando su tasa de variación interanual al 4%, cinco décimas más que en el mes precedente (véase gráfico 4); a su vez, el IPSEBENE aumentó un 3,7% en tasa de variación interanual, dos décimas más que en septiembre. Se produjo una importante aceleración de los precios de la energía, de los ali-

mentos no elaborados y, en menor cuantía, de los bienes industriales no energéticos, mientras que los precios de los alimentos no elaborados se desaceleraron y los de los servicios se mantuvieron estables, en términos interanuales.

El componente energético aumentó su tasa interanual de variación hasta el 3,7%, desde el 0,9% observado en septiembre. El abultado descenso producido en el mismo mes del año anterior y el incremento del 0,5% registrado en octubre explican esta aceleración en tasa interanual, que recoge avances del 3,3% en los combustibles de calefacción y del 1% en los de automoción. Los precios de los alimentos no elaborados también se aceleraron significativamente, hasta el 7,5%, al ser los descensos de precios de la carne de porcino, del pescado y de las patatas muy inferiores a los observados en el mismo mes del año anterior, y al mantenerse elevados ritmos de crecimiento de los precios de las frutas y las hortalizas, en torno al 9% y 19%, respectivamente. Por último, los precios de los bienes industriales no energéticos aumentaron un 2,9% respecto a septiembre, y elevaron su tasa interanual al 2,5%, siete décimas por encima de la correspondiente al mes anterior. Este notable avance fue consecuencia del repunte en los precios del vestido y el calzado —casi un tercio del índice de industriales no energéticos—, tras la finalización del período de rebajas estivales y el inicio de la nueva temporada. Los restantes subgrupos de este componente registran comportamientos muy moderados, destacando el descenso de los precios de los bienes de consumo duradero, en especial, de los equipos informáticos y, en menor medida, de los equipos de imagen y sonido. Los precios de los servicios mantuvieron estable su ritmo de crecimiento interanual en el 4,7%, por cuarto mes consecutivo. Cabe destacar las caídas, superiores a lo habitual en estas fechas, en los precios de los hoteles y otros alojamientos, e inferiores lo habitual, en los precios de los viajes organizados; los precios de los restaurantes, bares y cafeterías mantuvieron bastante estable su ritmo de variación interanual, en torno al 6%. También registraron descensos las tarifas de transporte aéreo y de los servicios de telefonía móvil. Por último, los precios de los alimentos elaborados aumentaron un 0,1% en el mes de octubre, reduciendo su incremento interanual en cinco décimas, hasta situarse en el 3,8%.

Al igual que el IPC, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) registró en octubre un crecimiento interanual del 4%, cinco décimas más que en septiembre. En el conjunto de la zona euro la tasa de crecimiento interanual aumentó en dos décimas hasta el 2,3%, por lo que el diferencial de inflación se incrementó en



tres décimas, para situarse en 1,7 puntos porcentuales. El diferencial de inflación es positivo para todos los componentes, y especialmente amplio en el caso de los precios alimenticios; para los servicios se mantiene en torno a 1,5 puntos porcentuales. En el caso de los bienes industriales no energéticos, el diferencial ha mantenido su tendencia al estrechamiento también en octubre, a pesar de la aceleración de estos precios en España.

El índice de precios industriales (IPRI) se incrementó un 0,1% en octubre. En términos interanuales, la tasa de variación aumentó en cinco décimas, hasta el 1,6%, prolongando la trayectoria ascendente de los últimos meses. A este resultado contribuyó el fuerte aumento de los precios de los productos energéticos, cuya tasa de variación interanual ha pasado a ser positiva (3,6%). El resto de componentes tuvo un comportamiento más moderado. Los precios de los bienes de consumo experimentaron una moderada desaceleración, y crecieron un 2,3% en tasa interanual. Los precios de los bienes de equipo avanzaron un 1,4%, y, por último, los de los bienes intermedios no energéticos registra-

ron una leve aceleración que situó su tasa de variación interanual en el 0,2%.

Finalmente, el índice de valor unitario (IVU) de las exportaciones totales descendió un 0,4% en septiembre, retomando la tónica de descensos de los últimos meses. En el caso de las importaciones, el IVU atenuó significativamente su caída en septiembre, hasta el 0,9%, coincidiendo con la fuerte escalada del precio del crudo. Por componentes, los precios de los bienes intermedios energéticos disminuyeron un 1,3% el último mes, amortiguando los descensos de meses anteriores; los precios de los productos no energéticos cayeron un 0,5%.

3. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA EN LA UEM

En octubre y noviembre de 2002 se ha registrado una recuperación de los principales mercados de renta variable, a excepción de Japón, en parte imputable a la publicación de datos de beneficios empresariales en EEUU mejores que lo anticipado. Las ganancias en las bolsas se produjeron paralelamente a incrementos en los tipos de interés de la deuda pública, lo que ha corregido de forma parcial los niveles particularmente reducidos de los últimos meses. La tasa del objetivo de los fondos federales en Estados Unidos se redujo en 50 puntos básicos, hasta el 1,5%. El dólar, ante el descenso de los tipos de interés a corto plazo, y en un contexto marcado por la publicación de datos de actividad negativos, registró una moderada depreciación frente a las principales divisas.

La economía de EEUU aumentó su ritmo de crecimiento hasta un 4% (intertrimestral anualizado) en el tercer trimestre del año (3,2% interanual). Esta favorable evolución, atribuible en gran parte a una aceleración del consumo privado —y en particular del de bienes duraderos, que creció un 23,1% anualizado—, contrasta con la evolución muy negativa de los indicadores de opinión, especialmente el de confianza del consumidor, que, entre mayo y octubre, cayó por debajo de su mínimo de noviembre de 2001. El pesimismo de los agentes, que tiene su origen en las crecientes incertidumbres financieras y geopolíticas, ha terminado por reflejarse en los indicadores reales, que en octubre han dado señales de freno de la actividad, tanto en la oferta (retroceso de la producción industrial) como en la demanda (estancamiento de las ventas al por menor). También se ha producido un moderado aumento de la tasa de paro (hasta el 5,7%), mientras que la productividad siguió mostrando tasas de avance elevadas (5,3% interanual en el tercer trimestre). El

empeoramiento de los indicadores reales, junto con la ausencia de amenazas inflacionistas (el IPC de octubre alcanzó una tasa interanual del 2%, y la inflación subyacente del 2,2%), llevaron a la Reserva Federal a recortar de nuevo los tipos de interés de los fondos federales.

En Japón, el PIB real creció un 0,7% (no anualizado) en el tercer trimestre, por encima de lo previsto, gracias al buen dato de consumo privado (0,9% trimestral no anualizado). Aun así, la economía japonesa mostró una desaceleración respecto al trimestre anterior, especialmente en lo que se refiere al sector exterior, que, por primera vez desde el tercer trimestre de 2001, tuvo una contribución negativa al crecimiento del producto. Además, aunque la tasa de paro se estabilizó en el 5,4% en el tercer trimestre, las perspectivas de evolución del empleo son desfavorables a corto plazo. El ritmo de caída de los precios al consumo se redujo en septiembre (-0,7% interanual) y los precios al por mayor incluso crecieron en octubre, por primera vez en 2002, aunque moderadamente (0,3%). No obstante, la tasa de variación del IPC subyacente se mantuvo en el -0,9%, por lo que es difícil hablar de reducción de las presiones deflacionistas. Como señal de acompañamiento del nuevo plan de saneamiento bancario diseñado por el gobierno a final de octubre, aunque aún no definido, el Banco de Japón incrementó su objetivo de reservas bancarias en cuenta corriente hasta una franja de 15 a 20 billones de yenes (frente a un máximo anterior de 15 billones) y aumentó en un 20% su nivel de compras mensuales de deuda pública en el mercado secundario. Existen dudas de que dichas medidas sean capaces de aumentar sustancialmente la oferta monetaria y la liquidez del sistema. La bolsa, arrastrada en buena medida por la incertidumbre financiera interna y externa y por la caída de los títulos bancarios, registró nuevos descensos en octubre y noviembre, y el yen, tras una apreciación en octubre, volvió a depreciarse en noviembre.

La economía del Reino Unido creció un 0,7% en el tercer trimestre, frente al 0,6% del segundo, con lo que la tasa interanual pasó del 1,3% al 1,7%, según la primera estimación de la Oficina Nacional de Estadística. Los indicadores económicos siguen mostrando una economía a dos velocidades, en la que la actividad de los servicios y de la construcción continúa en expansión y el consumo privado se muestra boyante (las ventas al por menor de octubre crecen un 6% interanual), pero el sector industrial no termina de recuperarse. La tasa de paro ha aumentado ligeramente, hasta el 5,3%, y los salarios han moderado su crecimiento interanual. La inflación aumentó hasta el 2,3% en octubre, por las fuertes subidas en

CUADRO 1

Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	2002					
	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (b):						
Índice de producción industrial	-0,3	-0,1	-1,2	-0,6		
Comercio al por menor	-0,7	1,8	1,6			
Matriculaciones de turismos nuevos	-10,8	-6,4	-3,4	-2,1	-2,9	
Indicador de confianza de los consumidores	-8	-10	-11	-9	-12	
Indicador de clima industrial	-11	-11	-12	-12	-10	
IAPC	1,8	1,9	2,1	2,1	2,3	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c):						
M3	7,1	7,1	7,0	7,3	7,0	
M1	6,8	7,6	7,6	8,2	8,2	
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	4,4	4,1	4,2	4,3	4,3	
<i>AAPP</i>	1,0	1,0	0,8	1,7	2,1	
<i>Otros sectores residentes</i>	5,4	4,9	5,1	5,0	4,9	
EONIA	3,35	3,30	3,29	3,32	3,30	3,29
EURIBOR a tres meses	3,46	3,41	3,35	3,31	3,26	3,16
Rendimiento bonos a diez años	5,16	5,03	4,73	4,52	4,62	4,61
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,22	-0,35	-0,43	-0,60	-0,68	-0,59
Tipo de cambio dólar/euro	0,955	0,992	0,978	0,981	0,981	1,004
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	-15,2	-26,4	-26,0	-39,1	-31,5	-30,8

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

(a) Media del mes hasta el día 20 de noviembre 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 noviembre de 2002.

los precios de la vivienda, que superan el 30% interanual.

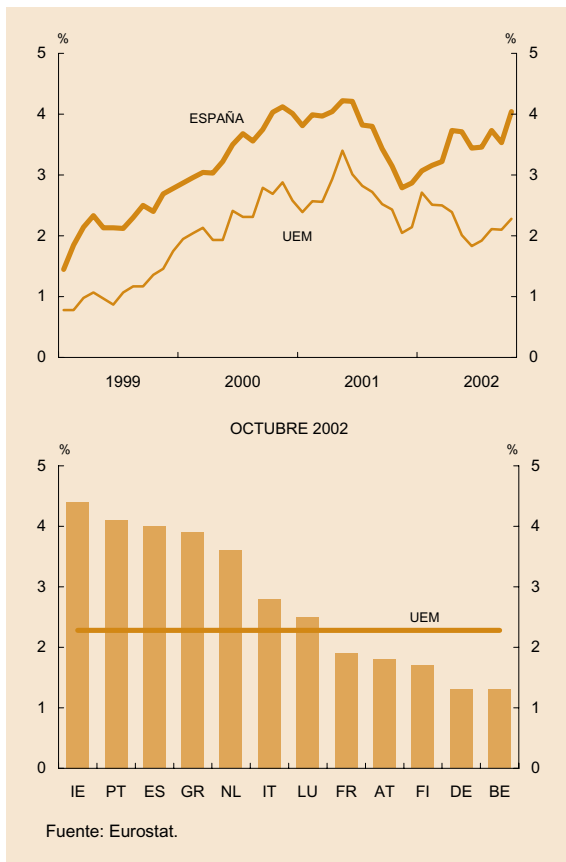
En América Latina, las variables financieras se han estabilizado e incluso han iniciado una recuperación, en parte arrastradas por el mejor comportamiento de los mercados desarrollados, pero también por factores internos, como las señales de mantenimiento de políticas ortodoxas en Brasil, y el nuevo acuerdo entre el FMI y Colombia. A pesar de ello, la situación sigue siendo muy incierta en el entorno internacional y dentro de la región, donde se registró un repunte de la inflación, particularmente en Brasil, Chile y Colombia. En Brasil se ha entrado en una fase de mayor estabilidad, aunque la tasa de paro aumentó hasta un 7,4% en octubre y el incremento de la inflación ha obligado al Banco Central a elevar el tipo de intervención en 100 puntos básicos. En Argentina, el impago al Banco Mundial ha generado nuevas dificultades, a lo que se añaden las incertidumbres en materia política y judicial. A pesar de esto, los últimos indicadores confirman una cierta estabilidad económica. En Méjico prosigue el proceso

de recuperación económica, pero con una ligera desaceleración del sector industrial.

En el área del euro, los datos de la tercera y última estimación de la Contabilidad Nacional del segundo trimestre de 2002 apenas supusieron cambios en relación con la estimación previa. El producto creció a una tasa interanual del 0,7% en dicho período, cuatro décimas por encima de la observada el trimestre anterior, mientras que en términos intertrimestrales se expandió un 0,4%, la misma tasa que en los meses precedentes. Esta evolución en el ritmo de avance del PIB obedeció a una aportación de dos décimas tanto de la variación de existencias como del sector exterior, puesto que la demanda interna, excluyendo existencias, tuvo una contribución nula.

Los indicadores disponibles para el tercer trimestre señalan, en general, un crecimiento intertrimestral del producto similar al registrado en la primera parte del año. En este sentido apuntan las estimaciones provisionales del aumento del PIB en dicho período de algunos paí-

GRÁFICO 5

Índices armonizados de precios de consumo
Tasas de variación interanuales


ses del área. En concreto, en Italia y Alemania, el PIB creció un 0,3% intertrimestral, superior en una décima, en ambos casos, al registrado el trimestre anterior. En Holanda, por su parte, el PIB se expandió un 0,1%, la misma tasa que en el período precedente, y en Francia aumentó un 0,2%, dos décimas menos que en el segundo trimestre. A su vez, el dato del índice de producción industrial de septiembre confirmó el deterioro de la actividad industrial en los meses de verano, que ya había sido anticipada por los indicadores de opinión (véase cuadro 1). Más recientemente, los indicadores referidos a octubre ofrecen señales desiguales. Así, mientras que los resultados de las encuestas de confianza industrial de la Comisión Europea (CE) y el índice de directores de compras del sector manufacturero y de servicios mostraron un ligero repunte, el indicador de confianza del sector servicios y de los consumidores de la CE registraron un considerable retroceso, manteniéndose, en este último caso, en niveles cercanos al mínimo anual. Por otra parte, el indicador referido a matriculaciones de automóviles experimentó en octubre un ligero empeoramiento, de forma que se sitúa casi un 3% por debajo del dato de octubre de 2001. Recientemente, la

Comisión Europea y la OCDE han publicado sus previsiones económicas para la UEM, que coinciden en el crecimiento del PIB para el año 2003 en tasas algo inferiores al 2%, sensiblemente por debajo de las estimaciones realizadas en primavera.

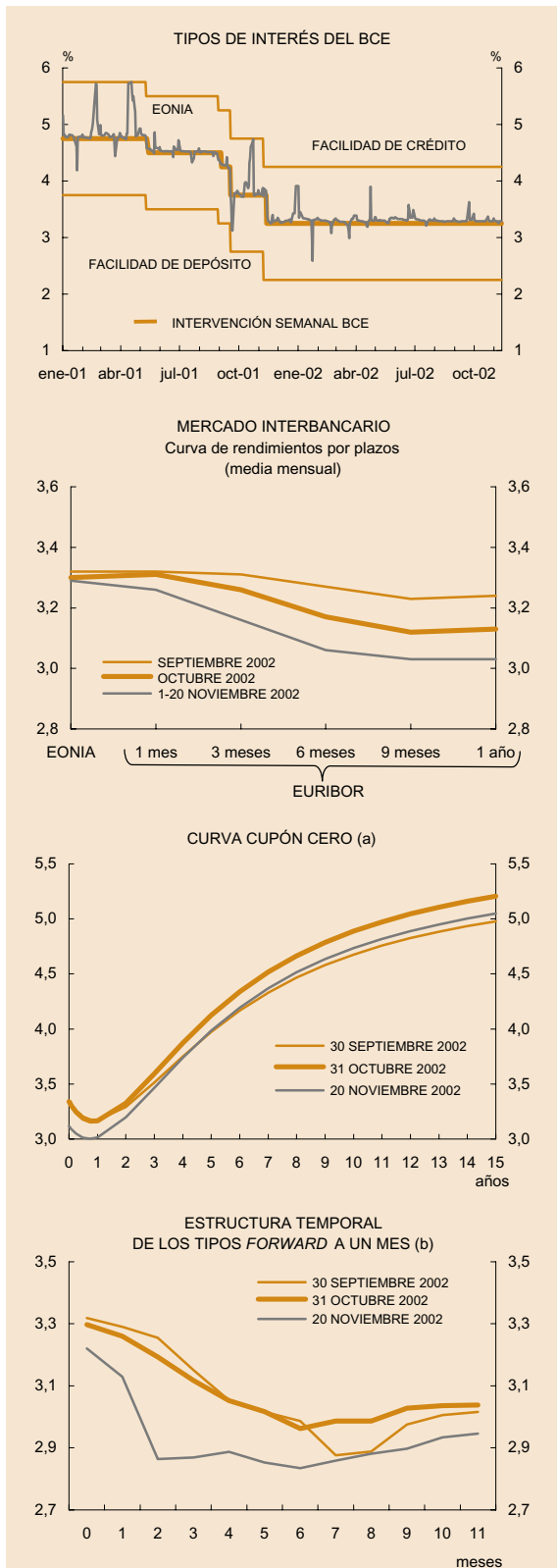
En lo que concierne a la inflación, la tasa interanual de variación del IAPC fue del 2,3% en octubre, dos décimas por encima de la registrada en septiembre, debido a la aceleración de los precios de los bienes energéticos, en línea con el comportamiento en dicho mes del precio del petróleo (véase gráfico 5). El avance del resto de los componentes, sin embargo, disminuyó, por lo que el índice de precios de los servicios y de los bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) redujo su crecimiento en una décima, hasta el 2,4%. Por su parte, la tasa de variación interanual de los precios industriales volvió a aumentar en septiembre, hasta el 0,1%, dos décimas más que en el mes anterior. Las perspectivas sobre la evolución futura de los precios dependen, en gran medida, de cómo se desarrolle el conflicto de Irak. Así, tras el aumento del precio del petróleo en septiembre y octubre, una vez conocida la noticia de la aceptación por parte de ese país de la resolución de la ONU, el precio disminuyó ligeramente en noviembre.

De acuerdo con las previsiones en otoño de la Comisión Europea, el déficit público del área del euro alcanzará en el 2002 un 2,3% del PIB, lo que supone un incremento de ocho décimas en comparación con 2001. Según estas previsiones, Alemania y Portugal presentarán un déficit del 3,8% y 3,4% del PIB, respectivamente, y Francia del 2,7%. A la luz de estas estimaciones, la Comisión ha puesto en marcha el procedimiento de déficit excesivo para Alemania —recuérdese que este procedimiento ya se inició para Portugal, dado que el déficit de este país superó el nivel del 3% en 2001— y ha elaborado una propuesta para establecer un procedimiento de alerta temprana para Francia.

En el contexto descrito anteriormente de incertidumbre sobre la recuperación de la actividad y sobre las perspectivas inflacionistas, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener inalterados los tipos de interés oficiales del área del euro. Así, el tipo de intervención semanal ha permanecido en el 3,25% y el corredor de las facilidades de depósito y de crédito en el 2,25% y 4,25%, respectivamente. En el mercado monetario, entre mediados de octubre y noviembre los tipos de interés a plazos superiores a un mes se redujeron y la curva de rendimientos acentuó su pendiente negativa (véase el gráfico 6). Así, los tipos de interés EURIBOR a los plazos comprendidos entre tres y doce me-

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



Fuente: Banco de España.

ses se situaban el día 20 de noviembre en torno al 3%, algo más de 20 puntos básicos por debajo del nivel de mediados de octubre. A su vez, los tipos *forward* a un mes y los tipos implícitos en el mercado de contado reflejan, en la fecha de cierre de este Boletín, expectativas inmediatas de disminución en los tipos de interés, en consonancia con el escenario anteriormente descrito de debilidad en el proceso de recuperación económica (véase la parte inferior del gráfico 6). En el mercado secundario de deuda pública del área, los rendimientos presentaron también un comportamiento relativamente estable a lo largo del período analizado, oscilando alrededor del 4,5%. Las rentabilidades de la deuda de Estados Unidos experimentaron una evolución similar, por lo que su diferencial negativo frente al área del euro se mantiene alrededor del -0,5, el mismo nivel que a mediados de octubre (véase cuadro 1).

En este período, las cotizaciones en los mercados de renta variable europeos mostraron, como los principales mercados bursátiles internacionales, una detención de la trayectoria bajista que venían registrando desde el mes de abril e, incluso, un cierto recorrido alcista en octubre. No obstante, a lo largo del mes de no-

Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1999	2000	2001	2002				
	DIC	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV (a)
BANCARIOS:								
Tipo sintético pasivo	1,98	3,02	2,22	2,30	2,29	2,22	2,22	...
Tipo sintético activo	5,03	6,35	4,86	5,12	5,06	4,92	4,73	...
TESORO:								
Subasta de letras a doce meses (b)	3,75	4,71	3,11	3,58	3,29	3,22	2,90	2,98
Subasta de bonos a tres años	4,56	4,81	3,60
Subasta de obligaciones a diez años	5,38	5,24	5,02	5,18	4,76	4,59	4,52	4,67
MERCADOS SECUNDARIOS (c):								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,60	4,70	3,11	3,46	3,23	3,09	2,95	2,88
Deuda pública a diez años	5,37	5,20	4,97	5,07	4,78	4,58	4,62	4,61
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,19	0,29	0,19	0,20	0,18	0,19	0,14	0,10
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	16,22	-12,68	-6,39	-20,49	-18,77	-30,11	-21,99	-19,55
Diferencial renta fija privada								
con letras del Tesoro a doce meses	0,24	0,29	0,22	0,27	0,26	0,26	0,28	0,24
Diferencial renta fija privada								
con deuda pública a diez años	0,41	0,70	0,67	0,61	0,64	0,63	0,64	0,64

Fuente: Banco de España.

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

(b) Tipo de interés marginal.

(c) Medias mensuales.

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

viembre acusaron la incertidumbre sobre la economía norteamericana y el conflicto de Irak. Este panorama ha determinado que el índice Dow Jones EURO STOXX amplio haya acumulado entre finales de septiembre y la fecha de cierre del Boletín una ganancia del 13,7%, aunque, desde principios de año, recoge una pérdida cercana al 31%. En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro ha registrado en octubre y en la parte transcurrida de noviembre una apreciación del 1,6% frente al dólar y del 2,5% frente al yen. El aumento en el diferencial de tipos de interés y el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento económico en Estados Unidos han podido incidir sobre la cotización del euro (véase gráfico 7).

Por lo que se refiere a la evolución de los agregados monetarios, el dato de septiembre supuso un repunte de la tasa de variación interanual del agregado M3, que alcanzó el 7,3%, frente al 7% correspondiente a agosto de 2002. Este mayor dinamismo se manifestó también en los agregados más estrechos y apunta a la continuación del proceso de redistribución de fondos desde instrumentos de más largo plazo hacia activos incluidos en el agregado M3, mayoritariamente hacia depósitos bancarios, dada la detenida evolución y la elevada volatilidad de los

mercados de renta variable. En cuanto a los agregados crediticios, el ritmo de expansión de la financiación total concedida por las instituciones financieras y monetarias (IFM) al sector privado en la zona del euro se mantuvo en septiembre en una tasa de crecimiento interanual del 5%. No obstante, la tasa intertrimestral de los préstamos al sector privado muestra una cierta desaceleración. Al cierre de este Boletín han sido publicados los datos de la evolución de las magnitudes monetarias y crediticias en octubre. El agregado M3 y el crédito al sector privado, con unas tasas de crecimiento interanuales del 7% y del 4,9%, respectivamente, mantienen las pautas comentadas anteriormente.

4. FLUJOS Y MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

Durante el mes de septiembre, las condiciones monetarias y crediticias en España siguieron siendo notoriamente más holgadas que las existentes en el resto del área del euro, si bien experimentaron cierta convergencia hacia estas. De este modo, los agregados monetarios y crediticios españoles moderaron sus tasas de crecimiento, frente al mantenimiento o ligero repunte observado en los ritmos de expansión de

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		
	SEP (b)	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP
Medios de pago (MP)	308,4	4,4	6,8	9,6	10,9	9,7
Efectivo	48,4	-0,4	-21,3	-6,1	-4,6	-2,3
Depósitos a la vista	135,5	9,1	16,0	15,1	17,0	14,5
Depósitos de ahorro	124,5	2,4	11,8	11,1	11,9	9,8
Otros pasivos bancarios (OPB)	249,1	19,8	8,4	5,0	4,2	3,0
Depósitos a plazo	199,6	25,4	13,0	7,1	6,0	5,1
Cesiones y valores bancarios	34,3	11,8	-0,6	1,1	-0,5	-3,3
Depósitos en el exterior (c)	15,3	-8,6	-20,5	-10,7	-6,3	-7,2
Fondos de inversión	142,9	-16,8	-2,3	-4,4	-3,2	-2,2
FIAMM	45,8	-21,8	31,2	26,2	25,0	21,3
FIM renta fija en euros	30,5	-33,0	19,7	15,1	14,1	14,2
Resto de fondos	66,6	-9,8	-18,0	-21,9	-20,0	-18,4
PRO MEMORIA:						
AL1 = MP + OPB + FIAMM	603,3	8,1	8,9	8,7	8,9	7,6
AL2 = AL1 + FIM renta fija en euros	633,8	5,2	9,4	8,9	9,2	7,9
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.						

los correspondientes agregados de la UEM. No obstante, la información provisional del mes de octubre no parece confirmar esta tendencia hacia la moderación de los ritmos de avance de las tenencias de activos líquidos y del crédito concedido al sector privado no financiero.

Al igual que en los mercados monetarios y de renta fija, en los últimos meses se ha revertido la tendencia ascendente que venían mostrando los tipos de interés aplicados por los bancos y las cajas de ahorros a su clientela desde comienzos de este año, en especial en el caso del tipo sintético de activo, que se redujo 40 puntos básicos en los últimos tres meses. Por su parte, el tipo sintético de pasivo experimentó, en el mismo período, una ligera reducción de 8 puntos básicos (véase cuadro 2).

Durante la segunda parte del mes de octubre, no obstante, las rentabilidades negociadas en los mercados de deuda nacionales describieron una trayectoria alcista, más acusada en los plazos más largos, que estuvo condicionada por trasvases de fondos desde la renta fija hacia la renta variable, en un contexto de cierta recuperación de las cotizaciones bursátiles. Sin embargo, la decisión de la Reserva Federal de bajar los tipos de interés oficiales en Estados

Unidos, junto con los cambios en las expectativas sobre las decisiones de política monetaria del Banco Central Europeo, provocaron que, en la parte transcurrida de noviembre, se retomara el proceso de descenso de los tipos de interés en los mercados de renta fija. El resultado neto de estos movimientos ha sido un ligero incremento en las rentabilidades negociadas en los mercados secundarios en las referencias de más largo plazo y una moderada reducción en las rentabilidades de los títulos con plazo inferior al año. Por otro lado, los incrementos registrados en España fueron menores que los observados en el resto de los mercados de renta fija europeos, lo que se tradujo en una reducción significativa del diferencial de rentabilidad entre la deuda pública española a largo plazo y el bono alemán equivalente desde los 19 puntos básicos en septiembre a los 10 puntos básicos en noviembre. Por último, la renta fija privada tuvo un comportamiento similar al de la deuda pública, lo que permitió que los diferenciales de rentabilidad entre ambas se mantuvieran relativamente estables en el período analizado.

Los mercados bursátiles nacionales experimentaron, durante el mes de octubre y la parte transcurrida de noviembre, cierta recuperación de las cotizaciones tras los mínimos anuales al-

GRÁFICO 8

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

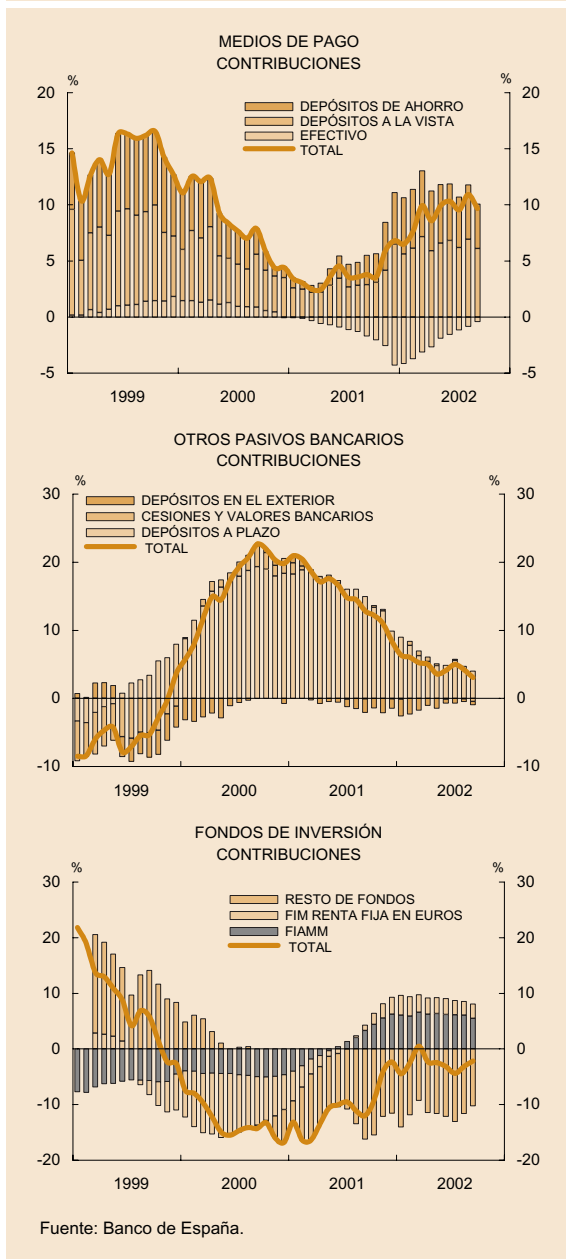
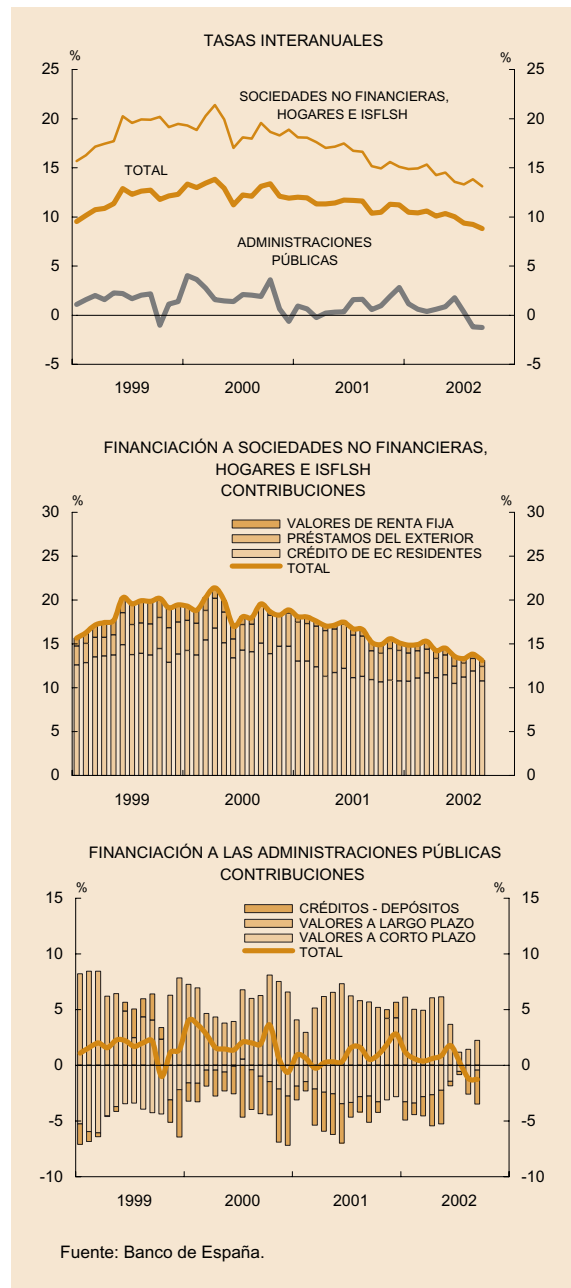


GRÁFICO 9

Financiación a los sectores residentes no financieros



canzados a principios de octubre, si bien la evolución de los precios negociados ha continuado caracterizada por una elevada volatilidad. A pesar de esta recuperación, el Índice General de la Bolsa de Madrid presentaba, en la fecha de cierre de este artículo, unas pérdidas acumuladas desde comienzos de año en torno al 20%, algo inferiores a las experimentadas por otras plazas europeas.

En relación con las magnitudes monetarias, durante el mes de septiembre los activos líquidos de las sociedades no financieras y los ho-

gares interrumpieron el proceso de aceleración observado en los meses precedentes (véase cuadro 3). Excepto las participaciones en fondos de inversión, el resto de componentes redujeron de forma importante sus ritmos de crecimiento (véase gráfico 8). Así, los medios de pago presentaron, en ese mes, una tasa interanual del 9,7%, 1,2 puntos porcentuales inferior a la observada el mes precedente. Los componentes que han contribuido en mayor medida a esta evolución fueron los depósitos a la vista y de ahorro, que experimentaron una reducción en su crecimiento superior a los

CUADRO 4

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

	2002	2000	2001	2002		
	SEP (b)	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP
1. Financiación total (2 + 3)	1.157,1	11,9	11,2	9,4	9,3	8,8
2. Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH	843,8	18,9	15,1	13,3	13,8	13,1
De los cuales:						
Crédito de entidades de crédito residentes	669,2	18,0	13,4	14,2	15,1	13,6
Valores de renta fija + financiación intermediada por fondos de titulización	48,1	5,6	15,2	9,2	8,6	11,8
3. Administraciones Públicas	313,3	-0,6	2,8	0,3	-1,2	-1,3
Valores a corto plazo	37,0	-15,8	-19,3	-4,3	-8,6	-3,6
Valores a largo plazo	286,1	8,3	4,9	1,4	1,7	2,6
Créditos - depósitos (c)	-9,8	-13,9	4,4	-1,0	-5,0	-9,7

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.

2 puntos porcentuales, mientras que el efectivo mantuvo la tendencia de recuperación de sus ritmos de expansión, iniciada a principios de año, aunque todavía continúa presentando tasas de crecimiento interanual negativas (-2,3% en septiembre).

Por su parte, los *otros pasivos bancarios* frenaron la recuperación que habían iniciado en el mes de mayo. 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 descenso de 2 puntos porcentuales en su tasa de crecimiento interanual, que quedó situada, en septiembre, en el 3%. Esta evolución es fundamentalmente el resultado del comportamiento del componente más importante, los depósitos a plazo, que retomó la tendencia de descenso de sus ritmos de expansión, tras el repunte experimentado en los meses anteriores.

Las participaciones en los fondos de inversión mantuvieron en septiembre una evolución similar a la de meses precedentes, con un nuevo retroceso del patrimonio gestionado por estas instituciones de inversión colectiva, cuya tasa de crecimiento interanual se situó en septiembre en el -2,2%. Por tipos de fondo, los FIAMM y FIM de renta fija en euros continuaron presentando suscripciones netas positivas, debido al carácter refugio de estas modalidades de fondos, mientras que el patrimonio de los FIM de renta variable continuó reduciéndose

significativamente, aunque a unas tasas algo inferiores a las observadas en los meses anteriores.

La información provisional correspondiente al mes de octubre refleja, sin embargo, una nueva aceleración de los medios de pago y de los *otros pasivos bancarios*.

La financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes no financieros creció, en septiembre, a una tasa interanual del 8,8%, continuando así la trayectoria de desaceleración observada desde comienzos de año (véase gráfico 9). Esta evolución es el resultado, principalmente, de la importante contracción de las necesidades financieras del sector público y, en menor medida, de cierta moderación en la financiación recibida por el sector privado no financiero.

En septiembre, la financiación obtenida por las sociedades no financieras y los hogares registró un descenso de 0,7 puntos porcentuales en su tasa de crecimiento interanual, que quedó situada en el 13,1%. Este comportamiento vino determinado por la desaceleración experimentada por el componente más importante del agregado, los préstamos de las entidades de crédito residentes, que redujo su expansión interanual del 15,1% en agosto al 13,6% en septiembre (véase cuadro 4). El resto de componentes presentaron una contribución al crecimiento interanual del agregado similar a la de meses precedentes. No obstante, la informa-

ción provisional correspondiente al mes de octubre muestra un nuevo incremento, hasta el 14,7%, en la tasa interanual de los créditos de las entidades de crédito residentes.

Por último, las Administraciones Públicas experimentaron en los dos últimos meses una importante contracción en sus necesidades de financiación y presentaron tasas de crecimiento interanuales negativas (-1,3%, en septiembre).

Esta contracción de los pasivos del sector es el resultado del importante incremento de los depósitos bancarios de las Administraciones Públicas (9 mm de euros), junto con una significativa reducción de sus créditos, de forma que se compensaron las emisiones netas de títulos públicos realizadas durante este el período (5,8 mm de euros).

28.11.2002.