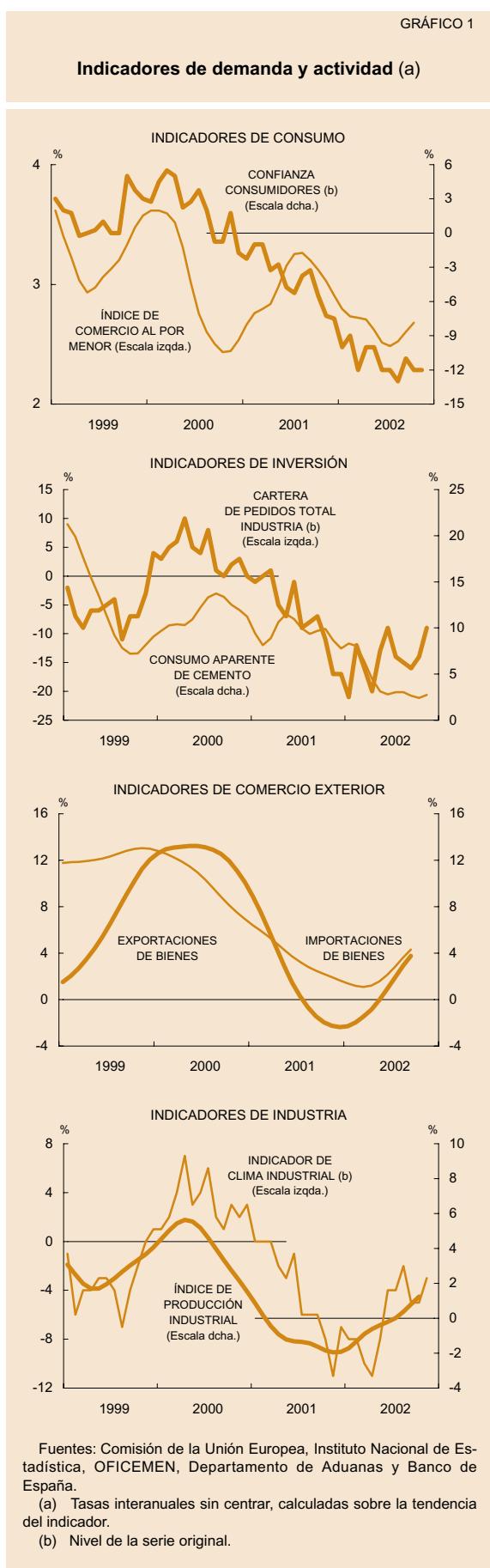

Evolución reciente de la economía española

1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

En el anterior artículo de «Evolución reciente de la economía española» se comentaron las cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del tercer trimestre del año 2002, que mostraban un crecimiento relativamente estable de la demanda nacional, en torno al 1,8% en tasa interanual, fundamentado en una recuperación de la inversión fija y una cierta moderación del consumo privado. Por su parte, la aportación de la demanda exterior se redujo, fruto del notable repunte de las importaciones, dejando el crecimiento del PIB en el 1,8%, dos décimas por debajo del trimestre anterior. La información recibida con posterioridad, relativa, todavía en parte, al tercer trimestre, y escasa por lo que se refiere al cuarto trimestre del año, apuntaría hacia un mayor sostenimiento del consumo y un debilitamiento de la construcción, mientras que los últimos datos de comercio exterior han prolongado el repunte tanto de las importaciones como de las exportaciones. Los indicadores de actividad y empleo siguen reflejando una mejora de la industria, frente a comportamientos más moderados en la construcción y en los servicios.

Entre los indicadores de consumo privado, el índice de confianza de los consumidores permaneció estabilizado, en noviembre, en los niveles mínimos observados en los últimos cinco meses. En ese mismo mes se ha producido una mejora en la valoración del momento actual para ahorrar y para comprar bienes duraderos, aunque las perspectivas sobre el paro, el ahorro y la compra de bienes duraderos en el futuro se han deteriorado. Por su parte, el indicador de confianza del comercio al por menor se ha mantenido, en el citado mes, en niveles algo superiores a los alcanzados en el tercer trimestre. En esta línea, el índice general de ventas del comercio al por menor registró en octubre un incremento del 4,1%, en tasa real interanual, mejorando los resultados del tercer trimestre (véase gráfico 1). Por componentes, siguen creciendo a un ritmo mayor las ventas de bienes no alimenticios, si bien las ventas de alimentos mostraron una mayor aceleración, en relación con los meses de verano. También el indicador de disponibilidades de bienes de consumo registra una tendencia ascendente, como consecuencia del notable repunte de la producción industrial de estos bienes. Por último, las matriculaciones de turismos disminuyeron un 8,7% interanual en noviembre, dato peor que el de octubre, pero compatible con la trayectoria de menores descensos observada desde el mes de mayo.

En relación con la inversión en equipo, el índice de disponibilidades de bienes de inversión



prolongó en septiembre y octubre su trayectoria de mejora, si bien conservando tasas de variación tendencial negativas. A esta evolución han contribuido tanto la producción industrial como la recuperación de las importaciones. La producción de estos bienes siguió atenuando su ritmo de descenso en octubre, al registrar una disminución del 6,2%, en tasa interanual calculada sobre la serie corregida, inferior al recorte observado en el tercer trimestre (-9,2%). Por su parte, las importaciones repuntaron fuertemente en ese mismo mes. Las opiniones de los productores de bienes de equipo, recogidas en la encuesta de coyuntura industrial, se mantienen estabilizadas en niveles negativos, si bien la de la cartera de pedidos ha mejorado, tanto para este sector como para el conjunto de la industria (véase gráfico 1).

En cuanto a la construcción, cabe señalar que los datos de producción publicados por Eurostat —que son un avance de la encuesta coyuntural, ECIC— han mostrado un debilitamiento relativamente intenso de la actividad en este sector, en el tercer trimestre, en contraste con el sostenimiento que apuntaban las cifras de la CNTR. Entre los indicadores más actualizados, el índice de confianza experimentó en noviembre un ligero retroceso, situándose en niveles muy reducidos, ante el deterioro de la contratación y de la tendencia del empleo. Aunque la producción de materiales de construcción experimentó un notable avance en octubre, al crecer a una tasa del 6,7%, el consumo aparente de cemento se desaceleró ligeramente respecto al tercer trimestre, registrando un crecimiento interanual del 4,1% en ese mismo mes. También se aprecia un debilitamiento en los indicadores de empleo —en noviembre se produjo un aumento del paro registrado en un 11,6% y se ralentizaron las afiliaciones a la Seguridad Social, hasta el 6% interanual—. Entre los indicadores adelantados, los datos de licitación oficial correspondientes a agosto y septiembre 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%). La información sobre licencias y visados de edificación, correspondiente a los meses de junio y julio, respectivamente, confirma la tendencia descendente de la superficie a construir, en el caso de la edificación residencial, siendo aún más acusada en el de la edificación no residencial.

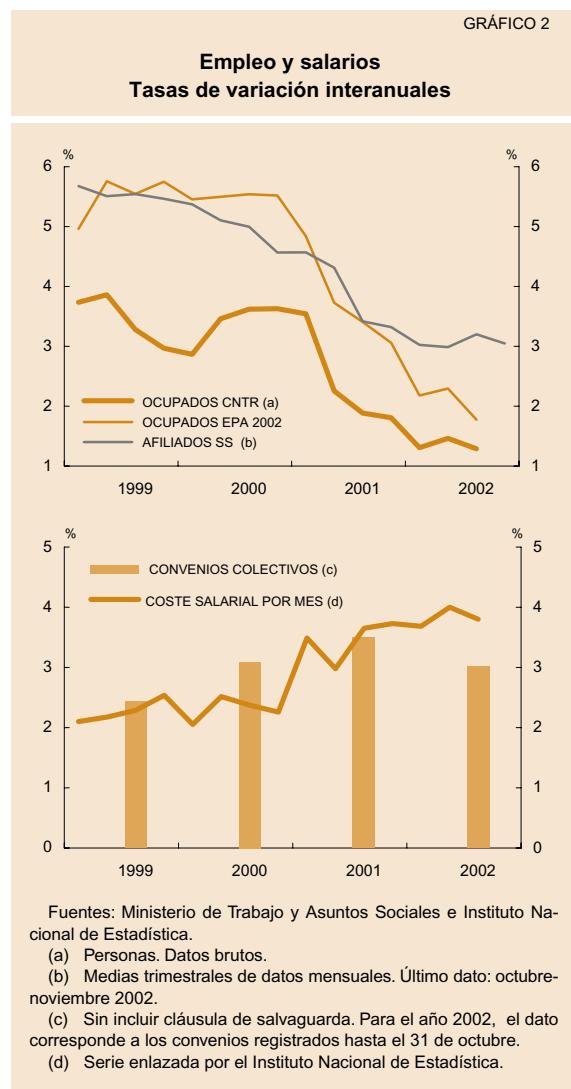
Los flujos de comercio con el exterior se recuperaron en el tercer trimestre, contrastando con la debilidad de los períodos anteriores. Según la información procedente del registro de Aduanas, las exportaciones de bienes se incrementaron un 6,2%, en términos reales, en el

conjunto del tercer trimestre, frente los descensos del primer semestre. Tanto las exportaciones a zonas extracomunitarias, que ya venían recuperándose desde el segundo trimestre, como las dirigidas a la UE reflejaron una mejora en los meses de verano. Por su parte, las importaciones se incrementaron un 8,4% interanual en el tercer trimestre, tras haberse contraído en los dos primeros trimestres. Los datos del mes de octubre, publicados al cierre de este artículo, confirman estas trayectorias, al registrarse tasas de crecimiento real interanual del 5,4% para las exportaciones, y del 9% para las importaciones. No obstante, la notable mejora de la relación real de intercambio ha limitado los efectos del repunte de las importaciones sobre el déficit comercial.

Según los datos de balanza de pagos, en el conjunto de los nueve primeros meses del año el déficit de la balanza por cuenta corriente ascendió a 10.249 millones de euros, un 1,2% menos que en el mismo período del año anterior. La mejora del saldo comercial y el aumento del superávit de la balanza de transferencias corrientes compensaron el notable incremento del déficit de rentas y el menor superávit de la balanza de servicios, reflejo del deterioro del saldo turístico ante la moderación de la entrada de turistas y la reducción del gasto medio. El déficit acumulado de la balanza comercial se redujo hasta 23.508 millones de euros, un 8,7% menor que el correspondiente al mismo período del año anterior. Por otra parte, el superávit por cuenta de capital en los nueve primeros meses del año quedó situado en 5.894 millones de euros, muy por encima de los 4.498 millones del mismo período del año anterior, como consecuencia del notable aumento de los fondos estructurales procedentes de la UE.

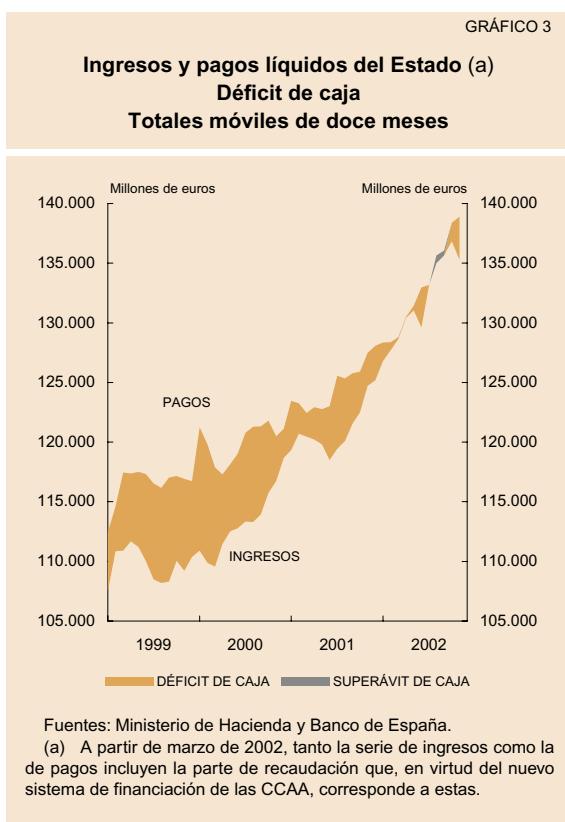
Entre los indicadores de actividad, el índice de producción industrial (IPI) registró en octubre un incremento del 4,1% en tasa interanual (un 1% en términos de la serie corregida de efectos calendario). Esta dato confirma el perfil de recuperación, todavía moderada, de la actividad industrial. Por su parte, el porcentaje de utilización de la capacidad productiva se ha incrementado de forma significativa, hasta alcanzar un nivel cercano al 80%. En línea con la evolución de la actividad, el ritmo de crecimiento del paro registrado en la industria se ralentizó en noviembre, con una tasa interanual del 3,8%, 1,3 puntos porcentuales menos que en el tercer trimestre. Por su parte, las afiliaciones a la Seguridad Social han ganado cierto dinamismo en octubre y noviembre, en relación con el tercer trimestre.

Los últimos datos del mercado de trabajo reflejan un mantenimiento de las pautas contem-



pladas en el tercer trimestre del año. Según los datos del INEM, el número de parados aumentó en 36.000 personas en noviembre, avance ligeramente superior al observado en el mismo período del año anterior. En términos interanuales, el crecimiento del paro registrado fue del 6,7%, una décima por encima del incremento de octubre. Por ramas, el incremento se concentró, mayoritariamente, en los servicios y, en menor medida, en la construcción, desacelerándose en la industria y permaneciendo estable en la agricultura. Respecto a las afiliaciones a la Seguridad Social, en noviembre aumentaron en 132.159 personas, con lo que su tasa de variación interanual se elevó en una décima, hasta el 3,1%, en línea con el incremento observado en los tres primeros trimestres (véase gráfico 2). La afiliación de los trabajadores extranjeros de fuera de la UE ha continuado desacelerándose.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado obtuvo un superávit de 6.861



millones de euros (1% del PIB) hasta noviembre de 2002, frente al superávit de 3.976 millones de euros (0,6% del PIB) registrado un año antes. Tanto los ingresos como los gastos acumulados hasta noviembre disminuyeron apreciablemente en comparación con el mismo período de 2001 (un 12,5% y un 15,5%, respectivamente), debido a los efectos del nuevo sistema de financiación autonómica. La reducción de los ingresos fue sustancialmente mayor que la registrada hasta octubre, debido, sobre todo, a la práctica desaparición (como consecuencia del nuevo sistema de financiación autonómica) de la transferencia corriente de la Seguridad Social al Estado por la sanidad transferida al País Vasco y Navarra, así como a los menores ingresos por beneficios del Banco de España. Por su parte, la caída algo mayor de los impuestos indirectos resultó prácticamente compensada por una caída ligeramente menor de los impuestos directos. En cuanto a los gastos, casi todas las rúbricas mantuvieron tasas de variación similares a las del mes anterior. Las principales excepciones fueron el consumo final, que se aceleró ligeramente, y la inversión, que registró una sensible desaceleración. La información disponible en términos de caja proporciona un ligero déficit de 332 millones de euros, frente a un ligero superávit de 392 millones de euros en el mismo período del 2001 (véase gráfico 3). Hasta noviembre, la caída acumulada de los ingresos fue del 14%, mien-

tras que la de los pagos se situó en el 13,5%. 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.

2. COSTES Y PRECIOS

El índice de costes laborales del tercer trimestre aumentó un 4,3% en tasa interanual, lo que supone una ligera moderación en relación con los datos del trimestre anterior (4,6%). El componente salarial mantiene ritmos de aumento inferiores (3,8%) a los de los costes no salariales (5,8%). Por ramas de actividad, lo más destacable es el crecimiento de los costes salariales en la industria, muy superior al del año anterior y al observado en el resto de las ramas. Los datos sobre negociación colectiva hasta el mes de octubre sitúan el aumento salarial medio pactado en el 3%, similar al acumulado hasta septiembre (véase gráfico 2). El aumento de las tarifas de los convenios revisados, que afecta al 76% de los trabajadores con convenio registrado, se ha mantenido en el 2,8%. Por su parte, en los convenios de nueva firma el incremento se ha reducido hasta el 3,7%, prolongando el paulatino recorte que se viene observando desde comienzos del año. Por ramas de actividad, los mayores incrementos salariales corresponden a la construcción (3,5%) y a la agricultura (3,45%), frente a los registrados en la industria (2,8%) y los servicios (3%).

Entre los indicadores de precios, el IPC aumentó un 0,2% en noviembre, reduciéndose en una décima su tasa de variación interanual, hasta el 3,9% (véase gráfico 4). A su vez, el IPSEBENE aumentó un 3,6% en tasa de variación interanual, una décima menos que en octubre. Cabe destacar la desaceleración de los precios de los servicios, de los alimentos elaborados y de la energía, parcialmente compensada por los mayores crecimientos interanuales de los precios de los bienes industriales no energéticos, y de los alimentos no elaborados.

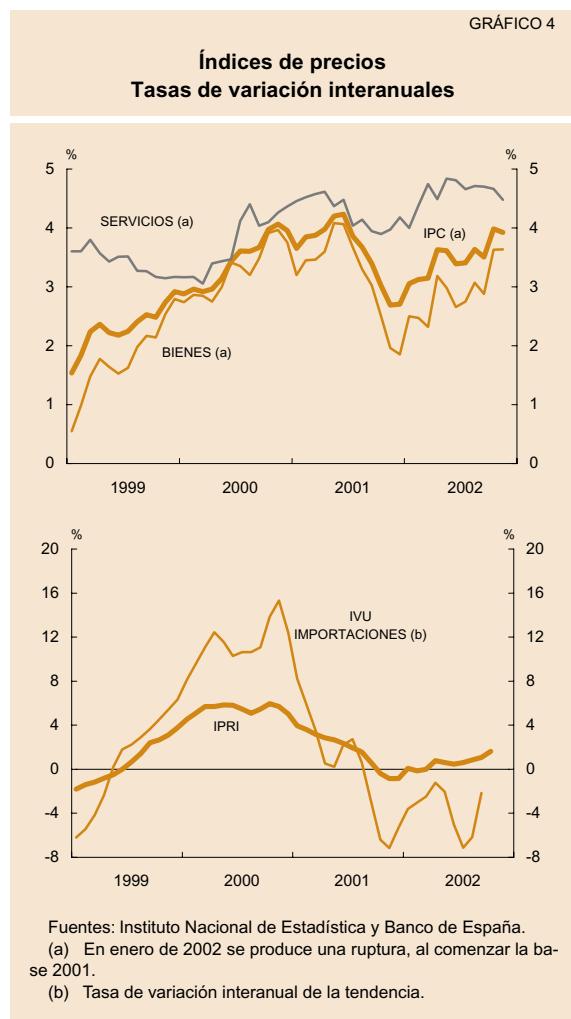
Los precios de los servicios redujeron dos décimas su tasa de crecimiento interanual, hasta el 4,5%. Entre sus componentes, destaca el recorte de las tarifas telefónicas. También se aprecia una desaceleración en los precios de los viajes organizados y del transporte aéreo. Los precios de los bienes industriales no energéticos crecieron un 2,7% en términos interanuales, dos décimas por encima de la tasa correspondiente al mes anterior. La aceleración tuvo lugar como consecuencia de la trayectoria alcista de los precios del vestido y del calzado, cuya tasa interanual se ha acercado al 6%. Los restantes componentes registraron comporta-

mientos moderados, destacando los descensos de precios de los equipos informáticos (del 20%, en términos interanuales) y de los equipos de imagen y sonido, así como fotográficos y cinematográficos. Los precios de los alimentos elaborados aumentaron en noviembre un 3,5% en relación con el mismo mes del año anterior, tres décimas por debajo de la tasa correspondiente al mes de octubre. Por componentes, destaca la moderada trayectoria de los precios de los aceites comestibles, iniciada en el mes de junio, así como la de la leche. Los precios de los alimentos no elaborados se aceleraron hasta el 7,8%, ante el encarecimiento de los huevos y del pescado, los descensos de precios de la carne de ave y de porcino, inferiores a los observados en el mismo mes del año anterior, y el mantenimiento de elevados ritmos de crecimiento de los precios de las frutas y las hortalizas. Por último, el componente energético descendió en noviembre, respecto al mes anterior, en contraposición con su comportamiento alcista de los meses anteriores. En términos interanuales su tasa de variación descendió dos décimas, hasta situarse en el 3,5%. Tanto los combustibles de calefacción como los carburantes comenzaron una trayectoria de descenso a finales del mes de octubre, que se ha visto interrumpida en los primeros días de diciembre.

Al igual que el IPC, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) registró en noviembre un crecimiento interanual del 3,9%, una décima menos que en octubre. Dado que en el conjunto de la zona euro la tasa de crecimiento interanual disminuyó en una décima, hasta el 2,2%, el diferencial de inflación se mantuvo en 1,7 puntos porcentuales.

En el mes de octubre, el índice de precios industriales (IPRI) intensificó la aceleración iniciada en los meses de verano. La tasa interanual aumentó cinco décimas, hasta situarse en el 1,6%. A este resultado contribuyó el fuerte aumento de los precios de los productos energéticos, cuya tasa de variación interanual pasó 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 registraron 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 anterior a agosto. Destacó el descenso del IVU de exportaciones de bienes de equipo, tras



el comportamiento alcista que le venía caracterizando. Los precios de los bienes intermedios no energéticos continuaron su senda descendente, mientras que, en el caso de los bienes de consumo, los precios de exportación se incrementaron ligeramente, en contraposición con la senda descendente de los dos trimestres anteriores. Por destinos geográficos, los precios de las exportaciones a la UE moderaron su crecimiento hasta un 1,6%, mientras que los de las ventas a los mercados extracomunitarios continuaron reflejando un importante descenso, del -5,2%. 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. Así, los precios de los bienes intermedios energéticos disminuyeron un 1,4% interanual en el último mes, amortiguando significativamente los descensos de meses anteriores. Los precios de los bienes intermedios no energéticos también aminoraron su ritmo de descenso en septiembre, en más de cinco puntos porcentuales. En el extremo opuesto, los precios de importación de los bienes de equipo se aceleraron, alcanzando una tasa interanual del 5,5%.

3. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA EN LA UEM

Las características más notables de la evolución de los mercados financieros en diciembre han sido la interrupción del muy positivo comportamiento anterior de los mercados de renta variable y la depreciación del dólar, que ha llevado a una cotización del euro por encima de la paridad. El precio del petróleo ha registrado, en el transcurso del último mes y medio, una rápida escalada, que lo ha llevado a situarse por encima de los 30 dólares por barril, prácticamente un 20% por encima de los niveles de principios de noviembre, en un contexto global marcado por la mayor probabilidad de un conflicto armado con Irak en los próximos meses y la reducción, a un tercio del nivel habitual, de la producción de petróleo en Venezuela, como consecuencia de los conflictos políticos en ese país.

La economía de EEUU sigue dando muestras de recuperación, aunque lenta y con algunos problemas, especialmente en el mercado de trabajo, donde se produjo una pérdida significativa de empleo en noviembre, en particular en el sector de manufacturas, que hizo aumentar la tasa de paro desde el 5,7% al 6%. Por otro lado, la producción industrial aumentó un 0,1% intermensual en noviembre, con lo que la tasa interanual alcanza el 1,8%, en comparación con el 0,9% de octubre. Además, los indicadores de opinión han mejorado en noviembre —y diciembre, en el caso del indicador de la Universidad de Michigan—, lo que ha venido acompañado de una recuperación de las ventas al por menor. El principal indicador de inversión —pedidos y envíos de bienes duraderos— también recuperó tasas de variación positivas en octubre, tras dos meses de caídas, con aumentos significativos en los envíos de equipo informático y de comunicación. El déficit por cuenta corriente se redujo ligeramente en el tercer trimestre, del 4,9% al 4,8%, aunque el nivel sigue siendo preocupante. Por su parte, la evolución de los precios siguió en la línea del mes anterior: el aumento del IPC se mantuvo en el 2,2% en noviembre, y el de la inflación subyacente, en el 2%. Las cifras revisadas de productividad del tercer trimestre muestran un notable avance, del 5,6% interanual, frente al 4,9% en el trimestre anterior.

En Japón, el PIB real creció un 0,8% (no anualizado) en el tercer trimestre —lo que equivale a una tasa interanual de 1,5%, una décima más de lo inicialmente estimado, gracias a la revisión al alza de las ventas finales—. La producción industrial del mes de octubre registró una caída del 0,3% mensual, mientras que la encuesta Tankan correspondiente al cuarto tri-

mestre del año mostró una modesta mejoría del sentimiento empresarial, aunque las perspectivas para el próximo trimestre empeoran si se atiende al índice adelantado de indicadores económicos. La tasa de paro aumentó en octubre hasta el 5,5%, tras haberse estabilizado en el 5,4% en el tercer trimestre. Por otro lado, la caída de los precios al consumo fue superior en octubre ($-0,9\%$, frente a $-0,7\%$ en septiembre). En materia de política económica, el gobierno ha anunciado un calendario preliminar para llevar a cabo el plan de saneamiento bancario, aunque siguen sin conocerse algunos detalles importantes del mismo.

La economía del Reino Unido creció un 0,9% no anualizado en el tercer trimestre, lo que supone un crecimiento interanual del 2,1%, superior al 1,5% del trimestre anterior. Los indicadores económicos siguen mostrando un sector industrial que no termina de recuperarse, con caídas de la producción industrial del 1,2% interanual en octubre. La tasa de paro se ha mantenido estable, en el 5,2%, hasta el mes de octubre. La inflación aumentó hasta el 2,8% en ese mes, la tasa interanual más elevada desde junio de 1998, por las fuertes subidas en los precios de la vivienda, que se sitúan entre el 25% y el 30% interanual, y por efectos base de la caída el pasado año de los precios del petróleo. En cambio, los salarios moderaron su crecimiento interanual hasta el 3,7% en octubre. El Banco de Inglaterra, por su parte, decidió no modificar el tipo de interés oficial, manteniéndolo en el 4% que rige desde hace un año.

La evolución económica y financiera en América Latina durante el último mes puede valorarse positivamente, en comparación con el continuado deterioro observado a lo largo del año 2002. Destacan la incipiente reducción de los diferenciales de la deuda soberana y el buen comportamiento de las exportaciones. Ha empeorado, por el contrario, el frente del control de la inflación, en particular en Brasil, donde esta superó en noviembre el 10% interanual, más de dos veces superior al objetivo original. La coyuntura económica en Argentina sigue mostrando signos de una precaria recuperación económica, lo que, junto con la estabilidad del tipo de cambio, ha permitido el levantamiento del corralito financiero el 1 de diciembre, que por el momento no ha tenido efectos negativos sobre las variables financieras. En México continuó la recuperación económica, impulsada por el sector servicios, aunque de manera gradual, por la lentitud en la recuperación norteamericana.

De acuerdo con la primera estimación de la Contabilidad Nacional del tercer trimestre publicada por Eurostat, el PIB del área del euro registró un ritmo de crecimiento del 0,3% intertri-

CUADRO 1

Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	2002				
	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV
	DIC (a)				
ACTIVIDAD Y PRECIOS (b):					
Índice de Producción Industrial	-0,1	-1,3	-0,3	0,3	
Comercio al por menor	1,0	1,1	-0,1		
Matriculaciones de turismos nuevos	-6,4	-3,4	-2,1	-2,9	-1,5
Indicador de confianza de los consumidores	-10	-11	-9	-12	-14
Indicador de clima industrial	-11	-12	-12	-11	-10
IAPC	1,9	2,1	2,1	2,3	2,2
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c):					
M3	7,1	7,0	7,3	7,0	
M1	7,6	7,6	8,2	8,2	
Crédito a los sectores residentes					
Total	4,0	4,2	4,3	4,3	
AAPP	1,1	0,9	1,7	2,1	
Otros sectores residentes	4,8	5,1	5,0	4,9	
EONIA	3,30	3,29	3,32	3,30	3,30
EURIBOR a tres meses	3,41	3,35	3,31	3,26	3,12
Rendimiento bonos a diez años	5,03	4,73	4,52	4,62	4,59
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,35	-0,43	-0,60	-0,68	-0,53
Tipo de cambio dólar/euro	0,992	0,978	0,981	0,981	1,001
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	-26,4	-26,0	-39,1	-31,5	-27,2
					-31,8

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

(a) Media del mes hasta el día 17 de diciembre de 2002.

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

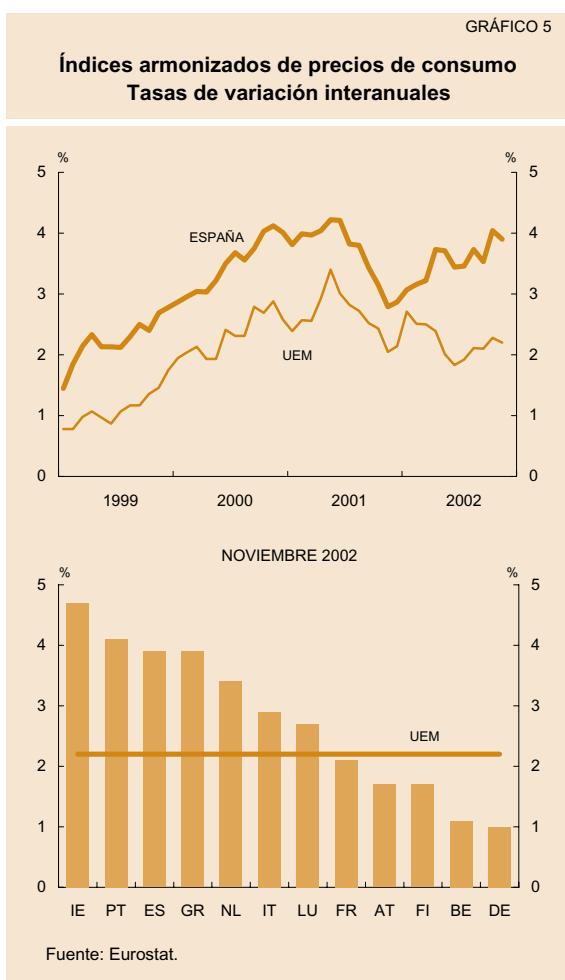
(c) Tasa de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales.

(d) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 17 de diciembre de 2002.

mestral, la misma tasa que en el trimestre anterior. No obstante, la composición del crecimiento difirió notablemente entre ambos períodos, ya que la contribución de la demanda interna aumentó hasta 0,3 puntos porcentuales, desde el valor nulo del trimestre precedente, y la variación de existencias detrajo una décima al crecimiento del producto, habiendo sido ligeramente positiva en el período anterior. Entre los componentes de la demanda interna destacan la relativa fortaleza del consumo privado, que creció un 0,5%, y la recuperación de la formación bruta de capital fijo, que mostró un crecimiento nulo tras haber presentado caídas continuadas desde principios de 2001. Por último, la aportación del sector exterior fue ligeramente positiva (0,1 puntos porcentuales), aunque tanto las exportaciones como las importaciones experimentaron un notable dinamismo (con una tasa intertrimestral del 2,2% en ambos casos).

Los indicadores de coyuntura más recientes señalan, en general, una estabilización del ritmo de expansión de la actividad en los últimos meses del año, en línea con el intervalo de cre-

cimiento estimado por la Comisión Europea (CE), del 0,2%-0,5%, para dicho período. El índice de producción industrial de los principales países del área del euro registró un retroceso en octubre, prolongando la atonía de los meses de verano (véase cuadro 1). No obstante, la evolución de los indicadores de opinión de la industria ofrece una perspectiva algo más favorable. En efecto, tanto el índice de confianza industrial de la industria publicado por la CE como el índice de opinión de los gestores de compras del sector manufacturero publicado por Reuters mostraron un leve repunte en octubre y noviembre, con lo que se detuvo la tendencia a la baja de los tres meses anteriores. En relación con los servicios, la información no es tan concluyente: mientras que el índice de confianza de la CE no ha mejorado en los dos últimos meses, el índice de opinión de los gestores de compras avanzó ligeramente en ese período. Por el lado de la demanda, el índice de confianza del consumidor de la CE volvió a experimentar un retroceso en noviembre, que, sin embargo, no se refleja ni en el indicador de confianza de los minoristas, que subió en octubre y no-



viembre, ni en el indicador del número de matriculaciones de automóviles, que mejoró en noviembre, aunque todavía presenta una tasa de crecimiento interanual negativa. Finalmente, la valoración de la cartera de pedidos procedentes del exterior recogida en la encuesta de confianza industrial consolidó en noviembre el incremento del mes anterior, lo que sería coherente con la prolongación del dinamismo de las ventas al exterior en los últimos meses del año.

El IAPC registró en noviembre un crecimiento interanual del 2,2%, una décima menos que en el mes anterior (véase gráfico 5). Esta disminución de la inflación se explica por el menor ritmo de avance que han experimentado los componentes de servicios, alimentos elaborados y energía, ya que los precios de los bienes industriales no energéticos crecieron a la misma tasa que el mes anterior y los de los alimentos no elaborados se aceleraron. Por ello, la tasa de variación interanual del índice de precios de los bienes elaborados no energéticos y de los servicios (IPSEBENE) disminuyó en noviembre, por segundo mes consecutivo, una décima, hasta situarse en el

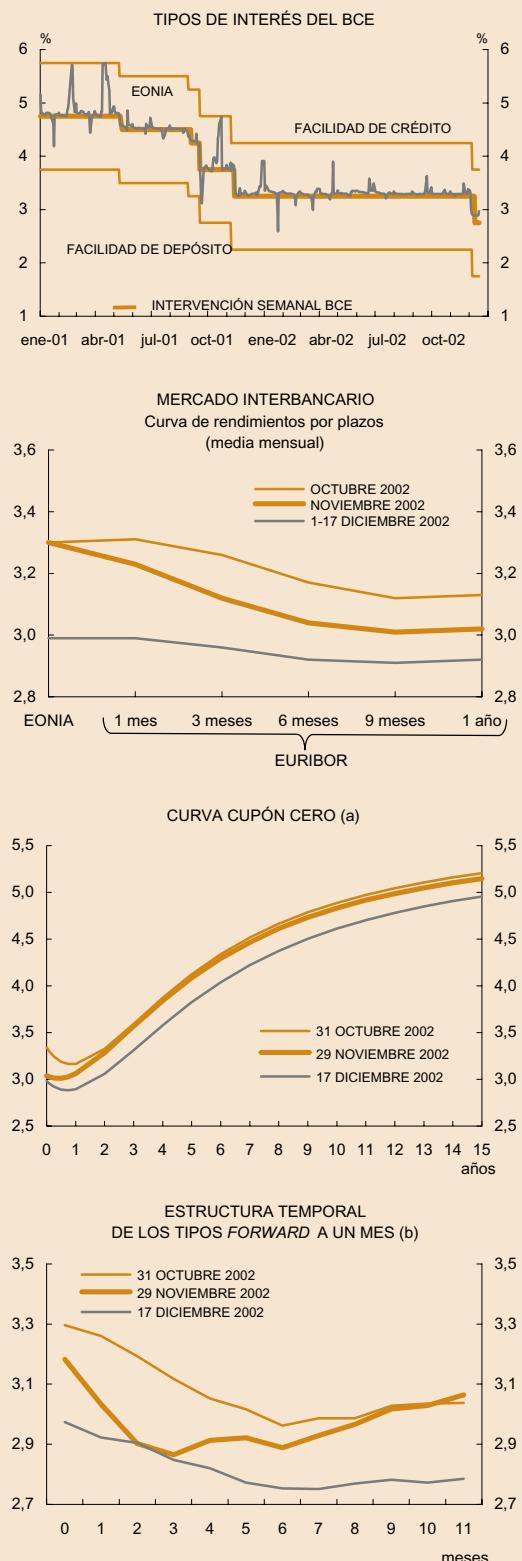
2,3%. Por su parte, el índice de precios industriales aumentó en octubre un 0,9% en tasa interanual, muy por encima del registro del mes anterior (0,1%). Este incremento se debió al comportamiento de la energía, ya que el resto de los componentes crecieron a la misma tasa que en septiembre.

Ante la mejora de las perspectivas inflacionistas, que, en gran medida, es consecuencia de la vgilante recuperación económica que está experimentando la zona del euro, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo decidió reducir los tipos oficiales, en su primera reunión de diciembre, en 50 puntos básicos, continuando así la senda de bajadas que se inició en 2001. Tras esta decisión, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se ha situado en el 2,75%, y los tipos aplicables a la facilidad marginal de crédito y de depósito, en el 3,75% y 1,75%, respectivamente. En esa misma reunión, el Consejo de Gobierno del BCE revisó el valor de referencia de la tasa de crecimiento interanual de M3 y decidió mantenerlo en el 4,5% para 2003, ya que las estimaciones disponibles mostraban que el crecimiento potencial del producto y la velocidad de circulación del dinero mantenían, a grandes rasgos, las tendencias observadas los años anteriores.

A lo largo de noviembre, los tipos de interés del mercado monetario fueron reduciéndose, mientras que la curva de rendimientos en ese mercado presentaba una pendiente negativa, que reflejaba las expectativas de disminución de los tipos oficiales. Tras la reducción de los tipos oficiales, los EURIBOR a todos los plazos se han situado ligeramente por debajo del 3%, describiendo una curva de rendimientos bastante plana, coherente con unas escasas expectativas de bajadas adicionales de los tipos de interés en los próximos meses (véase gráfico 6). En el mercado secundario de deuda pública, el tipo de interés a diez años ha descendido ligeramente desde principios de noviembre. Como los tipos de interés de los bonos a diez años en Estados Unidos han registrado un movimiento al alza en las últimas semanas, el diferencial entre estos y el bono alemán se redujo a -20 puntos básicos, frente a -50 puntos básicos registrados durante los tres meses anteriores.

En los mercados de renta variable, la tímida recuperación que se apreció en noviembre vino seguida por movimientos de signo contrario y magnitud similar en las primeras semanas de diciembre, por lo que el índice Euro Stoxx amplio se situaba, el 16 de diciembre, en niveles parecidos a los de finales de octubre. Desde principios de año, el índice Euro

GRÁFICO 6

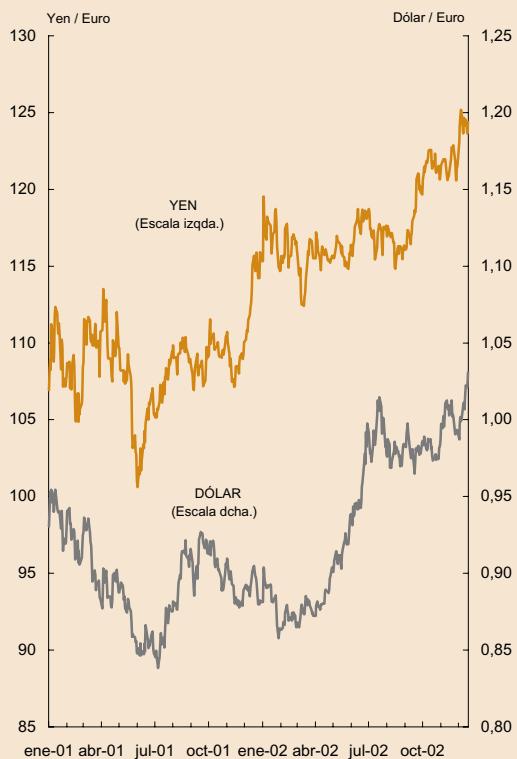
Tipos de interés en la zona del euro

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.

Stoxx amplio ha acumulado una pérdida superior al 30%. Por su parte, la volatilidad de la Bolsa ha evolucionado de forma contraria a las cotizaciones, pues disminuyó en noviembre, cuando las cotizaciones bursátiles se recuperaron, y aumentó en la primera quincena de diciembre. A lo largo de diciembre, el euro se ha apreciado en relación con el dólar y el yen. Frente a la divisa norteamericana, la apreciación fue de un 3%, situándose a mediados de diciembre en 1,02 dólares/euro, mientras que, frente al yen, la recuperación ha sido algo inferior (véase gráfico 7).

En cuanto a la evolución de los agregados monetarios, la tasa de variación interanual de M3 fue del 7% en octubre, tres décimas por debajo del dato de septiembre, como resultado, en gran medida, de la menor demanda de depósitos a la vista y de valores negociables (véase cuadro 1). El efectivo siguió experimentando un elevado dinamismo y su saldo ya supera el observado hace doce meses. El crédito al sector privado mantuvo un crecimiento interanual próximo al 5%, aunque en la evolución de las tasas más cortas se detecta una ligera tendencia a la desaceleración.

CUADRO 2

Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1999	2000	2001	2002				
	DIC	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC (a)
BANCARIOS:								
Tipo sintético pasivo	1,98	3,02	2,22	2,29	2,22	2,22	2,21	...
Tipo sintético activo	5,03	6,35	4,86	5,06	4,92	4,72	4,67	...
TESORO:								
Subasta de letras a doce meses (b)	3,75	4,71	3,11	3,29	3,22	2,90	2,98	2,87
Subasta de bonos a tres años	4,56	4,81	...	3,60
Subasta de obligaciones a diez años	5,38	5,24	5,02	4,76	4,59	4,52	4,67	4,51
MERCADOS SECUNDARIOS (c):								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,60	4,70	3,11	3,23	3,09	2,95	2,85	2,79
Deuda pública a diez años	5,37	5,20	4,97	4,78	4,58	4,62	4,60	4,49
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,19	0,29	0,19	0,18	0,19	0,14	0,10	0,07
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	16,22	-12,68	-6,39	-18,77	-30,11	-21,99	-15,86	-19,88
Diferencial renta fija privada con letras del Tesoro a doce meses	0,24	0,29	0,22	0,26	0,26	0,28	0,23	0,27
Diferencial renta fija privada con deuda pública a diez años	0,41	0,70	0,67	0,64	0,63	0,64	0,64	0,63

Fuente: Banco de España.
(a) Media de datos diarios hasta el 16 de diciembre de 2002.
(b) Tipo de interés marginal.
(c) Medias mensuales.
(d) Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

4. FLUJOS Y MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

Durante el mes de octubre se produjo en nuestro país un repunte de los ritmos de expansión de los principales agregados monetarios y crediticios, que contrasta con la ligera desaceleración que estos experimentaron en el conjunto de la UEM. De este modo, las condiciones monetarias y crediticias en España continúan siendo sensiblemente más holgadas que las del resto del área del euro.

Los tipos de interés aplicados por los bancos y las cajas de ahorros a su clientela mantuvieron, durante el mes de noviembre, la trayectoria descendente observada en los meses precedentes, contrarrestando así los incrementos observados en la primera mitad de año. El tipo de interés sintético de activo se redujo cinco puntos básicos en relación con el de octubre, hasta situarse en el 4,67%, mientras que la remuneración de las operaciones de pasivo disminuyó en menor medida (un punto básico), alcanzando el 2,21%.

Las rentabilidades negociadas en los mercados nacionales de renta fija retomaron, en noviembre, una trayectoria descendente, tras

el ligero repunte experimentado por las referencias a medio y largo plazo en el mes anterior. En la parte transcurrida de diciembre se intensificaron las reducciones de tipos de interés, sobre todo tras la decisión del Banco Central Europeo de disminuir en 50 puntos básicos el tipo de interés oficial. De esta forma, en los mercados secundarios de renta fija se registraron descensos cercanos a los 15 puntos básicos para las distintas referencias, que situaron el rendimiento del bono español a diez años en torno al 4,5% (véase cuadro 2). Por su parte, el diferencial de rentabilidad entre la deuda pública española a largo plazo y el bono alemán equivalente experimentó un nuevo retroceso, hasta situarse por debajo de los 10 puntos básicos, lo que podría ser reflejo de los problemas presupuestarios que atraviesa Alemania. Por último, en los mercados de renta fija privada los tipos de interés disminuyeron en una cuantía similar a la registrada en los de deuda pública, por lo que los diferenciales entre ambos se mantuvieron en torno a los mismos niveles de meses precedentes.

En los mercados bursátiles nacionales se produjo, durante la segunda mitad del mes de noviembre, una importante recuperación de las cotizaciones, que, no obstante, se vio truncada

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		
	OCT (b)	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT
Medios de pago (MP)	305,3	4,4	6,8	10,9	9,7	11,5
Efectivo	49,0	-0,4	-21,3	-4,6	-2,3	2,3
Depósitos a la vista	133,1	9,1	16,0	17,0	14,5	17,1
Depósitos de ahorro	123,2	2,4	11,8	11,9	9,8	9,8
Otros pasivos bancarios (OPB)	253,2	19,8	8,4	4,2	3,0	4,9
Depósitos a plazo	202,8	25,4	13,0	6,0	5,1	7,1
Cesiones y valores bancarios	33,8	11,8	-0,6	-0,5	-3,3	-3,9
Depósitos en el exterior (c)	16,6	-8,6	-20,5	-6,3	-7,2	-1,3
Fondos de inversión	145,2	-16,8	-2,3	-3,2	-2,2	-2,8
FIAMM	46,5	-21,8	31,2	25,0	21,3	18,9
FIM renta fija en euros	31,0	-33,0	19,7	14,1	14,2	12,4
Resto de fondos	67,7	-9,8	-18,0	-20,0	-18,4	-18,2
PRO MEMORIA:						
AL1 = MP + OPB + FIAMM	605,0	8,1	8,9	8,9	7,6	9,2
AL2 = AL1 + FIM renta fija en euros	636,0	5,2	9,4	9,2	7,9	9,3

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.

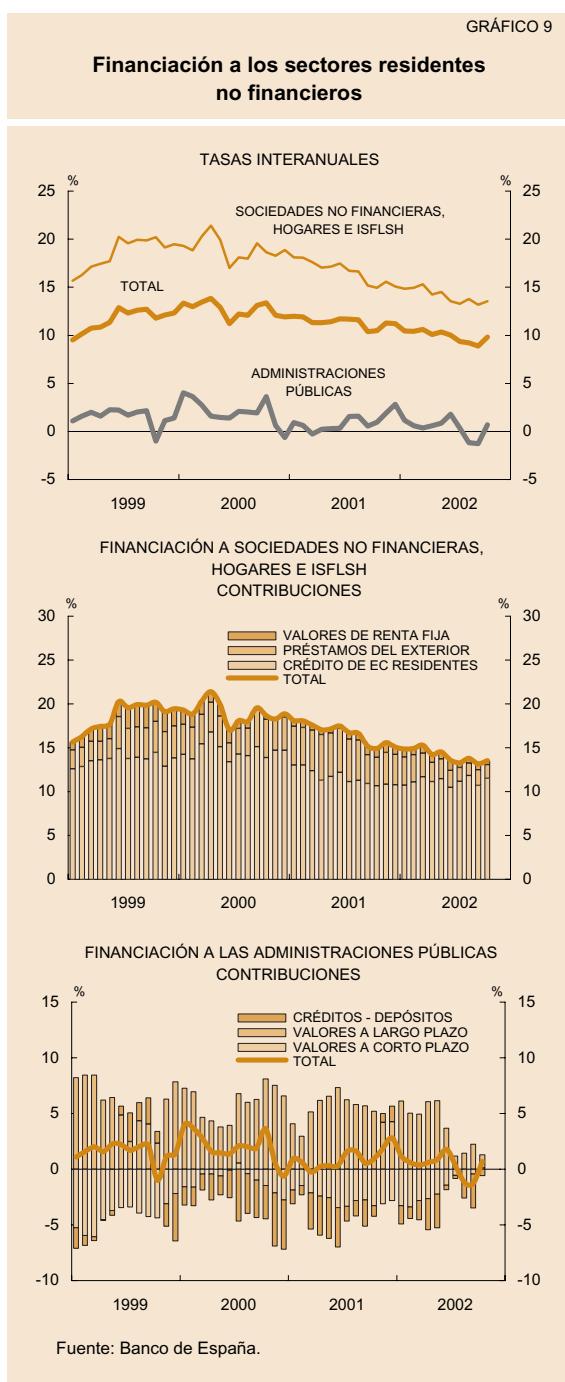
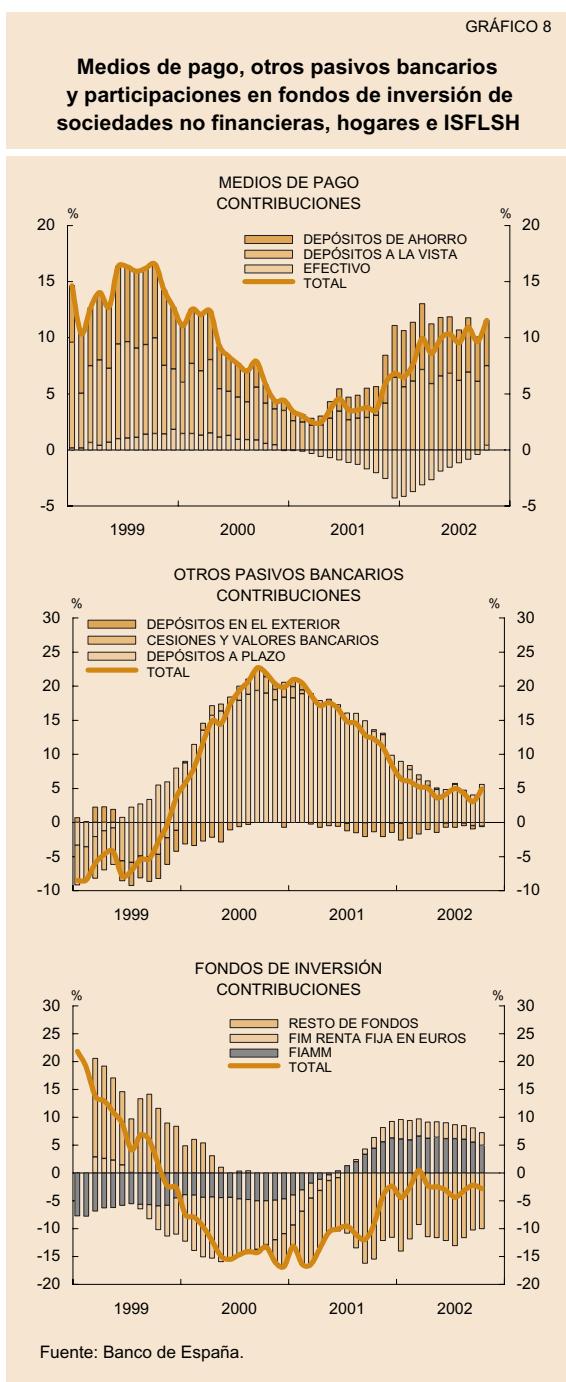
durante los primeros días de diciembre. Al igual que ha ocurrido en la mayoría de las bolsas internacionales, la evolución de los precios negociados en los mercados españoles de renta variable ha continuado caracterizada por una elevada volatilidad, ligada a la incertidumbre sobre las perspectivas económicas a nivel internacional. A pesar de la 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 próximas al 20%, algo inferiores a las experimentadas en el conjunto de los mercados del área de la UEM.

En relación con las magnitudes monetarias, durante el mes de octubre los activos líquidos de las sociedades no financieras y los hogares volvieron a registrar un incremento de sus ritmos de expansión, frente al descenso experimentado en el mes precedente (véase cuadro 3). Con la excepción de la correspondiente a las participaciones en fondos de inversión, las tasas interanuales de crecimiento de los restantes componentes se elevaron en una cuantía próxima a los dos puntos porcentuales. En particular, los medios de pago crecieron un 11,5%, como resultado de la recuperación del efectivo, que por primera vez desde finales de año 2000 registró una tasa interanual positiva (véase grá-

fico 8), y de la aceleración experimentada por los depósitos a la vista.

Por su parte, la tasa de crecimiento de los *otros pasivos bancarios* volvió a aumentar tras el retroceso de los dos meses precedentes (4,9% interanual en octubre, registro similar al del mes de julio). Esta evolución es, fundamentalmente, el resultado del comportamiento del componente más importante de esta partida, los depósitos a plazo, cuyo ritmo de avance interanual experimentó un incremento de dos puntos porcentuales, situándose en el 7,1%. Por su parte, las cesiones temporales, los valores de entidades de crédito y los depósitos en el exterior continuaron presentando tasas de expansión ligeramente negativas.

El patrimonio gestionado por los fondos de inversión aumentó, en octubre, alrededor de 2,2 mm de euros, como consecuencia de la evolución favorable de los mercados bursátiles y de las suscripciones netas positivas que se produjeron en los FIAMM y FIM de renta fija en euros. No obstante, su tasa de crecimiento interanual se redujo ligeramente, hasta situarse en el -2,8%, debido al importante avance experimentado por el patrimonio de los fondos de inver-



sión en el mismo mes del año anterior (3,3 mm de euros).

De acuerdo con la información provisional correspondiente al mes de noviembre, los componentes más líquidos de las carteras de los hogares y las sociedades españolas podrían haber registrado una aceleración adicional en dicho mes.

La financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes no financieros creció, en octubre, a una tasa interanual del 9,8% (0,9 puntos porcentuales más que en el mes

de septiembre), frenándose así la trayectoria de ligera desaceleración que venía presentando este agregado en los meses precedentes (véase gráfico 9). Esta evolución resulta de la combinación de las mayores necesidades financieras del sector público, junto con el mantenimiento de los elevados ritmos de expansión de la financiación recibida por el sector privado no financiero. Así, los fondos obtenidos por las sociedades no financieras y los hogares registraron un aumento de 0,3 puntos porcentuales en su tasa de crecimiento interanual, que alcanzó el 13,5%. En relación con su distribución por instrumentos, el

CUADRO 4

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

	2002 OCT (b)	2000 DIC	2001 DIC	2002		
				AGO	SEP	OCT
1. Financiación total (2 + 3)	1.174,4	11,9	11,2	9,2	8,9	9,8
2. Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH	862,8	18,9	15,1	13,8	13,2	13,5
De los cuales:						
Crédito de entidades de crédito residentes	679,0	18,0	13,4	15,1	13,5	14,6
Valores de renta fija + financiación intermediada por fondos de titulización	48,3	5,6	15,1	8,9	12,2	7,9
3. Administraciones Públicas	311,7	-0,6	2,8	-1,2	-1,3	0,7
Valores a corto plazo	37,0	-15,8	-19,3	-8,6	-3,6	1,0
Valores a largo plazo	283,6	8,3	4,9	1,7	2,6	1,3
Créditos - depósitos (c)	-9,0	-13,9	4,4	-5,0	-9,7	-1,8

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.

principal componente de la financiación, los préstamos de las entidades de crédito residentes, experimentó una aceleración importante tras el descenso registrado en septiembre, situándose su ritmo de expansión interanual en el 14,6% (véase cuadro 4). Los restantes componentes redujeron sus ritmos de expansión interanual hasta el 7,9 % en el caso de los valores de renta fija y fondos de titulización, y el 10,4% en el de la financiación procedente del exterior.

La información provisional correspondiente al mes de noviembre, no obstante, apunta hacia una tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las entidades residentes a las

empresas y familias españolas similar a la registrada en el mes de septiembre.

Por último, la financiación otorgada a las Administraciones Públicas se aceleró en octubre, mes en el que, en términos interanuales, creció un 0,7%, dos puntos porcentuales por encima de la tasa observada en septiembre (véase cuadro 4). Este aumento de las necesidades financieras netas del sector público fue el resultado de un menor ritmo de variación interanual de sus depósitos y de la moderación en el avance de los valores emitidos por el sector (véase gráfico 9).

19.12.2002.