
Evolución reciente de la economía española

1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

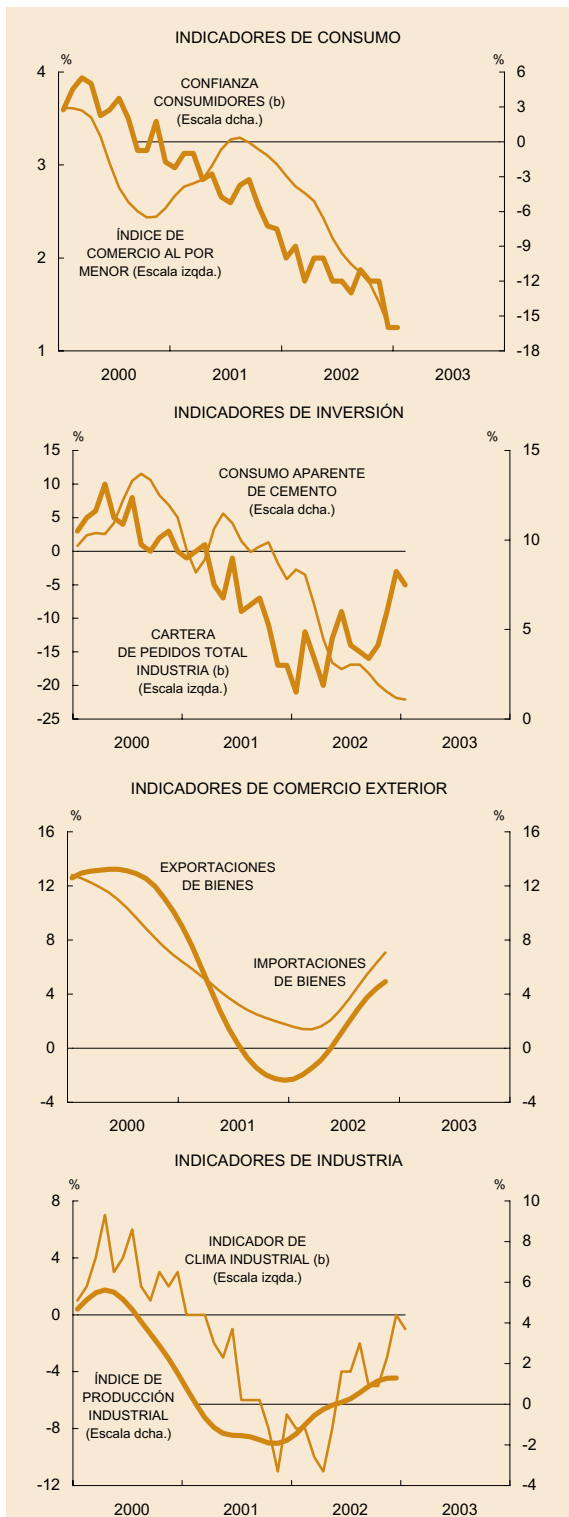
Según las últimas cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), en el cuarto trimestre de 2002 la economía española creció un 2,1% en tasa interanual —0,3% en tasa intertrimestral—, tras haber aumentado un 1,8% en el tercer trimestre. Este nuevo dato, que está en línea con el avance realizado por el Banco de España en el informe trimestral de enero, confirma la tónica de moderado crecimiento observada a lo largo del año, con una suave tendencia a la desaceleración que habría tendido a remitir en la segunda mitad del ejercicio. El mayor crecimiento del PIB en los meses finales del año vino determinado por la recuperación de la demanda nacional, donde la inversión en bienes de equipo, tras varios trimestres consecutivos de intensas caídas, atenuó apreciablemente su descenso interanual, hasta el 0,8%, y por la aceleración de las tasas de crecimiento del consumo, tanto privado como público, hasta el 1,8% y el 4%, respectivamente. La construcción se mantuvo como el componente más dinámico de la demanda, pero perdió algo de fuerza, al crecer un 4,4%, y se produjo una mayor acumulación de existencias. La demanda exterior neta tuvo una aportación negativa al crecimiento, de 0,6 puntos porcentuales del PIB, tras una detracción de 0,1 puntos porcentuales en el trimestre previo. Tanto las importaciones de bienes y servicios como las exportaciones se aceleraron significativamente, en comparación con el tercer trimestre, si bien las primeras lo hicieron en mayor medida, ante el repunte de la demanda interior. Desde el punto de vista de la actividad, la industria continuó su recuperación, tras la debilidad mostrada en la primera mitad del año. Por su parte, el empleo se desaceleró en dos décimas (hasta el 1,1%), de forma que el incremento de la productividad por ocupado alcanzó el 1%.

Los datos del cuarto trimestre proporcionan un primer cierre del año 2002, que sitúa el crecimiento del PIB en el 2%, frente al 2,7% del año anterior. El menor crecimiento refleja, fundamentalmente, la desaceleración de la demanda nacional (del 2,7% en 2001 al 2,2% en 2002), que se extendió a todos sus componentes, excepto al consumo público. El empleo se incrementó el 1,3% en 2002, frente al 2,4% de 2001, y la productividad se recuperó hasta el 0,7%. En la economía de mercado, el empleo aumentó en menor medida, un 1,1%, mientras que la productividad del trabajo se incrementó un 0,6%.

Los indicadores más actualizados de consumo privado han tendido, en general, a moderar sus pautas de crecimiento. El indicador de

GRÁFICO 1

Indicadores de demanda y actividad (a)



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

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

(b) Nivel de la serie original.

confianza de los consumidores permaneció en enero en el bajo nivel alcanzado en diciembre —el más reducido desde mediados de 1995—, destacando el deterioro experimentado en esos dos meses por las opiniones sobre la situación económica general y, en menor medida, por la de los propios hogares. Las opiniones sobre el paro permanecen, sin embargo, estabilizadas. Por su parte, el indicador de confianza del comercio al por menor retrocedió en enero, por debajo de los niveles alcanzados en 2002, reflejando una valoración más negativa de la evolución prevista de los negocios (véase gráfico 1). Esta valoración se corresponde con el comportamiento del índice general de ventas del comercio al por menor, que registró en diciembre una caída del 1,4%, en tasa real interanual, cerrando el trimestre con un avance del 2,1%, por debajo de la media anual. Por componentes, el retroceso más intenso correspondió a las ventas de productos alimenticios. También las matriculaciones de turismos cayeron un 5,2% en enero, aunque esta tasa está influida parcialmente por el buen dato de enero de 2002, que fue el mejor resultado histórico en dicho mes; de hecho, se aprecia todavía una tendencia de ligera recuperación a corto plazo. Por último, las disponibilidades de bienes y servicios de consumo han mantenido su tendencia ascendente en la parte final de 2002.

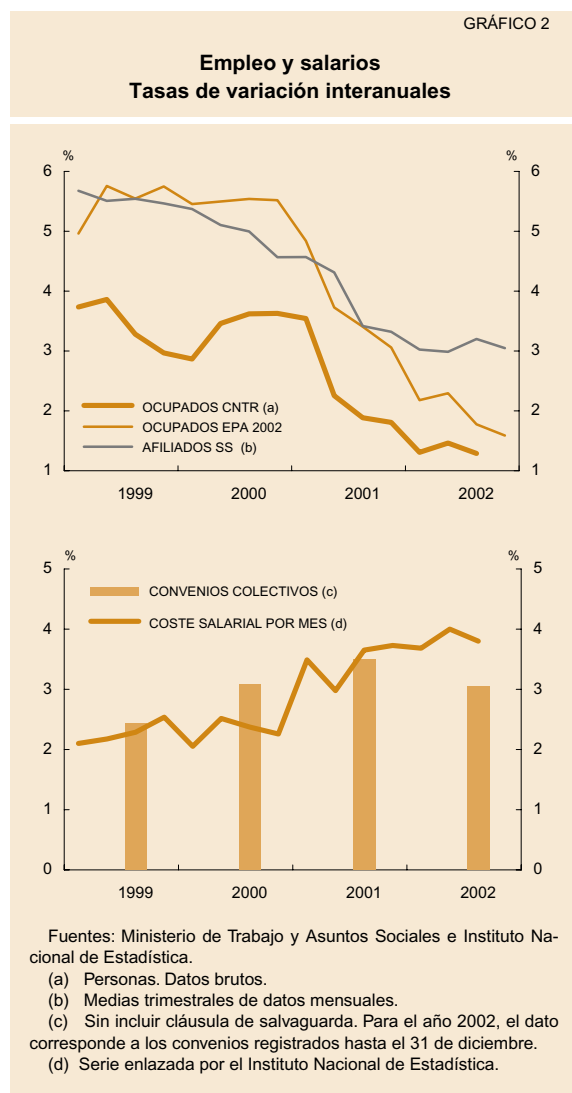
En relación con la inversión en equipo, el índice de disponibilidades de bienes de inversión finalizó el año 2002 marcado por una moderación continuada de su ritmo de descenso, que se apoya en la recuperación de la producción interior de estos bienes. La mejora experimentada por este indicador en el conjunto del cuarto trimestre está en línea con las estimaciones de la CNTR. Por otra parte, aunque las opiniones de los productores de bienes de equipo, recogidas en la encuesta de coyuntura industrial, muestran, en general, niveles reducidos, la mejora de la cartera de pedidos de la industria es un síntoma positivo para la inversión.

Como ya se ha señalado, la inversión en construcción fue el componente del gasto que registró una mayor fortaleza en 2002. De forma acorde, el indicador de confianza ha mantenido una evolución muy sostenida durante el pasado año, registrando una mejora adicional en enero, producto de una evolución más positiva tanto de la obra contratada como de la tendencia prevista del empleo. Sin embargo, entre los indicadores contemporáneos del gasto, se observa una tendencia a la desaceleración en algunos de ellos, como el consumo aparente de cemento, que disminuyó en enero, o los indicadores de empleo en el sector, que se han debilitado en los últimos meses: el número de parados ha crecido a tasas elevadas y el número de

afiliados a la Seguridad Social y los ocupados en el sector han avanzado a ritmos cada vez más lentos. En lo que se refiere a los indicadores adelantados, tras su retroceso en 2001, la superficie a construir, según las licencias y los visados de edificación residencial, ha mantenido niveles elevados en el tercer trimestre de 2002, que se han prolongado en octubre, en el caso de los visados. La superficie a construir de edificación no residencial ha tenido una evolución más errática, aunque en términos medios ha sido positiva. Finalmente, la licitación oficial en obra civil registró un fuerte repunte en noviembre de 2002, aunque en el acumulado del año el avance es bastante inferior al observado en 2001.

La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento interanual del PIB en el cuarto trimestre de 2002 estimada por el INE fue bastante negativa, ya que, en ese período, las importaciones de bienes aceleraron su recuperación en mayor medida que las exportaciones. No obstante, según la información procedente del registro de Aduanas, en octubre y noviembre los flujos de comercio con el exterior mostraron tasas de crecimiento positivas, si bien algo menores que en el tercer trimestre: las exportaciones reales aumentaron un 4%, en tasa interanual, y las importaciones un 7,8% (ya cerrado este Boletín, se han recibido los datos de diciembre, que han supuesto tasas de crecimiento muy elevadas, en mayor medida en el caso de las importaciones). Entre las exportaciones, cabe destacar el debilitamiento de las ventas a la UE; en relación con las importaciones, cabe mencionar la desaceleración de las compras energéticas. En términos nominales, el déficit comercial se amplió notablemente, por tercer mes consecutivo, con un incremento del 15,5% interanual, a pesar de lo cual en el período enero-noviembre el déficit acumuló un descenso del 4,7%. Por otra parte, según los datos de balanza de pagos, el déficit por cuenta corriente ascendió a 13.226 millones de euros en enero-noviembre, un 3,8% menos que en el mismo período del año anterior. Esta mejora se debió a la evolución positiva de las transferencias y al menor déficit comercial, que compensaron el incremento del déficit de rentas y la disminución del superávit de servicios. Cabe destacar la disminución de los ingresos netos por turismo y viajes, del 3,3% respecto al año anterior. La cuenta de capital presentó un superávit de 7.204 millones de euros en los primeros once meses de 2002, frente a los 4.847 millones del mismo período del año anterior.

El mejor comportamiento de la industria ha seguido reflejándose en los datos más recientes de los indicadores de actividad. Así, el índice de producción industrial (IPI) registró en diciem-

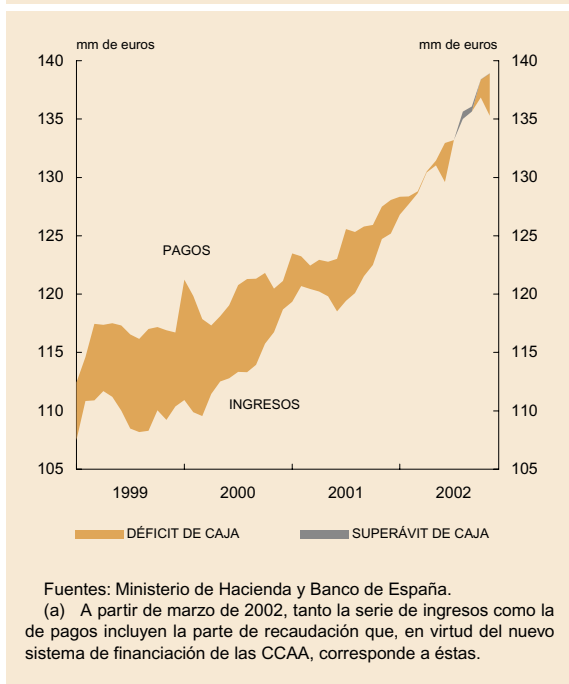


bre un incremento del 2,5%, en tasa interanual —un 1,6%, en términos de la serie corregida de efectos de calendario—, estabilizando el ritmo de avance moderado observado en los meses anteriores; en el conjunto del año, el crecimiento de la producción industrial fue del 0,2%, tras haber caído un 1,2% en 2001. El indicador de clima industrial se recuperó en diciembre y enero por encima de los niveles alcanzados en 2002, a la vez que la utilización de la capacidad productiva se situó en el 78,9%, por debajo del nivel del trimestre anterior, pero casi un punto porcentual por encima de la media anual. En línea con la evolución de la actividad, el empleo en la industria experimentó un relativo fortalecimiento en el cuarto trimestre, según los últimos datos de la EPA, si bien las afiliaciones a la Seguridad Social experimentaron un crecimiento interanual nulo en ese período.

La información más reciente sobre el mercado de trabajo ha recogido un debilitamiento adicional en el ritmo de creación de empleo (véase gráfico 2). En línea con los datos de la

GRÁFICO 3

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



CNTR, según la EPA del cuarto trimestre, que se comenta con más detalle en otro artículo de este Boletín, el número de ocupados creció un 1,6%, en tasa interanual, en ese período, dos décimas menos que en el tercer trimestre. La tasa de paro, por su parte, experimentó un leve aumento, al pasar del 11,4% al 11,5%, pues, aunque el número de parados moderó su ritmo de avance hasta el 12%, también la población activa ralentizó su tasa de crecimiento desde el 3,1% hasta el 2,7%. Por otra parte, según datos del INEM, el número de parados registrados aumentó en enero de 2003 a una tasa interanual del 5,5%, claramente inferior al 6,8% registrado en el cuarto trimestre de 2002. Por último, las afiliaciones a la Seguridad Social se incrementaron en enero un 3,1%, de forma que su ritmo de avance se mantiene estable.

En cuanto a la ejecución presupuestaria del Estado, no se dispone de información adicional a la comentada en el último informe trimestral de la economía española. Como se recordará, con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado acumuló hasta noviembre de 2002 un superávit de 6.861 millones de euros (1% del PIB), frente al superávit de 3.976 millones de euros (0,6% del PIB) registrado en el período enero-noviembre de 2001. El Gobierno ha anunciado que el año 2002 se cerró con un déficit del 0,1% del PIB para el conjunto de las Administraciones Públicas, al compensarse prácticamente los déficit del Estado y de las

Administraciones Territoriales (0,5% y 0,3% del PIB, respectivamente) con el superávit del 0,7% del PIB logrado por la Seguridad Social.

2. PRECIOS Y COSTES

La remuneración por asalariado creció un 4,3% en el cuarto trimestre de 2002, según las estimaciones de la CNTR, invirtiendo la desaceleración observada a lo largo de todo el año. En la economía de mercado, sin embargo, el avance de la remuneración permaneció estabilizado en tasas del 4%. Los datos más recientes sobre negociación colectiva sitúan el aumento salarial pactado hasta diciembre en el 3,05%, cifra idéntica a la registrada con datos hasta noviembre. De igual forma, los convenios revisados (que afectan al 80% de los trabajadores) mantuvieron el incremento en el 2,82%, mientras que los de nueva firma incorporaron un aumento medio del 3,62%, apenas inferior al registrado hasta noviembre. Por ramas de actividad, los mayores incrementos salariales corresponden a la construcción (3,52%) y a la agricultura (3,49%), frente a los registrados en la industria (2,84%) y los servicios (3,03%).

Entre los indicadores de precios, el índice de precios de consumo (IPC) descendió cuatro décimas en enero, de forma que su tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 3,7%, desde el 4% observado en diciembre (véase gráfico 4). Por su parte, el IPSEBENE aumentó un 3,2%, tres décimas menos que en el mes anterior. Esta desaceleración estuvo muy influida por las rebajas, que afectaron a los precios de los bienes industriales no energéticos, muy especialmente a los correspondientes a vestido y calzado; también los precios de los servicios se desaceleraron, de forma que se compensaron plenamente los deslizamientos registrados en los precios de la energía.

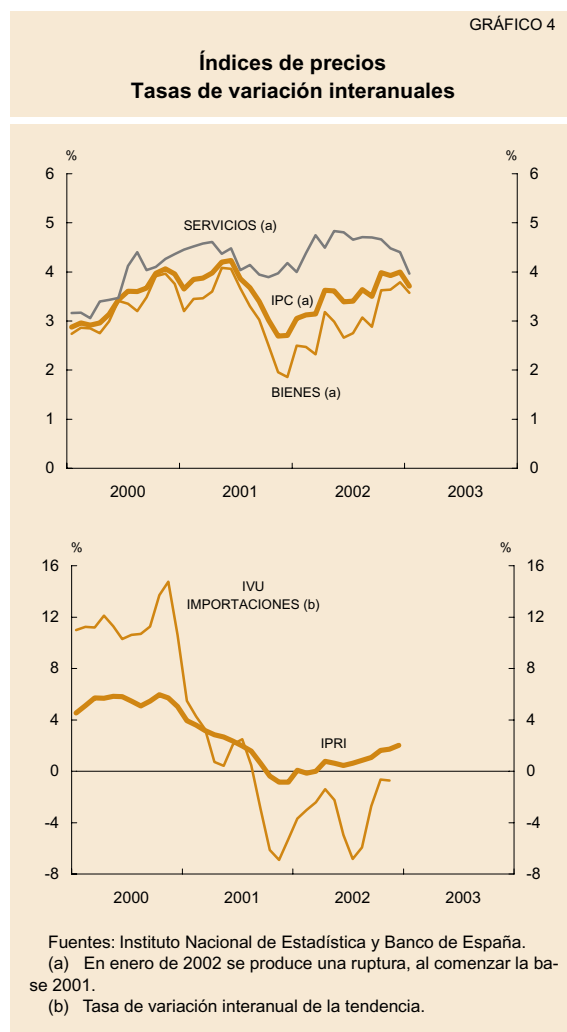
Los precios de los servicios redujeron en cuatro décimas su ritmo de avance interanual, hasta el 4%, recorte que puede estar ligado, en alguna medida, a que hayan comenzado a descontarse los posibles efectos alcistas que acompañaron a la introducción física del euro. Por componentes, destaca el fuerte descenso registrado por los precios de los viajes organizados y, en menor cuantía, de hoteles y otros alojamientos, así como del transporte aéreo. Los precios de los bienes industriales no energéticos cayeron un 3,1% en el mes y crecieron un 2% interanual; su evolución estuvo muy condicionada por el efecto de las rebajas de temporada en vestido y calzado, cuya tasa de aumento interanual descendió por debajo del 3%. Asimismo, destaca la acentuación

en las reducciones de precios de los equipos informáticos, con unas tasas interanuales negativas superiores al 23%. Los precios de los alimentos elaborados se incrementaron en enero un 3,7%, en relación con el mismo mes del año anterior, tres décimas por encima de la tasa correspondiente a diciembre; en este último mes, las distintas partidas registraron variaciones moderadas, destacando la desaceleración de los precios del aceite y de la charcutería, y la aceleración de la leche y de las bebidas no alcohólicas. Los precios de los alimentos no elaborados repuntaron hasta el 7,2%, ante el encarecimiento de los precios del pescado y de los crustáceos, y a pesar de la desaceleración de los de las hortalizas y las patatas. Por último, el componente energético sufrió un aumento del 5,5% interanual, al intensificarse la trayectoria alcista de los precios de los combustibles y carburantes, en línea con la evolución ascendente del precio del crudo en los mercados internacionales.

En el mes de enero, el IAPC español descendió un 0,4% respecto al mes anterior, reduciendo en dos décimas su tasa de crecimiento interanual, hasta el 3,8%. De acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de crecimiento interanual del IAPC, en el conjunto de la UEM, descendió también en dos décimas en enero, hasta el 2,1%. En consecuencia, el diferencial de inflación de la economía española con el promedio de la zona del euro se habría mantenido en 1,7 pp por cuarto mes consecutivo. En diciembre, último mes para el que se dispone de información desagregada, los diferenciales de crecimiento de los precios de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos se mantuvieron estabilizados en 2,6 pp y 1,5 pp, respectivamente, mientras que se observaron deslizamientos en los diferenciales de precios de los servicios (1,6 pp) y de la energía (2,2 pp).

El índice de precios industriales se incrementó un 2,6% interanual en el mes de enero, tres décimas más que en noviembre, manteniendo el perfil de aceleración registrado a lo largo de 2002. Este resultado fue fruto, básicamente, del fuerte aumento de los precios de los productos energéticos, que crecieron un 7,5% en tasa interanual. El resto de componentes tuvo un comportamiento más moderado. Los precios de los bienes de consumo se aceleraron, con un aumento del 2%. Los precios de los bienes de equipo, por su parte, crecieron a un ritmo del 1,7%. Por último, los precios de los bienes intermedios se desaceleraron, al aumentar un 1,1% interanual.

El índice de valor unitario (IVU) de las exportaciones totales se desaceleró en noviembre cinco décimas, al crecer un 0,6% interanual. En



el caso de las importaciones, el IVU descendió un 0,5%, prolongando la atonía de los meses anteriores. Por componentes, los precios de los bienes intermedios energéticos volvieron a aumentar notablemente, por segundo mes consecutivo —un 11,9% interanual—, tras nueve meses de caídas, ante el fuerte crecimiento del precio de importación del petróleo. Los precios de los productos no energéticos descendieron un 1,4%, prácticamente igual que en el mes anterior.

3. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA EN LA UEM

Los mercados de renta variable en los países desarrollados han corregido en enero y febrero parte de las ganancias acumuladas en el último tramo de 2002, debido a las tensiones geopolíticas, en tanto que los mercados de renta fija soberana mantuvieron su carácter de valor refugio. En los mercados de cambios se mantuvo la fortaleza del euro, mientras que el yen retomó una tendencia depreciadora, en un contexto en el que el ritmo de actividad en

Japón parece debilitarse de nuevo. El precio del petróleo siguió su tendencia alcista y alcanzó los 33 dólares por barril, debido a la complicada situación en el Golfo Pérsico, la crisis en Venezuela y los reducidos niveles de inventarios de crudo en Estados Unidos y otros países desarrollados.

En Estados Unidos, los indicadores de gasto y producción han reflejado una mejora con respecto a la fuerte desaceleración sufrida en el último trimestre de 2002. Hay que destacar la inesperada subida de la confianza de los empresarios, tanto en manufacturas como en servicios, el aumento, también inesperado, de la producción industrial en un 0,7%, tras la caída de diciembre, y el repunte de las ventas al por menor, que indicaría que el consumo está creciendo a tasas superiores al 3%. El mercado de trabajo también se ha recuperado sensiblemente en enero, tras dos meses de caídas.

No obstante lo anterior, la persistencia de otros datos negativos apunta a que los avances de enero sean de carácter transitorio y a que el repunte de la actividad no sea vigoroso, al menos mientras subsistan las incertidumbres geopolíticas. Los indicadores de confianza de los consumidores han caído por debajo de los niveles del 11-S y se encuentran en el mínimo de los últimos 10 años, el déficit exterior ha vuelto a empeorar y la productividad se contrajo un 0,2% trimestral en el cuarto trimestre de 2002, aunque en términos interanuales creció un notable 3,8%. Por el lado de los precios no se aprecian presiones inflacionistas, pese al fuerte incremento del coste del petróleo: el IPC de enero alcanzó una tasa interanual del 2,6%, mientras que la inflación subyacente se situó en el 1,9%, aunque el índice de precios de producción comienza a mostrar una cierta aceleración.

En Japón, el producto creció un 0,5% trimestral (2,6% interanual) en el cuarto trimestre de 2002, crecimiento superior al esperado, como consecuencia de la contribución positiva de la demanda externa. Con esta cifra se cierra el año con un crecimiento del 0,3%. Los indicadores económicos, en general referidos a los últimos meses de 2002, siguen sin mostrar una clara recuperación de la actividad. El índice sintético coincidente de actividad económica se mantuvo sensiblemente por debajo del umbral de recuperación, aunque el indicador avanzado se estabilizó ligeramente por encima de aquel, mientras que la confianza empresarial experimentó un nuevo descenso. El gasto de los hogares y las ventas al por menor continuaron cayendo, y la producción industrial registró un incremento interanual ligeramente por encima del 5%, por el impulso

de la demanda exterior. Por último, los precios de consumo registraron en diciembre una caída interanual del 0,3%, menor que en los meses anteriores, pero la inflación subyacente se mantuvo estabilizada en la misma cota negativa (-0,8%), y el deflactor del PIB del cuarto trimestre cayó un 2,2%.

La economía del Reino Unido se desaceleró en el cuarto trimestre de 2002 y creció un 0,4% (2,2% interanual), frente al 0,9% del tercer trimestre. De esta forma, el crecimiento del PIB cerró el año en el 1,7%. Los indicadores de actividad más recientes señalan una nueva caída en el índice de producción industrial en enero (-1,4% interanual) y en las encuestas de opinión empresarial. Los indicadores de consumo privado, como las ventas al por menor, también se moderaron en el mes de enero. Los datos de empleo siguen siendo bastante buenos, como muestra la tasa de paro del cuarto trimestre (5,1%), mientras que la tasa de inflación se situó en el 2,7% en los meses de diciembre y enero, por las fuertes subidas en los precios de la vivienda, que se mantienen alrededor del 25% interanual, y por el aumento de los precios del petróleo. El Banco de Inglaterra decidió reducir el tipo de interés oficial en un cuarto de punto, hasta el 3,75%, tras más de un año sin modificarlo, debido al empeoramiento de las perspectivas a medio plazo para la demanda interna y externa.

En América Latina hay que destacar la conclusión con éxito de las negociaciones de Colombia, Ecuador y Uruguay con el FMI. Las variables financieras han perdido parte de los avances registrados en los meses anteriores, lo que ha supuesto una nueva, aunque moderada, presión depreciatoria sobre la mayoría de las monedas de la región. El origen principal de la reversión ha sido la incertidumbre internacional asociada al conflicto de Irak, lo que no ha impedido que varios países y empresas de la región hayan podido realizar emisiones de deuda. En Argentina se mantuvo el tono positivo de los indicadores de actividad, influido, en buena parte, por los deprimidos niveles de partida. Si bien las metas fiscales y monetarias pactadas con el FMI han sido cumplidas con cierta holgura, aún se anticipan dificultades para la aprobación de las reformas tributarias exigidas por el organismo multilateral. En Brasil, a pesar del deterioro reciente de las variables financieras, las empresas han recuperado el acceso al crédito externo, tras varios trimestres, como demuestran las emisiones de deuda del mes de enero. En el ámbito de las políticas económicas cabe destacar la elevación del tipo de interés de intervención por dos veces, hasta el 26,50%, ante las presiones inflacionistas, y la elevación del objetivo

CUADRO 1

Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	SEP	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (b):						
Índice de Producción Industrial	-0,4	0,7	2,8	-0,5		
Comercio al por menor	0,0	2,0	-0,4			
Matriculaciones de turismos nuevos	-2,4	-2,8	-0,8	5,0	-5,5	
Indicador de confianza de los consumidores	-9	-12	-14	-16	-17	
Indicador de clima industrial	-12	-11	-11	-9	-10	
IAPC	2,1	2,3	2,2	2,3		
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c):						
M3	7,2	6,9	7,1	6,8	7,4	
M1	8,2	8,3	9,2	9,8	9,8	
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	4,3	4,3	3,9	4,0	4,2	
<i>AAPP</i>	1,7	2,2	1,7	1,7	1,8	
<i>Otros sectores residentes</i>	5,0	4,9	4,6	4,7	4,8	
EONIA	3,32	3,30	3,30	3,09	2,79	2,76
EURIBOR a tres meses	3,31	3,26	3,12	2,94	2,83	2,73
Rendimiento bonos a diez años	4,52	4,62	4,59	4,41	4,27	4,12
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,60	-0,68	-0,53	-0,32	-0,21	-0,13
Tipo de cambio dólar/euro	0,981	0,981	1,001	1,018	1,062	1,077
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	-39,1	-31,5	-27,2	-34,5	-4,8	-6,7

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

(a) Media del mes hasta el día 21 de febrero de 2003.

(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 21 de febrero de 2003.

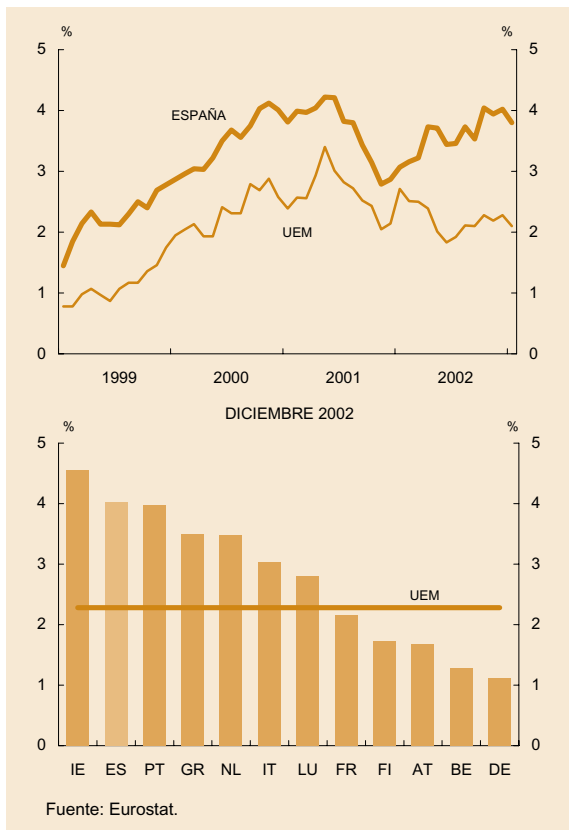
de superávit primario, hasta el 4,25% del PIB. En México, el año 2002 cerró con un crecimiento de tan solo el 0,9%, que ha resultado inferior al previsto como consecuencia de la desaceleración de la economía estadounidense, y se ha apoyado sobre todo en el sector servicios. En el ámbito financiero destaca la debilidad del peso, que ha alcanzado mínimos históricos, mientras que en el monetario, el riesgo de un deterioro adicional de las expectativas de inflación ha llevado al banco central a restringir el tono de su política monetaria en las primeras semanas de 2003.

Según la tercera y última estimación de la Contabilidad Nacional del área del euro relativa al tercer trimestre de 2002, el producto interior bruto experimentó un crecimiento intertrimestral del 0,3%, una décima por debajo del aumento medio del primer semestre del año, que se corresponde con un 0,9% de variación interanual. El dato del tercer trimestre supone la prolongación, por lo tanto, de la senda de avance lento de la actividad aunque con una composición ligeramente distinta a la registrada en la primera parte del año. En efecto: mientras que el

sector exterior mantuvo una aportación positiva al producto, la demanda interna sin existencias mejoró, tanto por el mayor avance del consumo como por la recuperación de la formación bruta de capital fijo, que, por primera vez desde principios de 2001, experimentó una tasa de variación positiva, aunque próxima a cero. Finalmente, la contribución de la variación de existencias se volvió negativa.

La información coyuntural más reciente sugiere un debilitamiento del ritmo de crecimiento de la actividad en los últimos meses de 2002 y el inicio del año 2003. En este sentido apunta la evolución del índice de producción industrial, que mostró una tasa intermensual muy negativa en diciembre, y cuyo crecimiento medio de los tres últimos meses del año en relación con los tres anteriores fue nulo. Por su parte, el PIB corregido de efectos estacionales y calendario no aumentó en Alemania en el cuarto trimestre de 2002, respecto al trimestre anterior. Se estima que la economía alemana ha crecido en torno al 0,5%, en términos interanuales, en dicho trimestre. Asimismo, la primera estimación del PIB de Francia y Holanda en el cuarto trimestre

GRÁFICO 5

Índices armonizados de precios de consumo
Tasas de variación interanuales


de 2002 muestra una ligera desaceleración de la actividad, hasta alcanzar una tasa de crecimiento intertrimestral del 0,2% en el primer caso y 0,1% en el segundo. Por su parte, los últimos datos de los indicadores de opinión en la industria manufacturera no señalan una tendencia definida, ya que el indicador de confianza de la Comisión Europea retrocedió ligeramente en enero y el de la encuesta a gestores de compras avanzó, aunque ambos se sitúan por debajo de su nivel medio de los últimos años (véase cuadro 1). La información procedente de los indicadores de confianza de servicios y construcción tampoco señala un comportamiento más favorable de estos sectores. Desde la óptica de la demanda, los indicadores de confianza de los consumidores y de los minoristas elaborados por la Comisión Europea empeoraron en enero. Por su parte, las ventas al por menor retrocedieron en noviembre en relación con el mes anterior y, finalmente, las matriculaciones de automóviles registraron una notable caída en enero, aunque se debe, en gran medida, al efecto sobre el agregado de la UEM del fuerte retroceso de este indicador en Italia, tras la finalización de un plan de incentivos en la compra de automóviles.

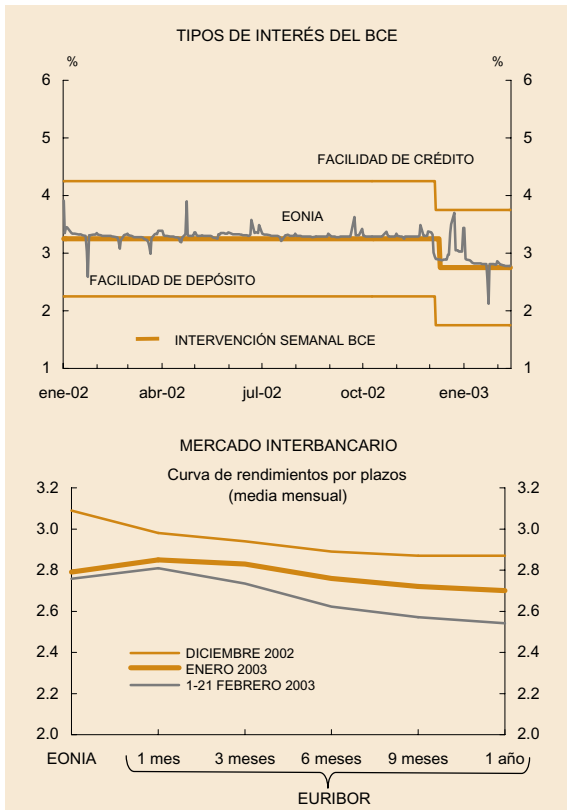
En relación con la evolución del IAPC en el mes de enero, solo se dispone del avance de Eurostat —que estima una tasa de variación del 2,1%, dos décimas por debajo del dato de diciembre— y de los índices de precios de consumo de algunos países de la UEM, la mayor parte publicados con posterioridad, que, en líneas generales, son consistentes con una ligera moderación del índice agregado (véase gráfico 5). Así, los datos más recientes disponibles han mostrado, bien un mantenimiento del ritmo de crecimiento de los precios de consumo, como en Alemania e Italia, o bien una desaceleración, como en España y Holanda. Tras esta evolución de los precios de los países de la UEM se encuentran un conjunto de efectos contrapuestos, entre los que destacan la favorable evolución del componente alimenticio por la desaparición del efecto de las inundaciones del año anterior, la subida de los precios energéticos y el incremento de precios administrados e impuestos indirectos que tiene lugar, masivamente, en el primer mes del año. Por su parte, los precios industriales (IPRI) aumentaron en el mes de noviembre un 1,5% en tasa interanual, cuatro décimas por encima de la tasa de octubre, debido, en su mayor parte, a la desfavorable evolución del componente energético.

Ante las notables incertidumbres sobre la resolución de los conflictos geopolíticos y sus repercusiones sobre la actividad económica, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener inalterados los tipos de interés oficiales en sus reuniones de enero y febrero. La última modificación tuvo lugar el 5 de diciembre de 2002, cuando, tras una rebaja de 50 puntos básicos, el tipo de intervención del BCE se situó en el 2,75%. Por su parte, en las últimas semanas, conforme se fueron publicando indicadores que mostraban cierta atonía de la actividad económica en el área, los tipos del mercado monetario experimentaron una ligera reducción en sus plazos más largos, lo que ha configurado una curva de rendimientos decreciente (véase gráfico 6). Finalmente, en los mercados secundarios de deuda pública, los rendimientos a diez años han venido reduciéndose desde octubre, hasta alcanzar en febrero el 4,1%. En Estados Unidos, sin embargo, se han mantenido mucho más estables, por lo que en este país el tipo de interés de largo plazo se situaba, a mediados de febrero, en torno a trece puntos básicos por debajo del de la UEM.

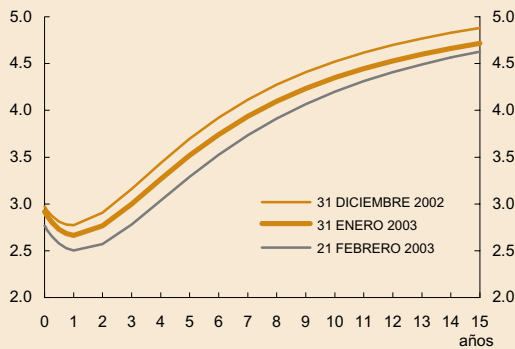
Los mercados europeos de renta variable continuaron dominados por una elevada volatilidad, dentro de una tendencia bajista, en consonancia con el resto de las bolsas internacionales. Junto con las incertidumbres económicas y políticas que rodean el contexto exterior, las

GRÁFICO 6

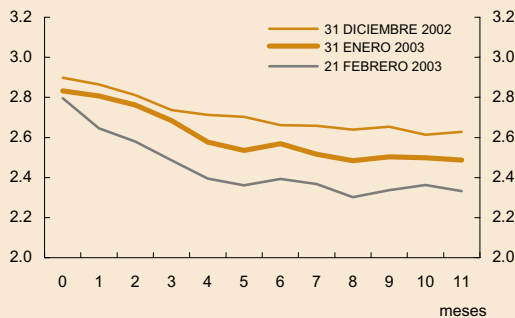
Tipos de interés en la zona del euro



CURVA CUPÓN CERO (a)



ESTRUCTURA TEMPORAL DE LOS TIPOS DE TIPO FORWARD A UN MES (b)



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



dudas sobre el vigor de la recuperación de las principales economías del área han afectado a la evolución de los mercados europeos. De esta forma, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio presentaba una caída próxima al 7% transcurrida la tercera semana de febrero. En el mercado de divisas, el euro ha seguido apreciándose frente al dólar, hasta situarse en 1,07 dólares por euro al cierre de este artículo, lo que representa una apreciación cercana al 3% respecto del nivel observado a finales de 2002 (véase gráfico 7). Esta tendencia alcista también se ha reflejado, aunque con menor intensidad, en el tipo de cambio del euro frente al resto de monedas, de modo que el TCEN se ha apreciado un 2% en lo que va de año.

Por lo que se refiere a la evolución de los agregados monetarios en el área del euro, los datos publicados referidos al mes de enero no señalan grandes alteraciones con respecto al mes precedente. El crecimiento interanual de M3 se situó en el 7,4%, algo por encima del observado en los meses precedentes, mientras que las tasas más cortas evidencian una cierta aceleración de esta variable. Por el lado de los activos de las instituciones financieras y moneta-

Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1999	2000	2001	2002			2003	
	DIC	DIC	DIC	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB (a)
BANCARIOS:								
Tipo sintético pasivo	1,98	3,02	2,22	2,22	2,20	2,06	1,99	...
Tipo sintético activo	5,03	6,35	4,86	4,72	4,67	4,40	4,39	...
TESORO:								
Subasta de letras a doce meses (b)	3,75	4,71	3,11	2,90	2,98	2,87	2,57	...
Subasta de bonos a tres años	4,56	4,81	3,02	2,81
Subasta de obligaciones a diez años	5,38	5,24	5,02	4,52	4,67	4,51	4,27	...
MERCADOS SECUNDARIOS (c):								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,60	4,70	3,11	2,95	2,85	2,72	2,56	2,39
Deuda pública a diez años	5,37	5,20	4,97	4,62	4,60	4,43	4,24	4,06
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,19	0,29	0,19	0,14	0,10	0,06	0,05	0,06
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	16,22	-12,68	-6,39	-21,99	-15,86	-23,10	-1,58	1,31
Diferencial renta fija privada								
con letras del Tesoro a doce meses	0,24	0,29	0,22	0,28	0,23	0,29	0,32	0,30
Diferencial renta fija privada								
con deuda pública a diez años	0,41	0,70	0,67	0,64	0,64	0,62	0,61	0,63

Fuente: Banco de España.
(a) Media de datos diarios hasta el 18 de febrero de 2003.
(b) Tipo de interés marginal.
(c) Medias mensuales.
(d) Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

rias, el crédito concedido al sector privado mantuvo una tasa de expansión moderada en enero, que se situó en el 4,8% en tasa interanual.

4. EVOLUCIÓN FINANCIERA EN ESPAÑA

En el mes de diciembre no se registraron cambios significativos en el grado de holgura de las condiciones monetarias y crediticias en España, que continuó siendo mayor que en el resto de la UEM. Mientras que en la zona del euro la financiación captada por los sectores residentes no financieros creció a una tasa similar a la del mes precedente, en España se desaceleró ligeramente, aunque más en el caso de las Administraciones Públicas que en el de los hogares y las sociedades no financieras. Los ritmos de avance de los componentes más líquidos de las carteras de las empresas y las familias se redujeron en ambas áreas. Los datos provisionales de enero sugieren, sin embargo, que tanto los activos líquidos como la financiación de este sector podrían haber vuelto a acelerarse en ese mes.

Los tipos de interés aplicados por los bancos y las cajas de ahorros a su clientela man-

tuvieron, en el mes de enero, la trayectoria descendente observada durante los últimos meses. El tipo de interés sintético de pasivo se redujo 7 puntos básicos, con lo que quedó situado en el 1,99%, mientras que la remuneración de las operaciones de activo pasó a ser del 4,39%, un punto básico por debajo del nivel de diciembre.

Las rentabilidades negociadas en los mercados nacionales de renta fija registraron disminuciones durante el mes de enero y la parte transcurrida de febrero, con lo que se prolongó su tendencia descendente, intensificada tras la última reducción en 50 puntos básicos del tipo de intervención efectuada en diciembre por el Banco Central Europeo. De este modo, en los mercados secundarios de deuda pública se han producido reducciones superiores a los 25 puntos básicos en todos los plazos en la parte transcurrida del año, que han situado la rentabilidad media diaria del bono español a diez años en el 4,06% en febrero (véase cuadro 2). El diferencial medio con el bono alemán al mismo plazo se mantuvo próximo a los 5 puntos básicos, mientras que los diferenciales a corto y largo plazo entre la renta fija privada y la pública permanecieron estables un mes más alrededor de los 30 y 60 puntos básicos, respectivamente.

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		
	DIC (b)	DIC	DIC	OCT	NOV	DIC
Medios de pago (MP)	322,6	4,4	6,8	11,8	13,1	10,7
Efectivo	53,3	-0,4	-21,3	4,6	9,5	23,9
Depósitos a la vista	141,2	9,1	16,0	16,7	17,8	10,3
Depósitos de ahorro	128,1	2,4	11,8	9,8	9,7	6,5
Otros pasivos bancarios (OPB)	248,9	19,8	8,4	3,9	3,0	3,8
Depósitos a plazo	202,2	25,4	13,0	7,1	6,3	6,9
Cesiones y valores bancarios	34,1	11,8	-0,3	-10,1	-11,4	-11,8
Depósitos en el exterior (c)	12,6	-8,6	-20,5	-2,7	-4,6	4,7
Fondos de inversión	144,6	-16,8	-2,4	-2,9	-4,2	-6,0
FIAMM	47,0	-21,8	31,2	18,0	15,8	13,6
FIM renta fija en euros	31,5	-33,0	19,7	12,6	9,9	9,1
Resto de fondos	66,1	-9,8	-18,0	-18,0	-18,5	-20,9
PRO MEMORIA:						
AL1 = MP + OPB + FIAMM	618,5	8,1	8,9	8,8	8,9	8,0
AL2 = AL1 + FIM renta fija en euros	650,0	5,2	9,4	9,0	9,0	8,1

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.

En los mercados bursátiles nacionales, al igual que en la mayoría de las bolsas internacionales, las cotizaciones han continuado mostrando una elevada volatilidad que refleja la incertidumbre política y económica ligada al conflicto de Irak. En la fecha de cierre de este artículo el IGBM se situaba en torno a los niveles de principios de año, lo que significa una evolución más favorable que la observada en el conjunto de los mercados de la UEM.

Durante el mes de diciembre, los activos financieros más líquidos de las sociedades no financieras y los hogares mostraron un descenso en su ritmo de expansión, después de la ligera aceleración experimentada en el mes de noviembre. Con la excepción del agregado otros pasivos bancarios, cuyo ritmo de avance fue superior al del mes anterior, los restantes componentes mostraron un menor crecimiento en diciembre (véase cuadro 3). Así, los medios de pago aumentaron un 10,7%, 2,4 puntos menos que en el mes anterior, si bien las tasas interanuales de sus componentes, que mostraron movimientos significativos en relación con el mes precedente, están influenciadas por el comportamiento excepcional de dichos agregados en diciembre de 2001, como consecuencia de la recomposición de los activos líquidos del

sector ante la introducción de los billetes y monedas denominados en euros (véase gráfico 8).

Por su parte, el *agregado otros pasivos bancarios*—que incluye depósitos a plazo, cesiones, valores bancarios y depósitos en el exterior— experimentó una ligera aceleración (un 3,8%, frente al 3% del mes precedente), apoyado en la trayectoria del componente de mayor peso, los depósitos a plazo, que aumentaron un 6,9% y, en menor medida, en la evolución de los depósitos en el exterior, que por primera vez en el año 2002 pasaron a tener un crecimiento positivo, cifrado en el 4,7%.

El patrimonio gestionado por los fondos de inversión disminuyó en diciembre, situándose su tasa de crecimiento interanual en un -6%. Esta evolución fue el resultado de la moderada expansión de los FIAMM y FIM de renta fija (13,6% y 9,1%, respectivamente) y del pronunciado retroceso que volvió a mostrar el patrimonio gestionado por el resto de los fondos (21%). En este último caso, el descenso es un reflejo, fundamentalmente, de la pérdida de valor de las participaciones a raíz de la caída de las cotizaciones bursátiles. Sin embargo, la información provisional sobre los componentes más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los

GRÁFICO 8

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

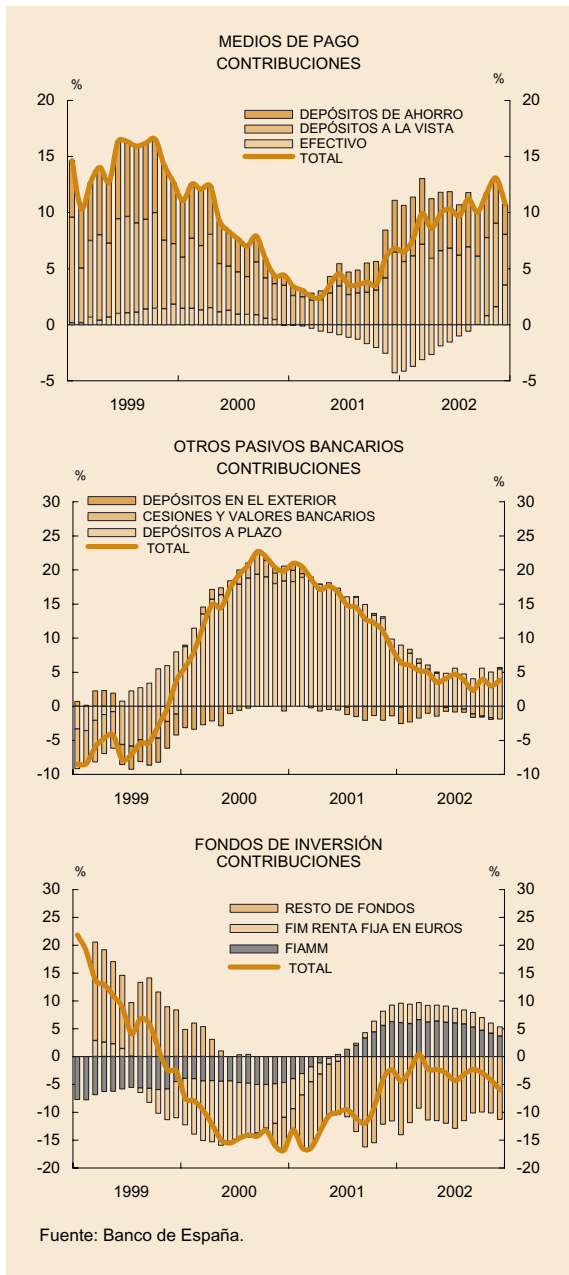
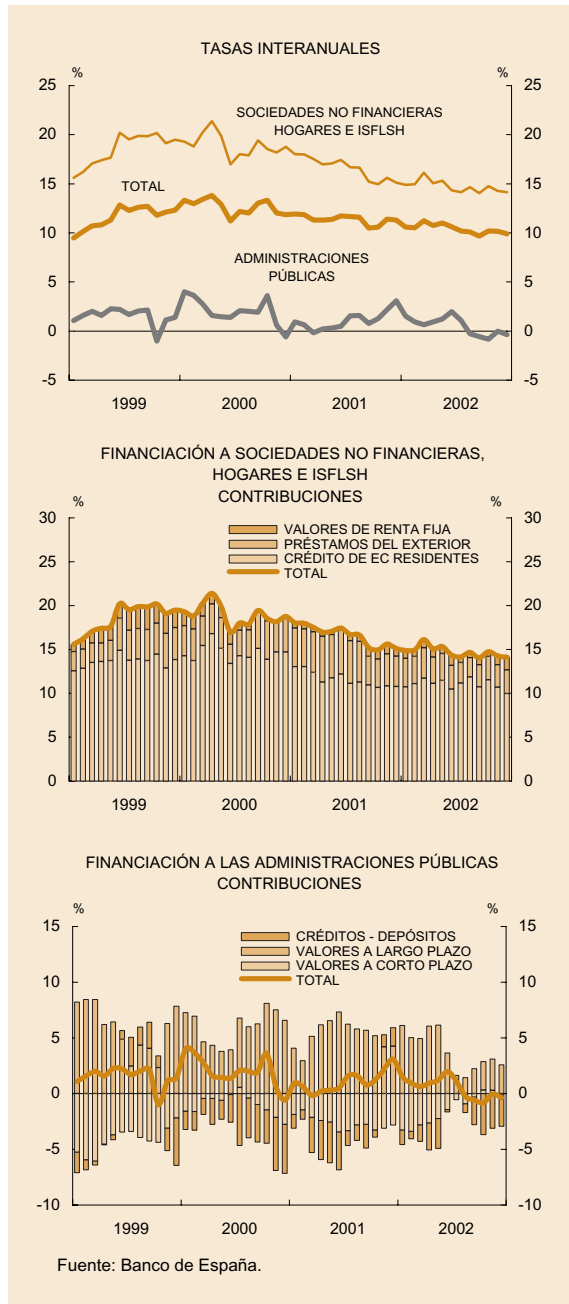


GRÁFICO 9

Financiación a los sectores residentes no financieros



hogares en enero no apoya la continuidad de este proceso de desaceleración, señalando aumentos más pronunciados de estos instrumentos.

La financiación obtenida por el total de los sectores residentes no financieros se desaceleró ligeramente en diciembre, situándose su tasa interanual en el 9,9%. Esta evolución fue el resultado del descenso en el ritmo de expansión de la financiación recibida tanto por las Administraciones Públicas como por el conjunto de sociedades no financieras y hogares. Esta

última avanzó, en términos interanuales, un 14,1% en diciembre, tasa ligeramente inferior a la del mes previo. Por instrumentos, la financiación a empresas y familias intermediada por las entidades de crédito residentes, el componente con mayor peso, creció a una tasa interanual del 12,6%, casi un punto porcentual menos que en noviembre y dos puntos porcentuales por debajo del registro de octubre (véase gráfico 9). Por su parte, la contribución de los valores de renta fija tanto a corto como a largo plazo continuó siendo negativa, mientras que los fondos

CUADRO 4

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

	2002	2000	2001	2002		
	DIC (b)	DIC	DIC	OCT	NOV	DIC
1. Financiación total (2 + 3)	1.203,7	11,8	11,3	10,2	10,2	9,9
2. Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH	884,4	18,8	15,1	14,8	14,3	14,1
De los cuales:						
Crédito de entidades de crédito residentes	689,6	18,0	13,4	14,6	13,5	12,6
Valores de renta fija + financiación intermediada por fondos de titulización	54,1	3,9	15,5	9,5	18,4	26,1
3. Administraciones Públicas	319,2	-0,6	3,1	-0,8	0,0	-0,4
Valores a corto plazo	36,7	-15,8	-19,3	2,8	2,4	-0,5
Valores a largo plazo	289,2	8,3	4,9	2,8	3,1	3,0
Créditos - depósitos (c)	-6,7	-13,9	5,2	-11,5	-9,7	-9,3

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.

de titulización y las transferencias de activo crecieron más del 50% en relación con el mismo mes del año anterior. No obstante, como ocurre con los activos líquidos, la información provisional correspondiente al mes de enero refleja un nuevo incremento en el ritmo de expansión interanual del crédito concedido por las entidades residentes a las sociedades no financieras y hogares.

Por último, la financiación recibida por las Administraciones Públicas disminuyó un 0,4% en el mes de diciembre, frente al mantenimiento

experimentado en noviembre (véase cuadro 4). Esta reducción en las necesidades financieras netas del sector público fue el resultado de la caída en las emisiones de valores a corto plazo, que decrecieron a una tasa del 0,5%; de la ligera desaceleración de los valores a largo, que aumentaron un 3%, una décima menos que el mes previo; y del descenso de la financiación neta procedente de las entidades de crédito, que se contrajo el 9,3% con relación al mismo mes del año anterior (véase gráfico 9).

26.2.2003.