

---

## Evolución reciente de la economía española

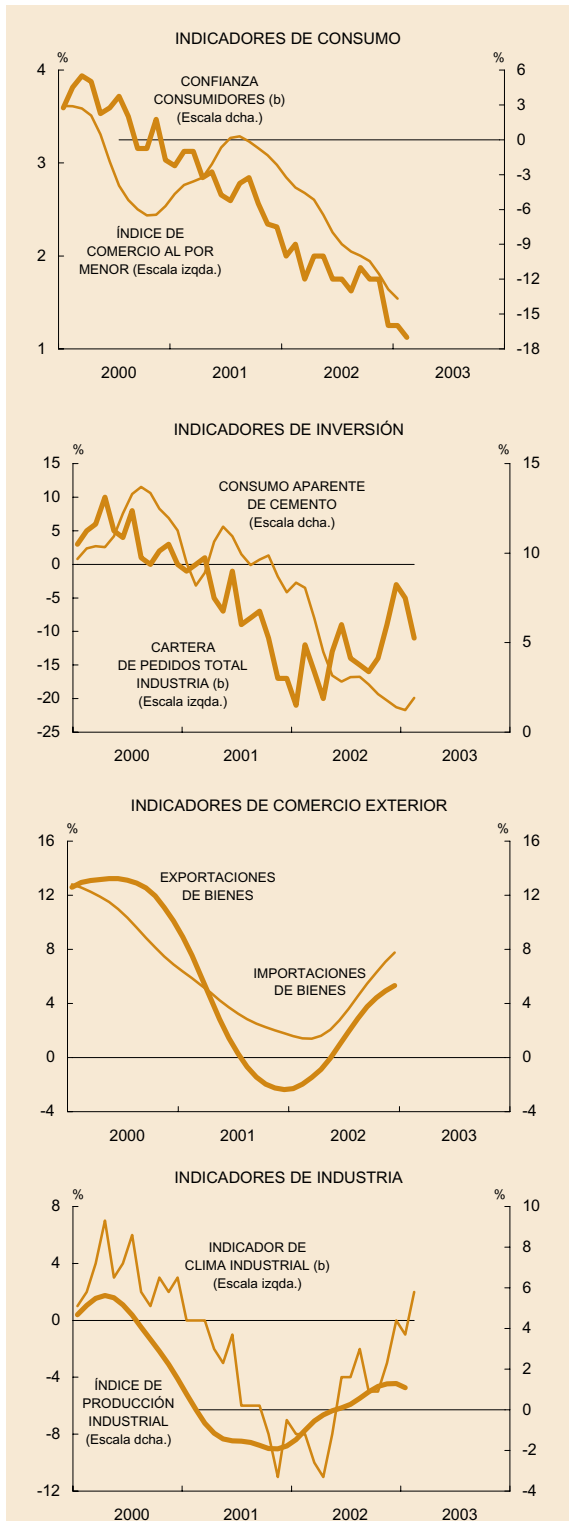
### 1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Como se comentó en el artículo mensual del *Boletín económico* anterior, las cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral del cuarto trimestre de 2002 confirmaron que la economía española finalizó el año 2002 con tasas de crecimiento estabilizadas en torno al 2% interanual. La demanda interna, que creció un 2,7% en el cuarto trimestre, mantuvo un tono sostenido por el avance del consumo y de la construcción, aunque esta última dentro de una trayectoria de desaceleración, mientras que la demanda externa tuvo una aportación negativa de 0,6 puntos porcentuales (pp) al crecimiento del PIB, destacando especialmente el dinamismo de las importaciones. Por el lado de la actividad, la industria y los servicios también tuvieron una evolución favorable, mientras que el empleo prolongó su senda de suave desaceleración. La información referida al primer trimestre es todavía muy escasa, y apunta, en general, hacia un avance algo más moderado del gasto interior, habiéndose frenado, también, la recuperación de la industria; sin embargo, los indicadores de empleo muestran una evolución más sostenida.

Los indicadores de consumo privado continúan moderando sus pautas de crecimiento (véase gráfico 1). El indicador de confianza de los consumidores reanudó en febrero su deslizamiento a la baja, arrastrado por un nuevo empeoramiento de las perspectivas sobre la situación económica para los próximos meses; no obstante, el deterioro de las expectativas ha sido algo menos intenso que en la UEM. Según la encuesta continua de presupuestos familiares del cuarto trimestre de 2002, el gasto total de los hogares, a precios constantes, se desaceleró a lo largo del pasado año, y la percepción de los hogares sobre la facilidad para ahorrar, comprar y llegar a fin de mes empeoró. La trayectoria descendente es menos pronunciada entre los indicadores referidos a las compras al por menor. De hecho, el indicador de confianza del comercio minorista, tras recuperarse en febrero, ha superado ligeramente el nivel que mantuvo en 2002. Por su parte, el índice general de ventas del comercio al por menor aumentó un 2,6% en enero, en términos reales, si bien mantiene una senda de desaceleración, más pronunciada en el caso de los alimentos. El índice de disponibilidades de bienes de consumo mostró una notable recuperación a lo largo de 2002, que tendió a frenarse en los últimos meses del año; esta tendencia ha debido prolongarse al inicio de 2003, según se desprende del dato de producción de bienes de consumo de enero. Cabe destacar la contracción de la producción de bienes de con-

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.

sumo duradero y de automóviles en ese mes. Las matriculaciones de vehículos, por su parte, han acumulado, hasta febrero, un descenso del 5,8%.

El índice de disponibilidades de bienes de equipo registró en el cuarto trimestre de 2002 un retroceso interanual del 2,9%, menos intenso que los descensos observados en los trimestres centrales del año, destacando la evolución de la producción industrial, que mejoró notablemente en ese último trimestre. Las opiniones de los productores de bienes de equipo sobre su cartera de pedidos y el indicador de clima industrial en el sector apoyarían una mejora adicional. No obstante, el dato de producción industrial de bienes de equipo de enero, que supuso un retorno a tasas negativas, y el retroceso de las opiniones sobre cartera de pedidos para el total de la industria, en los dos primeros meses de 2003, tras haber mantenido una trayectoria ascendente a lo largo del año anterior, ponen en duda la continuidad de la recuperación de este componente del gasto.

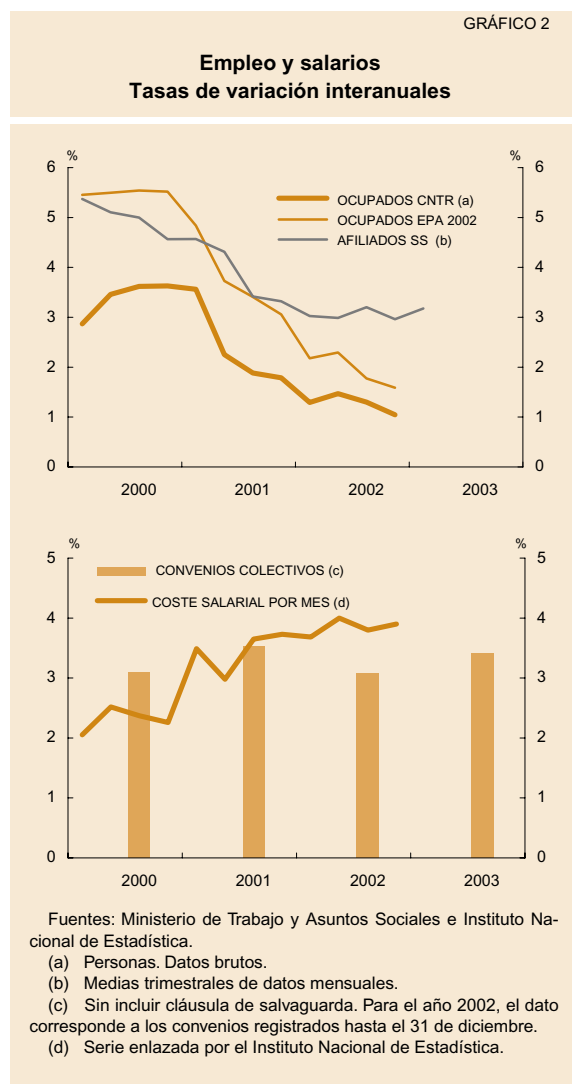
Como se ha señalado, la inversión en construcción fue el componente más dinámico de la demanda en 2002, si bien en el último trimestre experimentó una desaceleración. A la espera de conocer los datos definitivos de la ECIC para el cuarto trimestre, el avance publicado por Eurostat confirmaría dicha desaceleración, con una intensidad aún mayor que la recogida por la CNTR, destacando el retroceso de la obra civil. Entre los indicadores adelantados, la licitación oficial confirmó su menor empuje en 2002, pese al repunte de noviembre y diciembre, mientras que la superficie a construir de edificación no residencial, según los visados y licencias, tendió a reducirse en la segunda parte del año; sin embargo, los visados y licencias de edificación residencial, con datos hasta diciembre y octubre, respectivamente, han marcado una recuperación de la superficie a construir. Entre la información disponible para el primer trimestre de 2003, el consumo aparente de cemento consolidó una trayectoria de desaceleración en enero y febrero. Sin embargo, el aumento del paro en la construcción se ha frenado en los dos primeros meses del año y los afiliados han avanzado a un ritmo elevado, cercano al del cuarto trimestre de 2002. También el indicador de confianza de la construcción, que fluctuó en torno a un nivel estable durante el pasado año, registró en enero y en febrero una significativa mejoría.

En el mes de diciembre, los flujos reales de comercio con el exterior experimentaron crecimientos muy elevados, que contribuyeron a acentuar la tónica de recuperación mostrada desde el tercer trimestre. Las exportaciones reales aumen-

taron un 12,2% interanual, dando lugar a un avance de 6,4% en el cuarto trimestre, tras el 6,2% del tercero. Las ventas de bienes de equipo y las de bienes de consumo no alimenticio fueron las que se aceleraron en mayor medida en los meses finales del año. Por áreas geográficas, tanto las dirigidas a la UE como las dirigidas a otros países se recuperaron en el cuarto trimestre, si bien en diciembre el avance de las ventas a Europa fue más acentuado. En el caso de las importaciones, el crecimiento interanual alcanzó el 16,2% en diciembre, de forma que su incremento en el cuarto trimestre fue del 10,4%. Cabe destacar especialmente la fortaleza de las compras de bienes intermedios no energéticos, que crecieron casi un 15% en ese último trimestre, y la debilidad de las importaciones de bienes de equipo, que retornaron a tasa negativas en diciembre.

El déficit comercial aumentó un 17,5% en diciembre y un 16,6% en el cuarto trimestre. En el conjunto del año 2002, sin embargo, el déficit se redujo un 2,4%, ya que la mejora de la relación real de intercambio compensó la ampliación del déficit en términos reales. Según la balanza de pagos, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 10.265 millones de euros en 2002, 1.126 millones de euros menos que el observado en 2001. Esta mejora se explica por la favorable evolución del saldo por cuenta de capital, que incrementó su superávit en 1.951 millones de euros, ya que el déficit por cuenta corriente se amplió en 824 millones de euros. Dentro de la cuenta corriente, la leve corrección del déficit comercial y el notable aumento del superávit por transferencias corrientes quedaron más que compensados por el empeoramiento de los saldos de rentas y turismo.

Entre los indicadores relativos a la industria, el índice de producción industrial, que cambió de base en el mes de enero, registró un incremento del 0,1% interanual en dicho mes, un 1,5% en términos de la serie corregida de efectos de calendario. Este dato trunca la evolución ascendente del indicador en 2002. En el caso de los bienes de consumo, la desaceleración se observó ya en el mes de octubre, mientras que la producción de bienes de equipo y de intermedios mostró una evolución expansiva hasta el mes de diciembre, que se frenó en enero; tan solo el componente de energía, con una senda decreciente hasta diciembre, mostró en el primer mes de 2003 una menor caída que en los meses precedentes. El indicador de clima industrial mantuvo en febrero una senda creciente, que refleja la valoración positiva de la tendencia prevista de la producción, a pesar del retroceso de la cartera de pedidos. Por su parte, el número de parados en la industria aumentó un 2% en febrero,



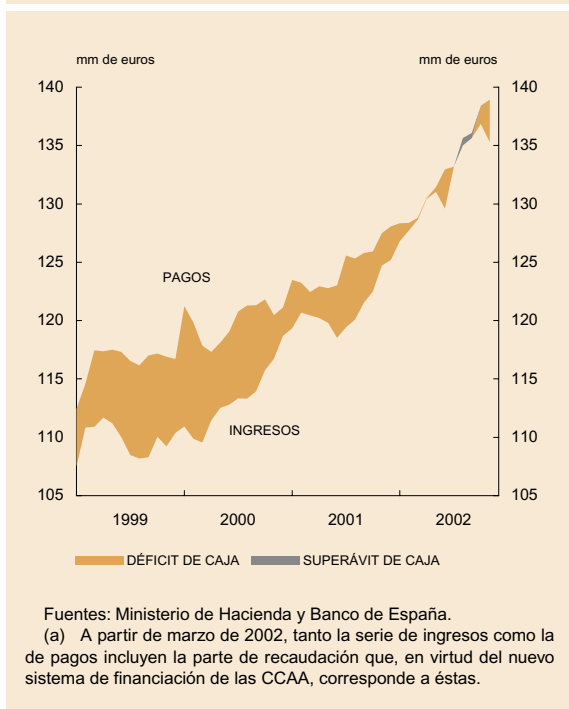
frente al 2,7% del mes anterior, mientras que las afiliaciones a la Seguridad Social disminuyeron un 0,2%.

En general, la información reciente sobre el comportamiento del empleo ha sido favorable (véase gráfico 2). El número de parados registrados en el INEM aumentó un 4,1% en febrero, dentro de un perfil de desaceleración, mientras que los afiliados se incrementaron un 3,2% en ese mes, por encima de la media de los cuatro meses anteriores. En los servicios, el paro registrado avanzó un 4,6%, 1,6 pp menos que el mes anterior; y las afiliaciones aumentaron un 4,2%, mientras que en la agricultura el número de parados disminuyó un 2,6% y el crecimiento de las afiliaciones, del 1,8%, fue notablemente superior al crecimiento medio del cuarto trimestre.

En cuanto a la ejecución presupuestaria del Estado, no se dispone de información para el año 2003. Sin embargo, el Ministro de Hacienda ha anunciado que, hasta febrero, el Estado

GRÁFICO 3

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



ha alcanzado, con la metodología de Contabilidad Nacional, un superávit de más de 8.700 millones de euros (1,2% del PIB), lo que supone un 21% más que en los dos primeros meses de 2002.

## 2. PRECIOS Y COSTES

El índice de costes laborales aumentó un 4,6% en el último trimestre de 2002, por encima del crecimiento experimentado en el tercer trimestre. El componente salarial avanzó hasta el 3,9%, mientras que el no salarial se incrementó un 6,6%. La industria lideró de nuevo los aumentos de costes, con un 5,4% en el total y un 5% en el tramo salarial. Los primeros datos sobre el proceso de negociación colectiva en 2003 se refieren a los convenios registrados en enero y sitúan el aumento salarial pactado en el 3,4%. La mayor parte de ellos son revisiones de convenios plurianuales, mientras que el incremento pactado en los convenios de nueva firma, 4,9%, afecta a muy pocos trabajadores. Por ramas de actividad, los incrementos salariales en agricultura y construcción fueron del 3,9%, mientras que en los servicios se redujeron al 3,6% y en la industria al 2,9%.

El índice de precios de consumo (IPC) avanzó dos décimas en febrero y su tasa de crecimiento interanual se elevó hasta el 3,8%, desde

el 3,7% observado en enero (véase gráfico 4). Excluyendo los componentes tradicionalmente más variables del IPC, el IPSEBENE también repuntó ligeramente hasta el 3,3%. En el caso de los componentes más variables, se produjeron movimientos opuestos, pues la aceleración de los precios de los productos energéticos, hasta el 6,7%, se combinó con una desaceleración de los alimentos no elaborados, que pasaron del 7,2% en enero al 5,9% en febrero. La aceleración de los precios energéticos recoge la evolución ascendente del precio del petróleo en febrero. Entre los restantes componentes, cabe destacar el repunte de dos décimas —hasta el 2,2%— de los precios de los bienes industriales no energéticos, reflejo de la evolución de los precios del vestido y el calzado, tras su notable moderación en enero. Cabe señalar también el avance experimentado por los precios de los alimentos elaborados, cuya tasa se elevó desde el 3,7% en enero hasta el 4,2% en febrero, apreciándose subidas generalizadas. Por último, los precios de los servicios recortaron en una décima su ritmo de avance interanual, hasta el 3,9%, al descontarse, en parte, la notable aceleración que experimentaron en febrero de 2002.

En el mes de febrero, el IAPC español mantuvo el ritmo de variación interanual inalterado en el 3,8%. En el conjunto de la UEM, sin embargo, el IAPC se aceleró en dos décimas, hasta el 2,4%, por lo que el diferencial de inflación se redujo hasta 1,4 pp. El diferencial de servicios disminuyó una décima, hasta 1,2 pp, y el de bienes se redujo en dos, hasta los 1,8 pp, inducido por el mayor avance de la inflación en la zona euro. Resulta llamativo el comportamiento del diferencial de inflación en los alimentos no elaborados, que, tras aumentar hasta los 6,2 pp en enero, volvió a descender a 4,5 pp en febrero.

El índice de precios industriales se aceleró nuevamente en febrero, mes en el que alcanzó una tasa de variación interanual del 2,9%, cuatro décimas por encima de la registrada en enero. Este comportamiento fue debido, fundamentalmente, al avance de los precios de los productos energéticos, que llegaron a incrementarse un 8,9% (7,5% en enero); los precios de los bienes intermedios aumentaron un 1,4%, dos décimas más que en enero, mientras que los de los bienes de consumo se estabilizaron en tasas del 2% interanual. Por último, el componente de bienes de equipo mantuvo una trayectoria de desaceleración.

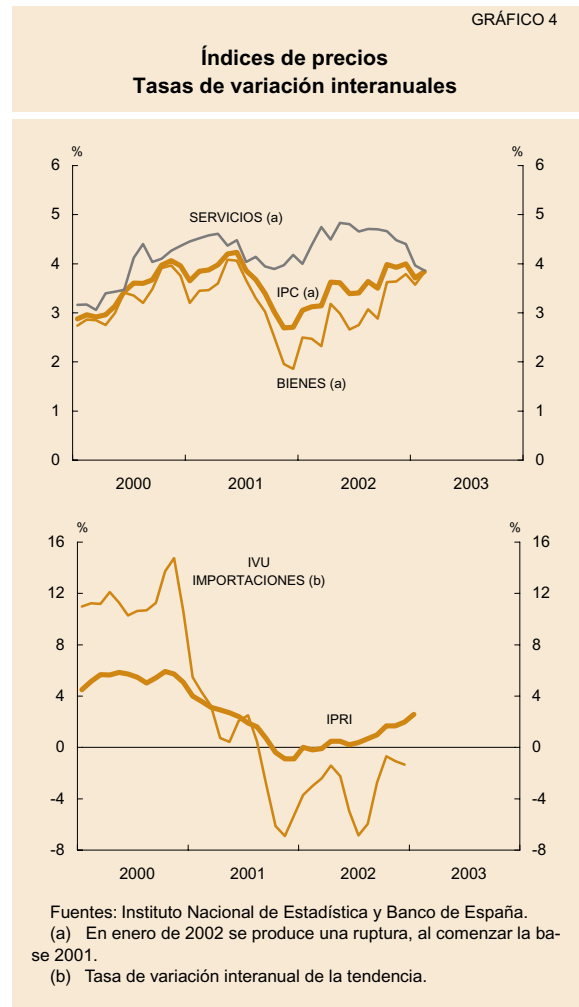
Los índices de valor unitario (IVU) de las exportaciones fueron desacelerándose a lo largo de 2002, alcanzando un retroceso del 1,9% en diciembre. En el caso de las importaciones, la desaceleración de sus precios —aunque de

intensidad variable a lo largo de todo el año—supuso un descenso medio del 3,2%, similar al registrado en diciembre. Como ya ocurrió en octubre y noviembre, los fuertes incrementos del precio del petróleo se tradujeron en aumentos de los IVU de las importaciones y exportaciones de bienes intermedios energéticos. A pesar de este repunte en el cuarto trimestre, en el conjunto del año 2002 el IVU de las importaciones energéticas cayó un 6,4%.

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

La evolución de los mercados financieros ha sufrido fuertes altibajos en el transcurso de los meses de febrero y marzo, por la incertidumbre geopolítica. Tras una tendencia fuertemente depreciadora, con cotizaciones por encima de 1,10 dólares por euro, el dólar registró un cambio en su tendencia con el inicio de las operaciones militares en Irak, hasta situarse en niveles en torno a 1,05. Similar volatilidad se ha producido en la renta variable. La renta fija soberana, que había alcanzado tipos de interés particularmente reducidos, ha sufrido un significativo revés tras el inicio de la guerra, con incrementos superiores a los 50 puntos básicos en las rentabilidades negociadas a diez años. Por su parte, el precio del crudo ha bajado fuertemente, desde niveles en torno a 33 dólares el barril hasta oscilar en torno a 25 dólares, pero sigue siendo muy volátil.

En *Estados Unidos* se ha producido una reversión del buen tono mostrado por los indicadores económicos al comienzo del año, como consecuencia de las incertidumbres generadas por el conflicto en Irak y la merma de márgenes y poder adquisitivo que supone el aumento del precio del crudo, factores ambos que están retrasando las decisiones de gasto tanto de empresas como de consumidores. El cambio más drástico se ha producido en el mercado laboral, ya que, tras el aumento en el empleo de enero en 185.000 personas, en febrero cayó en 308.000. Además, el índice de indicadores adelantados de febrero se redujo un 0,4% mensual, la primera caída desde septiembre de 2002. Esta atonía de la actividad se ha sentido también en la industria, donde se ha desacelerado el crecimiento en febrero, que ha pasado del 0,8% al 0,1% mensual. Se han producido también un fuerte deterioro de los indicadores de confianza de los consumidores y un descenso en febrero de los capítulos menos volátiles de las ventas al por menor. Detrás de este deterioro podrían encontrarse factores climatológicos adversos, como los que afectaron al comportamiento de las viviendas iniciadas.



La subida del precio del crudo habría empezado a incidir sobre los precios de producción y los de consumo, como muestra el fuerte incremento del IPC de febrero (0,6% mensual), que ha situado la tasa interanual en el 3%. No obstante, de momento estas leves tensiones sobre los precios no son significativas, y la tasa subyacente sigue en mínimos (1,7% interanual). Por último, la cuenta corriente se deterioró hasta un 5,2% del PIB en el cuarto trimestre y la balanza comercial de enero ha mejorado respecto a diciembre, gracias al aumento de las exportaciones y al retroceso de las importaciones.

En *Japón* se ha producido una mejoría en los indicadores de actividad, impulsada por el buen comportamiento del sector externo, como muestra el crecimiento del saldo comercial de febrero (20% interanual). La producción industrial registró un crecimiento interanual del 7,4% en enero, lo que favoreció que el indicador sintético contemporáneo de actividad aumentase en dicho mes hasta el nivel de 90, sensiblemente por encima del umbral de recuperación (50), mientras que el indicador avanzado se situó en 60. Sin embargo, el consumo privado siguió su pauta de atonía a comienzos del año,

## Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR (a)
<b>ACTIVIDAD Y PRECIOS (b):</b>						
Índice de Producción Industrial	0,8	2,6	-0,8	0,7		
Comercio al por menor	1,7	-0,6	-1,6			
Matriculaciones de turismos nuevos	-2,8	-0,8	4,0	-5,5		
Indicador de confianza de los consumidores	-12	-14	-16	-18	-19	
Indicador de clima industrial	-11	-11	-9	-10	-11	
IAPC	2,2	2,3	2,3	2,2	2,4	
<b>VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c):</b>						
M3	6,9	7,0	6,8	7,4		
M1	8,3	9,2	9,8	9,8		
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	4,3	3,9	4,0	4,2		
<i>AAPP</i>	2,2	1,7	1,7	1,8		
<i>Otros sectores residentes</i>	4,9	4,6	4,7	4,8		
EONIA	3,30	3,30	3,09	2,79	2,76	2,80
EURIBOR a tres meses	3,26	3,12	2,94	2,83	2,69	2,53
Rendimiento bonos a diez años	4,62	4,59	4,41	4,27	4,06	4,04
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,68	-0,53	-0,32	-0,21	-0,12	-0,33
Tipo de cambio dólar/euro	0,981	1,001	1,018	1,062	1,077	1,083
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	-31,5	-27,2	-34,5	-4,8	-9,2	-9,6

Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Banco Central Europeo y Banco de España.  
(a) Media del mes hasta el día 24 de marzo 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 24 de marzo de 2003.

impulsado por la subida de la tasa de paro en enero, al 5,5%, y por la continuada caída interanual de los salarios nominales (-0,2% en enero). Así, las ventas al por menor se contrajeron un 3,2% interanual, y el gasto nominal de las familias, un 2% en enero. Por último, no se ha modificado la tendencia deflacionista de la economía: los precios de consumo cayeron un 0,4% interanual en enero.

La economía del *Reino Unido* continuó desacelerándose, según muestran los datos del PIB del último trimestre de 2002. Pese a la leve recuperación de la producción industrial en enero, las encuestas de opinión empresarial de febrero y marzo indican nuevamente un estancamiento en la actividad industrial y un menor crecimiento en la construcción y los servicios. Los indicadores de consumo privado también registran un claro deterioro, aunque por el momento los datos de empleo aún no se han resentido: la tasa de paro está en el 5% y los salarios crecen al 3,6% interanual. La tasa de inflación aumentó en febrero hasta el 3% interanual, medio punto por encima del objetivo del gobierno, por las fuertes subidas del compo-

nente de vestido y calzado. Sin embargo, el Banco de Inglaterra, en la reunión del Comité de Política Monetaria del mes de marzo, decidió mantener el tipo de interés oficial en el 3,75%.

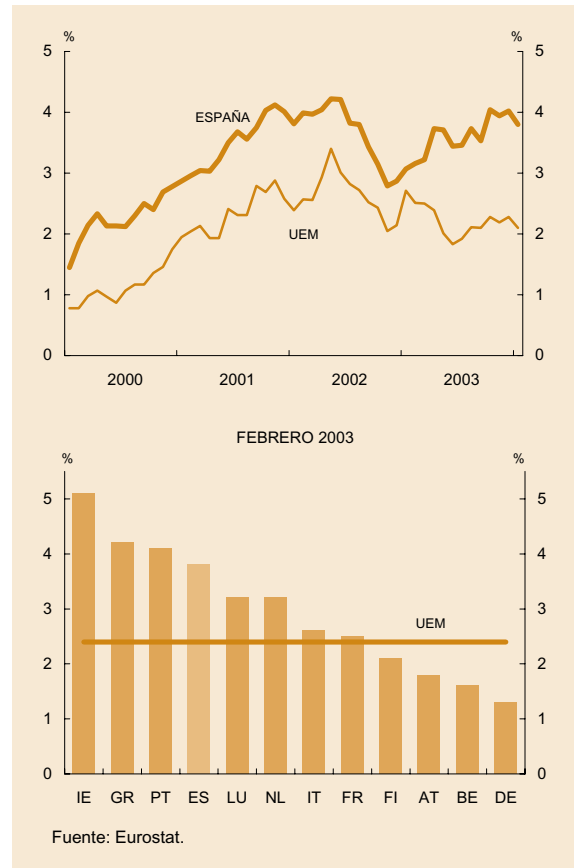
En *América Latina*, el directorio del FMI ha aprobado las revisiones de los acuerdos financieros con varios países (Argentina, Brasil y Uruguay), mientras que en Ecuador finalmente se aprobó un nuevo acuerdo, tras más de un año de negociaciones. Otro hecho destacable es la relativa mejoría en las variables financieras, a pesar de las tensiones geopolíticas, especialmente los diferenciales soberanos, que han vuelto a los niveles previos a las crisis de Brasil y Uruguay del pasado verano. En Argentina, los datos de contabilidad nacional mostraron que el PIB cayó un 10,9% en 2002, al tiempo que confirmaron el inicio de la recuperación en la actividad. Cabe destacar las recientes sentencias judiciales sobre redolarización de los depósitos, cuyas repercusiones son aún inciertas. Brasil ha sido el país más beneficiado de la mejoría del sentimiento de los inversores hacia la región, debido al impulso reformador de la actual administración, que está tratando de

acelerar la agenda legislativa. Además, se comienzan a percibir los primeros signos de reversión en la trayectoria de la inflación, lo que llevó al banco central a mantener el tipo de intervención en su última reunión de política monetaria. En Méjico prosigue la debilidad económica, ligada a la evolución de Estados Unidos, mientras que el peso se ha apreciado y ha abandonado sus mínimos históricos, en parte como respuesta al anuncio de futuras ventas de dólares por el Banco de Méjico, para disminuir el ritmo de acumulación de reservas internacionales. En Venezuela la producción de petróleo ha vuelto a los niveles previos a la huelga, pero persisten las incertidumbres sobre la evolución económica asociadas a las rigideces introducidas por los controles de cambios.

Según la primera estimación de la Contabilidad Nacional del área del euro relativa al cuarto trimestre de 2002, el producto interior bruto experimentó un crecimiento intertrimestral del 0,2%, dos décimas por debajo del aumento del período precedente, que se corresponde con un 1,3% de variación interanual. Esta desaceleración del PIB obedeció a la aportación negativa de la demanda exterior neta, resultado de la mayor pérdida de dinamismo de las exportaciones que de las importaciones, ya que la demanda interna sin existencias creció al mismo ritmo que el trimestre pasado y la contribución de la variación de inventarios se volvió positiva. Entre los componentes de la demanda interna, el consumo privado registró un aumento similar al del período anterior, mientras que el ritmo de avance del consumo público y de la formación bruta de capital fijo mejoró ligeramente. En el conjunto del año 2002, se estima que el PIB creció un 0,8%, seis décimas por debajo de la tasa registrada en 2001. Esta desaceleración se debió, sobre todo, a la demanda interna, pues la contribución de la demanda exterior neta se situó algo por encima de la del año anterior, como reflejo de la paulatina recuperación de las exportaciones, pero también de la atonía de las compras al exterior. Dentro de la demanda interna, el consumo privado y la formación bruta de capital fijo mostraron una tasa de variación muy inferior a la del año precedente, mientras que la contribución negativa de la variación de existencias al crecimiento del producto fue algo menor.

Los indicadores más recientes, referidos, en su mayor parte, a los meses de enero y febrero, señalan, en general, un mantenimiento del ritmo de crecimiento de la actividad a tasas positivas, pero reducidas. En este sentido apunta la evolución del índice de producción industrial en enero, que, aunque mejoró en relación con el mes anterior, mostró un escaso dinamismo (véase cuadro 1). Por su parte, los últimos da-

GRÁFICO 5  
Índices armonizados de precios de consumo  
Tasas de variación interanuales

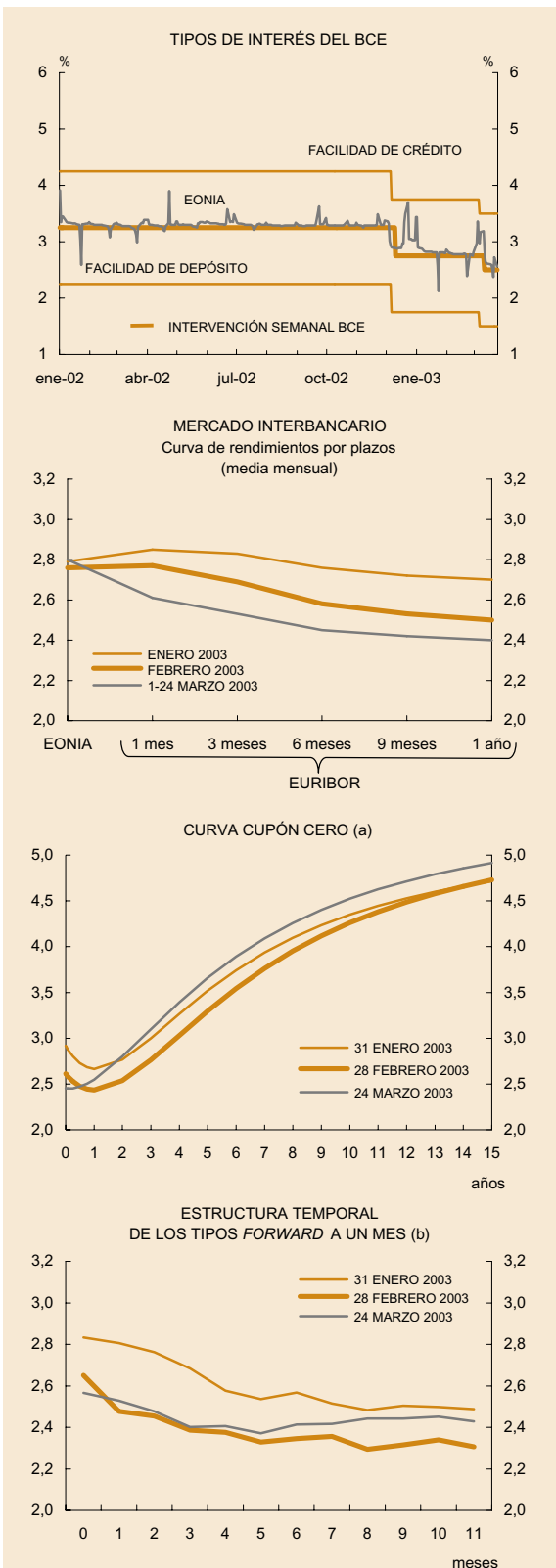


tos de los indicadores de opinión de las manufacturas no reflejan una pauta de avance definida de la actividad industrial, ya que el indicador de confianza de la Comisión Europea se situó en febrero un punto por debajo del dato de enero y el de la encuesta a gestores de compras subió levemente. La información procedente de los indicadores de confianza de servicios también muestra una gran erradicidad, mientras que los referidos al sector de la construcción experimentaron un comportamiento más favorable. Desde la óptica de la demanda, los indicadores de confianza de los consumidores y de los minoristas elaborados por la Comisión Europea se movieron en febrero en direcciones opuestas, empeorando ligeramente el primero y mejorando el segundo. Por su parte, las ventas al por menor retrocedieron en diciembre en relación con el mes anterior. Más recientemente, las matriculaciones de automóviles mejoraron en febrero.

La tasa de variación del IAPC fue del 2,4% en el mes de febrero, dos décimas por encima del dato del mes anterior. Tras esta evolución se encuentra la desfavorable trayectoria del componente energético y, en menor medida, de los

GRÁFICO 6

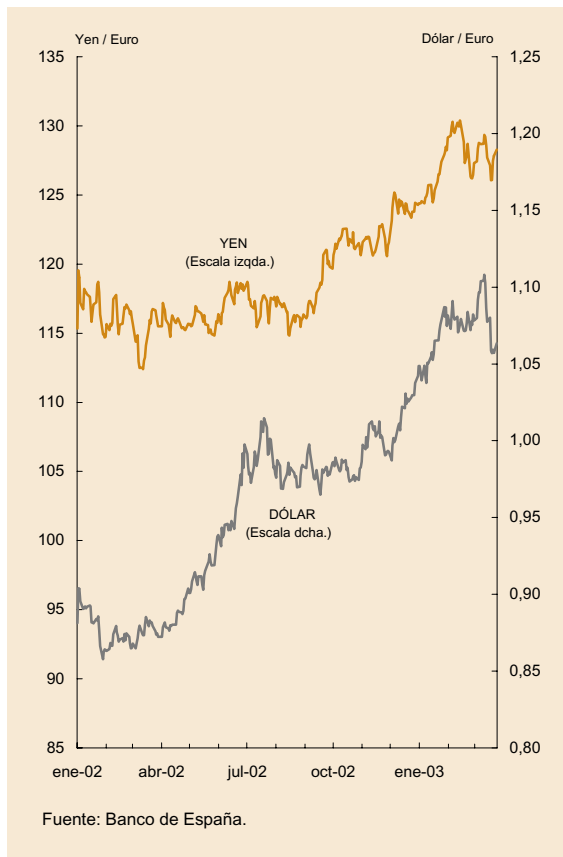
**Tipos de interés en la zona del euro**



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.

precios de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos, mientras que se moderó el crecimiento de los precios de los servicios. Como resultado del comportamiento descrito de los distintos componentes del índice, la tasa de variación del índice de precios que excluye los alimentos no elaborados y la energía (IPSEBENE) aumentó una décima, hasta llegar al 2,1%. Salvo Irlanda, Luxemburgo y España, todos los países de la UEM experimentaron tasas de variación superiores a las de enero. Por su parte, los precios industriales (IPRI) aumentaron en el mes de enero hasta el 2,2%, como consecuencia de la elevación de los precios de los bienes intermedios.

Debido a la mejora en las perspectivas sobre la evolución de los precios derivada de la débil recuperación del ritmo de crecimiento económico y de la apreciación del tipo de cambio del euro, el Consejo de Gobierno del BCE decidió reducir los tipos de interés oficiales, en su reunión de marzo, en 25 puntos básicos, con lo que el tipo de intervención semanal del BCE se situó en el 2,5%. La inminencia del conflicto bélico y su posterior materialización a mediados de marzo afectaron a los mercados financieros y de materias primas, modificando, en



CUADRO 2

## Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1999	2000	2001	2002		2003		
	DIC	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR (a)
<b>BANCARIOS:</b>								
Tipo sintético pasivo	1,98	3,02	2,22	2,20	2,06	1,99	1,96	...
Tipo sintético activo	5,03	6,35	4,86	4,67	4,40	4,39	4,36	...
<b>TESORO:</b>								
Subasta de letras a doce meses (b)	3,75	4,71	3,11	2,98	2,87	2,57	2,25	...
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	4,67	4,51	4,27	...	3,86
<b>MERCADOS SECUNDARIOS (c):</b>								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,60	4,70	3,11	2,85	2,72	2,56	2,33	2,29
Deuda pública a diez años	5,37	5,20	4,97	4,60	4,43	4,24	4,01	3,94
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,19	0,29	0,19	0,10	0,06	0,05	0,05	0,01
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	16,22	-12,68	-6,39	-15,86	-23,10	-1,58	-1,19	1,55
Diferencial renta fija privada								
con letras del Tesoro a doce meses	0,24	0,29	0,22	0,23	0,29	0,32	0,30	0,34
Diferencial renta fija privada								
con deuda pública a diez años	0,41	0,70	0,67	0,64	0,62	0,61	0,63	0,62

Fuente: Banco de España.

(a) Media de datos diarios hasta el 19 de marzo de 2003.

(b) Tipo de interés marginal.

(c) Medias mensuales.

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

algunos casos, las tendencias observadas en los últimos meses. Así, por ejemplo, los tipos de interés del mercado monetario registraron un ligero repunte a mediados de marzo, de manera que se situaban, en la tercera semana del mes, en niveles algo superiores a los observados en febrero, configurándose una curva de rendimientos plana entre los plazos de seis y doce meses, algo por debajo del 2,5% (véase gráfico 6). Por otra parte, en los mercados secundarios de deuda pública, las rentabilidades a diez años continuaron reduciéndose en febrero y en la primera quincena de marzo en la UEM y, en mayor medida, en Estados Unidos.

A lo largo de febrero y principios de marzo, los mercados de renta variable europea continuaron dominados por una elevada volatilidad, dentro de una tendencia bajista, más aguda que en el resto de las bolsas internacionales. No obstante, en los días previos al conflicto bélico las cotizaciones bursátiles registraron una mejora, de forma que el índice Dow Jones EURO STOXX amplió recuperó en esos días parte de las pérdidas observadas hasta mediados de marzo. En el mercado de divisas, tras la apreciación del euro en diciembre y enero, el tipo de cambio efectivo nominal se estabilizó en febrero. En las primeras semanas de marzo, sin

embargo, el tipo de cambio del euro registró importantes fluctuaciones, especialmente en relación con el dólar, hasta marcar el 24 de marzo un cambio de 1,06 dólares por euro, por debajo del cambio medio de febrero (véase gráfico 7).

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 reflejan el mantenimiento del dinamismo de M3, que se debe, en gran medida, al elevado clima de incertidumbre y al consiguiente aumento de la preferencia por la liquidez. Su crecimiento interanual se situó en el 7,4%, seis décimas por encima del mes anterior (véase cuadro 1). Por el lado de los activos de las instituciones financieras y monetarias, el crédito concedido al sector privado siguió creciendo en enero a tasas ligeramente por debajo del 5%. Según la información del crédito por agentes y finalidades recientemente publicada, en el cuarto trimestre de 2002 se mantuvieron las pautas observadas en los meses anteriores, caracterizadas por un crecimiento moderado del crédito a empresas y una mayor fortaleza del concedido a familias, debido al dinamismo que mantiene el crédito para adquisición de vivienda en algunos países.

**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)**

	2003	2000	2001	2002		2003
	ENE (b)	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE
<b>Medios de pago (MP)</b>	<b>313,3</b>	<b>4,4</b>	<b>6,8</b>	<b>13,1</b>	<b>10,7</b>	<b>11,5</b>
Efectivo	49,9	-0,4	-21,3	9,5	23,9	21,2
Depósitos a la vista	137,2	9,1	16,0	17,8	10,3	13,2
Depósitos de ahorro	126,2	2,4	11,8	9,7	6,5	6,4
<b>Otros pasivos bancarios (OPB)</b>	<b>256,5</b>	<b>19,8</b>	<b>8,4</b>	<b>3,0</b>	<b>3,8</b>	<b>5,4</b>
Depósitos a plazo	205,6	25,4	13,0	6,3	6,9	7,5
Cesiones y valores bancarios	35,4	11,8	-0,3	-11,4	-11,8	-2,3
Depósitos en el exterior (c)	15,5	-8,6	-20,5	-4,6	4,7	-2,0
<b>Fondos de inversión</b>	<b>145,3</b>	<b>-16,8</b>	<b>-2,4</b>	<b>-4,2</b>	<b>-6,0</b>	<b>-4,0</b>
FIAMM	47,9	-21,8	31,2	15,8	13,7	15,6
FIM renta fija en euros	32,6	-33,0	19,7	9,9	9,1	11,5
Resto de fondos	64,9	-9,8	-18,0	-18,5	-21,0	-19,6
PRO MEMORIA:						
<b>AL1 = MP + OPB + FIAMM</b>	<b>617,7</b>	<b>8,1</b>	<b>8,9</b>	<b>8,9</b>	<b>8,0</b>	<b>9,2</b>
<b>AL2 = AL1 + FIM renta fija en euros</b>	<b>650,2</b>	<b>5,2</b>	<b>9,4</b>	<b>9,0</b>	<b>8,1</b>	<b>9,3</b>

Fuente: Banco de España.  
(a) La información de este cuadro tiene carácter provisional.  
(b) Saldo en miles de millones de euros.  
(c) Depósitos de residentes en sucursales extranjeras de entidades de depósito residentes.

#### 4. EVOLUCIÓN FINANCIERA EN ESPAÑA

Durante el mes de enero se produjo en nuestro país un aumento en los ritmos de crecimiento de los principales agregados monetarios y crediticios, que fue algo más intenso que el observado para el conjunto de la UEM. La información provisional de febrero apunta a una ligera desaceleración de las tendencias de los activos más líquidos y a un mantenimiento de las elevadas tasas de expansión del crédito concedido al sector privado no financiero.

La trayectoria descendente observada durante los últimos meses en los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela continuó durante el mes de febrero. Tanto el tipo de interés sintético de pasivo como el de activo se redujeron en tres puntos básicos, quedando situados en el 1,96% y 4,36%, respectivamente.

En los mercados nacionales de renta fija se mantuvo en febrero y durante los primeros días de marzo el perfil descendente de las rentabilidades negociadas. No obstante, en los días posteriores se ha observado un repunte en los tipos a largo plazo. De este modo, la rentabilidad media diaria del bono español a diez años se ha si-

tuado en el 3,94% en la parte transcurrida de marzo (véase cuadro 2). El diferencial medio con el bono alemán al mismo plazo se mantuvo en cinco puntos básicos en febrero, pero en marzo ha descendido hasta tan solo un punto básico, continuando así con la tendencia descendente de meses anteriores. Por su parte, los diferenciales a corto y largo plazo entre la renta fija privada y la pública permanecieron estables alrededor de los 30 y 60 puntos básicos, respectivamente.

En los mercados bursátiles nacionales, al igual que en la mayor parte de las bolsas internacionales, las cotizaciones han continuado mostrando una elevada volatilidad, asociada fundamentalmente al conflicto en Irak. En la fecha de cierre de este artículo, el IGBM se situaba en torno a los niveles de principios de año, lo que contrasta con el descenso del 8,2% en el índice DJ Euro Stoxx de las bolsas del área del euro.

Los activos financieros más líquidos de las sociedades no financieras y los hogares experimentaron un aumento en su ritmo de expansión durante el mes de enero, después de la desaceleración experimentada en el mes anterior (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Así, los medios de pago aumentaron un 11,5% en relación con enero de 2002, 0,8 puntos más que en el mes

GRÁFICO 8

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

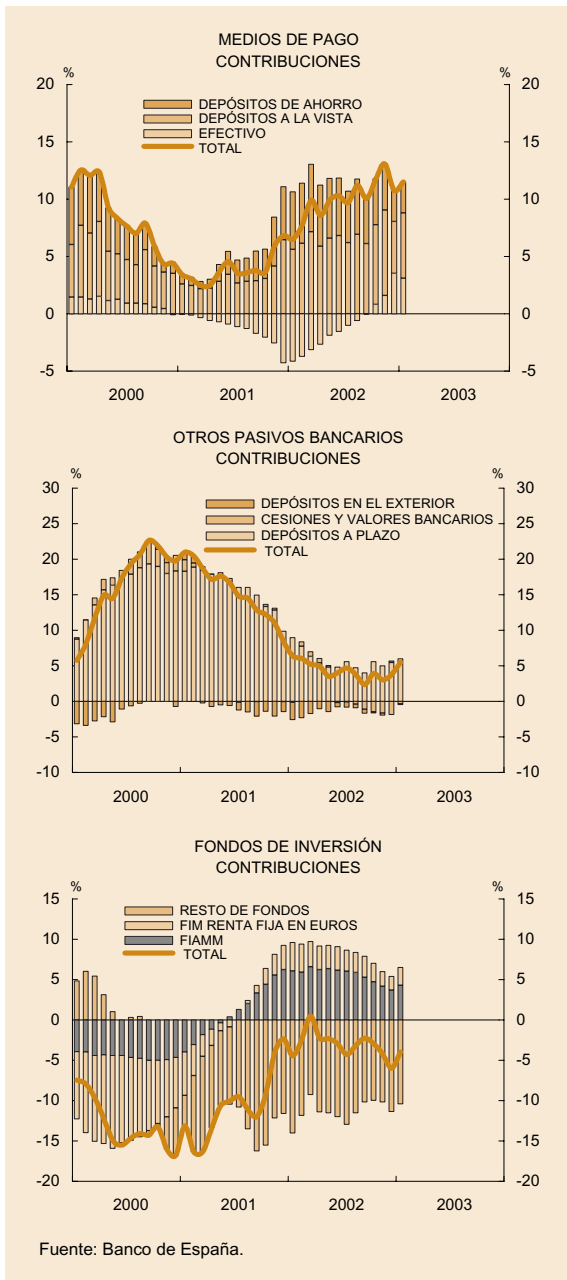
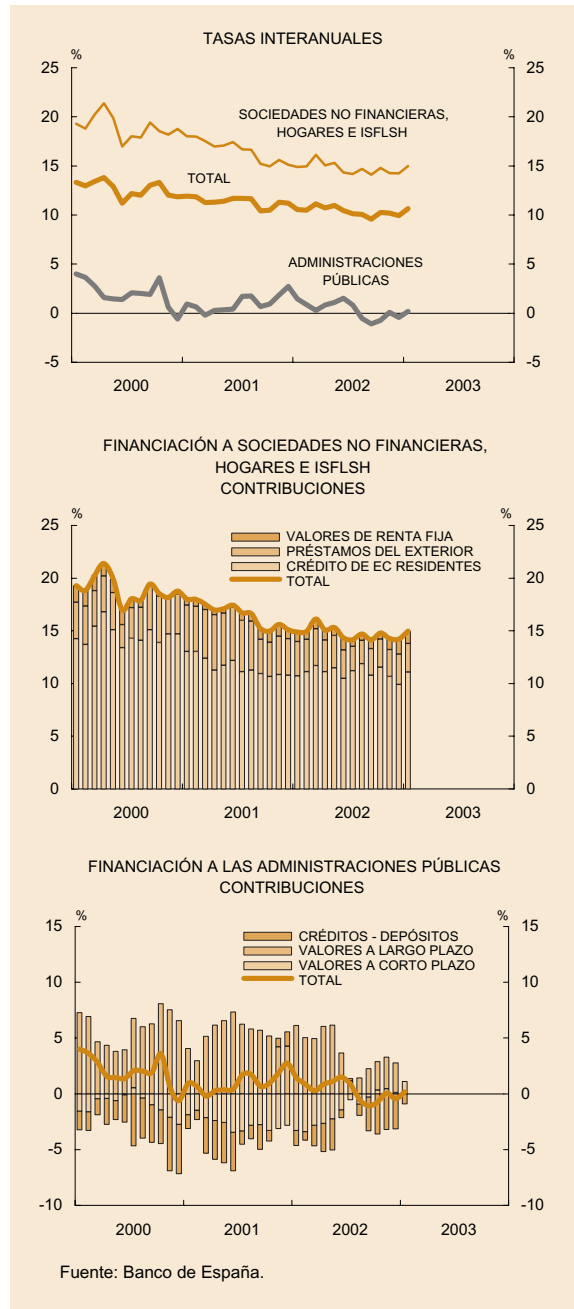


GRÁFICO 9

**Financiación a los sectores residentes no financieros**



anterior. Las tasas interanuales de sus componentes están influenciadas de nuevo, tal y como se indicó en el informe del mes anterior, por el comportamiento excepcional que dichos agregados tuvieron en diciembre de 2001 y en los primeros meses de 2002, debido a la introducción de los billetes y monedas denominados en euros.

Por su parte, el agregado *otros pasivos bancarios* —que incluye depósitos a plazo, cesiones, valores bancarios y depósitos en el exte-

rior— incrementó su tasa de crecimiento interanual hasta el 5,4%, frente al 3,8% del mes precedente. Esta evolución es, principalmente, el resultado de la aceleración del componente de mayor peso, los depósitos a plazo, que aumentaron un 7,5%, y, en menor medida, del descenso en la contracción mostrada por las cesiones y los valores bancarios.

El patrimonio gestionado por los fondos de inversión aumentó, en enero, en 0,78 mm de euros, situándose su tasa de crecimiento interanual en

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

	2003	2000	2001	2002		2003
	ENE (b)	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE
<b>1. Financiación total (2 + 3)</b>	<b>1.218,8</b>	<b>11,8</b>	<b>11,2</b>	<b>10,2</b>	<b>10,0</b>	<b>10,6</b>
<b>2. Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH</b>	<b>894,3</b>	<b>18,8</b>	<b>15,1</b>	<b>14,3</b>	<b>14,2</b>	<b>15,0</b>
De los cuales:						
Crédito de entidades de crédito residentes	697,2	18,0	13,4	13,5	12,5	14,1
Valores de renta fija + financiación intermediada por fondos de titulización	53,5	3,9	15,5	18,6	26,3	21,4
<b>3. Administraciones Públicas</b>	<b>324,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,7</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,2</b>
Valores a corto plazo	40,2	-15,8	-19,3	3,9	0,7	9,7
Valores a largo plazo	281,0	8,3	4,9	3,1	3,0	0,0
Créditos - depósitos (c)	3,3	-13,9	4,1	-9,9	-10,2	-2,9

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.

un -4%, dos puntos por encima de la del mes anterior. Por categorías, tanto los FIAMM como los FIM de renta fija en euros se aceleraron (15,6% y 11,5%, respectivamente), mientras que el patrimonio gestionado por el resto de los fondos continuó registrando descensos (-19,6%).

La información provisional correspondiente al mes de febrero sugiere, sin embargo, que los componentes más líquidos de las carteras de los hogares y las sociedades españolas podrían haber registrado una ligera desaceleración en dicho mes.

La financiación obtenida por el total de los sectores residentes no financieros se aceleró en enero, situándose su tasa interanual en el 10,6%. Esta evolución resulta del incremento en el ritmo de expansión de los fondos recibidos tanto por las Administraciones Públicas como por el sector privado no financiero. Estos últimos avanzaron un 15% en términos interanuales, 0,8 puntos por encima del mes anterior. Por instrumentos, la financiación a empresas y familias intermediada por las entidades de crédito residentes, el componente con mayor peso, creció un 14,1% en relación con enero de 2002, más de un punto y

medio porcentual por encima de lo observado en diciembre. Por su parte, los valores de renta fija y la financiación intermediada por los fondos de titulización registraron un flujo negativo en enero, situándose su tasa de crecimiento interanual en un 21,4%. La información provisional del mes de febrero apunta a un mantenimiento en los ritmos de expansión del crédito concedido por las entidades residentes a las empresas y familias españolas.

Por último, la financiación recibida por las Administraciones Públicas pasó a crecer a una tasa interanual del 0,2% en enero, lo que contrasta con el registro negativo del mes anterior. La evolución por instrumentos fue muy desigual. Así, mientras que las emisiones de valores a corto plazo avanzaron de forma notoria en términos interanuales (9,7%, nueve puntos por encima de la tasa del mes anterior), el saldo de los valores a largo plazo se mantuvo en torno a los mismos niveles del año anterior y la financiación neta procedente de las entidades de crédito se contrajo un 2,9%, 7,3 puntos menos de lo que lo hizo en diciembre.

25.3.2003.