
Evolución reciente de la economía española

1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

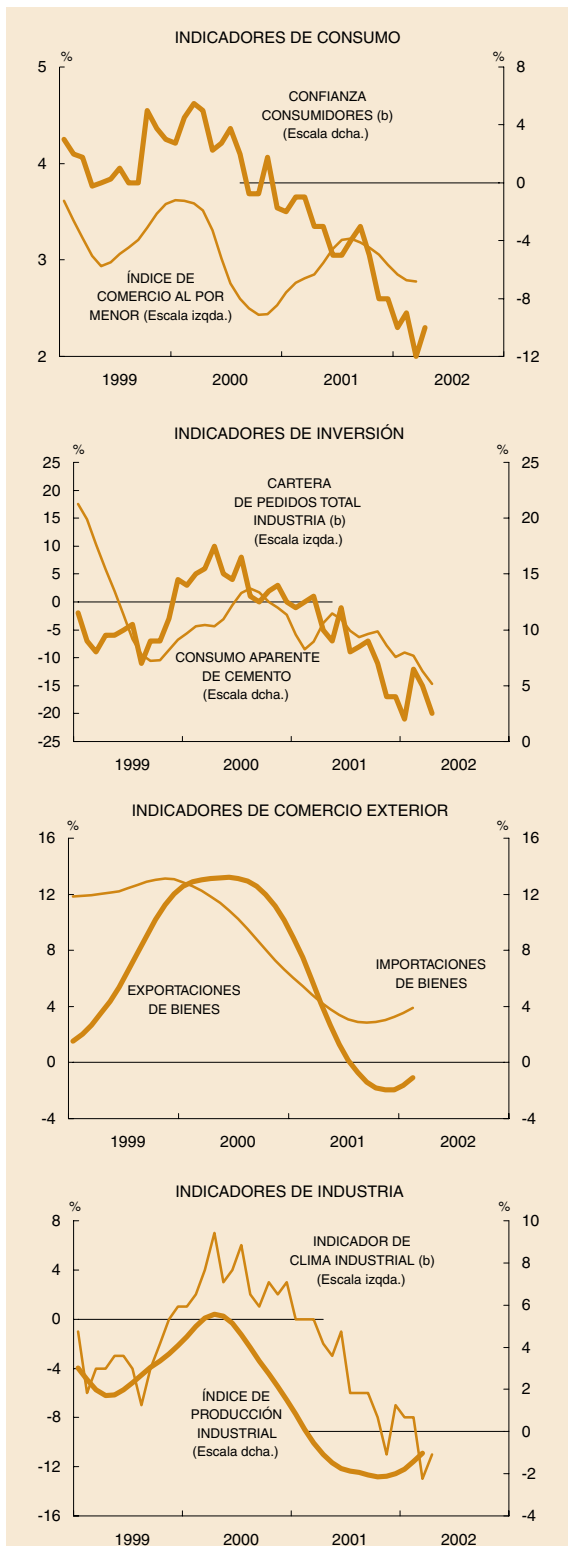
Según la reciente estimación del Instituto Nacional de Estadística (INE), el producto interior bruto (PIB) real de la economía española registró una tasa de crecimiento interanual del 2% durante el primer trimestre de 2002, medida a través de la serie desestacionalizada. En términos intertrimestrales, la tasa de aumento fue del 0,5%. Estas cifras están en línea con los resultados que se habían anticipado en el último Informe trimestral publicado en este Boletín y confirman que el consumo y la inversión en construcción son los dos pilares en los que se asienta el crecimiento de la economía española al comienzo del presente año, mientras que tanto la inversión en equipo como las exportaciones conservan un tono deprimido. Se constata también la pérdida de dinamismo en la creación de empleo, que disminuye, en términos interanuales, en la agricultura y en las ramas industriales, donde se recupera ligeramente la productividad. Por el contrario, el empleo sigue aumentando a buen ritmo en la construcción, e incluso se acelera en la rama de servicios de mercado, que atenúa el incremento de su productividad.

La nueva información, referida al comportamiento de la economía española al cierre del primer trimestre del año y al inicio del segundo, confirma que el avance del gasto interior sigue estando apoyado en el consumo no duradero y en la construcción —aunque esta acusa cierta pérdida de vigor—, mientras que la inversión en bienes de equipo mantiene una notable debilidad. En cuanto a la demanda exterior neta, las exportaciones han frenado su descenso en los primeros meses del año y las importaciones crecen a ritmos moderados. Por el lado de la oferta, si bien la producción industrial apunta una incipiente recuperación, la desaceleración del empleo y el avance del paro indican que los efectos de la ralentización económica están incidiendo ahora, en mayor medida, en el mercado laboral.

Los indicadores de opinión referidos al consumo privado han mostrado, en general, una ligera mejoría, a partir de los bajos niveles alcanzados en el primer trimestre. El índice de confianza de los consumidores aumentó dos puntos en abril, recuperando la media de los tres primeros meses de 2002, al mejorar las opiniones sobre la situación futura de los hogares y la evolución prevista del paro (véase gráfico 1). El índice de confianza del comercio minorista también se incrementó un punto en ese mes, apoyado en el mayor optimismo de las previsiones sobre el volumen de negocios, si bien, en marzo, el índice de ventas de comercio

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.

al por menor tan solo aumentó un 1,2%, en tasa de crecimiento real interanual, reflejando una tendencia de suave moderación en el conjunto del primer trimestre. Por su parte, el indicador de clima industrial en el sector productor de bienes de consumo se estabilizó en abril en valores bastante negativos, a pesar de que la producción interior de estos bienes experimentó una recuperación en el primer trimestre, que contribuyó al sostenimiento del indicador de disponibilidades. Siguiendo las tendencias anteriores, las disponibilidades alimenticias moderaron su ritmo de crecimiento en ese período, mientras que el componente no alimenticio consolidó una recuperación suave. Solo las disponibilidades de bienes duraderos mantienen una notable debilidad, coherente con la tendencia descendente de las matriculaciones de automóviles, cuyo ritmo de caída interanual fue del 7,6% en abril.

El índice de disponibilidades de bienes de equipo intensificó su tendencia descendente durante el primer trimestre del año, período en el que tanto la producción como las importaciones de estos bienes mostraron un comportamiento muy contractivo. Sin embargo, el clima industrial entre los productores del sector, que había mantenido un tono deprimido en el primer trimestre, se elevó notablemente en abril, gracias a las mejores perspectivas sobre la cartera de pedidos interior y a la tendencia prevista de la producción.

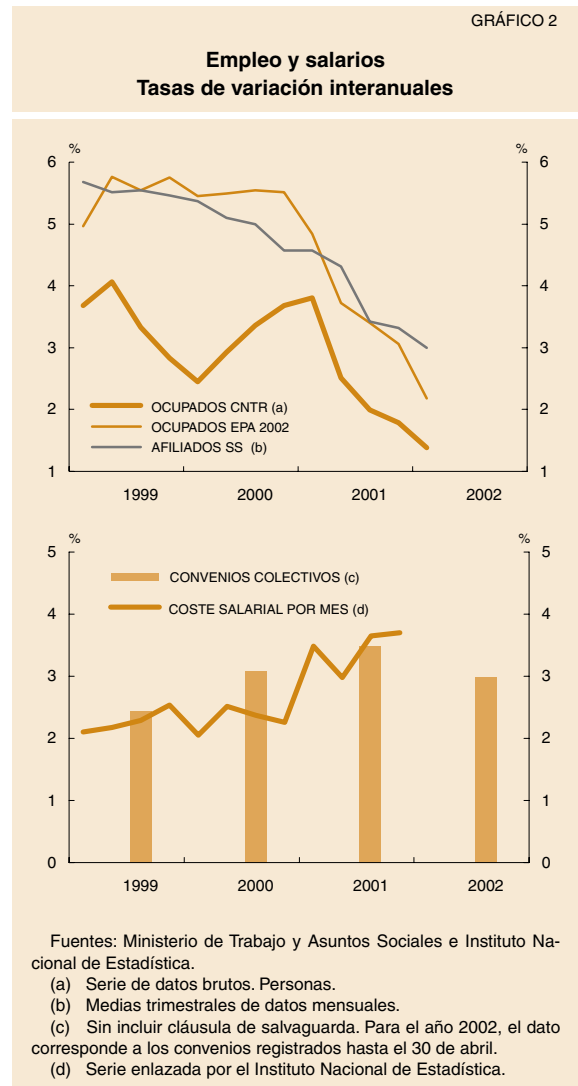
Entre los indicadores contemporáneos del gasto en construcción, el consumo aparente de cemento registró en abril un avance significativo, del 17,8%, que compensa la importante caída del mes precedente y que es compatible con el mantenimiento de una tendencia de suave desaceleración, mientras que la producción de materiales para la construcción registró un retroceso del 3,8% en marzo, truncando la tendencia de ligera aceleración de los dos meses precedentes. El empleo en la construcción sigue creciendo con fuerza, ya que, según la EPA, los ocupados aumentaron un 6,7%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2002, y las afiliaciones a la Seguridad Social, un 5,5%, tres décimas por debajo del observado en el último trimestre del ejercicio; sin embargo, el paro registrado ha reflejado un importante incremento en marzo y abril, con tasas cercanas al 10%, y el indicador de confianza en la construcción mantiene una evolución suavemente descendente, habiendo registrado un retroceso de dos puntos en abril, al que ha contribuido un deterioro de las perspectivas de empleo en el sector. Por otra parte, los visados de edificación residencial cerraron el ejercicio pasado con un descenso del 5,5% de la superficie a construir y proyectan una desaceleración adi-

cional del gasto en edificación residencial a medio plazo, mientras que la licitación oficial en ingeniería civil intensificó en el primer trimestre del año el elevado dinamismo que le caracterizó en la segunda mitad del ejercicio anterior, proporcionando sustento a la obra civil en los próximos meses.

Los datos de febrero del comercio exterior muestran que las exportaciones de bienes, en términos reales, descendieron un 3,8% en ese mes, en tasa interanual; no obstante, en el promedio de los dos primeros meses del año su ritmo de caída se aminoró hasta el -1,1%, desde el -4,4% del último trimestre de 2001 (véase gráfico 1). Cabe destacar el ligero incremento de las ventas a los mercados extracomunitarios en febrero (0,5%, en términos reales), que trunca la tendencia de notables descensos observada desde mediados del ejercicio anterior, mientras que las exportaciones dirigidas a la UE retrocedieron un 5,4% en ese mes. Por grupos de productos, la debilidad de las exportaciones en los dos primeros meses del año vino marcada por el intenso retroceso de las ventas de bienes de equipo (-25,4%), mientras que los bienes de consumo (3,2%) y los intermedios (4,7%) reflejaron cierta recuperación. Por su parte, las importaciones de bienes descendieron un 1,6% en febrero, de forma que en el conjunto de los dos primeros meses su ritmo de crecimiento fue similar al observado en el último tercio del año anterior (2,4%). Las compras más dinámicas fueron las de bienes intermedios (4,3%), debido al impulso del componente energético (18,7%), mientras que las de bienes de consumo continuaron moderándose (3,3%) y las de bienes de equipo intensificaron su debilidad (-5,6%). El déficit comercial en términos nominales descendió un 4,1% en el primer bimestre, fruto del menor avance del déficit real y, en mayor medida, del recorte en los precios de las importaciones energéticas.

Por otra parte, los datos de balanza de pagos hasta febrero de 2002 reflejaron un empeoramiento de todos los renglones de la cuenta corriente, especialmente de los saldos de rentas y de turismo, por lo que el déficit de las operaciones corrientes ascendió a 1.713 millones de euros, con un aumento de 917 millones de euros con respecto al observado en el mismo período del año anterior. Por el contrario, el superávit por cuenta de capital reflejó una mejora en este período de 335 millones de euros, situándose en 1.657 millones de euros.

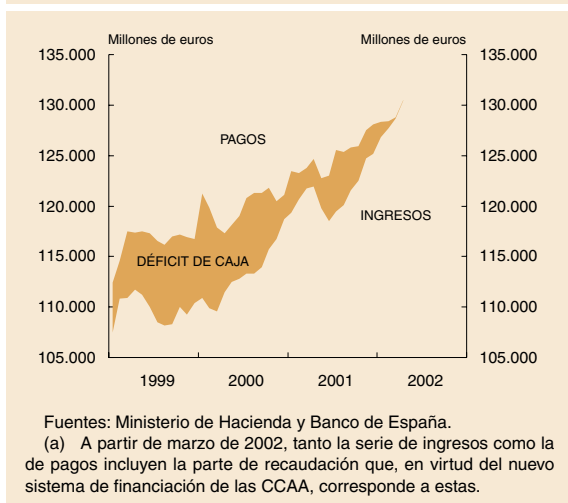
Desde la óptica de la oferta, el Índice de Producción Industrial (IPI) registró una caída interanual del 9,3%, en marzo, que, en términos de serie corregida de efectos de calendario, representa una disminución del 0,8%, confirman-



do la tendencia de incipiente recuperación que ha mostrado en los meses recientes (véase gráfico 1). Por componentes, la producción de bienes intermedios se aceleró ligeramente en marzo (1,4%), la de bienes de consumo moderó el impulso de los dos meses precedentes (-0,3%), y se intensificó el deterioro que venía caracterizando a la industria de bienes de equipo (-17,5%). El indicador de confianza del sector industrial recuperó dos puntos en abril, tras el fuerte retroceso de marzo, a lo que contribuyó el brusco descenso en los niveles de existencias, percibiéndose también una mejora de la cartera de pedidos exteriores. El último dato de la utilización de la capacidad productiva en la industria, publicado en abril, ha mostrado una estabilización en los niveles del trimestre anterior, aumentando las previsiones para los próximos tres meses. Sin embargo, los indicadores de empleo en la industria han continuado deteriorándose en el primer trimestre, en el que los ocupados retrocedieron un 2,5% interanual, en línea con la evolución negativa de las afiliaciones a la Seguridad Social en ese período

GRÁFICO 3

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



(-0,5%); el paro registrado avanzó en abril a una tasa del 6,5%.

El empleo intensificó su desaceleración en los primeros meses de 2002 (véase gráfico 2). Según la nueva EPA (1), en el primer trimestre se destruyeron 66.000 puestos de trabajo netos, lo que se tradujo en un recorte de nueve décimas en la tasa de crecimiento interanual de los ocupados, hasta el 2,2%; el empleo asalariado aumentó un 2,8% y los trabajadores por cuenta propia descendieron el 0,1%. En otro artículo de este Boletín se analizan detenidamente los resultados de la EPA, que también han reflejado un aumento importante del número de parados, del 8,6%, en el primer trimestre, frente al descenso del 0,2% observado a finales de 2001, según la serie enlazada por el Servicio de Estudios; la tasa de paro aumentó un punto en relación con el trimestre anterior, hasta el 11,5%. Cabe señalar que la pérdida de dinamismo del empleo se reflejó, aunque en menor medida, en los datos de afiliaciones a la Seguridad Social del primer cuatrimestre, período en el que aumentaron un 3%, en tasa interanual. Por otra parte, el paro registrado se aceleró en abril hasta el 6,6%, por encima del 3,5% observado en el conjunto del primer trimestre.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado acumuló hasta abril de 2002 un superávit de 10.387 millones de euros (1,5% del PIB), frente a los 6.142 millones de euros (0,9%

(1) Con la publicación de los datos del primer trimestre de 2002, el INE ha introducido algunos cambios metodológicos importantes en la EPA, que se detallan en el artículo del *Boletín económico* del mes de abril «Cambios metodológicos en la EPA en 2002».

del PIB) del mismo período del año anterior. Tanto los ingresos como los gastos disminuyeron apreciablemente en comparación con el primer cuatrimestre de 2001 (un 6,5% y un 18%, respectivamente), debido a los efectos del nuevo sistema de financiación autonómica. Sin embargo, la reducción de los ingresos fue menor que la registrada hasta marzo, debido, principalmente, a la evolución de los impuestos corrientes sobre renta y patrimonio, mientras que la disminución de los gastos fue similar a la observada en el primer trimestre. La información disponible en términos de caja proporciona un superávit del Estado de 2.787 millones de euros hasta abril de 2002, frente a un saldo prácticamente equilibrado en el mismo período de 2001. Tanto los ingresos como los pagos aminoraron su ritmo de caída, que, hasta abril, fue del -8,2% para los primeros (-9,9% en el primer trimestre) y del -14,2% para los gastos (-15,8% anterior). Recuérdese que los cambios en el sistema de financiación de las Comunidades Autónomas hacen que la comparación con el año anterior no sea homogénea y que, dada la novedad del sistema, no sea posible conocer su efecto sobre la evolución mensual del saldo del Estado y evaluar en qué medida la mejora observada en el saldo podría estar reflejando cambios en la estacionalidad de la serie. La mejora de los ingresos en el mes de abril se debió, sobre todo, a los impuestos directos y los ingresos no tributarios, siendo destacable el dinamismo del Impuesto sobre Sociedades y de la imposición indirecta, que, en términos homogéneos, creció cerca de un 8%. En cuanto a los gastos, destacan una cierta contención en los de funcionamiento (personal y compras) y la reducción en los pagos por intereses, debida, en parte, al diferente calendario de vencimientos de deuda pública.

2. COSTES Y PRECIOS

Los datos de negociación colectiva hasta abril mostraron un incremento salarial medio pactado del 2,98%, dos décimas por encima del observado hasta marzo, como consecuencia de las elevadas tarifas que se pactaron en un conjunto reducido de convenios de nueva firma, en ese mes. Los convenios revisados, que representan el 95% de los registrados hasta la fecha, mantuvieron un aumento de tarifas del 2,78%, próximo al registrado con datos hasta marzo. Por ramas de actividad, en el último mes se observó una aceleración de las tarifas salariales en la agricultura (3,59%) y los servicios (2,98%), mientras que se moderaron en la industria y la construcción, hasta el 2,81% y el 3,64%, respectivamente (véase gráfico 2).

En abril, el IPC aumentó un 1,4% en tasa intermensual, lo que elevó en cinco décimas su tasa de variación interanual, hasta el 3,6%. El

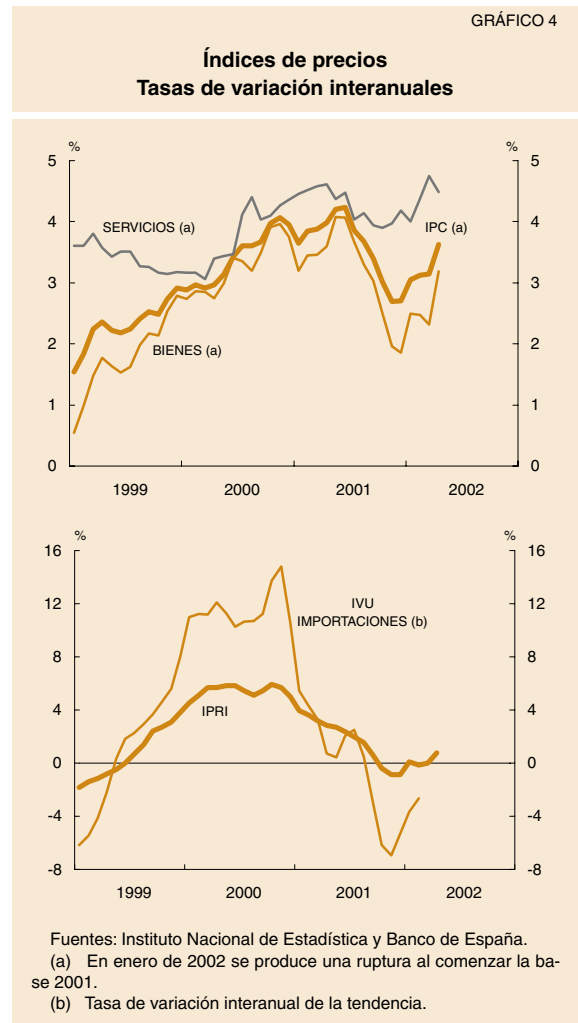
repunte fue generalizado a la mayoría de los principales componentes del índice, a excepción de los servicios.

Dentro del IPC, el IPSEBENE aumentó en cuatro décimas su tasa de crecimiento interanual, hasta el 3,9%. Entre los componentes que integran el IPSEBENE, los precios de los alimentos elaborados y los de los bienes industriales no energéticos se aceleraron en ocho décimas, hasta el 5% y 2,7%, respectivamente, mientras que el componente de servicios recortó su ritmo de aumento en dos décimas, situándose en el 4,5%. En el caso de los alimentos elaborados destacó la elevación del precio del tabaco, así como los notables incrementos que siguieron mostrando los precios del aceite, de los productos lácteos y de la cerveza. En cuanto a los bienes industriales no energéticos, la evolución alcista en el mes de abril vino marcada por el importante aumento que registraron los precios del vestido y el calzado, una vez finalizado el período de rebajas, aunque también continuaron incrementándose los precios de prensa y las revistas. En cuanto a los servicios, el descenso de la tasa de inflación fue consecuencia de la desaceleración de los precios relacionados con el turismo, característica de las fechas posteriores a la Semana Santa.

Aunque resulta muy difícil identificar las subidas de precios que pueden atribuirse al cambio de la moneda de denominación, el comportamiento en los cuatro primeros meses del año parece indicar que en algunas rúbricas se ha producido un efecto alcista mayor del esperado, como consecuencia de unas expectativas de redondeo al alza y de la falta de familiaridad de los consumidores con la nueva unidad de cuenta. Se trata de un fenómeno que solo afecta al nivel general de precios en un momento del tiempo, por lo que su impacto sobre la tasa de inflación tenderá a corregirse en un horizonte próximo y no debería influir en la formación de expectativas o en la negociación de las rentas.

En cuanto a los componentes más variables del IPC, los alimentos no elaborados fueron los más inflacionistas, aumentando en algo más de un punto su tasa de crecimiento interanual, que alcanzó el 5,3% en el mes de abril, con aumentos destacados de los precios de la carne de ave, de moluscos y crustáceos, así como de las hortalizas frescas y patatas, además del importante incremento que continuaron mostrando las frutas frescas. Finalmente, los precios de la energía aminoraron en ocho décimas su ritmo de caída interanual, hasta el -0,4%, como consecuencia de la evolución alcista de los precios de los carburantes y del gasóleo de calefacción, que compensó el recorte del precio del butano.

Igual que el IPC, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) aumentó un 1,4% en



abril, elevando en cinco décimas su tasa de crecimiento interanual, al 3,7%. Sin embargo, en el conjunto de la zona del euro el IAPC recortó una décima su crecimiento interanual en ese mes, hasta el 2,4%, por lo que el diferencial de precios entre España y la UEM se amplió en seis décimas, hasta quedar situado en 1,3 puntos porcentuales. Por componentes, la ampliación del diferencial se extendió a la mayoría de ellos, excepto a los servicios, que estabilizaron su diferencial de inflación en 1,5 puntos porcentuales (pp), y a la energía, que lo estrechó en una décima, hasta 0,1 pp. Por el contrario, los alimentos, que mostraban un diferencial nulo en marzo, lo aumentaron en abril hasta 1,6 pp y también se amplió en nueve décimas el diferencial en el componente de bienes industriales no energéticos, que se situó en 1 pp.

En cuanto a los precios industriales, el IPRI creció un 0,7% en abril, en tasa intermensual, elevando sustancialmente su tasa de variación interanual, hasta el 0,8%. El componente energético creció un 2,5% intermensual, lo que redujo en dos puntos adicionales su ritmo de caída interanual, hasta el -1,3%, frente al descenso del

-11,9% que registraba en diciembre pasado. Los demás componentes también se aceleraron en abril. Los precios de los bienes intermedios no energéticos y de los bienes de equipo registraron variaciones interanuales del -1,3% y del 1,8%, respectivamente, mientras que los precios de los bienes de consumo situaron su tasa interanual en el 2,8% en dicho mes.

Los precios de las importaciones totales frenaron su ritmo de descenso en febrero hasta el -1,2%, desde el -4,6% observado el mes anterior. Los precios energéticos continuaron recorriéndose (-20,3%), mientras que los no energéticos reflejaron una ligera aceleración (0,5%), debida al comportamiento inflacionista de los bienes de equipo (7,1%). Por su parte, los precios de las exportaciones totales continuaron acelerándose suavemente en febrero (2,4%). Los precios de los bienes de equipo siguieron reflejando un crecimiento muy abultado (25,3%) y se aceleraron los precios de los bienes de consumo (3,3%), mientras que prosiguió la evolución a la baja de los precios de los bienes intermedios no energéticos (-3,3%).

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

En Estados Unidos, los indicadores más recientes señalan que la recuperación económica sigue su curso, pero a un ritmo sensiblemente más moderado que en el primer trimestre, en el que se logró un crecimiento del 5,6%. En el mes de abril se produjo un cierto freno tanto en los indicadores de opinión como en los de actividad. Sin embargo, algunos indicadores de consumo han continuado mostrando un dinamismo inesperado, como las ventas al por menor de abril, con un avance del 1,2%, compatible con un ritmo anual de consumo cercano al 3%. En cuanto a la demanda de inversión, los indicadores no son concluyentes: aunque la inversión desaceleró su caída en el primer trimestre del año y el aumento en la producción de bienes informáticos avala un repunte del gasto de las empresas en estos bienes, los pedidos de bienes duraderos no acaban de mostrar una tendencia clara al alza. La mejoría de los beneficios contables en el cuarto trimestre de 2001 y la reducción del *gap* financiero de las empresas son una base para la recuperación de la inversión, pero esta se ve frenada por el exceso de capacidad sin utilizar, que sigue estando en niveles históricamente altos. La producción industrial, con un incremento del 0,4% en abril, continúa dando muestras de firme crecimiento. En el mercado de trabajo, el empleo, con un ligero aumento de 43 mil personas en abril, comienza a dar signos positivos, aunque la tasa de paro ha subido hasta el 6% y las

prestaciones por desempleo siguen sin tomar una senda descendente. La noticia más positiva es el nuevo aumento de la productividad en el primer trimestre (8,6%), que, junto con la moderación salarial, ha provocado una caída de los CLU del 5,4%. Adicionalmente, el buen comportamiento de la productividad ha contribuido a moderar las perspectivas inflacionistas, a pesar del fuerte aumento en términos mensuales del IPC en abril, que se debió, principalmente, a la subida de la gasolina: en términos interanuales, el IPC aumentó ligeramente, del 1,5% al 1,6%, y la tasa de inflación subyacente se situó en un 2,5%. La persistente nota negativa sigue siendo el saldo exterior, que, al contrario que en desaceleraciones anteriores, apenas se ha reducido en esta ocasión; de hecho, el déficit comercial ha aumentado en los 12 últimos meses: entre diciembre y marzo ha pasado de 24,7 mm a 31,6 mm de dólares, un 3,2% del PIB. La estabilidad de los precios y el gradualismo con el que se está manifestando la recuperación han propiciado que la Reserva Federal haya mantenido el tipo de interés oficial en el 1,75%. Durante el mes de abril, la bolsa perdió una buena parte de las ganancias obtenidas desde el 11 de septiembre, lo que refleja un cierto ajuste sobre el optimismo, probablemente excesivo, de los mercados financieros, aunque en la primera mitad de mayo ha vuelto a orientarse al alza. El dólar, tras la fortaleza del primer trimestre, ha mostrado una tendencia depreciadora que le ha llevado, en términos medios, a niveles un 1,9% inferiores a los de diciembre de 2001.

En Japón, después de tres trimestres consecutivos de recesión, la demanda interna continuó ofreciendo signos de debilidad durante el primer trimestre de 2002, a la vez que se producía una mejora en la demanda externa y en los indicadores financieros. Por el lado de la oferta, la producción industrial registró una caída interanual de 10,6% (en media trimestral), en tanto que por el lado de la demanda se produjeron nuevos descensos interanuales de las ventas al por menor (-5,3% en media trimestral) y del gasto nominal de las familias (-3%). Sin embargo, recientemente, la mejora de las exportaciones propició una recuperación de las expectativas empresariales, principalmente en la industria. Asimismo, la reducción de la tasa de paro hasta el 5,2% en marzo favoreció una mejoría del índice de sentimiento de los consumidores en ese mes. Los precios de consumo siguieron arrojando fuertes descensos interanuales durante el primer trimestre (con una caída media del 1,4%) y el superávit comercial registró una clara tendencia de ascenso como consecuencia simultánea de la mejor evolución de las exportaciones y de la continua caída de las importaciones. El yen, tras haberse depreciado hasta el mes de febrero, inició una

apreciación gradual, hasta situarse en la cota de 125 yenes / dólar a mediados de mayo. Por su parte, el Banco de Japón mantuvo sin variaciones los tipos de interés oficiales.

En el Reino Unido, la economía registró en el primer trimestre de 2002 un crecimiento trimestral nulo, por la fuerte caída de la producción industrial y la moderación del sector servicios, de manera que la tasa interanual se sitúa en el 1%, la menor en una década. Para el segundo trimestre de 2002, los indicadores de oferta apuntan hacia la progresiva recuperación del sector industrial, mientras que el consumo privado sigue mostrándose resistente. La tasa de paro ha continuado en niveles históricamente bajos (5,1% en abril), pese a lo cual el moderado crecimiento de los salarios ha contribuido a que la tasa de inflación (2,3% interanual en abril) se haya mantenido por debajo del objetivo del Banco de Inglaterra, que no ha modificado los tipos de interés oficiales, en el 4% desde noviembre.

En América Latina, tras un primer trimestre muy positivo en las variables financieras, el inicio del segundo trimestre ha supuesto una reversión del sentimiento de los mercados, en contraste con lo que ha ocurrido en el resto de áreas emergentes. A ello ha contribuido el hecho de que la subida de los precios de los bonos que se venía observando tenía un importante componente técnico y que los indicadores de coyuntura de este inicio del año están apuntando a una recuperación muy lenta. En Argentina, los intentos de normalizar la situación financiera siguen chocando con múltiples obstáculos, lo que llevó a la dimisión del ministro de economía a mediados de abril. Tampoco se ha avanzado mucho en la negociación de un acuerdo con las instituciones internacionales, pues siguen existiendo trabas a un pacto fiscal con las provincias y a la reforma de ciertas leyes. En Brasil, el buen comportamiento de los sectores público y exterior ha sido ensombrecido por la incertidumbre que está caracterizando el período pre-electoral y por la atonía de la actividad. Tampoco Méjico se ha beneficiado aún de la recuperación de la economía estadounidense, según reflejan las cifras del PIB del primer trimestre (caída del 2% interanual). En Chile, los resultados de este período también han sido inferiores a lo esperado. En Venezuela, la tensión política se ha moderado, pero la economía se enfrenta a una situación difícil, debido al aún elevado déficit que es necesario financiar, a la depreciación del bolívar y a la elevada incertidumbre existente. Por último, el contagio de la crisis argentina ha seguido dificultando la evolución financiera de Uruguay.

Tras la disminución del producto en el último trimestre del año anterior, los indicadores econó-

micos más recientes del área del euro apuntan a una incipiente recuperación de la actividad durante la primera mitad de 2002, aunque las perspectivas que arrojan las variables de oferta son más favorables que las que señalan los indicadores de demanda. Así, en la vertiente de la oferta, desde finales de 2001 hasta marzo se ha venido observando un crecimiento positivo de la producción industrial en términos intermensuales. El indicador de confianza industrial de la Comisión Europea mantuvo en abril el nivel del mes anterior —que fue superior, en cualquier caso, al de los meses precedentes—, mientras que las opiniones de los directores de compras de los sectores manufacturero y de servicios mejoraron de nuevo (véase cuadro 1). Desde la óptica de la demanda, sin embargo, los indicadores de gasto de los hogares reflejan un menor dinamismo. Así, la confianza de los minoristas permaneció estable en abril y la de los consumidores empeoró ligeramente. Por su parte, el índice de comercio al por menor experimentó una moderada recuperación en febrero, tras presentar tasas de avance negativas intermensuales en los dos meses anteriores, y el ritmo de descenso del indicador de matriculaciones de turismo se intensificó en marzo. Por último, las expectativas de exportación aumentaron de nuevo en el segundo trimestre, mientras que el grado de utilización de la capacidad productiva se mantuvo estable. Todos estos indicadores sugieren que la recuperación podría estar basándose más en la contribución de la demanda externa que en la de la demanda interna (2).

Los datos disponibles de Contabilidad Nacional por países, relativos al primer trimestre de 2002, muestran, en general, tasas de variación intertrimestral superiores a las del período precedente. Así, el PIB alemán aumentó un 0,2% en relación con el trimestre anterior, lo que refleja una notable recuperación respecto al -0,3% del cuarto trimestre de 2001, aunque la demanda interna ha mantenido un tono muy débil. En Italia, el crecimiento intertrimestral del producto se elevó al 0,2%, frente a una tasa negativa del 0,2% en el último trimestre de 2001. Por su parte, la economía holandesa experimentó una tasa de variación nula en su producto en el primer trimestre de 2002, al igual que en los dos trimestres anteriores. Finalmente, en Francia el PIB pasó de caer un 0,4% en el último trimestre de 2001 a aumentar un 0,4% en la primera parte del año actual, como resultado, en gran medida, del comportamiento de la contribución de la variación de existencia al producto entre ambos períodos.

(2) Estando este Boletín en imprenta, Eurostat ha publicado el dato del PIB para la zona euro del primer trimestre de 2002, que ha supuesto un crecimiento del 0,2% respecto del trimestre anterior.

Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	2001		2002			
	DIC	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY (c)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):						
Índice de Producción Industrial	-4,7	-2,9	-3,3	-2,9		
Comercio al por menor	1,9	0,1	1,6			
Matriculaciones de turismos nuevos	0,8	-2,4	-3,2	-6,0		
Indicador de confianza de los consumidores	-10	-11	-9	-9	-10	
Indicador de clima industrial	-17	-14	-14	-11	-11	
IAPC	2,0	2,7	2,5	2,5	2,4	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):						
M3	8,2	7,9	7,4	7,3		
M1	5,5	6,5	6,1	5,8		
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	5,2	5,2	5,1	4,9		
<i>AAPP</i>	0,1	1,7	2,1	3,0		
<i>Otros sectores residentes</i>	6,7	6,2	6,0	5,4		
EONIA	3,36	3,29	3,28	3,26	3,32	3,29
EURIBOR a tres meses	3,34	3,34	3,36	3,39	3,41	3,46
Rendimiento bonos a diez años	4,96	5,02	5,07	5,32	5,30	5,32
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,16	0,05	-0,09	0,02	0,00	-0,09
Tipo de cambio dólar/euro	0,892	0,883	0,870	0,876	0,886	0,912
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	-19,7	-2,2	-3,2	1,6	-3,4	-4,8

Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Banco Central Europeo y Banco de España.
(a) Tasa de variación interanual, excepto en los indicadores de confianza.
(b) 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.
(c) Media del mes hasta el día 22 de mayo de 2002.
(d) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 21 de mayo de 2002.

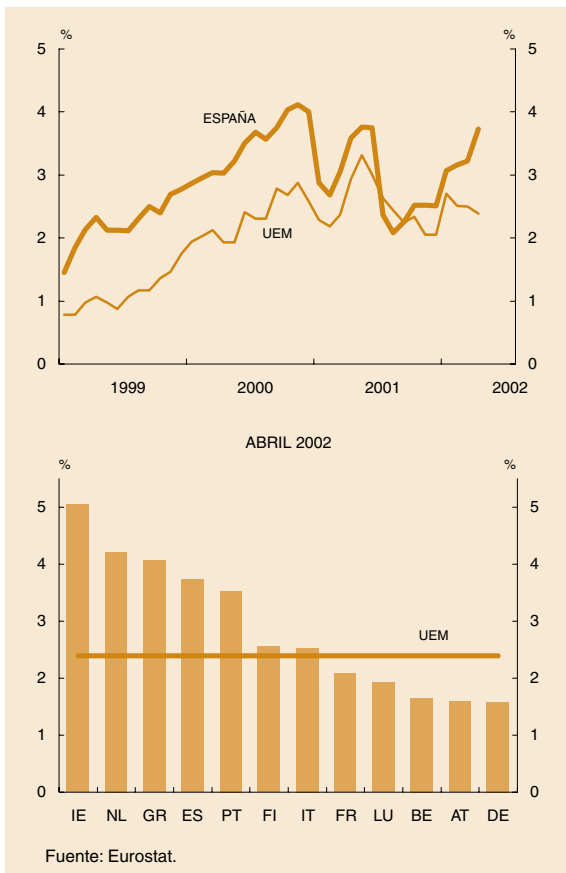
Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la tasa interanual de variación del IAPC en el mes de abril se redujo ligeramente, pasando del 2,5 % al 2,4% (véase gráfico 5). Esta caída resulta atribuible, básicamente, al comportamiento de los bienes alimenticios no elaborados y al de los servicios, ya que se moderó el ritmo de descenso de los precios de los bienes energéticos, afectados por la reciente evolución alcista del precio del petróleo, y los precios de los bienes industriales no energéticos y de los alimentos elaborados experimentaron una tasa de avance similar a la del mes anterior. La ralentización de los precios de los servicios ha sido, en gran medida, fruto de la desaceleración observada en los precios de los paquetes turísticos, lo que suele ser habitual en fechas posteriores a la Semana Santa. El índice de precios que excluye los alimentos no elaborados y la energía (IPSEBENE) se mantuvo por cuarto mes consecutivo en el 2,6%. Por su parte, la tasa de variación interanual de los precios industriales (IPRI) se situó en marzo en el -0,8%, frente al -1,1% del mes anterior. Esta evolución se debió a la moderación del ritmo de

descenso de los bienes intermedios, especialmente de su componente energético, mientras que los precios de los bienes de consumo no duradero se moderaron de nuevo.

En este contexto de resistencia de la inflación a bajar por debajo del 2% —en gran medida debido a factores transitorios— y de incertidumbre sobre la fortaleza de la recuperación económica, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en las últimas reuniones celebradas, mantener inalterados los tipos de interés oficiales, que se sitúan, desde el 8 de noviembre, en el 3,25% para las operaciones principales de financiación y en el 2,25% y 4,25% para las facilidades de crédito y depósito, respectivamente. En el mercado interbancario, los tipos de interés a plazos entre tres y doce meses, tras reducirse ligeramente a lo largo de abril, se han incrementado en los días transcurridos de mayo, como consecuencia, probablemente, de una evolución de la inflación peor de la esperada. Del mismo modo, los tipos *forward* implícitos a un mes, que a lo largo del mes de abril habían reflejado una disminución de las expec-

GRÁFICO 5

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



tativas de incremento de los tipos de interés en la segunda mitad del año, repuntaron en mayo (véase gráfico 6). En los mercados secundarios de deuda pública, las rentabilidades a diez años, que se habían reducido en el transcurso del mes de abril, volvieron a incrementarse en mayo, hasta situarse, en el caso del bono alemán, en torno al 5,2%. La evolución de la rentabilidad de los bonos norteamericanos mostró un perfil similar, si bien con una caída más intensa en abril, con lo que el diferencial respecto a la deuda alemana se ha reducido desde 20 puntos básicos a finales de marzo hasta 10 puntos básicos a mediados de mayo.

Los mercados de renta variable europeos retomaron en abril y mayo la tendencia a la baja que se había interrumpido en el mes de marzo, de forma que las cotizaciones han vuelto a situarse por debajo de los niveles de cierre del año 2001. En particular, el índice *Dow Jones EURO STOXX* amplió acumulaba, en la tercera semana de mayo, una pérdida de casi el 5% desde principios de año. En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro se ha apreciado significativamente frente al dólar; en concreto, entre el 1 de abril y el 22 de mayo, el

GRÁFICO 6

Tipos de interés en la zona del euro

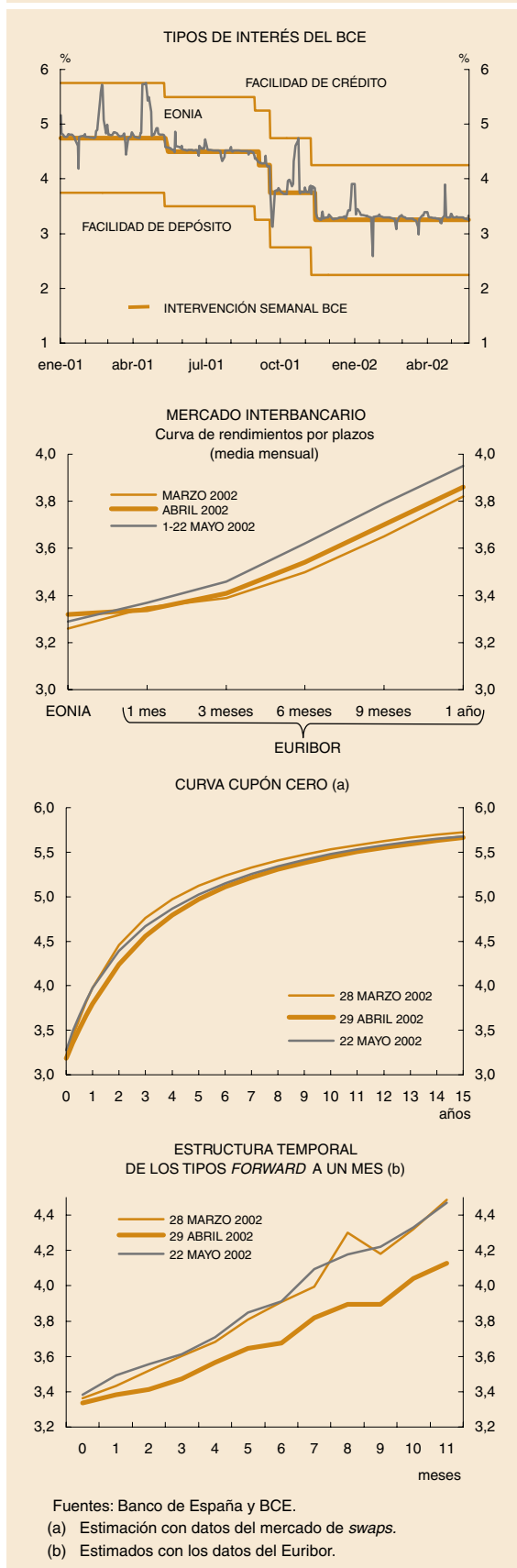
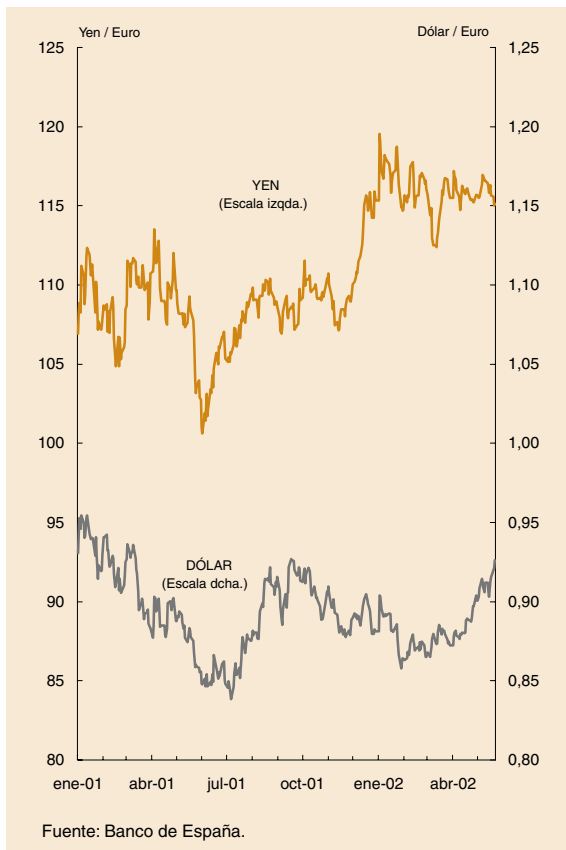


GRÁFICO 7

Tipos de cambio nominales del euro frente al dólar y al yen



euro se ha apreciado algo más de un 6% frente a la moneda norteamericana y, al cierre de este Boletín, se ha situado en unos niveles algo superiores a 0,92 dólares, que no se registraban desde el otoño de 2001 (véase gráfico 7).

Por lo que respecta a la evolución de los agregados monetarios en el área del euro, se observa una desaceleración de M3 que resulta coherente con una cierta reversión del fenómeno de aumento de la preferencia por la liquidez que tuvo lugar en 2001. La normalización de la demanda de los distintos tipos de activos financieros líquidos se ha reflejado en la disminución de las tasas de crecimiento interanual de M3, que pasó al 7,3% en marzo, pero este fenómeno se observa con más nitidez en la evolución de las tasas más cortas; así, por ejemplo, M3 presenta una tasa de avance intertrimestral hasta marzo del 4,3%. Los agregados más estrechos también mostraron pequeños descensos de sus ritmos de crecimiento, que siguen siendo inferiores a los de M3. Por su parte, el crédito al sector privado continuó desacelerándose en marzo en términos interanuales. No obstante, si se atiende a las tasas de crecimiento más cortas de los últimos meses, se observa un mayor dinamismo de esta variable,

que podría estar relacionado con la gradual recuperación de la actividad.

4. FLUJOS Y MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

Durante el mes de marzo, las magnitudes monetarias y crediticias en España se separaron de la senda de desaceleración seguida por los agregados del área del euro. Las tasas de crecimiento interanual de las tenencias de activos financieros más líquidos aumentaron (hasta el 9,9%, en el caso de los medios de pago) y los agregados crediticios no registraron la desaceleración que cabría esperar habida cuenta de la situación cíclica de la actividad en España. La financiación obtenida por las sociedades no financieras y los hogares españoles creció un 15,7% con respecto al mismo mes del año anterior.

Respecto a la evolución de los tipos de interés aplicados por los bancos y las cajas de ahorros a su clientela, la última información disponible, correspondiente al mes de abril (véase cuadro 2), confirma la tendencia creciente que viene caracterizando su comportamiento a lo largo de 2002. El tipo sintético de las operaciones activas aumentó 7 puntos básicos, hasta situarse en el 4,95%, a la vez que el tipo sintético de pasivo mostró un ligero repunte, hasta alcanzar el 2,27%. No obstante, considerando un horizonte temporal más amplio, ambos tipos son aún sensiblemente inferiores a los registrados hace un año (alrededor de 120 y 70 puntos básicos menos, respectivamente).

Durante el mes de abril, las rentabilidades negociadas en los mercados de renta fija nacionales descendieron moderadamente en los plazos intermedios. Sin embargo, en las primeras semanas de mayo se reanudó la suave tendencia alcista que los tipos de interés a los distintos plazos vienen experimentando desde finales de 2001 en la mayoría de los países europeos, enjugándose los descensos acumulados en el mes anterior. En los mercados primarios, sin embargo, los tipos marginales de emisión de deuda pública española mostraron una cierta estabilidad tanto en las referencias de corto plazo como en las subastas de bonos y obligaciones. El diferencial de la deuda española a largo plazo con el bono alemán permaneció también estable en torno a los 18 puntos básicos, mientras que el *spread* entre la renta fija privada y la deuda pública nacionales se redujo sensiblemente, hasta los 64 puntos básicos, en los plazos más largos.

A lo largo del período analizado, las cotizaciones en los mercados bursátiles nacionales

CUADRO 2

Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1999	2000	2001	2002				
	DIC	DIC	DIC	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY (a)
BANCARIOS:								
Tipo sintético pasivo	1,98	3,02	2,22	2,22	2,25	2,24	2,27	...
Tipo sintético activo	5,03	6,35	4,86	4,88	4,85	4,88	4,95	...
TESORO:								
Subasta de letras a doce meses (b)	3,75	4,71	3,11	3,17	3,52	3,69	3,72	3,71
Subasta de bonos a tres años	4,56	4,81	...	3,97	...	4,30
Subasta de obligaciones a diez años	5,38	5,24	5,02	5,05	5,04	5,32	5,35	...
MERCADOS SECUNDARIOS (c):								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,60	4,70	3,11	3,27	3,33	3,52	3,51	3,68
Deuda pública a diez años	5,37	5,20	4,97	5,05	5,11	5,34	5,34	5,36
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,19	0,29	0,19	0,18	0,18	0,16	0,17	0,18
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	16,22	-12,68	-6,39	-2,61	-1,30	0,59	0,44	-0,12
Diferencial renta fija privada								
con letras del Tesoro a doce meses	0,24	0,29	0,22	0,25	0,19	0,22	0,22	0,22
Diferencial renta fija privada								
con deuda pública a diez años	0,41	0,70	0,67	0,70	0,71	0,71	0,70	0,64

Fuente: Banco de España.
(a) Media de datos diarios hasta el 17 de mayo de 2002.
(b) Tipo de interés marginal.
(c) Medias mensuales.
(d) Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

experimentaron una elevada variabilidad y retrocesos que situaron los índices en mínimos anuales. Así, a fecha 17 de mayo, el Índice General de la Bolsa de Madrid mostraba una pérdida acumulada desde comienzos de año del 0,1%. La evolución negativa del Índice General estuvo determinada por la de los precios de las acciones de un número reducido de empresas con un peso importante en la composición de dicho Índice. Por el contrario, las sociedades de menor tamaño registraron unos resultados más favorables, que, de hecho, explican el mejor comportamiento relativo del mercado español en comparación con el del resto de plazas europeas. Desde el punto de vista sectorial, en las compañías de telecomunicaciones y energía se produjeron los mayores recortes de precios, mientras que en el otro extremo se situaron las empresas constructoras y de servicios de mercado (transporte e inmobiliarias).

En este entorno, los activos líquidos de las sociedades no financieras y los hogares mantuvieron, en marzo, la aceleración observada en los meses precedentes (véanse cuadro 3 y gráfico 8). La tasa de crecimiento interanual de los medios de pago volvió a incrementarse, situándose en el 9,9%, más de 3 puntos porcentuales

por encima de las tasas correspondientes a los últimos meses de 2001. El efectivo experimentó una variación negativa con respecto al mismo mes del año anterior, pero menos acusada que en los meses previos, síntoma de una progresiva normalización de su comportamiento tras la culminación del proceso de introducción de los billetes y monedas en euros. Simultáneamente, los depósitos a la vista y de ahorro avanzaron, en marzo, a ritmos interanuales en torno al 17% y el 15%, respectivamente, lo que representa una aceleración de 3 puntos porcentuales para los depósitos de ahorro y de 1,5 puntos para los depósitos a la vista con respecto a los valores de diciembre de 2001. Sin embargo, de acuerdo con la información provisional disponible, la expansión de los medios de pago en el mes de abril podría haber sido inferior a la del mes de marzo.

Asimismo, continuó el proceso de desaceleración de los otros pasivos bancarios, cuya tasa de crecimiento se situó en el 5,3% en marzo, significativamente por debajo del 8% con el que finalizó el año 2001. Esta tendencia, que se inició a finales de 2000, ha estado concentrada en los depósitos a plazo, cuya contribución al avance de este agregado ha disminuido

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		
	MAR (b)	DIC	DIC	ENE	FEB	MAR
Medios de pago (MP)	293,7	4,4	6,8	6,5	7,7	9,9
Efectivo	43,7	-0,4	-21,3	-21,0	-19,0	-16,0
Depósitos a la vista	128,2	9,1	16,0	13,9	15,1	17,5
Depósitos de ahorro	121,8	2,4	11,8	12,6	13,2	14,8
Otros pasivos bancarios (OPB)	245,3	19,6	8,4	6,2	5,9	5,3
Depósitos a plazo	194,0	25,4	13,0	12,0	10,2	8,2
Cesiones y valores bancarios	36,2	10,9	-0,4	-1,7	3,5	5,5
Depósitos en el exterior (c)	15,1	-8,6	-20,5	-26,5	-26,7	-21,8
Fondos de inversión	154,3	-16,8	-2,3	-3,7	-0,9	1,6
FIAMM	43,5	-21,8	31,2	32,4	32,2	30,8
FIM renta fija en euros	29,6	-33,0	19,7	24,4	23,9	21,6
Resto de fondos	81,2	-9,8	-18,0	-21,2	-17,9	-13,9
PRO MEMORIA:						
AL1 = MP + OPB + FIAMM	582,4	8,0	8,9	7,9	8,4	9,2
AL2 = AL1 + FIM renta fija en euros	612,1	5,2	9,4	8,7	9,1	9,7
M3-UEM	5.459,3	4,1	8,2	7,9	7,4	7,3
M3-componente español (d)	610,7	7,4	10,4	7,0	7,0	7,6

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.
(d) Desde enero de 2002, el efectivo incluido en este agregado se calcula, a partir de los billetes de euro en circulación asignados al Banco de España, de acuerdo con el sistema contable establecido en el Eurosistema (véase nota al balance resumido de situación que figura al final del *Boletín estadístico* del Banco de España).

en más de 10 puntos porcentuales (véase gráfico 8). El resto de componentes, cuyo peso es reducido, ha tenido un comportamiento diferenciado: los saldos de los depósitos en el exterior continuaron reduciéndose, mientras que las cesiones y valores bancarios se aceleraron hasta situarse su crecimiento en el 5,5% con respecto al año anterior.

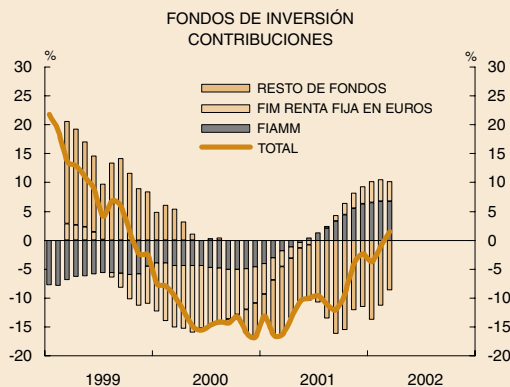
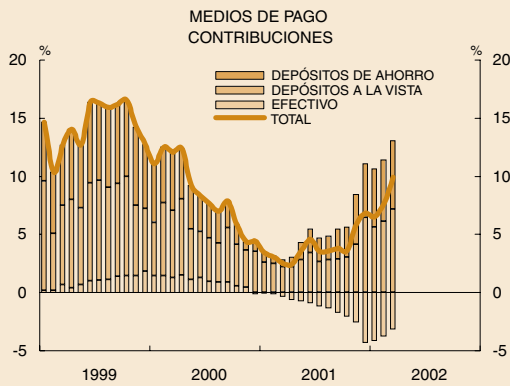
Por lo que respecta a la evolución de los fondos de inversión, los datos del mes de marzo confirman la recuperación del patrimonio gestionado por estas instituciones de inversión colectiva. La variación mensual de las participaciones en fondos en manos de los hogares y sociedades no financieras se elevó 2 mm de euros, lo que impulsó su tasa de crecimiento interanual hasta valores positivos por primera vez desde mediados del año 1999. El desglose por tipos de fondos muestra que el comportamiento reciente de esta fórmula de ahorro se apoya en el favorable desarrollo de los FIAMM y los FIM de renta fija en euros, que han consolidado

fuertes ritmos de expansión, con tasas interanuales superiores al 30% y 21%, respectivamente. En el resto de FIM, por su parte, continuaron produciéndose desinversiones netas, que, junto con las variaciones en el precio de su cartera de activos, supusieron una reducción de su patrimonio del 14% en términos acumulados anuales.

En lo que se refiere al comportamiento de los agregados crediticios, la tasa de crecimiento interanual de la financiación total concedida al conjunto de los sectores residentes no financieros fue del 10,8% en marzo, frente al 10,5% del mes anterior (véanse cuadro 4 y gráfico 9). Esta aceleración fue el resultado neto de la evolución divergente de sus dos componentes: la financiación al sector privado no financiero registró un incremento en sus ritmos de avance desde el 15%, en febrero, hasta el 15,7%, en marzo, mientras que la recibida por las Administraciones Públicas se desaceleró, presentando tasas de crecimiento próximas a cero.

GRÁFICO 8

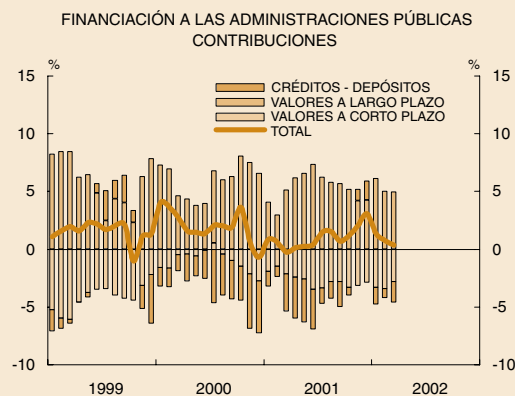
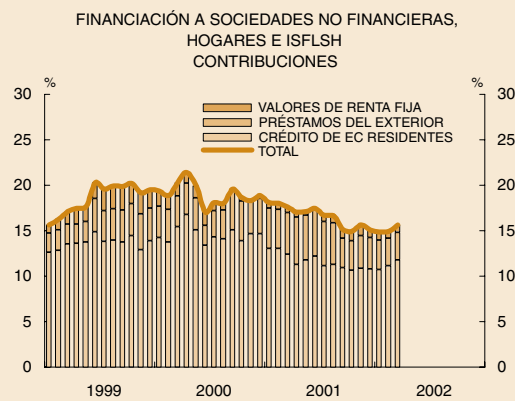
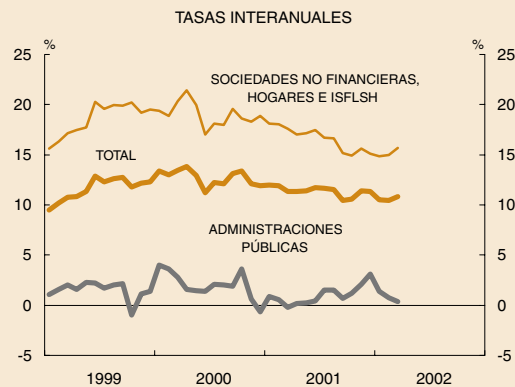
Medios de pago, otros pasivos bancarios y participaciones en fondos de inversión de sociedades no financieras, hogares e ISFLSH



Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 9

Financiación a los sectores residentes no financieros



Fuente: Banco de España.

La financiación obtenida por las sociedades no financieras y los hogares experimentó en marzo un incremento, por segundo mes consecutivo, en su ritmo de crecimiento, interrumpiendo, así, el proceso de moderada desaceleración que dominó la mayor parte del año 2001. De acuerdo con la información provisional disponible sobre el desglose entre empresas y familias, la pauta de aceleración de los últimos meses parece ser común para ambos subsectores. Además, en relación con los préstamos recibidos por los hogares durante el primer tri-

mestre del año, el crédito destinado al consumo y a otras finalidades distintas a la adquisición de vivienda es el que presenta una mayor aceleración, si bien los préstamos para la compra de bienes inmuebles han incrementado también su tasa de crecimiento interanual, aunque de forma más moderada (hasta niveles del 17%). Estos datos podrían reflejar la percepción, por parte del sector privado no financiero español, de una mejora de las perspectivas económicas. En cualquier caso, la información, también provisional, sobre la evolución del cré-

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

	2002	2000	2001	2002		
	MAR (b)	DIC	DIC	ENE	FEB	MAR
1. Financiación total (2 + 3)	1.117,2	11,9	11,3	10,5	10,5	10,8
2. Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH	798,9	18,9	15,1	14,8	15,0	15,7
De los cuales:						
Crédito de entidades de crédito residentes	629,0	18,0	13,3	13,4	13,9	14,8
Valores de renta fija + financiación intermediada por fondos de titulización	46,3	5,6	15,7	15,7	13,1	15,5
3. Administraciones Públicas	318,2	-0,7	3,1	1,4	0,8	0,3
Valores a corto plazo	36,8	-15,8	-19,3	-22,2	-22,5	-19,5
Valores a largo plazo	281,6	8,3	4,9	7,5	6,1	5,9
Créditos - depósitos (c)	-0,2	-14,1	5,2	-4,8	-2,7	-5,7

Fuente: Banco de España.
(a) La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.
(b) Saldo en miles de millones de euros.
(c) Variación interanual del saldo.

dito recibido de las entidades residentes en abril apunta hacia un crecimiento interanual en el entorno del 14%, inferior, por tanto, al registrado en marzo, aunque algo superior que el correspondiente al mes de febrero.

Por último, la financiación otorgada a las Administraciones Públicas se desaceleró en marzo, situándose su expansión en el 0,3%, frente al 0,8% observado en febrero (véanse cuadro 4 y gráfico 9). Esta disminución en el ritmo de avance de las necesidades financieras del sector es el resultado lógico del proceso de consolidación fiscal en España. Por instrumentos, los menores requerimientos tuvieron su reflejo tan-

to en la cuenta corriente en el Banco de España y los depósitos en entidades de crédito, cuyo saldo se incrementó en torno a los 8 mm de euros durante los últimos doce meses, como en la emisión de valores negociables. En los mercados primarios continuaron las tendencias descritas en anteriores informes: las referencias de medio y largo plazo son las que aportan nuevos fondos, con tasas de variación interanual en torno al 6%, mientras que desciende el saldo de valores a corto plazo a una tasa próxima al 20%, también en términos interanuales.

30.5.2002.