
Evolución reciente de la economía española

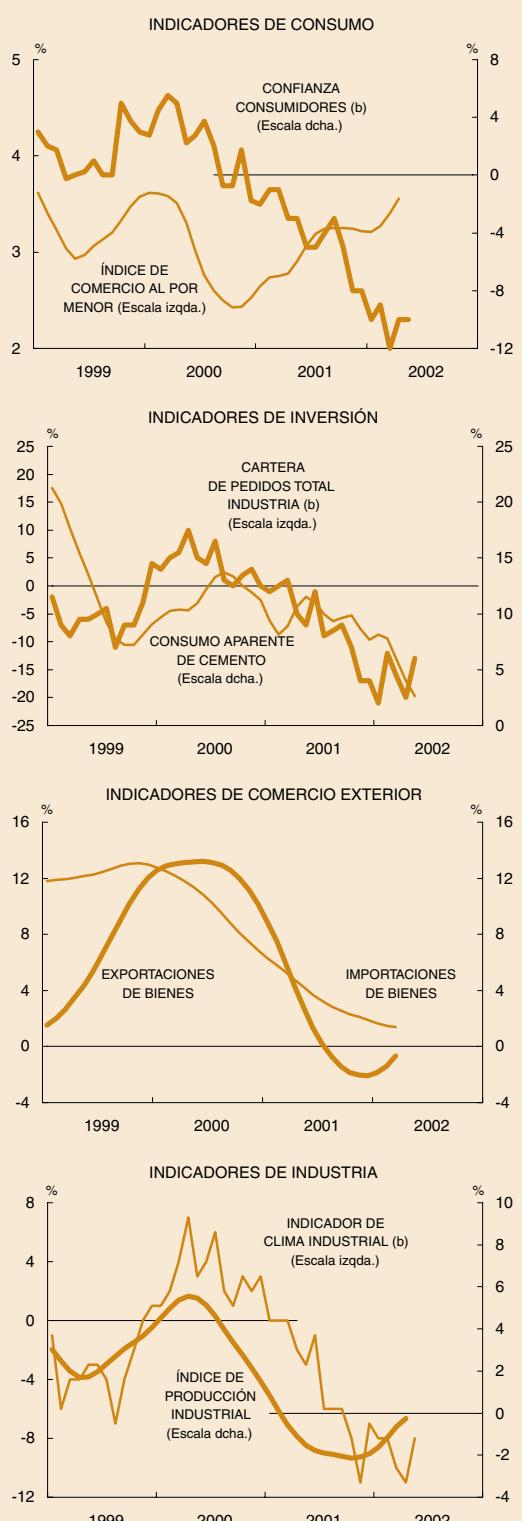
1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

La información más reciente sobre la evolución económica española en el primero y segundo trimestres del año 2002 mantiene los rasgos principales apuntados en el Boletín anterior y recogidos en las cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del primer trimestre. La demanda de consumo privado y, en especial, la construcción, que conserva un tono de notable fortaleza, siguen sosteniendo el crecimiento del gasto, mientras que la inversión en bienes de equipo no da muestras de recuperación. Por su parte, con datos referidos al primer trimestre, se confirma que la demanda exterior neta ha tendido a frenar su deterioro. Desde la óptica de la oferta, cabe destacar la consolidación de una cierta reactivación de la industria, mientras que el ritmo de creación de empleo ha tendido a estabilizarse, a pesar de que se prolonga la senda ascendente del paro.

Los datos de la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares del primer trimestre han confirmado la desaceleración del gasto de consumo en ese período, acorde con las estimaciones de la CNTR. Entre la información más actualizada, el índice de confianza de los consumidores se mantuvo invariable en el mes de mayo, en un nivel similar al promedio del primer trimestre, tras la ligera mejora registrada en abril (véase gráfico 1). El indicador de confianza del comercio al por menor mostró también una tónica de estabilidad en mayo, a pesar del notable repunte del índice de ventas del comercio al por menor en abril, mes en el que experimentó un crecimiento interanual del 6,3%, en términos reales. La aceleración del gasto se concentró en los productos no alimenticios, aunque en el caso de las grandes superficies, donde la reactivación de las ventas se produjo con cierta antelación, el componente alimenticio también se aceleró. Igualmente, la producción interior de bienes de consumo —corregida de efectos calendario— se recuperó en abril, revisándose al alza el indicador de disponibilidades, que mantiene una tendencia ascendente, especialmente en su componente no alimenticio. Sin embargo, las matriculaciones de automóviles volvieron a caer en mayo, por cuarto mes consecutivo (un 5,8%), descenso que refleja, principalmente, la debilidad de las ventas de turismos a particulares. En consonancia, la producción de material de transporte privado también ha mostrado una notable debilidad hasta abril; sin embargo, la producción de otros bienes duraderos está creciendo a tasas elevadas, lo que explicaría la recuperación del índice de disponibilidades de bienes duraderos en los meses más recientes, dentro de tasas interanuales todavía negativas.

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.

En cuanto a la inversión, el índice de disponibilidades de bienes de equipo intensificó su tendencia descendente en el primer trimestre de 2002, a la que contribuyeron tanto el deterioro de la producción interior como la contracción de las importaciones, atenuadas por el notable recorte de las ventas al exterior de estos bienes. En el mes de abril, el indicador de clima industrial de los productores de bienes de equipo se recuperó y el ritmo de descenso de la producción interior se moderó, aportando indicios de que puede haberse alcanzado un suelo en el comportamiento negativo de esta variable.

Tras la mejora de algunos indicadores contemporáneos de la construcción en abril, el consumo aparente de cemento experimentó un ligero retroceso en mayo, del 0,6%, respecto al mismo mes de 2001. El indicador de confianza de la construcción, sin embargo, registró un importante ascenso en ese mes, apoyado en la recuperación de las expectativas de empleo y el mantenimiento de unos niveles de contratación elevados. De hecho, las afiliaciones al Régimen General de la Seguridad Social dentro de esta rama, aunque se ralentizaron en mayo, aún crecieron a un ritmo notable, superior al 5%; ello no ha impedido que el paro registrado en el sector experimentara un incremento interanual del 12,3% en ese período. En cuanto a los indicadores adelantados, cabe destacar el elevado aumento de la licitación oficial en el primer trimestre del presente ejercicio, que apunta a una nueva expansión de la obra civil en el medio plazo; por su parte, los indicadores de superficie a edificar cerraron el año 2001 confirmando el recorte de la superficie destinada a vivienda (un 5,1%, según los visados de dirección de obra) y el aumento de la no residencial.

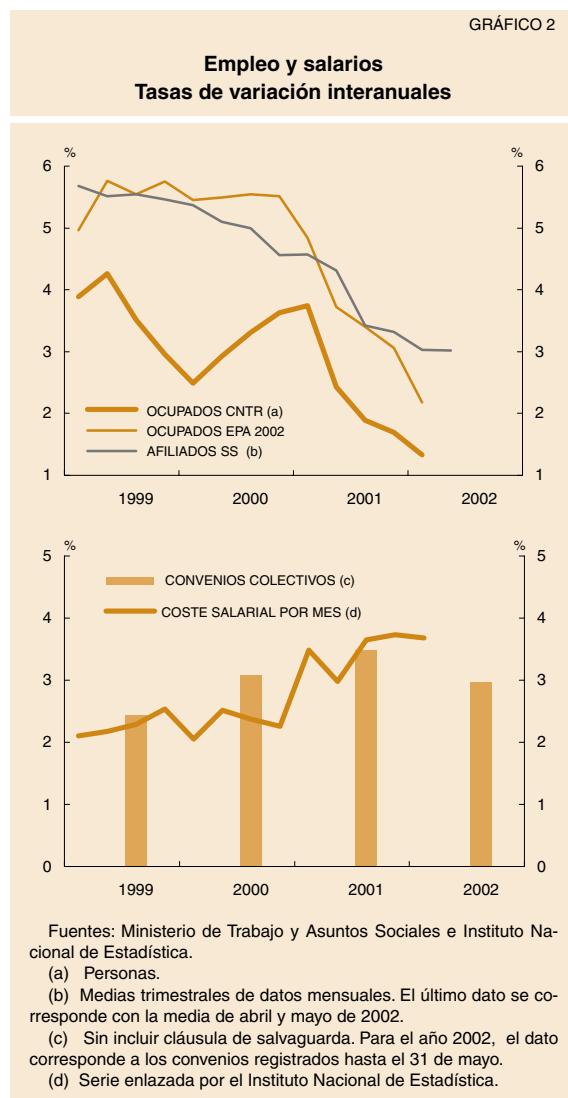
Según las cifras provisionales del Ministerio de Economía, las exportaciones de bienes en términos reales disminuyeron un 10,8% en tasa interanual, en marzo, de forma que en el conjunto del trimestre retrocedieron un 4,6%, descenso similar al registrado en el cuarto trimestre de 2001 y que es compatible con una cierta recuperación tendencial de esta variable. Entre enero y marzo, la debilidad de las ventas al exterior vino marcada por el intenso retroceso de las de bienes de equipo (25,1%), mientras que las de consumo aminoraron su ritmo de caída (2,2%) y las de bienes intermedios avanzaron un 1,2%. Por áreas geográficas y en términos nominales, cabe señalar la debilidad de las ventas a Alemania y Francia, frente al notable incremento de las exportaciones al Reino Unido; también resulta destacable el vigor de las ventas a los países del centro y este de Europa, compensado por el notable retroceso de las dirigidas a América Latina y, en menor medida, a Estados Unidos. Por su parte, las importacio-

nes de mercancías retrocedieron un 6,9% en términos reales, en marzo, reflejando un ligero descenso, del 0,9%, en el promedio del trimestre, frente al avance del 2,5% observado en la última parte de 2001. Por grupos de productos, la desaceleración de las compras fue más acusada en los bienes de equipo (8,8%). El déficit comercial, medido en términos nominales, experimentó un recorte del 11,5% en el conjunto del trimestre, resultado, fundamentalmente, de la desaceleración de las importaciones y de los notables descensos que siguen presentando los precios de las compras energéticas.

Al cierre de la edición de este Boletín se han publicado los datos del comercio exterior de abril. Las exportaciones registraron en dicho mes un incremento real del 7%, siendo del 1,7% el de las importaciones. Ambas cifras se encuentran afectadas por el calendario de la Semana Santa. Los resultados del conjunto del primer cuatrimestre son, por tanto, más representativos. En este período, las exportaciones reales disminuyeron un 1,8% (4,4% en el cuarto trimestre de 2001) y las importaciones, un 0,2% (aumento del 2,5% en el último trimestre de 2001).

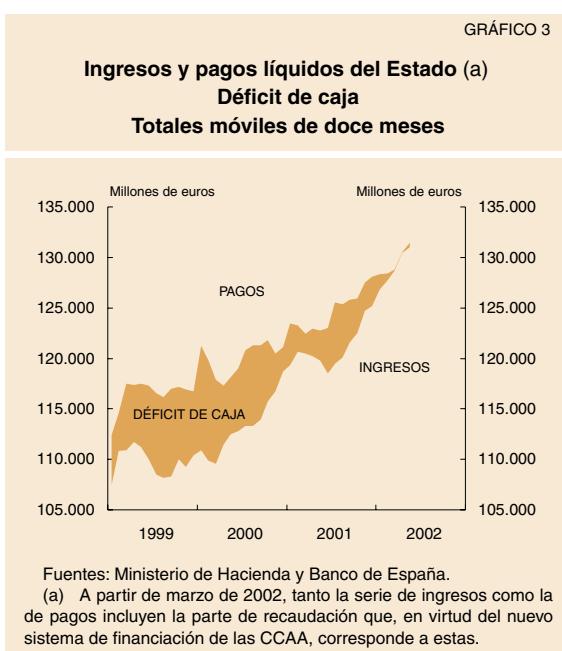
Pese a la mejora del saldo comercial y del observado en la partida de otros servicios, el menor superávit del turismo, que descendió un 8,2%, como consecuencia de la reducción de los ingresos, y el deterioro de las rentas generaron un aumento del déficit por cuenta corriente en el primer trimestre de 2002 de 2.836 millones de euros, según la información de balanza de pagos. En ese mismo período, el superávit de la cuenta de capital ascendió a 1.742 millones de euros, incrementándose en 208 millones respecto al registrado en el primer trimestre del año precedente.

La recuperación de la actividad industrial apuntada en el primer trimestre se ha confirmado con el dato de abril del índice de producción industrial (IPI), que experimentó un crecimiento interanual del 10% en ese mes (un 1% si se corrigen los efectos de calendario), el primer aumento de la producción en los últimos seis meses (véase gráfico 1). Por destino económico de los bienes, el mayor avance correspondió a la producción de bienes de consumo no alimenticio, consolidando la tendencia ascendente que venía mostrando desde finales de 2001, mientras que la producción de bienes intermedios también afianzó su recuperación. La producción de bienes de equipo siguió mostrando una gran debilidad, si bien podría haberse frenado su retroceso, al registrar un descenso notable (10,5% en serie corregida de efectos calendario), pero similar al del primer trimestre del año. El indicador de confianza del sector indus-



trial avanzó tres puntos en mayo, recuperando el nivel de principios de año, gracias a la mejora de la cartera de pedidos, especialmente la cartera exterior. La suave reactivación de la industria ha frenado la destrucción de empleo en la rama, al estimarse una caída interanual de las afiliaciones al Régimen General de la Seguridad Social en torno al 0,4%, entre abril y mayo, cercano al observado en la primera parte del año. El aumento del paro registrado permaneció estabilizado entre marzo y mayo.

El comportamiento de los indicadores de empleo en el segundo trimestre de 2002 está siendo similar al manifestado en los primeros meses del año. Las afiliaciones a la Seguridad Social crecieron un 3% entre abril y mayo, en términos interanuales, tasa similar a la registrada en el primer trimestre (véase gráfico 2). Sin embargo, en un contexto de avances aún importantes de la oferta laboral, el aumento del empleo está siendo compatible con incrementos del desempleo. Así, el paro registrado se



mantuvo en mayo dentro de la senda ascendente que le viene caracterizando y elevó su ritmo de variación interanual hasta el 7,5%, frente al 3,5% en el conjunto de los tres primeros meses. Como se recordará, según la EPA, el desempleo aumentó un 8,6% en el primer trimestre, y la tasa de paro pasó del 10,5%, a finales de 2001, al 11,5%.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado acumuló hasta mayo de 2002 un superávit de 5.853 millones de euros (0,9% del PIB), frente a los 1.942 millones de euros de superávit en el mismo período del año anterior (0,3% del PIB). Tanto los ingresos como los gastos disminuyeron apreciablemente en comparación con el mismo período de 2001 (un 9,2% y un 17,4%, respectivamente), debido a los efectos del nuevo sistema de financiación autonómica. La reducción de los ingresos fue sustancialmente mayor que la registrada hasta abril, debido a la evolución de la recaudación tributaria. Los impuestos corrientes sobre renta y patrimonio se vieron afectados por el adelanto de las devoluciones del IRPF y por la desaceleración en el Impuesto sobre Sociedades, en tanto que los impuestos indirectos también sufrieron una desaceleración. Por el contrario, los otros ingresos corrientes se aceleraron, sobre todo por el ingreso de la tasa por la utilización del dominio público radioeléctrico correspondiente al ejercicio actual, efectuada en el mes de mayo. Por su parte, la caída de los gastos resultó ligeramente menor que la registrada hasta el mes de abril. A pesar de que se han acelerado, los gastos en consumo final continúan en tasas relativamente moderadas, mientras que los pagos por intereses descienden ligeramente y los gastos de capital se han acelerado. La información disponible

en términos de caja contabiliza un déficit del Estado de 1.023 millones de euros hasta mayo de 2002, frente a un déficit de 3.507 millones de euros en el mismo período de 2001 (véase gráfico 3). Los ingresos se redujeron un 10,9%, mientras que los pagos tuvieron una caída del 14,7%. Cabe recordar que la implantación del nuevo sistema de financiación de las Comunidades Autónomas hace que la comparación con el año anterior no sea homogénea, aunque no es posible determinar en qué medida la mejora observada en el saldo podría estar reflejando cambios en la estacionalidad de la serie, dada la novedad del sistema.

2. COSTES Y PRECIOS

El índice de costes laborales (ICL), calculado en términos de los costes totales por trabajador y mes, mostró un aumento del 4% en el primer trimestre de 2002, inferior al 4,4% de finales del año anterior. Los costes salariales crecieron a la misma tasa que en la segunda mitad de 2001, un 3,7%, como se observa en el gráfico 2, mientras que los otros costes son los que explican la modesta desaceleración del agregado, si bien siguen registrando alzas destacables (5% entre enero y marzo). La disminución de las horas efectivamente trabajadas, respecto al mismo trimestre del año anterior, al recaer la Semana Santa de este año en el primer trimestre, provocó una fuerte aceleración de los costes por hora de carácter estacional. En cuanto a la evolución de la negociación colectiva, el crecimiento de las tarifas salariales de los convenios registrados entre enero y mayo fue del 2,97%. La gran mayoría de los trabajadores con convenios registrados hasta la fecha (95%) están sujetos a convenios plurianuales firmados en años anteriores, que incorporan un incremento de las tarifas del 2,78%, mientras que en los convenios de nueva firma, con una representatividad muy baja aún, el incremento pactado de las tarifas hasta el 31 de mayo era del 6,57%.

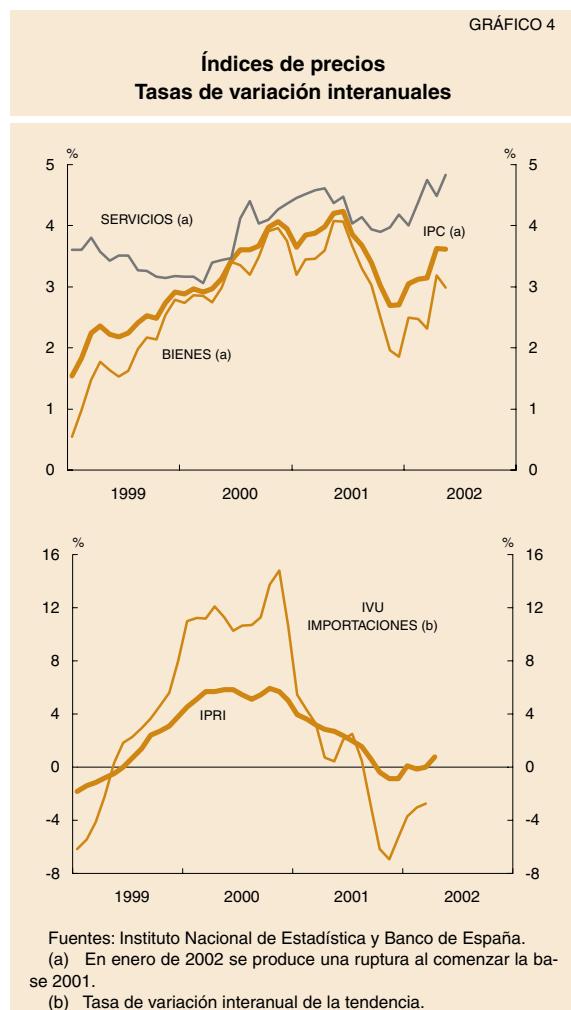
Entre los indicadores de precios, el índice de precios de consumo (IPC) aumentó un 0,4% en mayo, en relación con el mes precedente, manteniendo su tasa de crecimiento interanual en el 3,6%. El agregado formado por los bienes elaborados no energéticos y los servicios (IPSEBENE) experimentó un avance intermensual similar, que elevó en dos décimas su tasa interanual, hasta el 4,1%. Aunque el comportamiento de los distintos componentes del IPC fue bastante heterogéneo en mayo, cabe destacar la aceleración de los precios de los servicios, que aumentaron un 4,8% en tasa interanual (4,5% en abril), prolongando la senda alcista que viene observándose desde finales de

2001 (véase gráfico 4). Los mayores avances correspondieron a los precios de los paquetes turísticos y, en menor medida, al transporte por carretera, a la vez que se moderaron los descensos en las comunicaciones por teléfono, fax y telégrafo.

Entre los restantes componentes del IPC, los precios de los bienes industriales no energéticos se aceleraron ligeramente, hasta el 2,8% interanual, tasa que tiende a confirmar un repunte de este índice en el presente año, salvando el comportamiento atípico de marzo, cuando la tasa interanual descendió al 1,9%, episodio que debe estar vinculado a la inclusión de las rebajas en el nuevo IPC. La tasa interanual de los precios de los alimentos elaborados experimentó un recorte de una décima en mayo, situándose en el 4,9%, mientras que los alimentos frescos elevaron ligeramente su tasa de crecimiento interanual, hasta el 5,4%. Por último, los precios de los bienes energéticos crecieron un 0,2% en mayo, y su ritmo de descenso interanual se acentuó hasta el 1,9%; de hecho, la evolución de este índice contrarrestó el impacto inflacionista procedente de los componentes incluidos en el IPSEBENE.

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) mantuvo su tasa de variación interanual en el 3,7% alcanzado en abril, al experimentar un avance intermensual similar al del índice nacional. En el conjunto de países que forman la Unión Económica y Monetaria los precios de consumo moderaron su ritmo de crecimiento desde el 2,4% de abril al 2% en mayo, con lo que el diferencial de inflación entre España y la zona del euro se amplió nuevamente hasta los 1,7 puntos porcentuales. Esta ampliación del diferencial se debió, principalmente, a la menor desaceleración de los precios de los bienes en España, ya que el comportamiento inflacionista de los servicios fue similar en ambas áreas.

El índice de precios al por mayor de los bienes industriales (IPRI) moderó ligeramente su tasa interanual en el mes de mayo, tras el fuerte repunte de abril, dejándola situada en el 0,6%. La moderación se observó en todos los componentes por destino económico, aunque fue más intensa en el caso de los bienes intermedios energéticos, que registraron un descenso interanual del 2,4%. Los precios al por mayor de los bienes de consumo crecieron un 2,7%, una décima menos que en abril, mientras que los de los bienes de equipo registraron un avance del 1,7%, también una décima por debajo del mes anterior. Por último, los bienes intermedios no energéticos estabilizaron su ritmo de descenso en el 1,4%.



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) En enero de 2002 se produce una ruptura al comenzar la base 2001.

(b) Tasa de variación interanual de la tendencia.

Los índices de valor unitario (IVU) de los productos importados experimentaron un retroceso del 4,9% en marzo, mayor que el registrado el mes anterior, como consecuencia del perfil de desaceleración de los IVU de los bienes no energéticos, especialmente los de equipo e intermedios. Los IVU de las importaciones de productos energéticos, por su parte, volvieron a reflejar caídas notables, pero de intensidad decreciente (11,9%). El IVU de las exportaciones totales aumentó en marzo un 3,3%, en relación con el mismo mes de 2001, acelerándose en casi un punto respecto a febrero, situación que refleja el comportamiento de los precios de los productos no energéticos. Dentro de estos, destacan los abultados crecimientos que siguen manifestando los precios de los bienes de equipo (20,1%) y los de consumo alimenticio (11,6%).

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

Durante el mes de mayo se mantuvo la recuperación económica mundial, aunque a un

ritmo más lento que en el primer trimestre, especialmente en EEUU. En Japón, la situación económica mejoró ligeramente, mientras que en América Latina la recuperación sigue retrasándose. Asimismo, se ha producido un cierto aumento del dinamismo de los flujos de comercio internacional, aunque las expectativas de crecimiento para 2002 siguen siendo moderadas.

A su vez, los mercados financieros —especialmente los de renta variable— han dado muestras de debilidad. Los mercados de renta fija registraron descensos pronunciados en sus rentabilidades, por el papel refugio que han desempeñado frente a la renta variable y por las expectativas de retraso en la subidas de las tasas de interés oficiales en los principales países. El dólar ha seguido depreciándose frente a las principales monedas, hasta niveles superiores a los 0,97 dólares por euro o inferiores a 121 yenes por dólar. En cuanto a los mercados emergentes, se intensificó el deterioro de las principales variables financieras iniciado en el mes de abril, particularmente en los diferenciales de deuda soberana y en los tipos de cambio.

En el último mes, la economía de EEUU ha mostrado signos de desaceleración respecto a las altas tasas de crecimiento de los primeros meses del año, de forma que se espera un crecimiento más moderado en el segundo trimestre. La mayoría de los indicadores de actividad y de demanda han proseguido una línea ascendente, aunque algunos han dado signos de desaceleración —e incluso de ligero retroceso— sobre las tasas de los primeros meses, especialmente en lo que respecta al consumo privado. Así, a pesar del sólido crecimiento de la renta personal hasta abril, las ventas al por menor de mayo y el indicador de sentimiento del consumidor de junio han marcado descensos. Aunque no se descarta que se deban en parte a la influencia de factores estacionales, es posible que la debilidad de la bolsa haya empezado a hacer mella en el ánimo de los consumidores. Por el lado de la inversión, los indicadores de pedidos y producción de bienes duraderos, y de producción industrial han mantenido crecimientos positivos. La caída sostenida de los inventarios implica que el crecimiento de la demanda es superior al de la oferta y, por tanto, se espera que el proceso de mejora continúe. Los índices NAPM de encuestas de manufacturas y de servicios han aumentado hasta niveles compatibles con crecimientos del 5% en esos sectores. Por otra parte, la inflación observada se ha moderado aún más: en términos interanuales ha bajado del 1,6% al 1,2%, y la subyacente se ha mantenido en el 2,5%. En cuanto al sector exterior, el déficit por cuenta corriente volvió a crecer, de un 3,9% del PIB en el con-

junto de 2001 a un 4,3% en el primer trimestre de 2002. Por su parte, el déficit comercial aumentó un 10,4% mensual en abril, debido al fuerte crecimiento de las importaciones (4,7% sobre marzo), especialmente por el lado de los bienes de consumo y por la subida de los precios del petróleo, mientras que las exportaciones aumentaron en menor proporción (2,2% sobre marzo).

Sin embargo, estos signos de consolidación de la actividad y de ausencia de presiones inflacionistas no han sido suficientes para establecer la confianza en la Bolsa. Desde principios de abril el Dow Jones ha caído un 10,8%, como consecuencia de diversos factores, que van desde la inestabilidad geopolítica a las crecientes dudas sobre los últimos resultados empresariales y, sobre todo, sobre la fiabilidad y transparencia de los sistemas contables, cuestionados a partir del caso Enron. Estos factores de incertidumbre, junto con el déficit exterior y las crecientes necesidades financieras, explican también, al menos en parte, la debilidad del dólar.

En Japón, el PIB real del primer trimestre de 2002 registró un crecimiento de 1,4% intertrimestral (descenso de 1,6% interanual), después de tres trimestres consecutivos de caídas. El aumento del PIB es consecuencia directa de la recuperación económica mundial en los primeros meses del año, ya que la demanda interna continuó débil durante el segundo trimestre, aunque con una ligera mejoría en los indicadores de gasto de abril (consumo de los hogares y ventas al por menor). Por el lado de la oferta, en abril continuó la desaceleración de la caída de la producción industrial, por la mejora de la economía mundial y de las expectativas empresariales. Así, se ha producido un fuerte incremento de las exportaciones, un 8,8% interanual en mayo, que, junto con el mantenimiento de la caída de las importaciones (un 5,6% interanual en mayo), ha llevado a un crecimiento del superávit de la balanza comercial en el mes de abril del 21,7% interanual. Asimismo, la tasa de paro se estabilizó en el 5,2%, lo que propició un aumento en el índice coincidente de actividad (a pesar del retroceso en el indicador adelantado). Se mantiene la deflación en el mes de abril, con un descenso del 1,1% interanual en el IPC, y otro descenso del 0,9% en los precios al por mayor en mayo. El Banco de Japón mantuvo sin variaciones los tipos de interés oficiales en niveles prácticamente nulos, mientras que la base monetaria siguió expandiéndose a ritmos interanuales elevados y el crédito al sector privado permaneció estancado.

En el Reino Unido, los indicadores económicos muestran un notable repunte en la activi-

CUADRO 1

Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN (c)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):						
Índice de producción industrial	-2,9	-3,3	-2,7	-1,2		
Comercio al por menor	0,2	1,6	1,9			
Matriculaciones de turismos nuevos	-2,4	-3,2	-6,1	-8,0	-6,7	
Indicador de confianza de los consumidores	-11	-9	-9	-10	-8	
Indicador de clima industrial	-14	-14	-11	-11	-9	
IAPC	2,7	2,5	2,5	2,4	2,0	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):						
M3	7,9	7,4	7,3	7,4	7,8	
M1	6,6	6,2	5,9	6,8	7,0	
Crédito a los sectores residentes						
Total	5,2	5,1	4,9	4,4	4,5	
AAPP	1,7	2,1	3,0	2,2	1,8	
Otros sectores residentes	6,2	6,0	5,4	5,1	5,3	
EONIA	3,29	3,28	3,26	3,32	3,31	3,32
EURIBOR a tres meses	3,34	3,36	3,39	3,41	3,47	3,47
Rendimiento bonos a diez años	5,02	5,07	5,32	5,30	5,30	5,20
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,05	-0,09	0,02	0,00	-0,08	-0,18
Tipo de cambio dólar/euro	0,883	0,870	0,876	0,886	0,917	0,945
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	-2,2	-3,2	1,6	-3,4	-7,2	-14,8

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 20 de junio de 2002.

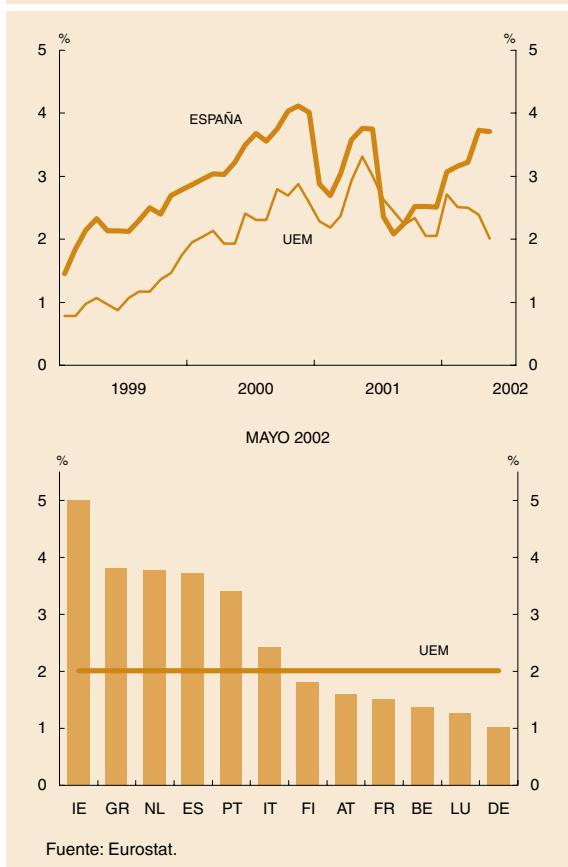
(d) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 19 de junio de 2002.

dad del sector industrial en abril (1,1% sobre marzo), al tiempo que los indicadores de demanda mantienen su fortaleza y los precios en el sector inmobiliario siguen creciendo a ritmos muy elevados (18,5% interanual). La tasa de paro se ha mantenido estable en el 5,2% en abril, mientras que la caída en los precios de los alimentos de temporada y del petróleo ha contribuido a que la tasa de inflación (1,8% interanual en mayo) se haya situado en mínimos históricos. En este contexto, el Banco de Inglaterra ha optado por mantener los tipos de interés oficiales en el 4% vigente desde noviembre de 2001. Sin embargo, la reciente depreciación de la libra frente al euro, las expectativas de un fuerte repunte en los datos del PIB para el segundo trimestre y los elevados precios de la vivienda explican que los mercados estén descontando una subida de tipos en los meses venideros.

En América Latina, tras un primer trimestre positivo en las variables financieras, en junio se ha confirmado la reversión del sentimiento de los mercados. Los diferenciales de deuda han subido 220 puntos básicos en el promedio de la

región, frente a los 83 puntos de media en el resto de emergentes, y se han observado fuertes depreciaciones de las monedas. El deterioro de las variables financieras se debe, en parte, a factores internos —como las futuras elecciones de Brasil o las tensiones sociales en Perú—, pero también a la relativamente lenta recuperación global y, en algunos casos, como Uruguay, al contagio de la crisis argentina. En Argentina, las autoridades han dado los primeros pasos para negociar un paquete de ayudas con las instituciones internacionales. Las negociaciones se están centrando en lograr un programa monetario y fiscal creíble y sostenible. Por otra parte, como consecuencia de la parálisis económica del país, el dato del PIB del primer trimestre reflejó una caída del 16,3% interanual. En Brasil se ha producido un notable deterioro de las variables financieras, debido a la elevada incertidumbre preelectoral. Los cambios en la normativa contable de los fondos de inversión y la reciente revisión a la baja por parte de varias agencias de calificación crediticia también han contribuido a dicho deterioro. No obstante, las autoridades han reaccionado rápidamente con una serie de medidas para reafir-

GRÁFICO 5

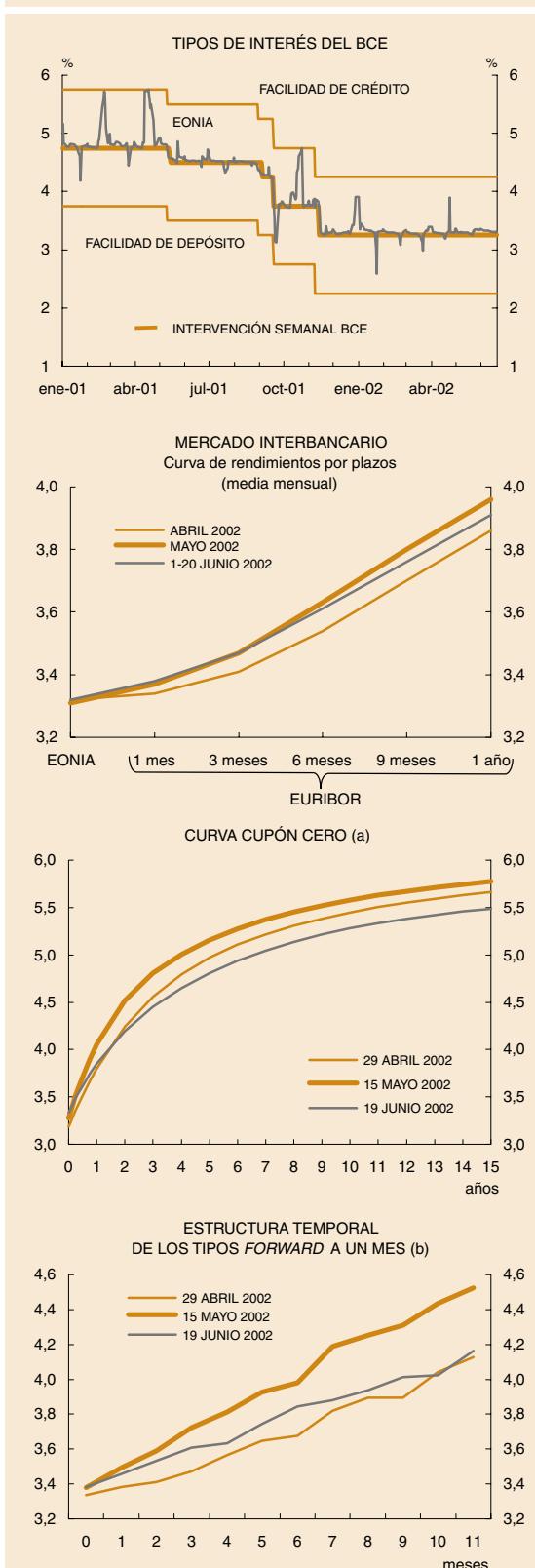
**Índices armonizados de precios de consumo
Tasas de variación interanuales**


Fuente: Eurostat.

mar su compromiso con la disciplina fiscal. Por el lado de la economía real, los indicadores siguen mostrando que la recuperación está siendo lenta. En México, mientras la oferta empieza a beneficiarse de la recuperación de los EEUU, la demanda interna aún acusa la contracción del empleo manufacturero que tuvo lugar durante el primer trimestre del año. La coyuntura económica es similar en Chile, donde el gasto privado todavía mantiene un pulso débil. Finalmente, cabe destacar el abandono del sistema del tipo de cambio deslizante en Uruguay, cuya moneda se depreció un 8,4% en el primer día de cotización libre y ha alcanzado el 10% en el mes de junio.

Según la estimación provisional de la contabilidad nacional del área del euro del primer trimestre del año, el producto interior bruto experimentó un crecimiento intertrimestral del 0,2%, frente al retroceso del 0,3% registrado en los tres últimos meses de 2001. De este modo, se invirtió la tendencia de debilitamiento de la actividad observada a lo largo del pasado ejercicio. Esta pauta de recuperación del producto obedece a una significativa mejora de la demanda externa, cuya contribución al PIB, que había

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.

sido nula en el trimestre final del ejercicio precedente, ascendió en los tres primeros meses de este año a 0,7 puntos porcentuales, como consecuencia del dinamismo de las exportaciones, ya que las importaciones experimentaron un deterioro similar al de los meses previos. Por su parte, la demanda interna siguió mostrando un tono débil, registrando todos sus componentes un peor comportamiento que en el trimestre anterior. En particular, el consumo privado y la formación bruta de capital fijo alcanzaron tasas de variación intertrimestral negativas e inferiores a las de los tres meses previos. La información disponible más reciente apunta a una continuación del proceso de recuperación de la actividad económica en el segundo trimestre, si bien persisten notables elementos de incertidumbre sobre la intensidad del proceso. En particular, por lo que respecta a los indicadores de oferta, la reducción intermensual de la producción industrial en abril no sugiere una rápida reactivación, a pesar de la disminución del ritmo de caída interanual (véase cuadro 1). En cambio, el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea y la encuesta de directores de compras del sector manufacturero prolongaron en mayo la senda ascendente iniciada a finales del pasado año. Desde la óptica de la demanda, la confianza de los consumidores registró una leve mejora en mayo, que recayó, fundamentalmente, sobre los subcomponentes del indicador que recogen las expectativas futuras. Sin embargo, las matriculaciones de automóviles retrocedieron en términos interanuales en mayo, por quinto mes consecutivo, en tanto que la confianza de los comerciantes minoristas permaneció en ese mes estancada en el nivel alcanzado en febrero.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la tasa de inflación del área, medida por la variación interanual del IAPC, se redujo en mayo hasta el 2%, cuatro décimas por debajo de la observada en el mes precedente (véase gráfico 5). Esta desaceleración de la inflación, relacionada con un efecto base, fue el resultado del fuerte descenso de los ritmos de variación de los componentes del índice general, cuyo comportamiento es habitualmente más errático. Así, las tasas interanuales de variación de los alimentos no elaborados y los bienes energéticos experimentaron disminuciones superiores a los dos puntos porcentuales. El resto de componentes evolucionaron de forma mucho más estable, lo que se tradujo en que el índice que los agrupa (el IPSEBENE) permaneciera, por quinto mes consecutivo, en el 2,6%. Cabe destacar que la desaceleración de los precios de consumo fue generalizada a todos los países, con las excepciones de España e Irlanda, en donde se mantuvo la tasa del mes precedente. Por su parte, la tasa de variación



interanual de los precios industriales (IPRI) se redujo en una décima, hasta el -0,7%. Por componentes, el ritmo de descenso interanual de los bienes intermedios no energéticos se moderó, lo que se vio compensado, parcialmente, por el menor crecimiento de los precios de los bienes de consumo y de capital.

Aunque la tasa de variación de los precios de consumo alcanzó en mayo, por vez primera desde diciembre de 2001, la cota superior del intervalo de referencia en la definición de estabilidad de precios adoptada por el BCE, las perspectivas acerca del comportamiento de algunos determinantes de la inflación, tales como el precio del petróleo y la evolución salarial, permanecen inciertas. En este contexto de lento debilitamiento de las tensiones inflacionistas y de incertidumbre sobre el vigor de la recuperación de la actividad, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en las últimas reuniones que ha celebrado, mantener inalterados los tipos de interés oficiales. Por lo tanto, los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad de depósito y de la facilidad marginal de crédito permanecen en el 3,25%, el 2,25% y el 4,25%, respectivamente. En el mercado interbancario, los tipos de interés experi-

CUADRO 2

Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1999	2000	2001	2002				
	DIC	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN (a)
BANCARIOS:								
Tipo sintético pasivo	1,98	3,02	2,22	2,25	2,24	2,28	2,32	...
Tipo sintético activo	5,03	6,35	4,86	4,85	4,88	4,95	5,08	...
TESORO:								
Subasta de letras a doce meses (b)	3,75	4,71	3,11	3,52	3,69	3,72	3,78	3,82
Subasta de bonos a tres años	4,56	4,81	4,30	4,36
Subasta de obligaciones a diez años	5,38	5,24	5,02	5,04	5,32	5,35	5,40	5,34
MERCADOS SECUNDARIOS (c):								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,60	4,70	3,11	3,33	3,52	3,51	3,73	3,64
Deuda pública a diez años	5,37	5,20	4,97	5,11	5,34	5,34	5,36	5,29
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,19	0,29	0,19	0,18	0,16	0,17	0,19	0,20
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	16,22	-12,68	-6,39	-1,30	0,59	0,44	-1,21	-7,48
Diferencial renta fija privada								
con letras del Tesoro a doce meses	0,24	0,29	0,22	0,19	0,22	0,22	0,22	0,24
Diferencial renta fija privada								
con deuda pública a diez años	0,41	0,70	0,67	0,71	0,71	0,70	0,63	0,62

Fuente: Banco de España.

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

(b) Tipo de interés marginal.

(c) Medias mensuales.

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

mentaron una ligera tendencia al alza en la primera quincena de mayo, que se invirtió, en parte, con posterioridad (véase gráfico 6). Como resultado de ambos movimientos, las rentabilidades se sitúan, en la actualidad, entre 5 y 10 puntos básicos, según los plazos, por encima de los niveles de finales de abril. Los tipos *forward* implícitos a un mes indicaron hasta mediados de mayo una agudización de las expectativas de incremento de los tipos de interés en la segunda mitad del año. Sin embargo, esas expectativas se moderaron algo con posterioridad. Finalmente, en los mercados secundarios de deuda pública, aunque las rentabilidades a diez años repuntaron levemente durante la primera quincena de mayo, en las semanas siguientes tuvo lugar una corrección, hasta alcanzar, en el caso del bono alemán, el nivel del 4,9%, lo que supone un descenso de 20 puntos básicos en el conjunto del período. En Estados Unidos, el rendimiento de los títulos a largo plazo experimentó una evolución parecida, si bien con una bajada más intensa, de manera que el diferencial con el bono alemán, que a finales de abril ascendía a unos diez puntos básicos, se tornó negativo hacia mediados de junio.

En los mercados de renta variable europeos, las cotizaciones han mostrado una tendencia

claramente bajista, en consonancia con la evolución de las principales bolsas internacionales. Con ello, el índice *Dow Jones EURO STOXX* amplio presentaba, hasta la tercera semana de junio, una pérdida acumulada desde principios de año cercana al 17%. En los mercados de divisas, el euro ha mantenido desde finales de abril una tendencia sostenida a la apreciación frente al dólar, que se ha extendido al yen a lo largo del mes de junio. En conjunto, entre el 1 de mayo y el 24 de junio, el euro se apreció un 8% frente al dólar, hasta alcanzar un valor próximo a 0,98 dólares por euro, que no se registraba desde principios de 2000 (véase gráfico 7). Frente al yen, la apreciación del euro fue superior al 2% en el mismo período.

Por lo que se refiere a la evolución de los agregados monetarios en el área del euro, los datos más recientes de M3 reflejan la lentitud del proceso de agotamiento de los factores especiales que propiciaron la intensa aceleración de su crecimiento durante la mayor parte de 2001. Así, el crecimiento interanual de este agregado alcanzó el 7,4% en abril, frente al 7,3% de marzo (véase cuadro 1). No obstante, si se consideran tasas más cortas, se observa una ralentización en la evolución de M3; su crecimiento intertrimestral hasta abril se situó en el

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		
	ABR (b)	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR
Medios de pago (MP)	290,3	4,4	6,8	7,7	9,9	8,3
Efectivo	44,5	-0,4	-21,3	-19,0	-16,0	-13,8
Depósitos a la vista	125,6	9,1	16,0	15,1	17,5	13,6
Depósitos de ahorro	120,2	2,4	11,8	13,2	14,8	13,5
Otros pasivos bancarios (OPB)	247,9	19,6	8,4	5,9	5,3	5,7
Depósitos a plazo	196,2	25,4	13,0	10,2	8,2	7,7
Cesiones y valores bancarios	34,9	10,9	-0,4	3,5	5,5	5,9
Depósitos en el exterior (c)	16,8	-8,6	-20,5	-26,7	-21,8	-13,5
Fondos de inversión	155,8	-16,8	-2,3	-0,9	1,6	1,0
FIAMM	43,7	-21,8	31,2	32,2	30,8	29,5
FIM renta fija en euros	29,7	-33,0	19,7	23,9	21,6	20,2
Resto de fondos	82,3	-9,8	-18,0	-17,9	-13,9	-14,0
PRO MEMORIA:						
AL1 = MP + OPB + FIAMM	581,9	8,0	8,9	8,4	9,2	8,5
AL2 = AL1 + FIM renta fija en euros	611,6	5,2	9,4	9,1	9,7	9,0

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.

3,6%, muy por debajo de las tasas de los meses precedentes. Los agregados monetarios más estrechos han seguido una evolución similar, con repuntes de la tasa interanual y descensos de la intertrimestral. Por el lado de las contrapartidas del agregado M3, el crédito concedido al sector privado mantuvo en abril el proceso de gradual desaceleración de su crecimiento interanual. Sin embargo, la evolución a corto plazo de esta variable, medida con tasas intertrimestrales, muestra un cierto repunte, que podría estar relacionado con la mejora de la actividad. A fecha de cierre de este Boletín han sido publicados los datos de evolución de las magnitudes monetarias en mayo. El crecimiento interanual de M3 se aceleró hasta el 7,8%, lo cual podría estar reflejando el aumento de la incertidumbre en los mercados financieros.

4. FLUJOS Y MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

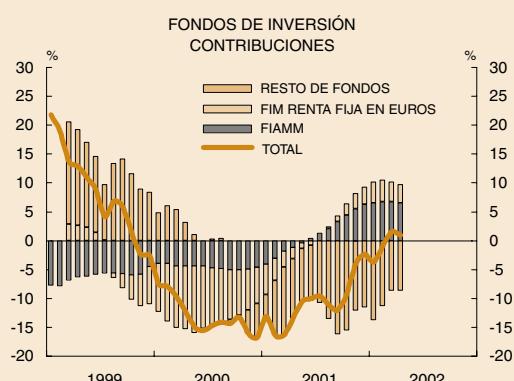
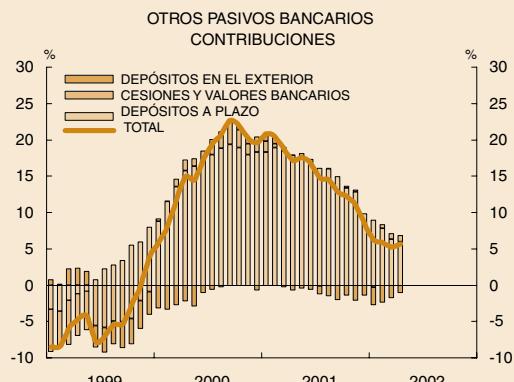
La información disponible sobre las condiciones monetarias y crediticias en España durante el segundo trimestre de 2002 muestra

que estas continúan manteniendo un grado de holgura mayor que en el resto de la UEM. Así, aunque las tasas de crecimiento tanto de la financiación al sector privado como de las magnitudes monetarias se redujeron en nuestro país durante el mes de abril, los datos provisionales correspondientes a mayo no confirman esta tendencia.

Los tipos de interés aplicados por los bancos y las cajas de ahorros a su clientela mantuvieron, durante el mes de mayo, la trayectoria ascendente que se viene observando desde comienzos de año, en línea con la evolución de las rentabilidades en los mercados monetarios y secundarios de renta fija (véase cuadro 2). El tipo de interés sintético de activo aumentó 13 puntos básicos en relación con el del mes de abril, hasta situarse en el 5,08%, de forma que, a lo largo del año, acumula una subida próxima a los 25 puntos básicos. Por lo que respecta a la remuneración de las operaciones de pasivo, también se produjo un incremento durante el mes de mayo, aunque de menor cuantía. Así, el tipo sintético de pasivo se elevó 4 puntos básicos, hasta situarse en el 2,3%, con lo que la

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.

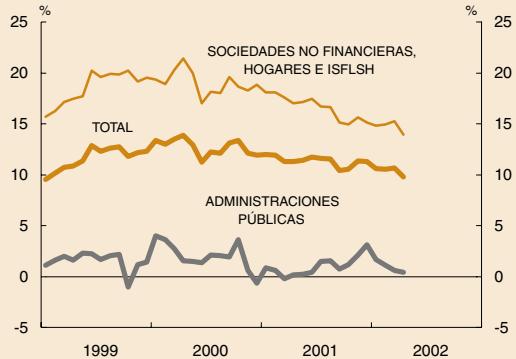
variación acumulada desde comienzos de año es de 10 puntos básicos.

Durante el mes de mayo, las rentabilidades negociadas en los mercados de renta fija nacionales describieron una trayectoria alcista, más acusada en los plazos más cortos, en línea con lo que ocurrió en los mercados de renta fija europeos. Sin embargo, a partir de las primeras semanas de junio comenzaron a experimentar un retroceso, impulsado, en parte, por la situación en los mercados bursátiles, que generó un desplazamiento de fondos desde la renta varia-

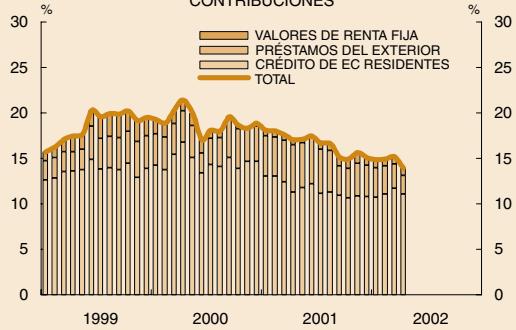
GRÁFICO 9

Financiación a los sectores residentes no financieros

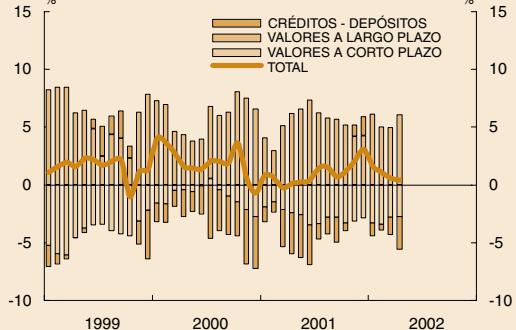
TASAS INTERANUALES



FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS CONTRIBUCIONES



Fuente: Banco de España.

ble a los bonos. El resultado final de estos movimientos sobre los mercados primarios ha sido un incremento del tipo marginal de las subastas de letras del Tesoro de 10 puntos básicos entre los niveles prevalecientes a mediados de junio y los correspondientes al mes de abril (hasta situarse en torno al 3,8%), mientras que, los tipos marginales de emisión de los bonos y obligaciones no han experimentado apenas modificaciones (el de emisión de la obligación a diez años se ha situado en el 5,34%). El diferencial de la deuda española a largo plazo con el bono alemán alcanzó los 20 puntos básicos, y el

CUADRO 4

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

	2002 ABR (b)	2000 DIC	2001 DIC	2002		
				FEB	MAR	ABR
1. Financiación total (2 + 3)	1.114,1	11,9	11,3	10,5	10,6	9,8
2. Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH	803,9	18,9	15,1	14,9	15,2	13,9
De los cuales:						
Crédito de entidades de crédito residentes	634,9	18,0	13,3	13,9	14,7	14,0
Valores de renta fija + financiación intermediada por fondos de titulización	45,5	5,6	15,7	13,2	15,5	14,2
3. Administraciones Públicas	310,1	-0,7	3,1	1,1	0,6	0,4
Valores a corto plazo	36,7	-15,8	-19,3	-22,5	-19,5	-18,8
Valores a largo plazo	283,7	8,3	4,9	6,1	5,9	7,0
Créditos - depósitos (c)	-10,3	-14,1	5,2	-1,8	-4,8	-8,8

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

spread entre la renta fija privada y la deuda pública nacionales se redujo, nuevamente, hasta los 62 puntos básicos en los plazos más largos.

Los mercados bursátiles nacionales, por su parte, registraron, durante el período de análisis, una elevada volatilidad y un retroceso importante de las cotizaciones que ha situado los índices en niveles mínimos anuales, ligeramente por encima de los registros marcados durante el mes de septiembre pasado. Esta trayectoria negativa, generalizada en los mercados internacionales, vino influida por la incertidumbre en torno a la intensidad de la recuperación de la economía mundial y de los beneficios empresariales, así como por el agravamiento de la crisis en algunos países de Latinoamérica. A fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa de Madrid recogía unas pérdidas acumuladas desde comienzos de año próximas al 8%, frente al 16% correspondiente al Euro Stoxx 50, en un contexto en el que la tendencia de los precios negociados continuaba siendo bajista.

En relación con las magnitudes monetarias, durante el mes de abril, los activos líquidos de las sociedades no financieras y los hogares interrumpieron el proceso de aceleración observado en los meses precedentes (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Los medios de pago fueron los principales responsables de dicho comportamiento y, en particular, los depósitos a la vista, que registraron una desaceleración de casi 4 puntos porcentuales en su tasa interanual de

crecimiento, hasta situarse en el 13,6%. Los depósitos de ahorro, por su parte, también sufrieron una reducción en sus ritmos de expansión, si bien de menor cuantía, con lo que su tasa interanual se situó en torno al 14%. El efectivo, en cambio, volvió a mostrar una tasa de variación menos negativa, como viene haciendo desde comienzos de año. Los datos, aún provisionales, sobre la evolución de los medios de pago en el mes de mayo, sin embargo, apuntan hacia una nueva aceleración de este agregado.

Las posiciones del sector privado no financiero en depósitos a plazo, cesiones, valores bancarios y depósitos en el exterior registraron una ligera aceleración, interrumpiéndose su trayectoria descendente de los últimos doce meses y situándose sus tasas de crecimiento en torno al 6%. No obstante, la recuperación en el crecimiento de estos instrumentos se ha centrado en los depósitos en sucursales en el exterior y en las cesiones temporales, ya que los depósitos a plazo mantienen una desaceleración constante de su tasa de crecimiento interanual que, en abril, se situó en el 7,7%.

En cuanto a la evolución de las participaciones en los fondos de inversión, su distribución por tipo de fondo no es homogénea. Los que asumen menores riesgos (FIAMM y FIM de renta fija) se están viendo beneficiados por el escenario de elevada incertidumbre y reducciones en los índices bursátiles. De esta forma, sus tasas de crecimiento interanuales se situa-

ron en torno al 30% y 20%, respectivamente, mientras que el patrimonio gestionado por el resto experimentó una disminución de un 14% en términos interanuales.

Por lo que respecta a las condiciones crediticias, durante el mes abril, la financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes no financieros redujo su tasa de crecimiento interanual en casi un punto porcentual, hasta situarse en el 9,8% (véanse cuadro 4 y gráfico 9). Esta evolución fue el resultado tanto de una desaceleración en la financiación al sector privado como de unas moderadas necesidades financieras del sector público.

La financiación de las sociedades no financieras y hogares registró un descenso en su ritmo de crecimiento de más de un punto porcentual, situándose su tasa interanual por debajo del 14%. En relación con su distribución por instrumentos, el principal componente de la financiación, los préstamos de las entidades de crédito residentes experimentaron una desaceleración importante, aunque su tasa de crecimiento, que alcanza el 14%, es todavía algo superior a la de finales de 2001. El resto de componentes describieron una trayectoria similar: la financiación procedente del exterior redujo su

expansión hasta el 13%, desde el 18% del mes anterior, al tiempo que el avance interanual de los valores de renta fija y la financiación intermediada por fondos de titulización pasó del 15,5%, en marzo, al 14,2%, en abril.

La información provisional sobre los créditos concedidos por las entidades residentes en el mes de mayo muestra, por el contrario, un repunte de su ritmo de crecimiento, por lo que la moderación experimentada en abril podría ser, al menos en parte, transitoria.

Por último, la financiación otorgada a las Administraciones Públicas redujo su expansión hasta el 0,4%, en abril, frente al 0,6%, en marzo. Su distribución por instrumentos refleja un patrón similar al descrito en meses anteriores: sigue reduciéndose el saldo vivo de los pasivos a corto plazo a tasas próximas al 19%, y la emisión de valores a largo plazo continúa aportando recursos netos al sector, con un aumento de su saldo del 7% interanual. De esta forma, el exceso de fondos captado a través de los valores a largo plazo ha permitido incrementar las tenencias de activos financieros del sector materializadas en depósitos bancarios.

27.6.2002.