

---

## Evolución reciente de la economía española

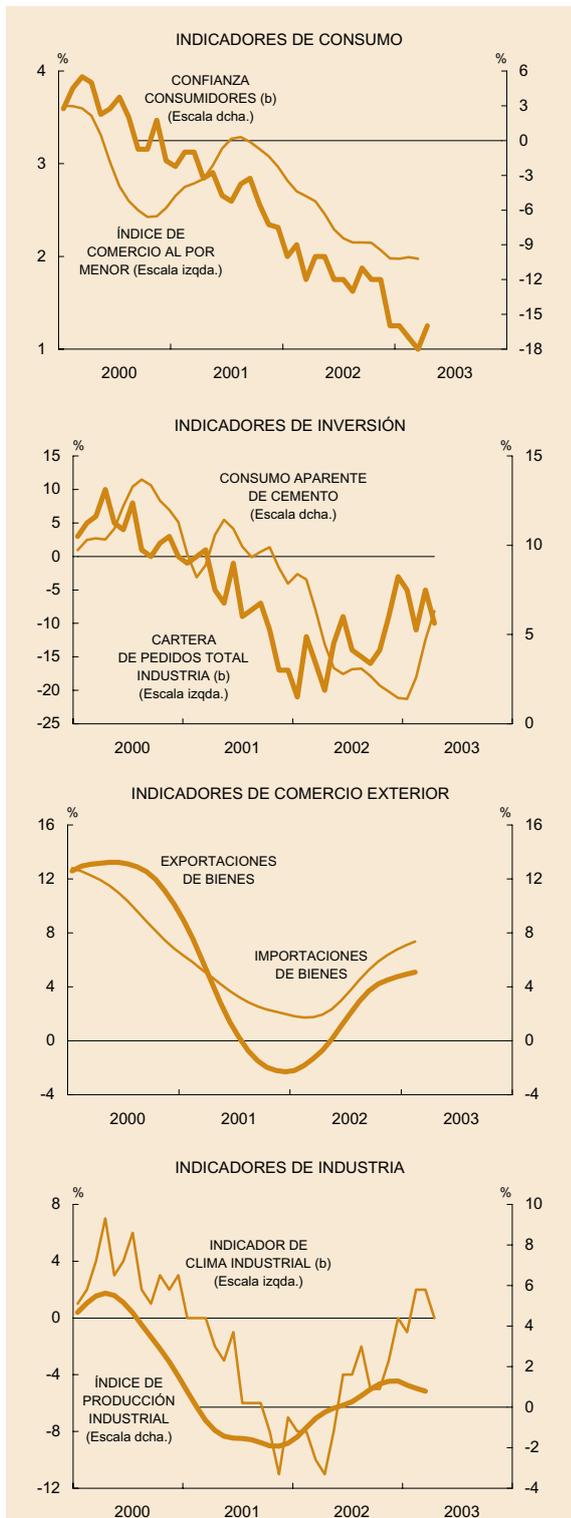
### 1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Según las últimas estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el producto interior bruto (PIB) de la economía española experimentó un crecimiento real interanual del 2,1% en el primer trimestre de 2003, en términos de la serie ajustada de estacionalidad. En tasas intertrimestrales, el crecimiento fue del 0,5%. Los datos de la CNTR han recogido una aceleración de la demanda interna, que avanzó un 3% en relación con el primer trimestre de 2002, a la que han contribuido la recuperación del consumo privado, en tasa interanual, y el notable impulso experimentado por la inversión en bienes de equipo, que habría finalizado su largo período contractivo; la inversión en construcción registró una moderada desaceleración, manteniendo, no obstante, tasas de variación interanual por encima del 4%. Por su parte, la demanda exterior neta acentuó su aportación negativa al crecimiento del PIB, hasta alcanzar 0,9 puntos porcentuales. Las exportaciones frenaron ligeramente el dinamismo observado en el último trimestre del pasado año, mientras que las importaciones elevaron su ritmo de crecimiento interanual. Por el lado de la oferta, la industria mantiene la recuperación iniciada en 2002, mientras que la actividad en la construcción ha proseguido su ralentización muy lentamente, manteniendo la producción en los servicios de mercado unas tasas de crecimiento bastante moderadas; tan solo la agricultura ha mostrado cierta recuperación, con un recorte sustancial del ritmo de descenso de su valor añadido. Por último, el empleo ha iniciado el presente año con un notable dinamismo, superior al mostrado a finales de 2002, aumentando un 1,5%, por lo que las ganancias de productividad siguen siendo reducidas.

Tras cerrar el primer trimestre del año en un tono similar al de los meses finales de 2002, los escasos indicadores de consumo privado con información para el segundo trimestre parecen apuntar un mayor sostenimiento (véase gráfico 1). Así, después de sufrir un continuo deterioro en los meses anteriores, el indicador de confianza de los consumidores experimentó un ligero repunte en abril, que refleja la mejora de las opiniones sobre la situación económica prevista, para la economía en general y para los hogares en particular, y un recorte de las opiniones sobre desempleo. El indicador de confianza del comercio minorista avanzó sustancialmente en ese mes, apoyado sobre todo en unas previsiones más optimistas de la evolución futura de los negocios, que se han trasladado a un aumento de las compras a proveedores. Sin embargo, el índice de ventas del comercio al por menor se ha mantenido en una

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.

senda de ralentización hasta marzo, y, tras aumentar un 1,3% interanual, en términos reales, en ese mes, su crecimiento medio en el conjunto del primer trimestre ha sido ligeramente inferior al observado en el trimestre final del pasado año. Por otra parte, la debilidad mostrada por la producción industrial de bienes de consumo, cuya recuperación muestra ciertas vacilaciones, contribuye a la atonía del indicador de disponibilidades de estos bienes, que ha evidenciado una pérdida de dinamismo, sobre todo para el componente no alimenticio y, de forma más acusada, en el caso del consumo duradero. Este último resultado es coherente con la tendencia descendente registrada por las matriculaciones de automóviles en los tres primeros meses del año; el repunte significativo que ha experimentado este indicador en abril ha venido determinado por el empuje de las ventas destinadas a empresas de alquiler y no a los particulares.

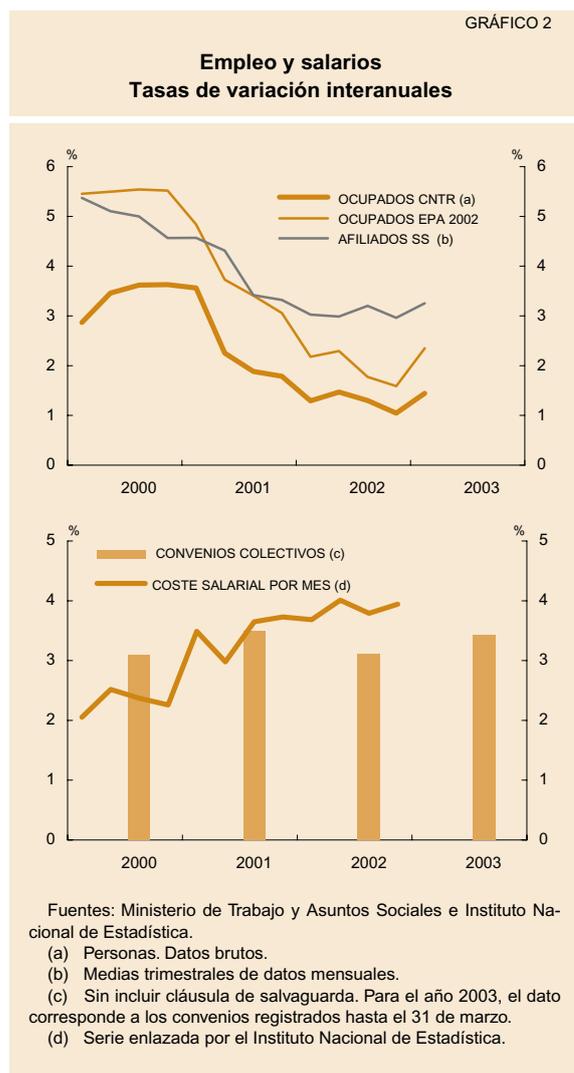
El índice de disponibilidades de bienes de equipo ha prolongado su recuperación en los primeros meses de 2003, a lo que han contribuido favorablemente tanto la producción industrial como los flujos comerciales con el exterior. La producción industrial de este tipo de bienes se ha afianzado en tasas de variación positivas, en los meses más recientes. Asimismo, las previsiones de la cartera de pedidos de los productores del sector muestran un perfil ascendente. No obstante, el retroceso mostrado en abril por el indicador de confianza para el total de la industria, debido a un empeoramiento de la cartera de pedidos, pone un elemento de cautela acerca de la continuidad de la recuperación de este componente del gasto.

En cuanto a la inversión en construcción, cabe señalar que los datos de la ECIC del cuarto trimestre del pasado año han confirmado la desaceleración de la actividad en el sector constructor, con una intensidad mayor que la recogida por la CNTR, destacando el retroceso de la obra civil. No obstante, los indicadores más recientes coinciden en apuntar un posible cambio de tendencia en el presente año. Así, entre los indicadores adelantados, la licitación oficial mostró una recuperación a finales del año pasado, al igual que la superficie de edificación a construir, de acuerdo con los últimos datos de licencias y visados, con un fuerte incremento en el caso de la edificación residencial. Entre los indicadores contemporáneos del gasto, el consumo aparente de cemento registró un avance significativo del 19% en marzo, tras las caídas de los dos meses anteriores, acumulando un crecimiento medio en el primer trimestre superior al del último del pasado año. Asimismo, la producción de minerales no metálicos, que aproxima la de materiales para la

construcción, se ha recuperado en febrero y marzo. Entre los indicadores de empleo, se ha observado una mejoría en la evolución del paro registrado en la construcción, que ha tendido a atenuar su ritmo de crecimiento desde principios de año, y en el número de ocupados según la EPA, que se aceleró en el primer trimestre, si bien los afiliados a la Seguridad Social en la construcción han interrumpido en abril la senda ascendente de los meses más recientes. En esta línea, el indicador de confianza de la construcción retrocedió sensiblemente en abril, abandonando los elevados registros de los meses anteriores.

Los datos de febrero del comercio exterior muestran que las exportaciones de bienes, en términos reales, aumentaron un 3,5% en tasa interanual, manteniendo en los dos primeros meses del año un tono ligeramente positivo, si bien más moderado que el observado en la segunda mitad de 2002 (véase gráfico 1). Cabe destacar el aumento sustancial en las ventas exteriores de bienes de equipo (14,7%) y, en menor medida, las de los bienes de consumo, que recuperaron un tono moderadamente positivo (2%), gracias al componente no alimenticio. Por áreas geográficas, cabe destacar el fuerte aumento de las ventas a los mercados extracomunitarios en términos reales (11,3%), compatible con un moderado crecimiento en términos nominales (1,3%), lo que estaría reflejando un fuerte descenso de sus precios, en un contexto de fortaleza del euro. En el caso de las importaciones, el crecimiento interanual registró un considerable repunte, alcanzando el 12,7%, tras el ligero descenso de un mes antes. Las compras exteriores de los bienes intermedios no energéticos se incrementaron fuertemente (casi un 20%), al igual que las de los bienes de equipo (en torno al 16%). Esto compensó con creces la desaceleración mostrada por las importaciones de los bienes de consumo, especialmente las destinadas al consumo no alimenticio, así como el retroceso observado en las correspondientes a los bienes energéticos. El déficit comercial en términos nominales repuntó notablemente en febrero, incrementándose un 20,4%, debido al fuerte deterioro reflejado en el saldo comercial en términos reales, que no se vio compensado por la mejora de la relación real de intercambio, en un contexto de fortaleza del euro.

Los datos de la balanza de pagos hasta febrero reflejaron un empeoramiento de todos los saldos de la cuenta corriente, excepto el de las transferencias corrientes, destacando el fuerte incremento del déficit de la balanza de rentas, que se amplió en 946 millones de euros, en relación con los dos primeros meses de 2002. Por su parte, el déficit comercial aumentó un 18,1%,

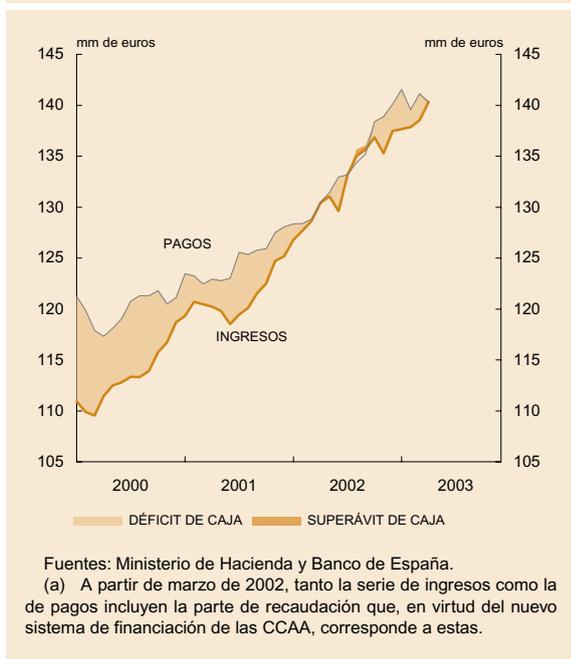


casi 800 millones de euros más que en 2002. El superávit de servicios se redujo un 6%, habiendo disminuido el correspondiente a turismo y viajes en un 1,6%; los indicadores reales de turismo han mostrado un estancamiento en los cuatro primeros meses del año, acorde con los datos de Balanza de Pagos. En conjunto, el déficit de la cuenta corriente alcanzó los 3.082 millones de euros en los dos primeros meses de 2003, frente al déficit de 1.278 millones registrado en el mismo período del año anterior. Por su parte, la cuenta de capital acumuló un saldo positivo de 1.749 millones, 102 más que en los dos primeros meses de 2002, como consecuencia del aumento de las transferencias de capital recibidas de la UEM.

Desde la óptica de la oferta, el dato del índice de producción industrial (IPI) de marzo, corregido de efectos de calendario, ha venido a confirmar la desaceleración experimentada por este indicador en el primer trimestre de 2003, en el que ha alcanzado un crecimiento por debajo del registrado en el último trimestre del 2002. No

GRÁFICO 3

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



obstante, la producción de bienes intermedios mantuvo un comportamiento ascendente en marzo, mientras que la de bienes de consumo siguió lastrada por la atonía del componente no alimenticio. Por su parte, como se ha comentado anteriormente, la producción de bienes de equipo mostró un dinamismo creciente. El indicador de confianza de la industria registró un retroceso de dos puntos en abril, tras dos meses de estabilidad, a lo que contribuyeron la caída de la cartera de pedidos y el ligero aumento de las existencias. Además, el último dato de la utilización de la capacidad productiva en la industria, publicado en mayo, ha mostrado un nuevo descenso, si bien se mantiene casi un punto por encima del nivel registrado un año antes. Finalmente, los indicadores de empleo en la industria apuntan resultados positivos: según la EPA, en el primer trimestre del año el número de ocupados elevó sustancialmente su ritmo de avance interanual (hasta el 1,9%), evolución similar a la del paro registrado, que ha moderado su ritmo de crecimiento hasta abril; solo las afiliaciones a la Seguridad Social han mostrado un estancamiento, disminuyendo un 1,3% en ese último mes.

De forma más general, la información reciente sobre el comportamiento del empleo ha sido favorable (véase gráfico 2). Según la EPA, en el primer trimestre del año se crearon 55.100 nuevos puestos de trabajo netos, lo que se tradujo en un considerable avance de la tasa de crecimiento interanual de los ocupados hasta el

2,3%, siete décimas por encima de la registrada en el último trimestre de 2002. La tasa de paro se situó en el 11,7%, aumentando dos décimas respecto a la registrada en el cuarto trimestre del 2002. En otro artículo de este Boletín se comentan con mayor detalle estos resultados. Cabe señalar aquí que el dinamismo reflejado por la EPA es coherente con la evolución del número de afiliados a la Seguridad Social, que mantuvo un ritmo elevado de incremento interanual en abril. Asimismo, el paro registrado disminuyó, en dicho mes, en casi 62.000 personas, por lo que su ritmo de crecimiento interanual se ralentizó sensiblemente, al situarse en el 1,3%, frente al 4,6% registrado en el primer trimestre del año. Por sectores, cabe destacar la mejora de los indicadores de empleo en los servicios.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado obtuvo hasta abril de 2003 un superávit de 11.033 millones de euros (1,5% del PIB), superior a los 9.532 millones de euros (1,4% del PIB) de un año antes. Tanto los ingresos como los gastos acumulados en el primer trimestre se aceleraron en ese mes. Los ingresos registraron un aumento del 2,9% con respecto al mismo período del año anterior, destacando la recuperación del IVA hasta tasas algo superiores a las del PIB y el aumento de recaudación del Impuesto de Sociedades. Los gastos atenuaron su ritmo de caída hasta el -0,8%, debido a la evolución de las transferencias corrientes pagadas a otras Administraciones Públicas y a los gastos de consumo final. En términos de caja, la ejecución presupuestaria hasta abril se saldó con un superávit de 5.528 millones de euros, muy superior al registrado en el mismo período del año anterior, que fue de 2.787 millones. Los ingresos se aceleraron durante el mes, hasta alcanzar un ligero crecimiento (1,4%); esta tasa refleja la fortaleza del IRPF y del IVA. Los pagos intensificaron su caída en abril, hasta el -5,4%, al compensar los menores pagos por intereses y por transferencias corrientes los elevados crecimientos de los gastos de personal y de compras.

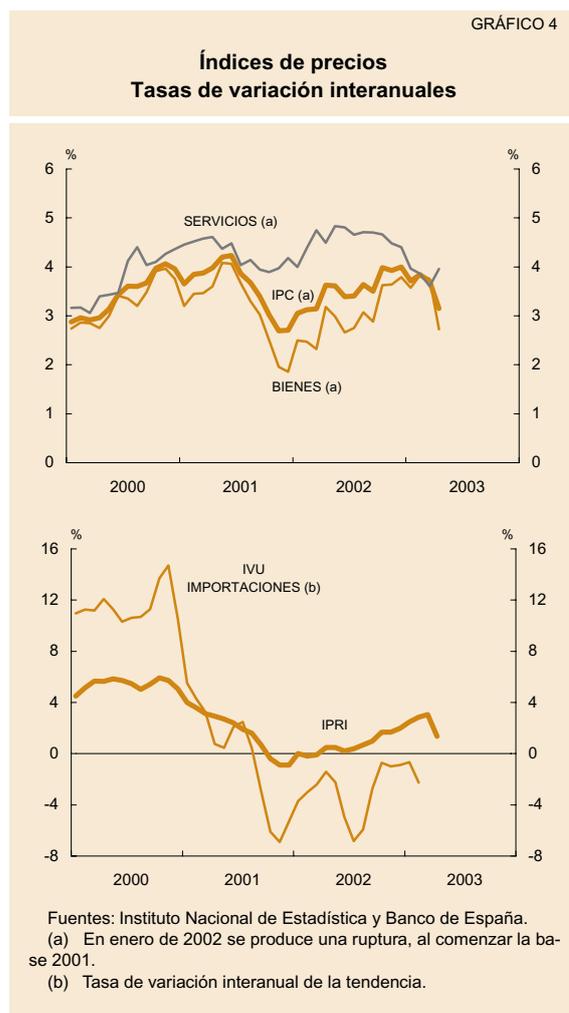
## 2. PRECIOS Y COSTES

Los convenios colectivos registrados hasta finales de marzo incorporan un incremento salarial medio del 3,4%, tres décimas superior al pactado el pasado año, si no se tiene en cuenta el efecto de la aplicación de las cláusulas de salvaguarda. La mayor parte de los convenios registrados hasta el momento son revisiones de convenios plurianuales, pero cabe señalar que el incremento pactado en los convenios de nueva firma, un 2,8%, se aproxima más al acuerdo para la negociación colectiva firmado para este

año. Por ramas de actividad, los incrementos más elevados se siguen registrando en la construcción (3,9%), mientras que en la industria se observan los más moderados (3,1%).

La tasa interanual del índice de precios de consumo (IPC) se redujo hasta el 3,1% en abril, desde el 3,7% observado en marzo; su aumento intermensual fue del 0,8% (véase gráfico 4). Por su parte, el IPSEBENE, que se elevó un 1,3% intermensual, incrementó su ritmo de avance interanual en una décima, hasta el 3,3%, cifra en torno a la que viene oscilando desde principios de año. La desaceleración del índice general estuvo determinada por el favorable comportamiento de los precios energéticos, en especial de los carburantes, y de los alimentos. Los precios de la energía cayeron un 2,6%, reduciendo su tasa interanual en más de cinco puntos porcentuales, hasta el 0,8%. Esta evolución refleja las menores tensiones de precios en los mercados internacionales de crudo. Asimismo, los precios de los alimentos contribuyeron favorablemente al comportamiento del IPC en abril, al ralentizar su avance interanual en torno a un punto porcentual. En el caso de los alimentos no elaborados, la tasa interanual descendió hasta el 4,5%, con caídas generalizadas en los precios de las carnes, mientras que para los alimentos elaborados la tasa se situó en el 3,1%, con moderadas variaciones de precios en la mayoría de sus componentes.

Esta evolución positiva se vio parcialmente compensada por los considerables deslizamientos en los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios. Estos últimos se incrementaron un 0,7% respecto al mes anterior, lo que supuso un aumento de cuatro décimas en su ritmo de avance interanual, que retornó a los niveles del 4% observados a principios del año. Este resultado ha venido influido, fundamentalmente, por el efecto de la Semana Santa sobre los precios de los servicios relacionados con el turismo y la hostelería, que han registrado incrementos muy superiores a los observados en años anteriores. Los precios de restaurantes, bares y cafeterías, por el contrario, se comportaron moderadamente, prosiguiendo el descenso de su tasa interanual. En cuanto a los precios de los bienes industriales no energéticos, aumentaron un 2,7% en abril, incrementándose en tres décimas su crecimiento interanual, hasta el 2,6%. Este comportamiento ha venido determinado por el incremento del 8,7% en los precios del vestido y del calzado, cuya tasa interanual repuntó más de 1,5 puntos porcentuales, hasta el 5,5%, al inicio de la temporada de primavera, muy por encima de lo observado el año anterior.



En abril, el IAPC se incrementó un 0,8%, reduciendo su tasa de crecimiento interanual en cinco décimas, hasta el 3,2%. En la UEM, la tasa de crecimiento interanual del IAPC se recortó en menor medida, quedando situada en el 2,1%, de forma que el diferencial de inflación se estrechó por cuarto mes consecutivo, hasta los 1,1 pp. En abril, mejoraron los diferenciales de inflación de la energía y, especialmente, de los alimentos, que en el caso de los alimentos elaborados pasó a ser levemente negativo. Por el contrario, se ampliaron los diferenciales de inflación de los servicios —que alcanzaron el punto porcentual— y, en especial, de los bienes industriales no energéticos —que aumentaron hasta los 1,9 pp—.

El IPRI disminuyó un 1% en abril, interrumpiendo bruscamente la senda de aceleración que había mantenido hasta ese mes, de forma que su tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 1,4%, desde el 3% del mes anterior. Los precios de producción de los bienes energéticos, que habían alcanzado una tasa interanual del 9,5% en marzo, se desaceleraron hasta el 1,2% en abril, coincidiendo con el cam-

bio de tendencia del precio del petróleo en los mercados internacionales, y en un contexto de apreciación del euro. Los restantes componentes también recortaron sus tasas de variación, aunque en menor cuantía, con la excepción de los precios de los bienes de consumo duradero, que repuntaron levemente.

Los índices de valor unitario (IVU) de las exportaciones han mantenido su trayectoria de acusada moderación, con tasas de variación interanual muy reducidas o negativas, desde hace varios meses. Destaca el fuerte descenso de febrero, por segundo mes consecutivo, de los precios de los bienes de equipo. En el caso de las importaciones, los precios retomaron en febrero la senda de caídas, a pesar de que los precios energéticos avanzaron intensamente (28,5%), coincidiendo con la fuerte escalada de los precios del crudo en los mercados internacionales.

### 3. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA EN LA UEM

Durante el mes de mayo prosiguió la tendencia depreciadora del dólar, que se había acentuado desde finales de marzo. Así, en su cotización respecto al euro, se alcanzaron niveles similares a los del inicio de la Unión Monetaria Europea (en torno a 1,18 dólares por euro). El diferencial de tipos de interés a corto plazo, el elevado déficit exterior de esta economía y la percepción de una mayor tolerancia respecto a un dólar más depreciado, en un entorno de incertidumbre sobre el vigor de la recuperación en EEUU, sustentaron esta evolución. Los tipos de interés a largo plazo registraron notables reducciones, más acusadas en EEUU que en la zona del euro y en Japón. La estabilización de los precios del petróleo contribuyó adicionalmente a la percepción de ausencia de presiones inflacionistas.

En EEUU, el PIB creció un 1,6% (trimestral anualizado) durante el primer trimestre de 2003, a pesar de que la inversión empresarial volvió a tasas negativas, atribuibles en buena medida a la elevada incertidumbre geopolítica en ese período. Finalizado el conflicto en Irak, los indicadores de actividad no han dado muestras claras de mejora por el momento. En abril, las ventas al por menor cayeron un 0,9% excluyendo automóviles, la producción industrial lo hizo en un 0,5% y la utilización de la capacidad productiva cayó a los niveles más bajos de los últimos 20 años. También el mercado laboral sufrió una contracción adicional del empleo en abril, si bien a menor ritmo que en febrero y marzo. Sin embargo, los índices de confianza de los consumidores —y, en menor medida, de empresarios— han retomado una senda ascen-

dente, sobre todo en el componente expectativas. Este mayor optimismo se suma al mejor tono de los mercados financieros, cuya reacción al final de la guerra ha sido claramente positiva: subida de la bolsa y reducción de los diferenciales de los bonos corporativos. En cuanto a los precios, tanto los de producción como los de consumo han caído en abril más allá de lo que era de esperar por la reducción de los precios del crudo. El IPC total cayó un 0,3% en el mes, lo que supuso un descenso de su tasa de crecimiento interanual del 3% al 2,2%, mientras que la inflación subyacente pasó del 1,7% al 1,5%. La Reserva Federal, en su reunión del FOMC del 6 de mayo, mantuvo los tipos en el 1,25% y, en su valoración de riesgos, puso un énfasis especial en la posibilidad de una reducción excesiva de la tasa de inflación, lo que podría afectar a los márgenes empresariales y a la inversión.

En Japón, el PIB real del primer trimestre de 2003 registró un crecimiento intertrimestral nulo (tras haber aumentado un 0,5% no anualizado en el anterior trimestre), con lo que la tasa interanual se sitúa en el 2,5% (igual a la registrada en el trimestre precedente). La demanda interna registró un aumento trimestral del 0,2%, condicionada por el reducido aumento del consumo privado (0,3%) y la desaceleración de la formación bruta de capital fijo. La demanda externa anuló este pequeño impacto expansivo, y hay síntomas de una incipiente desceleración del impulso del sector exterior. Las exportaciones de bienes y servicios experimentaron una caída trimestral del 0,5%, que fue parcialmente compensada por la reducción en el ritmo de aumento de las importaciones, que crecieron un 1,4%. El deflactor del PIB experimentó en el primer trimestre de 2003 una fuerte caída interanual (-3,5%), dato que significa un récord negativo. En cuanto a los indicadores económicos más recientes, cabe destacar, en la vertiente interna, que la producción industrial registró en marzo un crecimiento mensual del 0,1% (4,1% interanual) y que los precios al por mayor sufrieron, en abril, una nueva caída interanual (-0,8%).

En el Reino Unido, la segunda estimación del PIB para el primer trimestre de 2003 confirmó la ralentización del crecimiento que anunciaban los indicadores económicos de ese período. El PIB creció un 0,2% trimestral, con una fuerte desaceleración del consumo privado y un retroceso de la inversión fija. Las encuestas de opinión empresarial de abril mostraron una mejora, aunque indican que la actividad industrial sigue estancada, mientras que la construcción crece a menor ritmo. Por otro lado, las ventas al por menor de abril se desaceleraron al 0,3%, dejando el crecimiento interanual en el 2,7%.

CUADRO 1

## Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	2002		2003			
	DIC	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY (a)
<b>ACTIVIDAD Y PRECIOS (b):</b>						
Índice de producción industrial	-0,5	1,2	2,0	-0,3		
Comercio al por menor	-1,5	2,7	1,0			
Matriculaciones de turismos nuevos	3,6	-4,2	-2,5	1,6		
Indicador de confianza de los consumidores	-16	-18	-19	-21	-19	
Indicador de clima industrial	-9	-10	-11	-12	-13	
IAPC	2,3	2,1	2,4	2,4	2,1	
<b>VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c):</b>						
M3	6,9	7,2	7,9	7,9	8,7	
M1	9,9	9,4	10,3	11,7	11,1	
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	4,1	4,1	4,3	4,1	4,7	
<i>AAPP</i>	1,7	1,9	2,4	2,0	3,5	
<i>Otros sectores residentes</i>	4,7	4,8	4,9	4,7	5,0	
EONIA	3,09	2,79	2,76	2,75	2,56	2,57
EURIBOR a tres meses	2,94	2,83	2,69	2,53	2,53	2,44
Rendimiento bonos a diez años	4,41	4,27	4,06	4,13	4,23	4,02
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,32	-0,21	-0,12	-0,31	-0,24	-0,29
Tipo de cambio dólar/euro	1,018	1,062	1,077	1,081	1,085	1,148
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	-34,5	-4,8	-9,2	-12,9	-1,7	-4,7

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

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

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

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

(d) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 21 de mayo de 2003.

La confianza de los consumidores mejoró ligeramente en abril y mayo, mientras la tasa de paro se mantuvo en el 5,1%. El IPC (RPIX) de abril permaneció en el 3% interanual, pero el índice armonizado se redujo al 1,5%, lo que ha llevado al Banco de Inglaterra a revisar a la baja sus perspectivas de inflación para 2004.

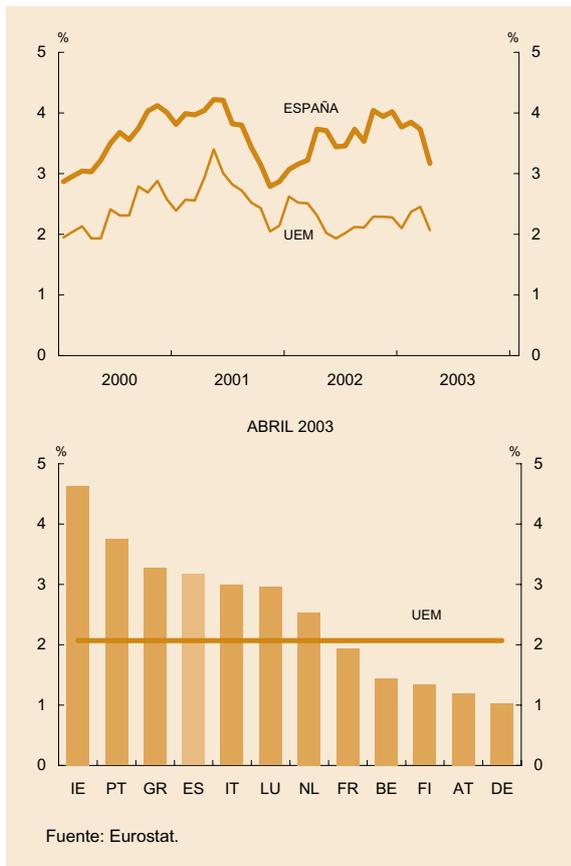
En América Latina prosiguió la positiva evolución de los indicadores financieros, que en algunos casos, como Méjico, situó en mínimos históricos el diferencial de rentabilidad de la deuda pública respecto a los títulos estadounidenses. El buen sentimiento del mercado hacia el área propició la vuelta de Brasil a los mercados de bonos internacionales, tras más de un año de ausencia, con una emisión que incluye Cláusulas de Acción Colectiva, mediante las cuales determinadas condiciones de los títulos pueden renegociarse si lo aprueba una mayoría suficiente de acreedores. Los indicadores de actividad, sobre todo los referidos a la demanda interna, mostraron en algunos países una ligera recuperación, aunque hay dudas sobre su fortaleza, mientras que las presiones inflacio-

nistas, que se habían intensificado en los últimos meses, dieron síntomas de moderación. El gobierno brasileño envió al Congreso los proyectos de reforma tributaria y de la Seguridad Social, y el banco central mantuvo el nivel de los tipos de interés, en un contexto en el que la actividad comienza a acusar los efectos de la restricción monetaria. En Argentina, los indicadores macroeconómicos prosiguieron su mejora, aunque se percibe un cierto agotamiento del impulso del sector exterior. Méjico superó los problemas de principio de año en el ámbito cambiario e inflacionario, lo que indujo una apreciación del peso frente al dólar y permitió una reducción de las tasas de interés. Sin embargo, los datos del primer trimestre señalan una segunda caída consecutiva del PIB en términos intertrimestrales. Por último, Uruguay consiguió culminar con éxito el canje de deuda pública para aliviar la carga de intereses durante los próximos años.

Según el avance publicado por Eurostat, en el primer trimestre de 2003 el producto interior bruto del área del euro se estancó en el nivel

GRÁFICO 5

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



alcanzado el trimestre anterior, lo que se corresponde con un 0,8% de variación interanual. Estas cifras suponen una prolongación del proceso de desaceleración de la actividad observado desde mediados de 2002.

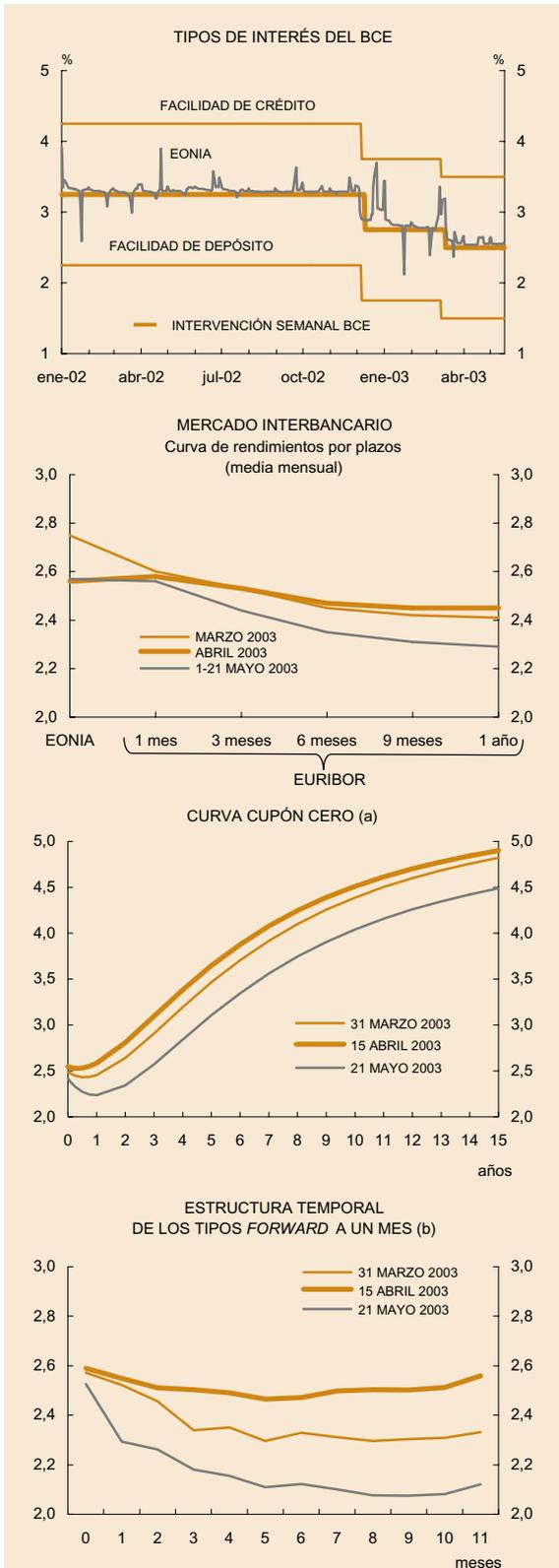
Sin embargo, los datos disponibles de Contabilidad Nacional relativos a los tres primeros meses de 2003 muestran una evolución muy dispar. Así, mientras que Alemania, Italia y Holanda han registrado una tasa de variación intertrimestral del PIB negativa, Francia y Grecia presentaron una evolución más favorable. En Alemania, el PIB se redujo un 0,2% en relación con el trimestre anterior, tras la variación nula del cuarto trimestre de 2002; en Italia, el PIB se desaceleró notablemente, al pasar de un crecimiento intertrimestral del 0,4% en la última parte de 2002 a un -0,1% en los primeros meses del año; finalmente, Holanda sufrió el segundo trimestre consecutivo de crecimiento negativo. Por el contrario, el PIB de Francia creció un 0,3% —tras la caída del 0,1% del trimestre anterior—, como resultado de la recuperación del consumo privado y de la formación bruta de capital, que compensó la evolución desfavorable de las exportaciones netas.

La información de coyuntura más reciente referida al segundo trimestre del año refleja el mantenimiento de un tono débil de avance de la actividad, si bien es difícil valorar en qué medida estos datos están todavía afectados por la guerra de Irak. Así, tanto el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea como el de las opiniones de los directores de compras del sector manufacturero se redujeron en abril, en el primer caso por cuarto mes consecutivo (véase cuadro 1). Los indicadores de confianza del sector servicios mostraron en abril una evolución más favorable, si bien se mantienen por debajo del nivel medio alcanzado en el primer trimestre. Por su parte, la confianza de los consumidores mejoró ligeramente en abril, tras haber presentado descensos sucesivos en los seis meses anteriores, y la confianza de los minoristas, que ha mostrado recientemente un comportamiento muy errático, también avanzó en dicho mes. Por último, según la encuesta trimestral de coyuntura industrial de la Comisión Europea fechada en el segundo trimestre, las expectativas de exportación se redujeron bruscamente y el grado de utilización de la capacidad productiva disminuyó, hasta alcanzar su nivel más bajo desde 1997. En cuanto a las perspectivas a corto plazo, la previsión de la Comisión Europea sobre el crecimiento intertrimestral del PIB de la UEM en los trimestres segundo y tercero se sitúa en el rango 0%-0,4%. No obstante, es posible que la previsión para el tercer trimestre esté sesgada a la baja, dadas las distorsiones que pueden haber generado los conflictos geopolíticos sobre algunos de los indicadores utilizados para realizar la previsión.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la tasa de variación interanual del IAPC se redujo en el mes de abril, pasando del 2,4% al 2,1% (véase gráfico 5). Esta caída resulta atribuible en su totalidad a la reducción del ritmo de crecimiento de los precios de los bienes energéticos, asociada al descenso registrado por la cotización del petróleo desde mediados de marzo y a la apreciación del euro frente al dólar. Por el contrario, los precios de los servicios registraron una aceleración, consecuencia del incremento observado en el precio de los paquetes turísticos y en el transporte aéreo de viajeros por el efecto de la Semana Santa. Los demás componentes del IAPC —alimentos y bienes industriales no energéticos— mostraron tasas de avance en línea con las del mes anterior. Con ello, la tasa de variación interanual del índice de precios que excluye los alimentos no elaborados y la energía (IPSEBENE) se incrementó dos décimas, hasta el 2,2%. Por su parte, el crecimiento interanual de los precios industriales se situó, en marzo, en el 2,4%, frente al 2,7% del mes anterior. Esta evolución se de-

GRÁFICO 6

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



Fuentes: Banco de España y BCE.  
(a) Estimación con datos del mercado de swaps.  
(b) Estimados con los datos del Euribor.

GRÁFICO 7

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



Fuente: Banco de España.

bió a la moderación del ritmo de aumento de los precios de los bienes energéticos y, en menor medida, de los precios de los bienes de consumo.

En su reunión del 8 de mayo, el Consejo de Gobierno del BCE adoptó algunas decisiones para clarificar la estrategia de política monetaria, tras haberla evaluado exhaustivamente. En particular, el Consejo de Gobierno, aunque confirmó la definición de estabilidad de precios, aclaró que intentará mantener la tasa de inflación en niveles cercanos al 2% a medio plazo, y decidió que la revisión del valor de referencia de M3 dejara de realizarse con periodicidad anual. Asimismo, decidió modificar la estructura de sus informes públicos, con objeto de subrayar la existencia de una valoración única de las perspectivas de precios en el marco de los dos pilares y precisar los distintos horizontes a los que resultan relevantes el análisis económico y el monetario. Respecto a la orientación de política monetaria, en las reuniones posteriores a la celebrada el 6 de marzo —en la que se redujo en 25 puntos básicos el tipo de intervención, hasta el 2,5%—, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener inalterados los tipos de interés oficiales. En el mercado interbancario, los tipos de interés a

## Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	2000	2001	2002	2003				
	DIC	DIC	DIC	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY (a)
<b>BANCARIOS:</b>								
Tipo sintético pasivo	3,02	2,22	2,06	1,99	1,96	1,83	...	...
Tipo sintético activo	6,35	4,86	4,40	4,39	4,36	4,25	...	...
<b>TESORO:</b>								
Subasta de letras a doce meses (b)	4,71	3,11	2,87	2,57	2,25	2,35	2,34	...
Subasta de bonos a tres años	4,81	...	...	3,02	2,81	...	2,74	...
Subasta de obligaciones a diez años	5,24	5,02	4,51	4,27	...	3,86	...	...
<b>MERCADOS SECUNDARIOS (c):</b>								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,70	3,11	2,72	2,56	2,33	2,31	2,29	2,14
Deuda pública a diez años	5,20	4,97	4,43	4,24	4,01	4,04	4,19	3,97
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,29	0,19	0,06	0,05	0,05	0,01	0,02	0,04
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	-12,68	-6,39	-23,10	-1,58	-1,19	-3,15	6,47	4,02
Diferencial renta fija privada								
con letras del Tesoro a doce meses	0,29	0,22	0,29	0,32	0,30	0,36	0,28	0,28
Diferencial renta fija privada								
con deuda pública a diez años	0,70	0,67	0,62	0,61	0,63	0,63	0,63	0,69

Fuente: Banco de España.

(a) Media de datos diarios hasta el 20 de mayo de 2003.

(b) Tipo de interés marginal.

(c) Medias mensuales.

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

plazos entre tres y doce meses, que aumentaron en la primera quincena de abril, hasta configurar una curva de rendimientos prácticamente plana, han registrado después una progresiva reducción. Del mismo modo, los tipos *forward* implícitos a un mes, que, a mediados de abril, reflejaban unas expectativas de mantenimiento de los tipos de interés en la segunda mitad del año, han disminuido con posterioridad (véase gráfico 6). En los mercados secundarios de deuda pública, las rentabilidades a diez años se incrementaron ligeramente en la primera mitad de abril, tanto en la UEM como en Estados Unidos, pero ese movimiento ha revertido con fuerza en las semanas siguientes, de modo que los tipos de interés negociados se sitúan por debajo de los niveles mínimos que se observaron a mediados de marzo.

Los mercados de renta variable europea mantuvieron en abril y mayo, dentro de un contexto de gran volatilidad, la tendencia al alza que se inició a mediados de marzo, probablemente impulsados, en un primer momento, por las perspectivas de una finalización rápida del conflicto en Irak y, posteriormente, por una percepción favorable de los efectos de su conclusión sobre la actividad económica. En los mercados de divisas ha conti-

nuado el proceso de apreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar; en concreto, entre comienzos de abril y mediados de mayo el euro se ha apreciado un 7,3% frente a la moneda norteamericana, hasta situarse en niveles próximos a las cotizaciones iniciales del euro en enero de 1999 (véase gráfico 7).

Por lo que respecta a la evolución de los agregados monetarios, el dato de M3 mantuvo en abril un elevado dinamismo, al situarse su crecimiento interanual en el 8,7% —ocho décimas más que en el mes anterior—. Por su parte, el crédito al sector privado registró en abril un repunte en su tasa de variación interanual —hasta el 5%—, tras la ligera moderación del mes precedente.

#### 4. EVOLUCIÓN FINANCIERA EN ESPAÑA

Durante el mes de marzo se produjo en nuestro país una desaceleración de los principales agregados monetarios y crediticios, que, no obstante, siguen revelando unas condiciones financieras más holgadas en España que en el resto del área del euro. De este modo, el crédito al sector privado continuó aumentando a tasas

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)**

	2003	2001	2002	2003		
	MAR (b)	DIC	DIC	ENE	FEB	MAR
<b>Medios de pago (MP)</b>	<b>326,4</b>	<b>6,8</b>	<b>11,4</b>	<b>12,3</b>	<b>12,1</b>	<b>11,0</b>
Efectivo	53,6	-21,3	28,4	25,9	25,6	21,8
Depósitos a la vista	144,3	16,0	10,3	13,3	12,8	12,6
Depósitos de ahorro	128,5	11,8	6,5	6,5	6,7	5,5
<b>Otros pasivos bancarios (OPB)</b>	<b>252,5</b>	<b>8,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,3</b>	<b>3,5</b>
Depósitos a plazo	203,0	13,0	6,9	6,1	5,8	4,6
Cesiones y valores bancarios	32,8	-1,7	-10,5	-3,6	-7,6	-5,5
Depósitos en el exterior (c)	16,8	-20,6	5,6	-1,3	13,0	10,0
<b>Fondos de inversión</b>	<b>152,5</b>	<b>-2,4</b>	<b>-6,7</b>	<b>-4,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,1</b>
FIAMM	48,4	31,2	13,1	14,8	15,7	12,0
FIM renta fija en euros	38,6	19,7	8,2	10,6	26,5	32,4
Resto de fondos	65,4	-18,0	-21,6	-20,3	-19,0	-18,5
PRO MEMORIA:						
<b>AL1 = MP + OPB + FIAMM</b>	<b>627,4</b>	<b>8,9</b>	<b>8,5</b>	<b>9,0</b>	<b>9,1</b>	<b>8,0</b>
<b>AL2 = AL1 + FIM renta fija en euros</b>	<b>666,0</b>	<b>9,3</b>	<b>8,5</b>	<b>9,1</b>	<b>9,9</b>	<b>9,1</b>

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

elevadas y muy superiores a las del conjunto de la UEM. En todo caso, la información provisional correspondiente a abril no parece confirmar la tendencia hacia la moderación en el ritmo de expansión de la financiación crediticia.

La trayectoria descendente observada durante los últimos meses en los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela continuó en marzo. De este modo, los tipos sintéticos de pasivo y de activo se redujeron, respectivamente, 13 y 11 puntos básicos y quedaron situados en el 1,83% y 4,25% (véase cuadro 2).

En los mercados nacionales de renta fija, las rentabilidades negociadas mostraron una tendencia descendente durante abril y la parte transcurrida de mayo. En el caso de los valores a más largo plazo, estos descensos han corregido el repunte observado durante la segunda quincena de marzo, de modo que los tipos de interés de estos activos se han vuelto a situar en torno a los niveles mínimos del año. En la parte transcurrida de mayo, las rentabilidades medias diarias de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y del bono a diez años fueron, respectivamente, del 2,14% y 3,97%. El diferencial medio con el bono alemán a diez años continuó en

niveles reducidos (en torno a los 4 puntos básicos), mientras que los diferenciales entre la renta fija privada y la pública aumentaron hasta los 69 puntos básicos en los plazos más largos y se mantuvieron estables en los cortos.

En los mercados bursátiles españoles, al igual que en el resto de las bolsas internacionales, las cotizaciones registraron, durante el mes de abril, un aumento de su nivel y una disminución de sus volatilidades. El rápido desenlace del conflicto iraquí y la publicación de resultados empresariales favorables fueron dos de los factores que contribuyeron a estos desarrollos. En el caso del Índice General de la Bolsa de Madrid, el ascenso fue del 9,9%. En la fecha de cierre de este artículo, dicho Índice se situaba ligeramente por debajo de los niveles de finales del mes anterior y, en relación con el principio de año, acumulaba una ganancia del 4%.

En cuanto a las magnitudes monetarias, durante el mes de marzo los activos financieros más líquidos de las sociedades no financieras y los hogares experimentaron una caída en su ritmo de expansión, después de la leve aceleración observada durante los dos meses anteriores (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Así, los medios de pago aumentaron,

GRÁFICO 8

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

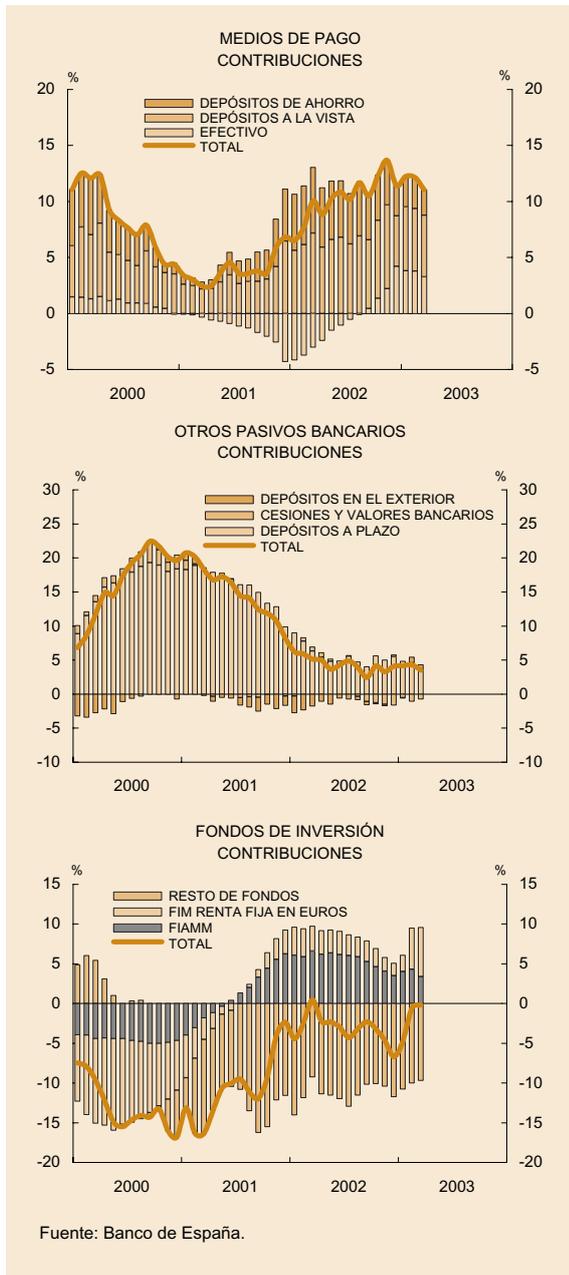


GRÁFICO 9

**Financiación a los sectores residentes no financieros**



en términos interanuales, un 11%, 1,1 puntos menos que en el mes anterior. Esta desaceleración se manifestó en todos los componentes del agregado —efectivo, depósitos a la vista y depósitos de ahorro—, aunque sus tasas interanuales están todavía afectadas por el comportamiento excepcional derivado de la introducción de los billetes y monedas denominados en euros. Por su parte, el agregado *otros pasivos bancarios* —que incluye depósitos a plazo, cesiones, valores bancarios y depósitos en el exterior— también redujo su

crecimiento interanual hasta el 3,5%, frente al 4,3% del mes precedente. Esta evolución es el resultado, principalmente, de la ralentización del componente de mayor peso, los depósitos a plazo, cuya tasa de variación descendió hasta el 4,6%, y, en menor medida, de la reducción en el ritmo de avance de los depósitos en el exterior.

El valor de las participaciones de fondos de inversión en manos del sector privado no financiero aumentó 3,3 mm de euros en marzo, con

CUADRO 4

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

	2003	2001	2002	2003		
	MAR (b)	DIC	DIC	ENE	FEB	MAR
<b>1. Financiación total (2 + 3)</b>	<b>1.231,2</b>	<b>11,6</b>	<b>10,2</b>	<b>10,4</b>	<b>10,3</b>	<b>9,9</b>
<b>2. Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH</b>	<b>910,2</b>	<b>15,7</b>	<b>14,5</b>	<b>14,8</b>	<b>14,9</b>	<b>13,5</b>
De los cuales:						
Préstamos de entidades de crédito residentes (d)	748,5	13,8	14,2	15,2	15,3	14,1
Valores de renta fija	16,4	8,1	-9,7	-10,4	-10,7	-11,0
<b>3. Administraciones Públicas</b>	<b>321,1</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,9</b>
Valores a corto plazo	38,7	-19,3	0,7	9,7	6,7	5,0
Valores a largo plazo	285,0	4,9	3,0	0,0	3,0	1,2
Créditos - depósitos (c)	-2,6	4,1	-10,2	-4,2	-14,2	-2,2

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.  
(d) Incluye los créditos titulizados.

lo que su tasa de crecimiento interanual se situó en el -0,1% (-0,5% un mes antes). Por categorías, los fondos de menor riesgo, FIAMM y FIM de renta fija en euros, continuaron registrando un volumen elevado de suscripciones; y sus patrimonios se incrementaron, en relación con el mismo mes del año anterior, un 12% y un 32,4%, respectivamente, mientras que el del resto de los FIM aumentó ligeramente, lo que moderó el descenso acumulado de los últimos doce meses.

La información provisional correspondiente al mes de abril apunta una cierta aceleración en las tenencias de medios de pago, mientras que para el resto de activos financieros comentados anteriormente se mantienen las pautas observadas en marzo.

La financiación obtenida por el total de los sectores residentes no financieros se desaceleró en marzo, de modo que su tasa interanual se situó en el 9,9%, frente al 10,3% de febrero (véanse cuadro 4 y gráfico 9). Esta evolución resulta, principalmente, del descenso en el ritmo de expansión de los fondos recibidos por el sector privado. Así, la financiación a empresas

y familias creció un 13,5%, en términos interanuales, frente al 14,9% del mes anterior. Por instrumentos, el crédito total concedido por las entidades residentes moderó su ritmo de avance en 1,2 puntos porcentuales, hasta el 14,1%, mientras que la emisión neta de valores de renta fija por parte de las sociedades no financieras fue ligeramente negativa y su tasa de crecimiento interanual se situó en el -11%. No obstante, la información provisional de abril no parece confirmar esta tendencia hacia la ralentización del crédito de entidades residentes al sector privado.

La financiación neta recibida por las Administraciones Públicas volvió a mostrar en marzo un valor positivo en términos interanuales, aunque por un importe reducido, tras el registro negativo de los meses anteriores. Por instrumentos, los fondos procedentes de emisiones de valores se desaceleraron y no cubrieron totalmente las necesidades financieras del sector, por lo que este tuvo que recurrir a sus depósitos en el Banco de España y en otras instituciones financieras.

26.5.2003.