
Evolución reciente de la economía española

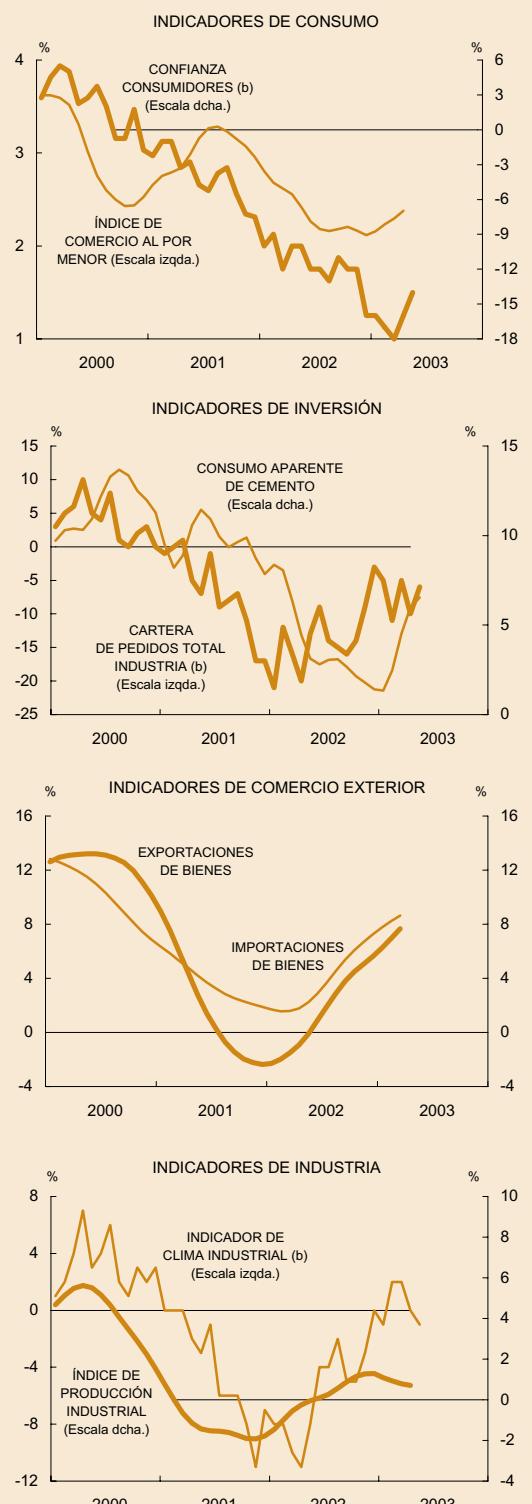
1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Tras la publicación de las estimaciones de la CNTR, correspondientes al primer trimestre de 2003, que situaron el crecimiento interanual del PIB en ese período en el 2,1% y el avance de la demanda nacional en el 3%, la escasa información coyuntural referida al comportamiento de la economía española en el segundo trimestre del año tiende a confirmar un tono sostenido, tanto por el lado del gasto como por el de la actividad. En particular, los indicadores de la demanda interna han tendido a mejorar, aunque con diferente intensidad, mientras que los flujos de comercio exterior se han recuperado significativamente. Por su parte, los datos de producción industrial continúan marcando un moderado fortalecimiento, que se complementa con la evolución positiva de los indicadores de empleo.

La información sobre el consumo privado en el segundo trimestre es algo más abundante que para otros componentes del gasto y apunta, en general, hacia tasas de crecimiento similares a las del trimestre anterior. Entre los indicadores disponibles, el de confianza de los consumidores prolongó en mayo el perfil de recuperación mostrado en abril, de forma que en el promedio de estos dos meses se ha situado por encima del primer trimestre, aproximándose a los niveles de finales de 2002 (véase gráfico 1). Cabe destacar una percepción más optimista respecto a la situación futura de la economía y a la evolución del paro, si bien las opiniones sobre la capacidad de ahorro de los hogares en el futuro se sitúan en niveles muy bajos. Por su parte, el indicador de confianza del comercio al por menor sufrió un sensible deterioro en el mes de mayo, debido a la caída en la valoración actual del volumen de negocio, aunque este dato debe ser relativizado dada la variabilidad que ha caracterizado a este indicador en los últimos meses; de hecho, en el conjunto de abril y mayo se ha producido una mejora con respecto al primer trimestre. El índice de ventas del comercio al por menor, tras mostrar una cierta erradicidad en el mes de marzo, recuperó en abril el dinamismo de los dos primeros meses del año, aumentando en un 2,5% interanual en términos reales. El avance de la producción interior de bienes de consumo (incluyendo automóviles) en el mes de abril dio continuidad a la sensible recuperación que había mostrado el mes anterior y, junto al mayor dinamismo de las importaciones de estos bienes en marzo, ha proporcionado impulso al indicador de disponibilidades de bienes de consumo, sobre todo al componente no alimenticio. Por último, las compras de automóviles realizadas por particulares han tendido a suavizar su ritmo de descenso en abril y mayo.

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.

El índice de disponibilidades de bienes de equipo presenta un perfil ascendente, al que han contribuido tanto el elevado dinamismo de las importaciones de estos bienes, en el conjunto del primer trimestre del año, como el avance de su producción interior. El índice de producción industrial de bienes de equipo (excluyendo la fabricación de automóviles) consolidó en abril su recuperación, registrando tasas de crecimiento positivas por tercer mes consecutivo, tras dos años de descensos continuados. Paralelamente, las opiniones sobre la cartera de pedidos de este sector mejoraron sustancialmente en el mes de mayo, alcanzando un saldo positivo por primera vez en ocho meses. En cuanto a las perspectivas empresariales —un determinante fundamental de la inversión—, las opiniones sobre la tendencia prevista de la producción y la cartera de pedidos para el conjunto de la industria apuntan hacia una mejora en los próximos meses, si bien la encuesta semestral de inversiones ha recogido un comportamiento todavía negativo de la inversión prevista en el sector, en 2003.

La inversión en construcción sigue mostrando una notable resistencia a la desaceleración. A la recuperación que han experimentado recientemente los indicadores adelantados —como se comentó en el Boletín anterior—, se une el comportamiento expansivo de los indicadores contemporáneos. Así, el consumo de cemento ha mantenido en abril el importante impulso que registró en marzo, abandonando la corta fase contractiva observada en los dos primeros meses del año. Por su parte, el paro registrado en el sector de la construcción prolongó en el mes de mayo el proceso de desaceleración que le viene caracterizando en 2003, mientras que las afiliaciones a la Seguridad Social han aumentado a un ritmo elevado en los cinco primeros meses del año. En este contexto, el indicador de confianza del sector se ha mantenido en mayo en valores superiores a los observados en 2002.

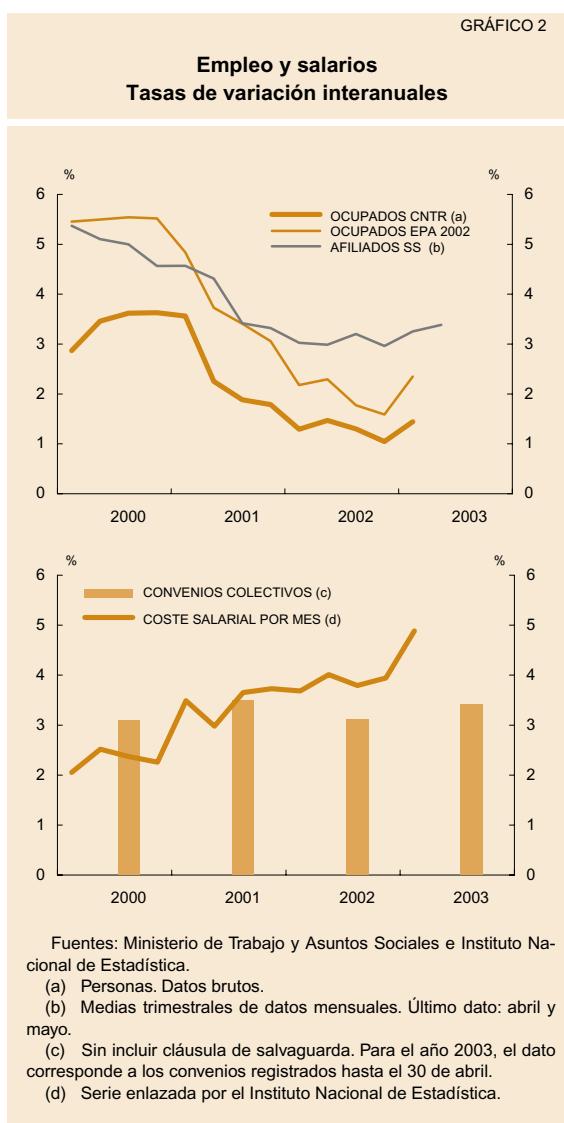
Tras su notable aceleración en marzo, las exportaciones de bienes crecieron un 9% en tasa real interanual, en el mes de abril, tasa que se compara favorablemente con el incremento del 5,9% del conjunto del primer trimestre. Cabe destacar el dinamismo de las ventas de bienes intermedios y, especialmente, de bienes de equipo en este último mes. Por áreas geográficas, tanto las exportaciones dirigidas a la UE como las destinadas al resto del mundo mostraron avances importantes, en términos reales, y en mayor medida las primeras, que crecieron un 9,4%. Las importaciones reales de bienes aumentaron un 9,9% en el mes de abril,

tras avanzar un 8,4% en el conjunto del primer trimestre. Por grupos de productos, las compras de bienes de equipo se aceleraron, en relación con unas tasas de crecimiento ya notablemente elevadas, mientras que las de bienes de consumo avanzaron a ritmos similares al primer trimestre; las compras de bienes intermedios no energéticos mantuvieron su dinamismo. Por último, las importaciones energéticas experimentaron un repunte importante tras el recorte del primer trimestre. El déficit comercial, en términos nominales, se amplió moderadamente en abril (creciendo un 5,9% en relación con abril del año anterior), tras haber aumentado un 22,7% en el primer trimestre. La ligera mejora experimentada por la relación real de intercambio compensó parcialmente el aumento del déficit real.

Según los datos de la balanza de pagos, el déficit de la balanza por cuenta corriente se amplió acusadamente en el mes de marzo, alcanzando los 2.422,9 millones de euros, más del doble que el registrado un año antes. Este resultado fue producto del mal comportamiento de todos los componentes de la balanza, especialmente del sensible incremento del déficit comercial. La balanza de servicios recortó su superávit en un 5,2%, a causa del fuerte aumento del déficit de otros servicios, que no pudo ser compensado por el aumento de los ingresos por turismo. La balanza de rentas y la de transferencias corrientes aumentaron su saldo deficitario, hasta situarse en 1.172,4 y 111,1 millones de euros, respectivamente. Por su parte, la cuenta de capital mejoró ligeramente al registrar un saldo positivo de 70,5 millones de euros, 29,6 más que los contabilizados un año antes.

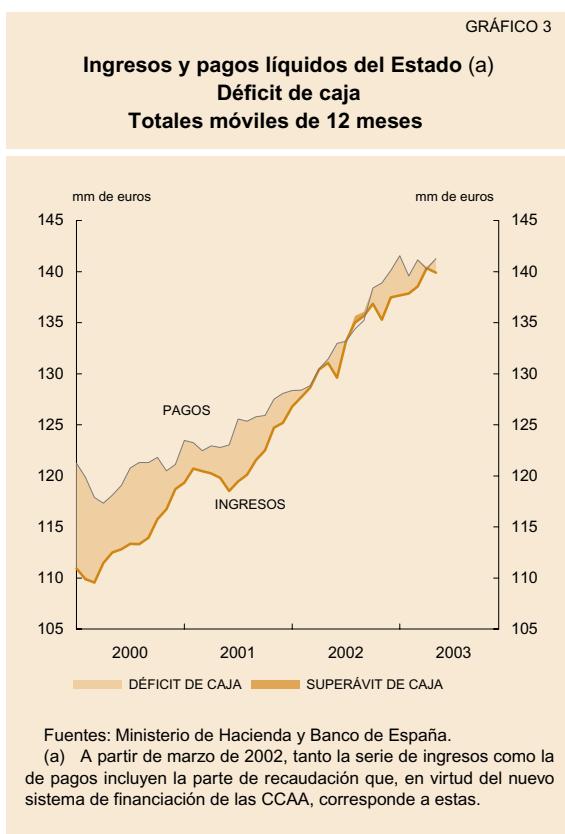
Desde la óptica de la oferta, la actividad industrial ha prolongado en el inicio del segundo trimestre la recuperación que se apuntaba a mediados del primer trimestre. El índice de producción industrial tuvo un comportamiento positivo en el mes de abril, aumentando un 2,8% en tasa interanual corregida de efectos calendario, debido sobre todo al impulso que experimentó la producción de manufacturas de consumo; por el contrario, la producción de bienes intermedios perdió dinamismo. Los indicadores de opinión tienden a confirmar la expansión de esta actividad: aunque el indicador de confianza retrocedió en los meses de abril y mayo, mantiene niveles superiores a los registrados a lo largo de 2002; por su parte, el indicador de clima industrial que elabora el Ministerio de Ciencia y Tecnología ha mostrado un perfil creciente en los cinco primeros meses de 2003.

El INE ha comenzado a publicar trimestralmente un indicador mensual de actividad en



los servicios de mercado, que proporciona información sobre evolución de la cifra de negocios y del personal ocupado en este conjunto de actividades. Según esta nueva estadística, el aumento interanual de la cifra de negocios fue del 5,3% en el primer trimestre, en términos nominales. Por su parte, el personal ocupado habría aumentado un 1,8% en ese período, tasa algo inferior a la estimada por la EPA y por la CNTR —en torno al 2,4%—. El indicador de confianza en los servicios, elaborado por Eurostat, ha registrado una tendencia de suave recuperación en los primeros cinco meses de 2003.

El empleo ha mantenido un tono positivo, tras el favorable comportamiento observado en el primer trimestre del año (véase gráfico 2). En abril y mayo, el número de afiliados a la Seguridad Social aumentó a un ritmo del 3,4%, ligeramente superior al registrado en los tres primeros meses de 2003, evolución que se ha repro-



ducido en el caso de los trabajadores no autónomos, que crecieron un 3,6% en esos dos meses. El paro registrado se redujo en 50.000 personas a lo largo del mes de mayo, rebajando su ritmo de avance interanual en una décima, para situarse en el 1,2%, en línea con las tasas que mostraba este indicador a finales de 2001. Por último, el número de contratos registrado en mayo se elevó a 1.196.000, lo que supone un descenso del 3,4%, en tasa interanual, menos acusado que el registrado en abril; aunque el descenso afectó tanto a los contratos temporales como a los indefinidos, ha sido más marcado en estos últimos.

Con la metodología de la contabilidad nacional, el Estado obtuvo hasta mayo de 2003 un superávit de 5.306 millones de euros (0,7% del PIB), superior a los 4.780 millones de euros de superávit (igual porcentaje del PIB) registrados un año antes. Los ingresos acumulados hasta mayo redujeron su ritmo de crecimiento y lo situaron en el 1,2%, mientras que los gastos experimentaron una cierta aceleración, llegando a un volumen similar al acumulado en el mismo período de 2002. En términos de caja, la ejecución presupuestaria se saldó con un pequeño superávit de 231 millones de euros hasta mayo de 2003, en contraste con el déficit de 1.023 millones registrado durante el mismo período del año anterior. Los ingresos se desaceleraron durante el mes, hasta pasar a registrar una

suave caída, del 0,4%, debido, sobre todo, a la evolución del IRPF, en tanto que los pagos atenuaron su caída (hasta el 3%), al compensar los pagos por intereses y por transferencias corrientes las desaceleraciones de los otros capítulos de gastos corrientes y de los gastos de capital.

2. PRECIOS Y COSTES

Tras el escaso avance de la negociación colectiva en el mes de abril, el incremento salarial medio pactado en los convenios registrados hasta finales de ese mes fue del 3,41%, similar al correspondiente a marzo (3,42%) y tres décimas superior al pactado en 2002, si no se considera el efecto de las cláusulas de salvaguarda. La mayor parte de los convenios firmados son revisiones de convenios plurianuales, con un incremento medio del 3,43%; en los de nueva firma el incremento es del 2,74%, en línea con el contenido del Acuerdo para la Negociación Colectiva. Por ramas de actividad, destaca el incremento pactado en la construcción, que supera en casi un punto porcentual a la media. Por otra parte, según el índice de costes laborales, el coste laboral total creció un 5,2% en el primer trimestre de 2002, seis décimas más que en el cuarto trimestre de 2002. Esta aceleración vino provocada por el acusado aumento del coste salarial (que se aceleró un punto, hasta el 4,9%), mientras que los otros costes han mantenido un dinamismo muy superior (6,0%).

En el mes de mayo, la evolución de los precios de consumo fue favorable, pues el IPC registró un descenso del 0,1%, en relación con abril, y recortó su tasa interanual en cuatro décimas, hasta el 2,7% (véase gráfico 4). Los componentes menos volátiles del índice general, recogidos en el IPSEBENE, registraron un aumento de una décima respecto a abril, y su variación interanual se situó en el 3%, tras fluctuar varios meses en torno al 3,3%.

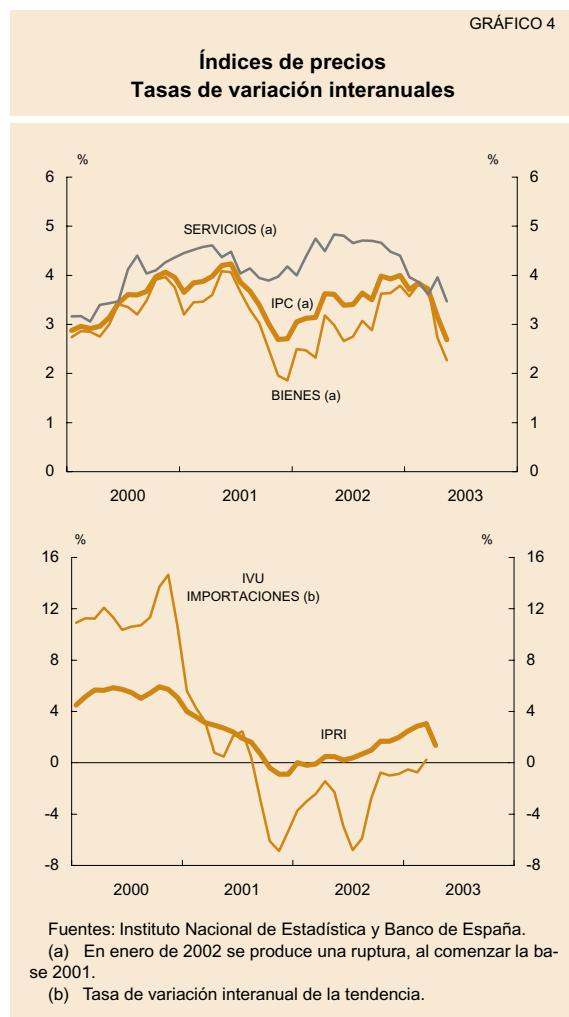
Los componentes de energía y de servicios del IPC registraron los mejores comportamientos en mayo. Los precios de la energía cayeron un 2,5%, reflejo de la menor presión sobre los precios del crudo en los mercados internacionales, recortando su variación interanual hasta situarla en tasas negativas (-1,9%). Los precios de los servicios, por su parte, ralentizaron su crecimiento interanual en cinco décimas, hasta el 3,5%, dos décimas menos que en abril. Cabe destacar los descensos en los precios de los viajes organizados y de los hoteles, habituales en las fechas posteriores a la Semana Santa, aunque este año han resultado algo más acusados que lo habitual.

Los precios de los alimentos también redujeron su ritmo de crecimiento, aunque de forma más moderada, y su variación interanual quedó situada en el 3,4%. Dentro de los alimentos, los precios de los elaborados se desaceleraron tres décimas, acelerándose en una décima los precios de los alimentos no elaborados, que rompieron así el perfil de moderación mostrado desde principios del año. Por último, los precios de las manufacturas de consumo aumentaron un 0,5% con respecto a abril y estabilizaron su tasa interanual en el 2,6%. Dentro de este componente, los precios del vestido y del calzado volvieron a aumentar en mayo con respecto a abril, aunque a tasas mucho más moderadas (1,2%), manteniendo su crecimiento interanual en el 5,5%.

El IAPC presentó en el mes de mayo un comportamiento similar al IPC, con un descenso de una décima con respecto a abril y una reducción de cinco décimas en su crecimiento interanual, que se situó en el 2,7%. En la zona del euro, el IAPC también recortó su ritmo de avance, aunque solo en dos décimas, hasta el 1,9%, de forma que el diferencial de inflación entre España y la zona volvió a estrecharse, por quinto mes consecutivo, y se situó en 0,8 pp. Por componentes, el diferencial de inflación se redujo en todos aquellos casos en los que es positivo —servicios, bienes industriales no energéticos y alimentos no elaborados—, ampliándose el diferencial negativo en los alimentos elaborados y la energía.

En el mes de mayo, el IPRI afianzó el perfil de desaceleración que había iniciado en el mes de abril, quebrando la trayectoria creciente observada desde finales de 2001, al descender un 0,5% respecto al mes anterior y recortar en siete décimas su crecimiento interanual, hasta situarse en el 0,7%. Este favorable comportamiento vino propiciado por la contracción de los precios energéticos, que registraron una tasa interanual del -2,3%. Este recorte refleja el abaratamiento del petróleo, provocado por la apreciación del euro, en un contexto de estabilidad de su precio en dólares. Los precios de producción de los bienes intermedios se desaceleraron, mientras que los de los bienes duraderos mantuvieron estable su ritmo de avance; los precios de los bienes de equipo y de las manufacturas de consumo experimentaron un ligero aumento en su ritmo de crecimiento.

Los precios de las importaciones, aproximados por los índices de valor unitario, crecieron un 2,9% en marzo, cerrando el primer trimestre del año con un incremento, tras seis trimestres registrando reducciones. En



ese mes, volvieron a contraerse los precios de los bienes de equipo, mientras que los precios energéticos continuaron mostrando crecimientos abultados. Los precios de las exportaciones disminuyeron en marzo, en términos interanuales, a una tasa del 2,1%, cerrando un primer trimestre del año en línea con los últimos trimestres de 2002. Las caídas de precios fueron generalizadas en todos los bienes, excepto en los energéticos, que han continuado situados en tasas muy elevadas.

3. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA EN LA UEM

Durante el mes de junio, el dólar se estabilizó en torno a niveles de 1,18 dólares por euro, interrumpiendo así la rápida trayectoria de depreciación observada desde inicios de año. Se acentuaron las expectativas de recorte de los tipos de interés oficiales en EEUU. Los tipos de la deuda pública a largo plazo en los principales países se mantuvieron en los niveles muy reducidos en los que ya se encontraban, mien-

tras que los índices de renta variable registraron significativos avances.

En EEUU, los indicadores publicados mostraron una recuperación, desde los bajos niveles en que se hallaban en torno a las fechas de la guerra en Irak, pero no se despejaron totalmente las dudas sobre el vigor de la recuperación. Cabe destacar la subida en un punto del indicador adelantado sintético de mayo, con mejoras en casi todos sus componentes. Igualmente, el dato de ventas al por menor en mayo fue positivo, con un aumento mensual —una vez descontado el efecto negativo de la caída del precio de la gasolina— del 0,6%. Sin embargo, estos datos positivos contrastan con algunos de los indicadores que miden el sentimiento del consumidor. La producción industrial volvió a crecer a tasas positivas en mayo (0,1% intertrimestral), tras las fuertes caídas de marzo y abril. La utilización de la capacidad se mantuvo estable en niveles todavía muy bajos (74,3 en mayo), lo que contribuyó a reafirmar las dudas sobre el empuje de la inversión en nuevas plantas. A pesar de la depreciación del dólar, el déficit por cuenta corriente creció un 5,8% durante el primer trimestre de 2003, hasta alcanzar los 136,1 mm de dólares. Las informaciones referidas al mercado de trabajo continuaron reflejando cierta debilidad, aunque matizada: la tasa de paro subió una décima en mayo, hasta el 6,1%, mientras que en el sector privado se crearon 8.000 nuevos puestos de trabajo, aunque en el agregado se produjo un cierto recorte (17.000). Tras las fuertes pérdidas de empleo de meses anteriores, estos datos podrían señalar el inicio de un cambio de tendencia hacia el aumento de la contratación neta. En cuanto a los precios, se registró un pequeño aumento de las tasas mensuales de los precios de consumo, tanto en el índice general —que pasó del -0,3% al 0%— como en el subyacente —del 0% al 0,3%—, lo que supuso cierto alivio respecto al escenario de deflación temido por algunos analistas.

En Japón, continuaron los signos de ralentización de la economía. Por el lado de la oferta, destacó el brusco descenso de los indicadores de confianza empresarial y la caída de la actividad del sector industrial (1,5% en tasa mensual desestacionalizada en abril), que confirmó así la senda ya observada desde principios de año. En cuanto a los indicadores de demanda, las ventas al por menor registraron una sensible caída en abril (3,3% interanual), en línea con la atonía del empleo (-0,4% interanual). Las exportaciones se frenaron significativamente (3,5% interanual en abril), pero el ajuste paralelo de las importaciones limitó el impacto sobre el superávit comercial. En cuanto a la evolución de los precios, el dato esperanzador

(por ser menos negativo) del índice de precios al consumo en abril (-0,1%) contrastó con las fuertes caídas en los precios al por mayor en mayo (-1,0%) y del deflactor del PIB del primer trimestre del año (-3,3%). Por otra parte, siguió cayendo el crédito bancario al sector privado. Como respuesta a esta situación, el Banco de Japón anunció que destinará hasta 1 billón de yenes a un nuevo programa de compras de papel comercial y títulos de pequeñas y medianas empresas, además del programa existente de recompra de las acciones de los bancos.

En el Reino Unido, la evaluación de los cinco criterios económicos para la adhesión a la UEM concluyó con un resultado negativo. El Gobierno manifestó su voluntad de volver a valorar los cinco criterios el próximo año y promover reformas encaminadas al cumplimiento de los mismos. Los indicadores de opinión empresarial mostraron en mayo una ligera mejoría en las perspectivas industriales, aunque la actividad del sector sigue estancada. La construcción redujo sus tasas de crecimiento, mientras que el sector servicios se recuperó. En cuanto a los precios, el índice de precios al por menor, excluyendo intereses de hipotecas (RPIX), se redujo en una décima en mayo, hasta el 2,9% interanual, como consecuencia de la caída del precio del petróleo. El índice armonizado también disminuyó en mayo hasta el 1,2%, y los precios de producción se moderaron hasta el 1,3%.

En América Latina, los diferenciales de la deuda soberana continuaron reduciéndose, en parte por las bajas rentabilidades ofrecidas por los mercados de renta fija desarrollados. Este clima favorable facilitó varias operaciones significativas en los mercados de deuda internacionales: Brasil emitió bonos por valor de 1.250 millones de dólares, mientras que México rescató el remanente de sus bonos Brady. La deuda de Uruguay, tras la exitosa conclusión del canje, experimentó una revisión al alza de su calificación crediticia. En Argentina, el crecimiento del PIB del primer trimestre fue positivo (5,4% interanual), pero la nueva administración sigue sin perfilar un plan económico bien definido. El FMI aprobó la segunda revisión del programa transitorio, que concluye a finales de agosto. En Brasil, el PIB cayó un 0,1% trimestral (+2,0% interanual) en el primer trimestre, lo que viene a confirmar la ralentización de la actividad, ya anticipada por los indicadores disponibles. Dicha ralentización y la buena evolución del real están llevando la inflación hacia una senda descendente, lo que recientemente permitió al Banco Central rebajar el tipo de interés en 50 puntos básicos, hasta el 26%. En Vene-

CUADRO 1

Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	2003				
	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY
ACTIVIDAD Y PRECIOS (b):					
Índice de Producción Industrial	1,2	2,0	0,1	0,8	
Comercio al por menor	2,8	0,9	-1,5		
Matriculaciones de turismos nuevos	-4,4	-2,6	1,1	-2,7	
Indicador de confianza de los consumidores	-18	-19	-21	-19	-20
Indicador de clima industrial	-11	-11	-12	-12	-13
IAPC	2,1	2,4	2,4	2,1	1,9
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c):					
M3	7,2	7,9	7,9	8,6	8,5
M1	9,4	10,3	11,7	11,2	11,4
Crédito a los sectores residentes					
Total	4,1	4,3	4,1	4,7	4,9
AAPP	1,9	2,4	2,0	3,6	4,5
Otros sectores residentes	4,8	4,9	4,7	5,0	5,1
EONIA	2,79	2,76	2,75	2,56	2,56
EURIBOR a tres meses	2,83	2,69	2,53	2,53	2,40
Rendimiento bonos a diez años	4,27	4,06	4,13	4,23	3,92
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,21	-0,12	-0,31	-0,24	-0,32
Tipo de cambio dólar/euro	1,062	1,077	1,081	1,085	1,158
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	-4,8	-9,2	-12,9	-1,6	-0,5
Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Banco Central Europeo y Banco de España.					
(a) Media del mes hasta el día 23 de junio 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 23 de junio de 2003.					

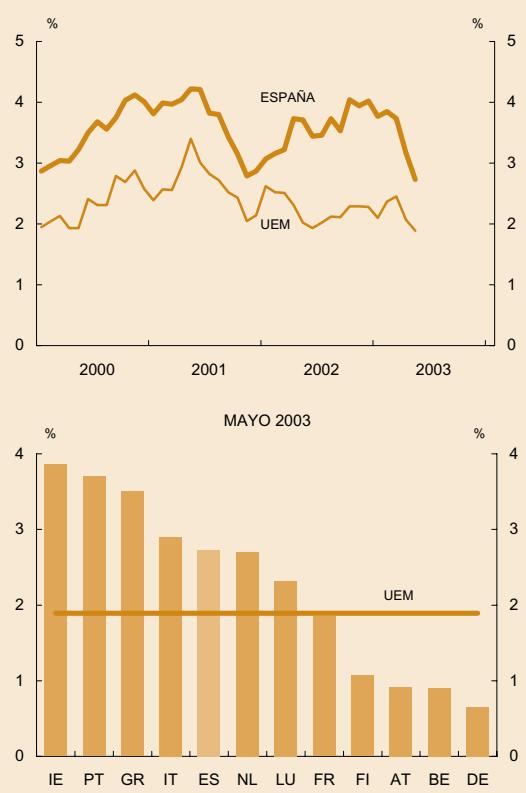
zuela, el dato del PIB del primer trimestre registró una caída de casi el 30% interanual, en buena parte inducida por la huelga del sector productor de petróleo.

Según la primera estimación de la contabilidad nacional del área del euro, el producto interior bruto se estancó en el primer trimestre de 2003 en el nivel alcanzado en el trimestre precedente, prolongándose, por lo tanto, la etapa de debilidad que viene experimentando la actividad económica en los dos últimos años. En términos interanuales, el crecimiento alcanzó el 0,8%. Tras esta pauta de ralentización del producto se encuentra un significativo empeoramiento de la demanda interna, excluidas existencias, cuya contribución al PIB se redujo en 0,3 puntos porcentuales, hasta hacerse nula. Esto fue resultado, en gran medida, de la fuerte caída de la formación bruta de capital fijo, ya que el consumo privado y el público aumentaron a una tasa similar a la del período anterior (0,3% y 0,2%, respectivamente). La demanda externa neta detrajo cinco décimas a la tasa de variación intertrimestral del producto, una déci-

ma más que el trimestre precedente, debido al fuerte descenso de las exportaciones. Por último, la acumulación de existencias se intensificó durante el trimestre, de forma que su contribución al crecimiento del PIB alcanzó los 0,5 puntos porcentuales, frente a los 0,1 pp del trimestre anterior.

La información disponible más reciente no muestra signos definidos de recuperación de la actividad económica en el segundo trimestre. En particular, por lo que se refiere a los indicadores de actividad, el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea y la encuesta de directores de compras del sector manufacturero prolongaron en mayo la senda descendente iniciada a lo largo del primer trimestre (véase cuadro 1). Este empeoramiento se extendió a los indicadores de confianza de la construcción, mientras que los relativos al sector servicios mejoraron ligeramente en mayo. Por su parte, la producción industrial registró un incremento intermensual del 0,4% en abril, lo que ha supuesto que la tasa interanual se aproxime al 1%. Desde la óptica de la demanda, la confian-

GRÁFICO 5

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


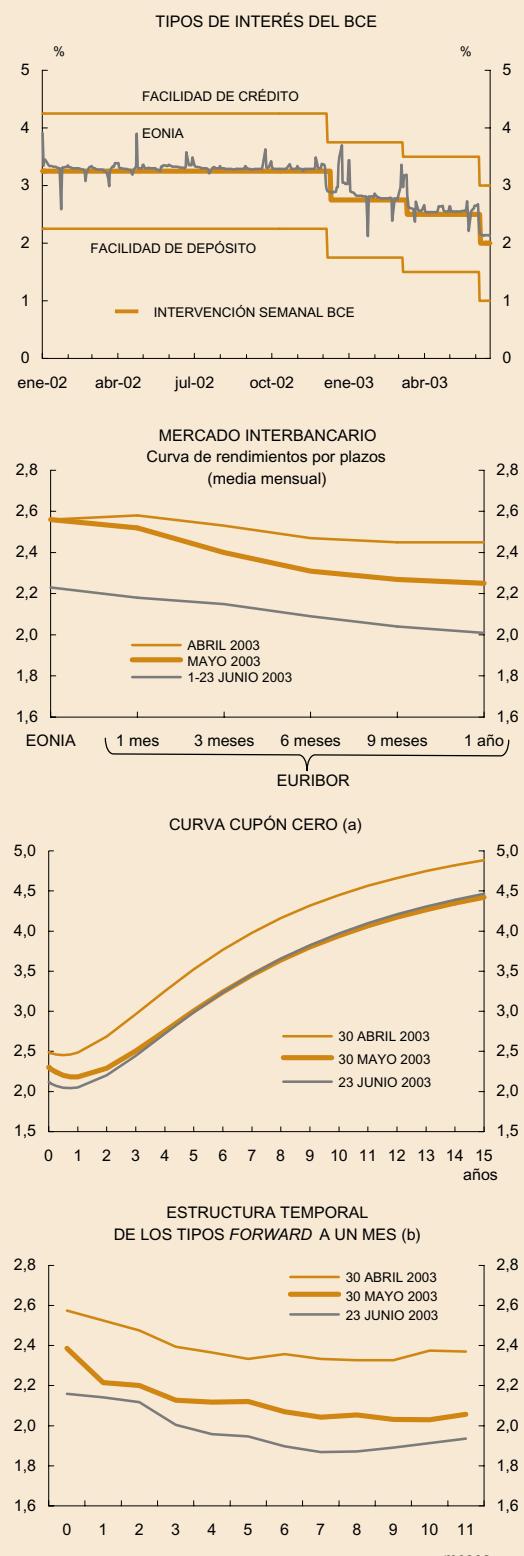
Fuente: Eurostat.

za de los consumidores experimentó un pequeño descenso en mayo, que refleja, en gran parte, un empeoramiento de las opiniones sobre la evolución del desempleo, en tanto que la confianza de los comerciantes minoristas, que viene mostrando un perfil muy errático, repuntó en ese mes.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la tasa interanual de variación del IAPC se redujo en mayo hasta el 1,9%, dos décimas por debajo de la observada en el mes precedente (véase gráfico 5). Esta caída fue el resultado del descenso del ritmo de avance de los precios de los bienes energéticos y de los servicios, pues los precios de los alimentos registraron una tasa de variación similar a la del mes anterior, mientras que la relativa a los bienes industriales no energéticos experimentó un ligero repunte. La desaceleración de los precios de los bienes energéticos se encuentra asociada a la traslación a los precios finales de las caídas de la cotización del petróleo hasta finales de abril. Por su parte, la ralentización de los precios de los servicios ha sido consecuencia de los descensos observados en los precios de los paquetes turísticos y del transporte aéreo de pasajeros en las fechas posteriores a la Sema-

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.

na Santa, que este año han revestido una mayor intensidad. Por lo tanto, el índice de precios que excluye los alimentos no elaborados y la energía (IPSEBENE) se situó en mayo en el 2%, frente al 2,2% registrado en el mes anterior. Por su parte, la tasa de variación interanual de los precios industriales cayó en abril siete décimas, hasta el 1,7%, como consecuencia de la fuerte desaceleración del ritmo de crecimiento de los precios de los bienes energéticos y, en menor medida, de los bienes intermedios no energéticos.

En este contexto de mejora de las perspectivas inflacionistas y de persistencia del tono débil de la actividad económica, el Consejo de Gobierno del BCE redujo el 5 de junio los tipos de interés oficiales en 50 puntos básicos, con lo que el tipo mínimo de las operaciones principales de financiación se sitúa en el 2%; el de la facilidad de depósito, en el 1%, y el de la facilidad de crédito, en el 3%. En el mercado interbancario, los tipos de interés experimentaron desde comienzos del mes de mayo una trayectoria descendente, como consecuencia de las expectativas de reducción de los tipos oficiales, confirmadas el 5 de junio. En los días posteriores, han proseguido los descensos de las rentabilidades negociadas en los plazos más largos. A la vez, la curva de tipos *forward* a un mes muestra una pendiente negativa, lo que indica que se mantienen las expectativas de un recorte adicional de los tipos de interés en los próximos meses (véase gráfico 6). En los mercados secundarios de deuda pública, las rentabilidades a diez años disminuyeron significativamente desde comienzos de mayo hasta mediados de junio, hasta alcanzar el nivel del 3,8 %, lo que supone un descenso de 40 puntos básicos en el conjunto del período. En Estados Unidos, la caída de los rendimientos fue algo más pronunciada —de unos 60 puntos básicos, hasta el 3,4%—, con lo cual se amplió el diferencial negativo frente a la UEM.

Tras mostrar una tendencia ligeramente descendente a lo largo del mes de mayo, las cotizaciones en los mercados de renta variable europeos han repuntado con fuerza en las últimas semanas. Desde principios de año, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio ha alcanzado una ganancia acumulada cercana al 4%. En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro siguió apreciándose en mayo frente al dólar, mientras que, durante las primeras semanas de junio, se mantuvo en torno a los 1,17 dólares por euro, para depreciarse ligeramente en las últimas jornadas (véase gráfico 7). Entre el 1 de mayo y el 23 de junio, el euro se ha apreciado alrededor de un 4% frente a la moneda norteamericana.

GRÁFICO 7
Tipos de cambio nominales del euro frente al dólar y al yen



Fuente: Banco de España.

Por lo que respecta a la evolución de los agregados monetarios, M3 mantuvo en mayo un elevado dinamismo, al situarse su crecimiento interanual en el 8,5% —similar al del mes anterior—. Por su parte, el crédito al sector privado registró en mayo un ligero repunte de su tasa de variación interanual —hasta el 5,1%—. La última información disponible sobre el crédito por agentes y finalidades, correspondiente al primer trimestre de 2003, muestra un comportamiento algo más expansivo de los préstamos a empresas no financieras y una desaceleración de los concedidos a los hogares, causada por la contracción de los créditos destinados al consumo y por la moderación del ritmo de avance de los préstamos para la adquisición de vivienda.

4. EVOLUCIÓN FINANCIERA EN ESPAÑA

Durante el mes de abril, tanto en nuestro país como en el resto del área euro, se produjo una cierta aceleración de los principales agregados monetarios y crediticios. De este modo, el crédito al sector privado no financiero continuó aumentando a tasas elevadas en España,

CUADRO 2

Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	2000 DIC	2001 DIC	2002 DIC	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN (a)
TIPOS BANCARIOS (b):								
Hogares e ISFLSH								
Crédito a vivienda								
Crédito a vivienda	...	...	...	4,18	4,04	3,90	...	...
Crédito a consumo y otros fines	...	...	...	6,88	6,59	6,65	...	...
Depósitos	...	...	...	1,52	1,42	1,36	...	...
Sociedades no financieras								
Crédito								
Crédito	...	...	...	4,29	4,29	4,06	...	...
MERCADOS SECUNDARIOS (c):								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,70	3,11	2,72	2,33	2,31	2,29	2,09	1,89
Deuda pública a cinco años	4,92	4,29	3,59	3,15	3,18	3,30	2,98	2,68
Deuda pública a diez años	5,20	4,97	4,43	4,01	4,04	4,19	3,88	3,65
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,29	0,19	0,06	0,05	0,01	0,02	0,04	0,03
Diferencial renta fija privada con letras del Tesoro a doce meses	0,29	0,22	0,29	0,30	0,36	0,28	0,24	0,34
Diferencial renta fija privada con deuda pública a diez años	0,70	0,67	0,62	0,63	0,63	0,63	0,69	0,69
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	-12,68	-6,39	-23,10	-1,19	-3,15	6,47	7,22	16,30

Fuente: Banco de España.
 (a) Media de datos diarios hasta el 20 de junio de 2003.
 (b) Datos provisionales.
 (c) Medias mensuales.
 (d) Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

en el entorno del 14%, muy superiores a las del conjunto de la UEM. La información provisional correspondiente a mayo apunta hacia la continuidad de estas tendencias.

Los tipos de interés aplicados por los bancos y las cajas de ahorros a su clientela experimentaron, en general, una nueva reducción en abril, en línea con la evolución de los de los mercados interbancarios. De acuerdo con la información provisional de las nuevas estadísticas de tipos bancarios (1), el tipo del crédito a los hogares destinado a la vivienda descendió 14 puntos básicos (pb), hasta el 3,9%, mientras que el relativo a los préstamos al consumo y otros fines experimentó un ligero repunte respecto al mes de marzo y alcanzó el 6,65%. Por su parte, el coste de la financiación bancaria para las empresas se redujo en 23 pb, hasta el

4,06%. Por el lado del pasivo de las entidades, la rentabilidad de los depósitos de las familias también mostró un retroceso y se situó en el 1,36%.

En los mercados nacionales de renta fija, las rentabilidades negociadas mostraron una tendencia descendente durante mayo y la parte transcurrida de junio y volvieron a alcanzar registros mínimos históricos. Entre el 1 y el 20 de junio, las rentabilidades medias diarias de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y del bono a diez años se situaron, respectivamente, en el 1,89% y el 3,65%. El diferencial medio con el bono alemán a diez años continuó en niveles reducidos (en torno a los 3 pb), mientras que los existentes entre la renta fija privada y la pública se mantuvieron en los 69 pb en los plazos más largos y repuntaron hasta los 34 pb en los cortos.

En los mercados bursátiles españoles, al igual que en el resto de las bolsas internacionales, las cotizaciones continuaron, durante el mes de mayo y la parte transcurrida de junio, con la trayectoria ascendente iniciada a finales de marzo, al tiempo que las volatilidades man-

(1) La nueva información estadística sobre los tipos de interés que aplican las Instituciones Financieras Monetarias a las sociedades no financieras y a los hogares responde a los requerimientos establecidos en el Reglamento BCE/18/2001, que, para el caso español, quedan recogidos en la Circular del Banco de España n.º 4/2002, de 25 de junio. Para más información, consultese la nota de novedades del Boletín estadístico de junio de 2003.

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 ABR (b)	2001 DIC	2002 DIC	2003		
				FEB	MAR	ABR
Medios de pago (MP)	326,3	6,8	11,4	12,1	11,0	11,9
Efectivo	54,4	-21,3	28,4	25,6	21,8	20,4
Depósitos a la vista	143,3	16,0	10,3	12,8	12,6	13,4
Depósitos de ahorro	128,6	11,8	6,5	6,7	5,5	7,1
Otros pasivos bancarios (OPB)	251,9	8,2	4,3	4,3	3,5	2,7
Depósitos a plazo	202,4	13,0	6,9	5,8	4,6	3,9
Cesiones y valores bancarios	31,9	-1,7	-9,3	-7,6	-5,5	-5,1
Depósitos en el exterior (c)	17,6	-20,6	5,6	13,0	10,0	4,8
Fondos de inversión	155,8	-2,4	-6,7	-0,5	-0,1	3,3
FIAMM	49,2	31,2	13,1	15,7	12,0	13,4
FIM renta fija en euros	38,9	19,7	8,2	26,5	32,4	32,9
Resto de fondos	67,8	-18,0	-21,6	-19,0	-18,5	-13,3
PRO MEMORIA:						
AL1 = MP + OPB + FIAMM	627,4	8,9	8,6	9,1	8,0	8,1
AL2 = AL1 + FIM renta fija en euros	666,3	9,3	8,5	9,9	9,1	9,3

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.

tuvieron su tendencia a la baja. Esta evolución, en un entorno en el que persisten las incertidumbres sobre las perspectivas económicas a nivel internacional, podría reflejar la mayor predisposición de los inversores a asumir riesgos en los mercados de renta variable tras el intenso descenso de los precios de las acciones que ha tenido lugar durante los últimos tres años, en un contexto en el que los tipos de interés sin riesgo se sitúan en niveles muy reducidos tras los recortes instrumentados por el Banco Central Europeo. En la fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa de Madrid mostraba una revalorización del 7,18% en relación con el nivel prevaleciente a finales de abril, lo que ha llevado la ganancia acumulada desde principios de año hasta el 16,3%.

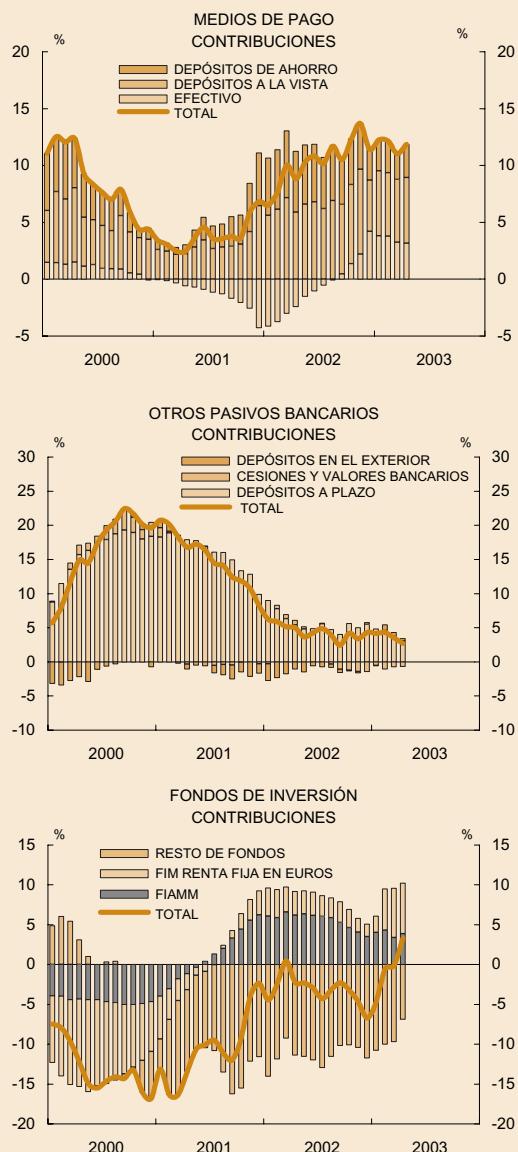
En cuanto a las magnitudes monetarias, durante el mes de abril los activos financieros más líquidos de las sociedades no financieras y los hogares experimentaron una ligera aceleración, aunque con un comportamiento diferenciado por componentes (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Así, los medios de pago aumentaron, en términos interanuales, un 11,9%, 0,9 puntos más que en el mes anterior, como resultado del

comportamiento expansivo de los depósitos a la vista y de ahorro y de la ralentización del efectivo. Sin embargo, el agregado *otros pasivos bancarios* —que incluye depósitos a plazo, cesiones, valores bancarios y depósitos en el exterior— moderó su ritmo de expansión hasta el 2,7%, frente al 3,5% del mes precedente. Esta evolución resulta, principalmente, de la desaceleración del componente de mayor peso, los depósitos a plazo, cuya tasa de variación descendió hasta el 3,9%, 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 abril, con lo que su tasa de crecimiento interanual se situó en el 3,3%, frente a los registros negativos observados durante los meses precedentes. Por categorías, los fondos de menor riesgo, FIAMM y FIM de renta fija en euros, continuaron recibiendo un volumen elevado de suscripciones netas y sus patrimonios se incrementaron un 13,4% y un 32,9%, respectivamente, en relación con el mismo mes del año anterior. El patrimonio del resto de los FIM moderó el descenso acumulado durante los últimos 12 meses,

GRÁFICO 8

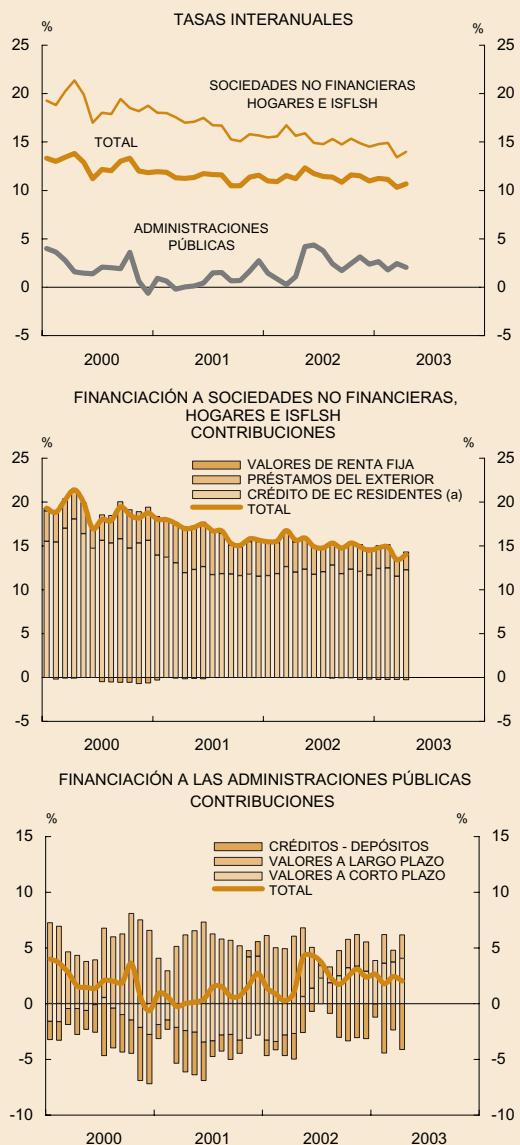
Medios de pago, otros pasivos bancarios y participaciones en fondos de inversión de sociedades no financieras, hogares e ISFLSH



Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 9

Financiación a los sectores residentes no financieros



Fuente: Banco de España.

(a) Incluye los créditos titulizados.

tras el aumento significativo que se produjo en abril, fruto tanto de la evolución de las suscripciones netas como, sobre todo, de la revalorización de las participaciones. La información provisional correspondiente al mes de mayo muestra una aceleración adicional de los activos financieros más líquidos.

La financiación obtenida por los sectores residentes no financieros se aceleró ligeramente en abril, de modo que su tasa interanual se situó en el 10,7%, frente al 10,3% de marzo (véanse cuadro 4 y gráfico 9). Esta evolución

fue el resultado, principalmente, del aumento en el ritmo de expansión de los fondos recibidos por el sector privado. Así, la financiación a empresas y familias creció un 14%, en términos interanuales, frente al 13,4% del mes anterior. Por instrumentos, el crédito total concedido por las entidades residentes aceleró su ritmo de avance en un punto porcentual, hasta el 15,1%, mientras que la emisión neta de valores de renta fija por parte de las sociedades no financieras volvió a ser negativa, situándose su tasa de crecimiento interanual en el -13,3%. La información provisional de mayo no recoge sínto-

CUADRO 4

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

	2003 ABR (b)	2001 DIC	2002 DIC	FEB	MAR	2003 ABR
1. Financiación total (2 + 3)	1.241,8	11,6	11,0	11,1	10,3	10,7
2. Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH	923,8	15,7	14,5	14,9	13,4	14,0
De los cuales:						
Préstamos de entidades de crédito residentes (d)	761,7	13,8	14,2	15,3	14,1	15,1
Valores de renta fija	16,1	8,1	-9,7	-10,7	-11,0	-13,3
3. Administraciones Públicas	317,9	2,7	2,4	1,8	2,4	2,0
Valores a corto plazo	49,6	-19,3	25,0	31,0	32,4	34,1
Valores a largo plazo	290,4	4,9	3,0	3,0	1,2	2,4
Créditos - depósitos (c)	-22,0	4,1	-10,1	-14,0	-7,6	-12,9

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

mas de desaceleración de la financiación al sector privado.

Finalmente, la tasa de crecimiento interanual de la financiación obtenida por las Administraciones Públicas se redujo 4 décimas en abril, hasta el 2%. Por instrumentos, el menor crecimiento de los pasivos del sector resultó de un

aumento del volumen neto de valores emitidos, sobre todo en los plazos cortos, que superó el de las necesidades financieras del sector, lo que se reflejó en un incremento del saldo de los depósitos en el Banco de España y en otras instituciones financieras.

24.6.2003.