

---

# Evolución reciente de la economía española

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

Según las últimas estimaciones de la CNTR (1), el PIB real aumentó un 0,7% durante el segundo trimestre de 2003, incrementando una décima su tasa de crecimiento interanual, que se situó en el 2,3% (2). La demanda nacional estabilizó su ritmo de avance interanual en el 3,2%, sustentada en el renovado dinamismo del gasto en construcción (3,8%), el avance de la inversión en bienes de equipo (3,1%) y el crecimiento sostenido del consumo final, reflejo de una ligera aceleración del consumo privado de los hogares (3,2%) y de una ralentización del consumo público (3,6%). Por su parte, la demanda exterior neta disminuyó una décima su aportación negativa al crecimiento del PIB, que, no obstante, fue de un punto porcentual; las exportaciones, que crecieron un 7,7%, se recuperaron de forma más intensa que las importaciones (10,1%). Por el lado de la oferta, exceptuando la industria, que mostró una ligera desaceleración (2,6%), el resto de las ramas no agrícolas incrementó su ritmo de avance, especialmente la construcción (4,1%) y los servicios de mercado (2,4%), mientras que la agricultura aminoró su contracción (-0,9%). Por último, el ritmo de creación de empleo aumentó una décima, hasta el 1,7%, elevándose ligeramente el incremento de la productividad del trabajo, hasta el 0,6%. Esto, unido a un crecimiento más moderado de la remuneración por asalariado —que pasó de un máximo del 4,2%, en el primer trimestre, al 3,7%—, dio lugar a una desaceleración de los costes laborales unitarios (3,1%).

Pasando a analizar la información coyuntural disponible para el tercer trimestre de 2003, cabe señalar que los indicadores de consumo privado mantienen, en general, pautas de crecimiento próximas a las del trimestre anterior, aunque la información es todavía muy escasa. El índice de confianza de los consumidores interrumpió en julio la tónica de mejora que había mostrado en los tres meses precedentes, al retroceder tres puntos, aunque permanece en el nivel medio del segundo trimestre (véase gráfico 1). La percepción de los consumidores sobre la oportunidad de realizar compras de bienes de consumo duradero fue menos negativa, mientras que la relativa a la situación económi-

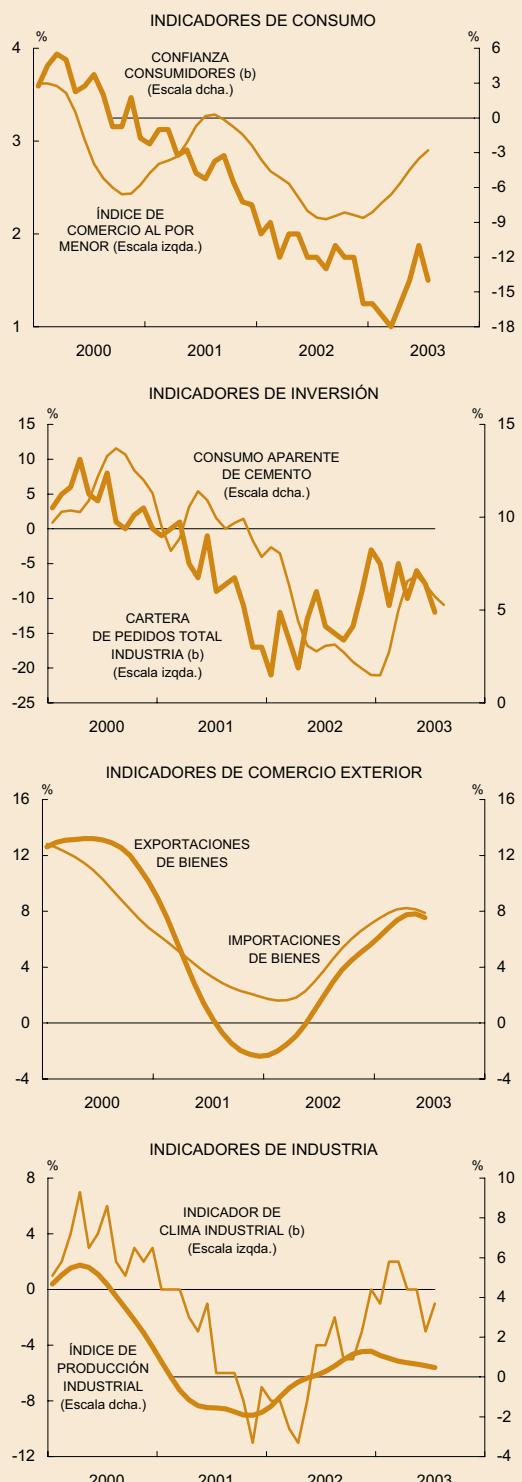
---

(1) Tasas calculadas sobre series desestacionalizadas.

(2) En el mes de agosto, el INE revisó las series de contabilidad anual desde 1999 —año que pasa a ser definitivo— en adelante. Estos nuevos datos anuales han sido incorporados en las nuevas estimaciones de la CNTR. En este contexto, el crecimiento del primer trimestre de 2003 se ha revisado una décima al alza, hasta el 2,2%.

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.

ca general y a la de los hogares se mantuvo en los niveles alcanzados tras la recuperación del segundo trimestre; sin embargo, las opiniones sobre la evolución de los precios y de la oportunidad de ahorrar se han deteriorado. El indicador de confianza del comercio al por menor permaneció estable en julio en los valores ligeramente negativos que viene reflejando desde principios de 2002. Otros indicadores del consumo de los hogares han mantenido una evolución favorable: el índice de ventas del comercio al por menor se aceleró ligeramente en julio, aumentando un 3,4% interanual, en términos reales, por encima del crecimiento medio del trimestre anterior, gracias al impulso experimentado por las ventas de consumo alimenticio. Del mismo modo, las ventas de automóviles a particulares registraron en agosto una tasa de variación positiva, del 3,4%, por tercer mes consecutivo, manteniendo un perfil de recuperación. No obstante, la producción interior de bienes de consumo, en especial la de bienes no alimenticios, se debilitó en julio.

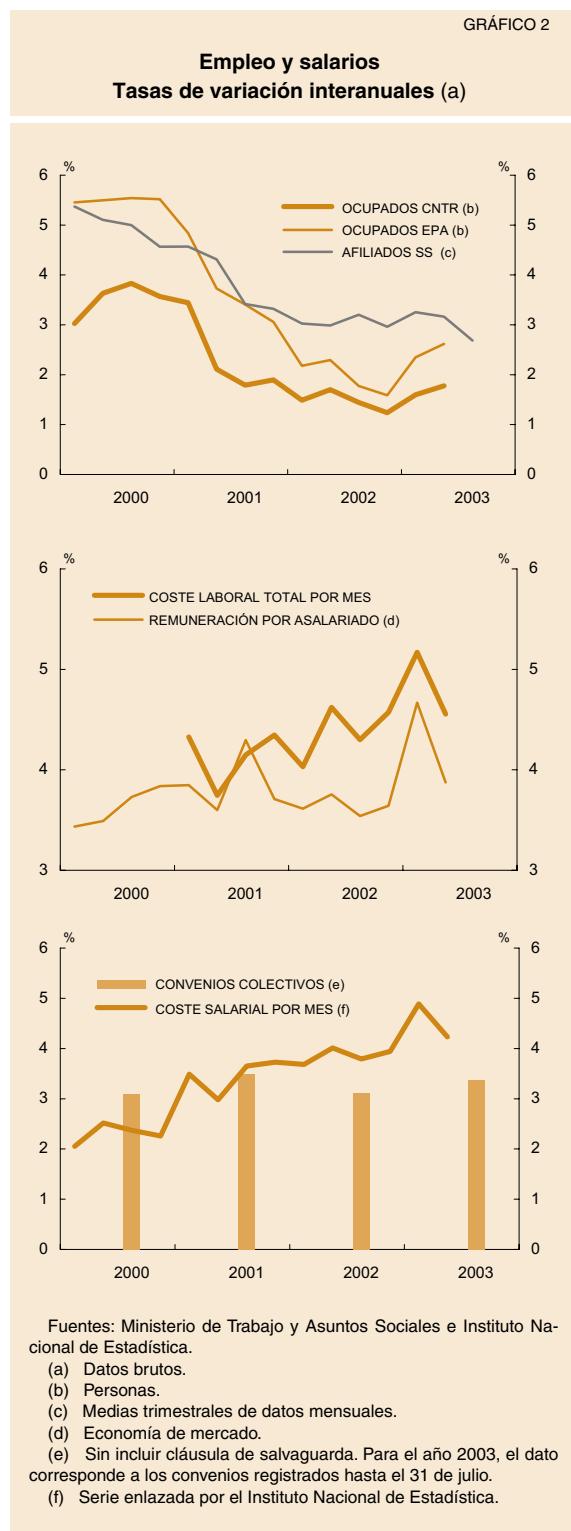
La evolución reciente del índice de disponibilidades de bienes de equipo está en línea con la recuperación de este componente del gasto que, en términos de tasas interanuales, han reflejado los datos de la CNTR del primer semestre. La información referida al tercer trimestre es aún muy reducida. La producción industrial de bienes de equipo (excluyendo la fabricación de automóviles), que venía registrando un comportamiento positivo desde el comienzo del año, se contrajo en julio. En esta misma línea, las opiniones sobre la cartera de pedidos de este sector retomaron en julio y agosto los registros negativos que les caracterizaron en el primer trimestre, tras el impulso positivo de abril y mayo. De forma más general, las opiniones empresariales sobre la tendencia prevista de la producción y la cartera de pedidos en la industria han mantenido un tono moderado en julio y agosto.

La inversión en construcción siguió mostrando un notable dinamismo en el primer semestre, que se ha prolongado posteriormente en una mejora del indicador de confianza. Este indicador alcanzó en julio valores no observados desde finales de 2001, como resultado de un aumento significativo de la contratación. En esta línea, los indicadores adelantados de licitación oficial han reflejado un fuerte repunte de la obra civil en abril, tras la moderación del primer trimestre, mientras que la superficie de edificación a construir, según los datos de visados hasta mayo, mantiene un comportamiento muy expansivo, especialmente en el caso de la edificación residencial. Entre los indicadores de actividad, la producción de materiales empleados en la construcción ha reflejado una evolución favo-

rable en julio, mientras que el consumo aparente de cemento ha conservado un buen tono hasta el mes agosto, aunque ha moderado su avance en los últimos dos meses (véase gráfico 1). También el empleo en el sector parece haber experimentado una cierta desaceleración en el verano, pues el paro registrado ha crecido en julio y agosto a un ritmo ligeramente superior al del segundo trimestre y las afiliaciones a la Seguridad Social han perdido pulso en el período estival, aunque mantienen un elevado dinamismo (hasta agosto crecieron un 4,8%).

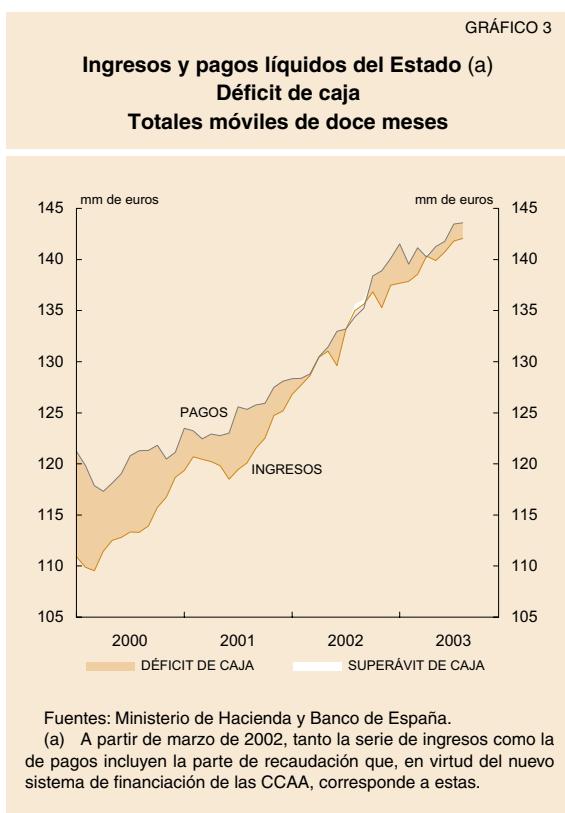
La exportaciones de bienes crecieron un 12,8% en junio, en tasa real interanual, afianzando un perfil de notable aceleración en el conjunto del segundo trimestre. Por áreas geográficas, en el último mes las exportaciones dirigidas a la UE, en términos reales, conservaron un notable dinamismo, mientras que las ventas a los mercados extra-comunitarios se aceleraron notablemente, en un contexto de fuerte descenso de sus precios en euros, que ha compensado parcialmente la apreciación de la divisa europea frente al resto de monedas. Por su parte, las importaciones reales de bienes se ralentizaron ligeramente en junio, hasta el 8,9%, aunque en el conjunto del segundo trimestre registraron también una aceleración, retomando el dinamismo que les caracterizó a finales de 2002. Por grupos de productos, los bienes de equipo continuaron reflejando incrementos muy elevados, los bienes de consumo se aceleraron, por el repunte de su componente alimenticio, y los bienes intermedios no energéticos prolongaron el tono más moderado de los últimos meses; las importaciones energéticas descendieron en este mes, en términos reales. El déficit comercial aumentó en junio un 11,6%, debido al empeoramiento de la relación real de intercambio, aunque en el conjunto del segundo trimestre aminoró su ritmo de deterioro en relación con los primeros meses del año, gracias al vigor de las exportaciones y al recorte de la factura energética.

Según los datos de la balanza de pagos, el déficit por cuenta corriente se amplió acusadamente en el conjunto del primer semestre, alcanzando los 9.600 millones de euros, un 52,1% más que el registrado un año antes. A este resultado contribuyeron todos los componentes de la balanza, a excepción del turístico, cuyo superávit se incrementó un 5,3%, hasta los 13.036 millones de euros, resultado acorde con la evolución de los indicadores reales de turismo disponibles. Las balanzas comercial y de rentas ampliaron sus saldos negativos hasta los 16.293 y 6.192 millones de euros, respectivamente, y también descendió el superávit por transferencias corrientes. Sin embargo, la cuenta de capital mejoró ligeramente, con un saldo acumulado



de 4.035 millones de euros, 114 millones más que los contabilizados un año antes.

Desde la perspectiva de la oferta, parece que la actividad industrial mantiene un tono positivo, aunque no muestra signos claros de despegue. Tras la aceleración registrada en junio, el índice de producción industrial retornó en julio a las tasas más moderadas de abril y mayo.



En el último mes, la producción industrial aumentó un 1,6% en tasa interanual corregida de efectos calendario, frente al 2,3% de junio. Esta desaceleración afectó de forma especialmente acusada a los bienes de equipo, cuya producción se contrajo un 3,3% tras cinco meses de aumento, y, en menor medida, a los bienes de consumo duradero (-2,6%). La producción de bienes de consumo no duradero (3,1%) y de productos intermedios (2%) afianzó, sin embargo, su perfil ascendente. También las opiniones empresariales han empeorado en los meses recientes: el indicador de confianza retrocedió hasta valores ligeramente negativos en junio y julio, debido principalmente al deterioro de la cartera de pedidos. Sin embargo, el paro registrado continuó evolucionando de forma favorable en los meses de julio y agosto, hasta situarse en tasas ligeramente negativas.

El INE ha comenzado a publicar un indicador mensual de entradas de pedidos en la industria (IEP), que proporciona información sobre la evolución de la demanda dirigida a las ramas industriales. Según este nuevo índice, el valor de los pedidos industriales aumentó un 3,3% en el conjunto de los siete primeros meses del año, aunque en julio, último dato disponible, su ritmo de crecimiento interanual fue de solo un 1,5%. Esta desaceleración se concentró, fundamentalmente, en los bienes de consumo y, en menor medida, en los bienes intermedios no energéticos.

En el segundo trimestre del año, la cifra de negocios en el sector servicios, procedente de los Indicadores de Actividad del Sector Servicios (IASS), aumentó un 4,9% en tasa interanual, frente al 5,3% del primer trimestre. Las actividades de servicios prestados a las empresas continuaron siendo las más dinámicas (5,8%), a pesar de que se desaceleraron notablemente en relación con el trimestre anterior, seguidas del comercio (5,1%) y de las tecnologías de la información y de la comunicación (4,1%). Según esta misma fuente, el empleo en el sector servicios se aceleró hasta el 2,3%, desde el 1,7% del trimestre anterior, en línea con el perfil proporcionado por la EPA.

El empleo ha mantenido, en términos generales, una evolución favorable (véase gráfico 2). Según la EPA, en el segundo trimestre de 2003 el número de ocupados aumentó un 2,6%, lo que supone una aceleración de tres décimas en relación con el primer trimestre, como consecuencia, principalmente, de la evolución del empleo asalariado. El número de parados ralentizó en dos puntos su ritmo de avance interanual, hasta el 2,9%, y la tasa de paro descendió hasta el 11,1%, desde el 11,7% del primer trimestre. En otro artículo de este *Boletín* se comentan detalladamente los resultados de la EPA. En cuanto a los indicadores más actualizados, el número de afiliados a la Seguridad Social ha mantenido un perfil de cierta ralentización en los meses más recientes; así, el dato de agosto reflejó un recorte de seis décimas en su tasa interanual, hasta situarse en el 2,4%, que, no obstante, podría estar afectado por la erradicidad de esta serie. El paro registrado, por su parte, ha continuado desacelerándose en los últimos meses, hasta crecer un 1,1% en agosto. En ese mismo mes se firmaron 970.553 contratos, lo que supone un descenso del 4,8% en relación con agosto de 2002; aunque el descenso afectó tanto a los contratos temporales como a los indefinidos, ha sido más marcado en estos últimos.

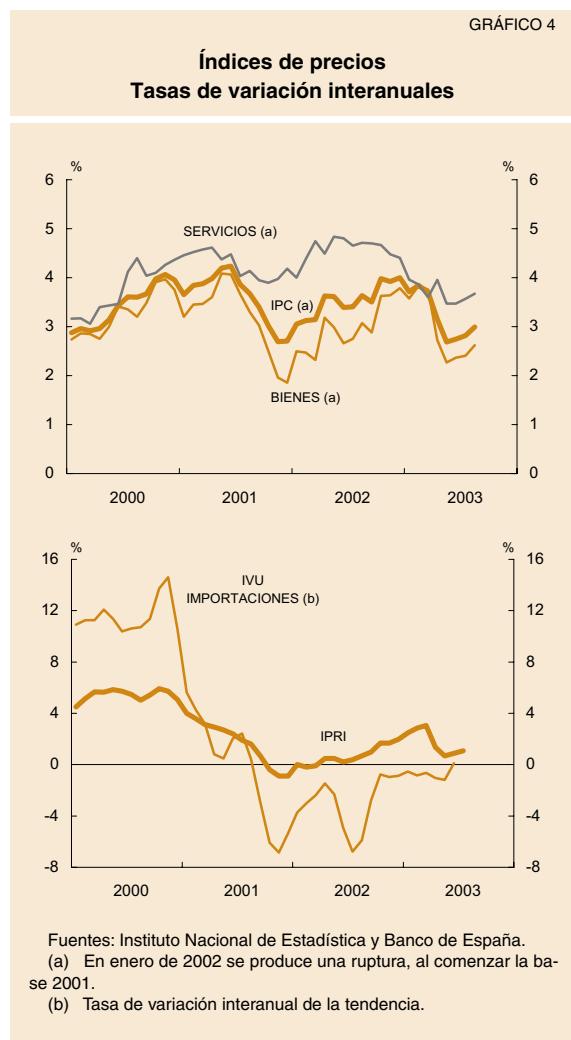
Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado obtuvo hasta agosto de 2003 un superávit de 758 millones de euros (0,1% del PIB), próximo a los 956 millones de euros que se habían alcanzado un año antes (lo que representa un porcentaje similar del PIB). Los ingresos acumulados hasta agosto redujeron su ritmo de crecimiento hasta el 0,8%, mientras que los gastos experimentaron una cierta aceleración, incrementándose un 1,1%. En términos de caja, la ejecución presupuestaria se saldó con un déficit de 6.006 millones de euros hasta agosto de 2003, inferior al déficit de 7.087 millones acumulado en el mismo período del año anterior. Los ingresos apenas variaron su evolución respecto a los últimos meses, regis-

trando un ligero aumento del 0,8%, al compensar los impuestos indirectos y los ingresos no tributarios la desaceleración de los impuestos directos. Por su parte, los pagos continuaron atenuando su caída (hasta el -0,7%), debido al comportamiento de las transferencias corrientes y de los pagos de capital (véase gráfico 3).

## 2. PRECIOS Y COSTES

El aumento del coste laboral total recogido en el índice de costes laborales (ICL) fue del 4,6%, en términos interanuales, durante el segundo trimestre de 2003, frente al 5,2% del primer trimestre. Este perfil de desaceleración es similar al de la remuneración por asalariado de la economía de mercado del CNTR, aunque esta última variable avanza a tasas inferiores a las señaladas por el ICL (véase gráfico 2). El incremento del componente de coste salarial, del 4,2%, ha seguido siendo superior al del promedio del pasado año, mientras que el crecimiento del de los restantes costes, del 5,5%, ha sido inferior. Por su parte, el incremento salarial medio pactado en los convenios registrados hasta finales de agosto fue del 3,4%, similar al registrado hasta julio y casi tres décimas superior al incremento pactado en 2002, si no se considera el efecto de las cláusulas de salvaguarda. El 81% de los convenios registrados son revisiones de convenios plurianuales, con un incremento medio del 3,4%. En los de nueva firma, el incremento se mantiene en el 3,2%. Por ramas de actividad, el aumento pactado oscila entre el 4,7% de la construcción y el 3% de la industria.

En agosto, los precios de consumo registraron un nuevo repunte en su tasa interanual, que interrumpe, por segundo mes consecutivo, la tónica de desaceleración que les había caracterizado en el primer semestre. El IPC registró un aumento intermensual del 0,5% en agosto y elevó su tasa interanual en dos décimas, hasta el 3% (véase gráfico 4). El IPSEBENE, sin embargo, se desaceleró una décima, hasta el 2,8%. Los componentes más volátiles del índice, los alimentos no elaborados y la energía, junto con los servicios, fueron los que reflejaron un comportamiento más inflacionista en agosto. Los precios de la energía crecieron un 1,4% en el último mes, elevando en más de un punto su tasa de variación interanual, hasta el 1,1%, como consecuencia del encarecimiento de los precios del crudo en el período estival y de la depreciación del euro en este período. Los precios de los alimentos no elaborados continuaron acelerándose en agosto, aumentando su tasa de variación interanual en un punto porcentual (6,5%); destacaron los fuertes incrementos que experimentaron los precios de la carne, los huevos, y las frutas y



hortalizas frescas, en parte, por los efectos adversos de la ola de calor sobre la oferta de este tipo de productos.

Entre los servicios, los precios de hoteles y alojamientos, así como los de viajes organizados, registraron incrementos más intensos de lo habitual en el período vacacional, elevando sus tasas interanuales hasta el 5,8% y 5,1%, respectivamente. Respecto al resto de servicios, sin embargo, cabe destacar el nuevo descenso que reflejaron los servicios telefónicos (2,7%). En conjunto, los precios de los servicios se incrementaron siete décimas en agosto, ampliando una décima su tasa de crecimiento interanual, hasta situarse en el 3,7%. Los precios de los bienes industriales no energéticos continuaron desacelerándose en agosto, recortando dos décimas su tasa interanual, hasta el 2%. Los descensos en textil y calzado, en el segundo mes de rebajas, coincidieron con los observados en agosto del año anterior, estabilizando su tasa de variación interanual en el 3,9%. Por su parte, los artículos para el hogar y los relacionados con la electrónica experimentaron una

evolución favorable. Por último, los precios de los alimentos elaborados aumentaron un 0,2% en agosto, manteniendo estable su tasa interanual en el 2,5%; en el último mes se intensificó la desaceleración de los precios del arroz, pastas, quesos y bebidas alcohólicas, y los precios de aceites y grasas mantuvieron un comportamiento muy moderado.

El IAPC registró un comportamiento similar al IPC en el mes de agosto, con un aumento de cinco décimas con respecto a julio y una ampliación de dos décimas en su crecimiento interanual, que se situó en el 3,1%. En la zona del euro, el IAPC también aumentó su ritmo de avance interanual en la misma cuantía, situándose en el 2,1%, de forma que el diferencial de inflación entre España y la zona permaneció estabilizado en un punto porcentual. Por componentes, aumentó el diferencial correspondiente a alimentos no elaborados y se recortaron los diferenciales favorables a España de la energía y los alimentos no elaborados. Por el contrario, se estrechó el diferencial en los servicios y permaneció estable en los bienes industriales no energéticos.

En el mes de agosto, el IPRI aumentó un 0,2% respecto al mes anterior, estabilizando su tasa de variación interanual en el 1,1%, tras la aceleración que reflejó en los dos meses precedentes. En el último mes, los precios energéticos aumentaron nueve décimas, aunque recortaron una décima su tasa interanual, hasta el 0,1%. Por su parte, los precios industriales no energéticos aumentaron una décima su incremento interanual, hasta el 1,3%, como consecuencia de la aceleración que continuaron reflejando los bienes de consumo, que elevaron dos décimas su tasa interanual, hasta el 2,7%, fruto del mal comportamiento que mostró su componente alimenticio. Sin embargo, los precios de producción de los bienes intermedios continuaron la tónica de desaceleración de los meses anteriores (0%) y los precios de los bienes de equipo estabilizaron su avance interanual (1,1%).

Los precios de las importaciones, aproximados por los índices de valor unitario, aumentaron en junio el 0,7%, tras dos meses consecutivos de caída, aunque mantienen una tasa ligeramente negativa en el conjunto del primer semestre. En el último mes continuó el fuerte descenso de los precios energéticos; sin embargo, se aceleraron de forma notable los precios de las compras no energéticas, debido al repunte de los bienes intermedios, mientras que se contrajeron el resto de precios, especialmente los de bienes de equipo. Los precios de las exportaciones intensificaron su ritmo de caída en junio, hasta el -3,2%, cerrando el pri-

mer semestre en tasas negativas. Las caídas de precios fueron generalizadas en todos los bienes, excepto en los energéticos, que han continuado situados en tasas muy elevadas. Destacó, nuevamente, la importante contracción que registraron los bienes de equipo.

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

Durante el mes de agosto y principios de septiembre, el dólar corrigió parte de la depreciación registrada en el segundo trimestre del año, situándose en niveles en torno a 1,10 dólares por euro. Esta apreciación de la divisa norteamericana se vio acompañada por un repunte significativo de los tipos de interés a largo plazo y un comportamiento positivo de los mercados bursátiles. La evolución de las variables financieras se apoyó en la mejoría de las expectativas económicas y en la disminución de los riesgos geopolíticos. Más recientemente, coincidiendo con la reunión del G7, que planteó la posible conveniencia de que hubiera una mayor flexibilidad cambiaria en la región asiática, el dólar registró una fuerte y súbita depreciación frente a las principales monedas. Asimismo, los mercados de renta variable sufrieron pérdidas.

En los EEUU, se asistió a una mejoría significativa del clima económico. El PIB del segundo trimestre se revisó al alza, hasta el 3,3% trimestral anualizado. Aunque la aportación del gasto público al crecimiento fue de 1,6 puntos porcentuales, también se produjo un fuerte repunte de la inversión empresarial en todos sus componentes, que creció un 7,3% (trimestral anualizado). Los indicadores disponibles apuntan a que las rebajas fiscales impulsarán ulteriormente el crecimiento en el segundo semestre. Así, el indicador adelantado de actividad aumentó un 0,4% mensual en agosto, a la vez que se produjo una sustancial mejoría de los indicadores de confianza de consumidores y empresarios. Por el lado de la demanda, el dinamismo de las ventas al por menor y los pedidos de bienes duraderos ofrecen perspectivas positivas para el consumo y la inversión empresarial, respectivamente. Sin embargo, continuó el pulso débil del mercado laboral, con un descenso de 93.000 empleos en agosto, de modo que la pérdida acumulada desde enero asciende a 600.000 puestos de trabajo. La contracción de empleo se explicaría por el estancamiento de los márgenes y el dinamismo de los costes salariales. La inflación subyacente siguió reduciéndose en agosto, hasta un 1,3% interanual, la más baja en 37 años. Finalmente, la recuperación de las exportaciones en julio respecto a los meses anteriores permitió la moderación del déficit comercial, un 3,1% menor que el de mayo.

CUADRO 1

## Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	2003				
	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO
<b>ACTIVIDAD Y PRECIOS (b):</b>					
Índice de Producción Industrial	0,5	-1,5	-1,6	-0,3	
Comercio al por menor	2,5	0,2	0,7		
Matriculaciones de turismos nuevos	-3,8	-5,6	0,2	2,5	-0,6
Indicador de confianza de los consumidores	-19	-20	-19	-18	
Indicador de clima industrial	-12	-13	-13	-15	
IAPC	2,1	1,8	1,9	1,9	2,1
<b>VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c):</b>					
M3	8,7	8,5	8,4	8,6	8,2
M1	11,2	11,4	11,4	11,6	11,8
Crédito a los sectores residentes					
Total	4,7	5,0	4,8	5,3	5,4
AAPP	3,4	4,3	3,6	4,6	4,8
Otros sectores residentes	5,1	5,2	5,1	5,5	5,5
EONIA	2,56	2,56	2,21	2,08	2,10
EURIBOR a tres meses	2,53	2,40	2,15	2,13	2,14
Rendimiento bonos a diez años	4,23	3,92	3,72	4,06	4,20
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,24	-0,32	-0,39	-0,11	0,28
Tipo de cambio dólar/euro	1,085	1,158	1,166	1,137	1,114
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	-1,6	-0,5	2,9	7,4	9,9
					11,7

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

(a) Media del mes hasta el día 17 de septiembre 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.

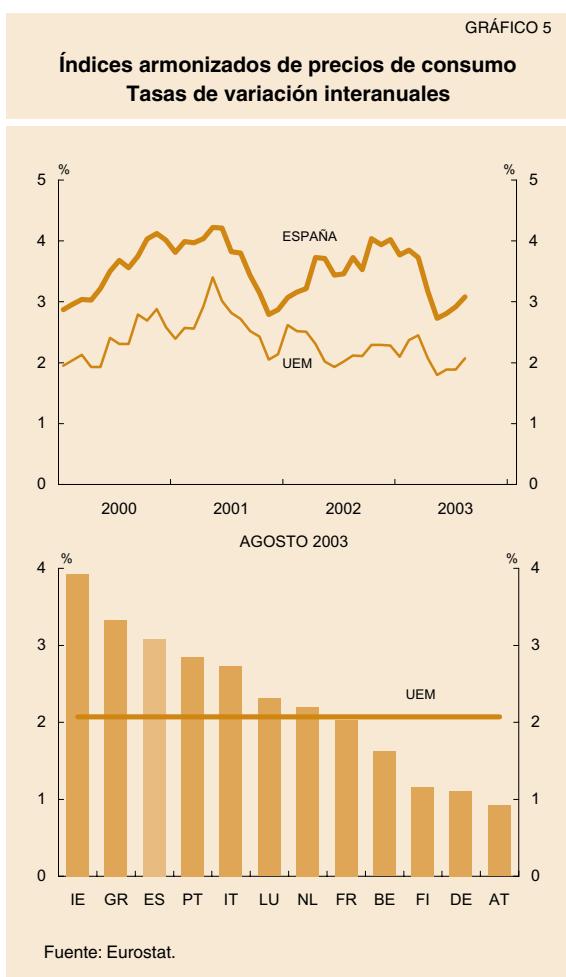
(d) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 17 de septiembre de 2003.

En Japón, la actividad económica experimentó una sensible mejora durante el segundo trimestre, con un crecimiento del 3% interanual (3,9% trimestral anualizado), impulsada por la inversión privada (10,4% interanual), mientras que el consumo privado creció moderadamente (1,4% interanual). Los indicadores empresariales apuntan a una evolución favorable de la inversión en lo que resta de año, ya que en julio continuó la mejora de la confianza empresarial, que se había iniciado en el segundo trimestre junto con la de los beneficios empresariales (13,6% interanual en el segundo trimestre). En cuanto al consumo privado, las señales son mixtas: mientras que las ventas al por menor cayeron en agosto (-2,3% interanual), los índices de confianza del consumidor y, en menor medida, el mercado laboral están registrando una evolución positiva. Por otro lado, en agosto se desaceleró la caída de la inflación subyacente (-0,1% interanual, frente al -0,2% previo), al igual que ocurrió con los precios al por mayor.

En cuanto a los países de la Unión Europea no pertenecientes al área del euro, en el Reino

Unido el crecimiento del PIB durante el segundo trimestre fue superior al del primero (0,6% en términos intertrimestrales, frente a un 0,2%), por la mejoría de la formación bruta de capital y del consumo privado, que compensaron sobreadamente la caída de las exportaciones. Los indicadores de oferta del tercer trimestre muestran una mejoría de la actividad, con subidas de las encuestas de directores de compras y de la producción industrial, mientras que los indicadores de consumo de julio y agosto son menos positivos. Continuó la evolución favorable del empleo, con la tasa de paro estable en el 5,1%. En cuanto a los precios de consumo, se mantuvieron en el 2,9% interanual en agosto (1,4% el índice armonizado). Por su parte, el Banco de Inglaterra decidió mantener el tipo de interés oficial en el 3,5% que fijó en julio. Por otro lado, en Suecia se celebró el 14 de septiembre el referéndum sobre la adopción del euro, rechazada por una mayoría del 56,1% de los votos.

Las condiciones de financiación en América Latina siguieron siendo favorables, a pesar de la subida de tipos a largo plazo en los países desa-



rrollados. Los diferenciales de rentabilidad de los bonos se mantuvieron en los niveles mínimos de los últimos años, los tipos de cambio fueron estables y las bolsas conservaron su tendencia alcista. No obstante, los últimos datos de PIB confirmaron la atonía de la actividad durante el segundo trimestre. En general, aún no se ha reflejado en los indicadores de corto plazo la reciente relajación de las políticas monetarias, favorecida por el control de las presiones inflacionistas y la mejoría de las cuentas públicas. En Argentina, donde el principal foco de atención se centró en el acuerdo por tres años con el FMI, anunciado recientemente, los datos económicos continúan reflejando la recuperación de la actividad (7,6% de crecimiento interanual en el segundo trimestre), apoyada en la producción industrial y en las exportaciones. En Brasil, la economía ha sufrido una fuerte contracción en el segundo trimestre (-1,6% intertrimestral y -1,4% interanual), con una caída especialmente intensa de la industria. Los buenos datos de inflación han permitido la relajación de la política monetaria, con un recorte de 450 puntos básicos del SELIC en los dos últimos meses, hasta el 20%. Paralelamente, han proseguido los avances en la reforma de las pensiones y del sistema tributario. En México, la

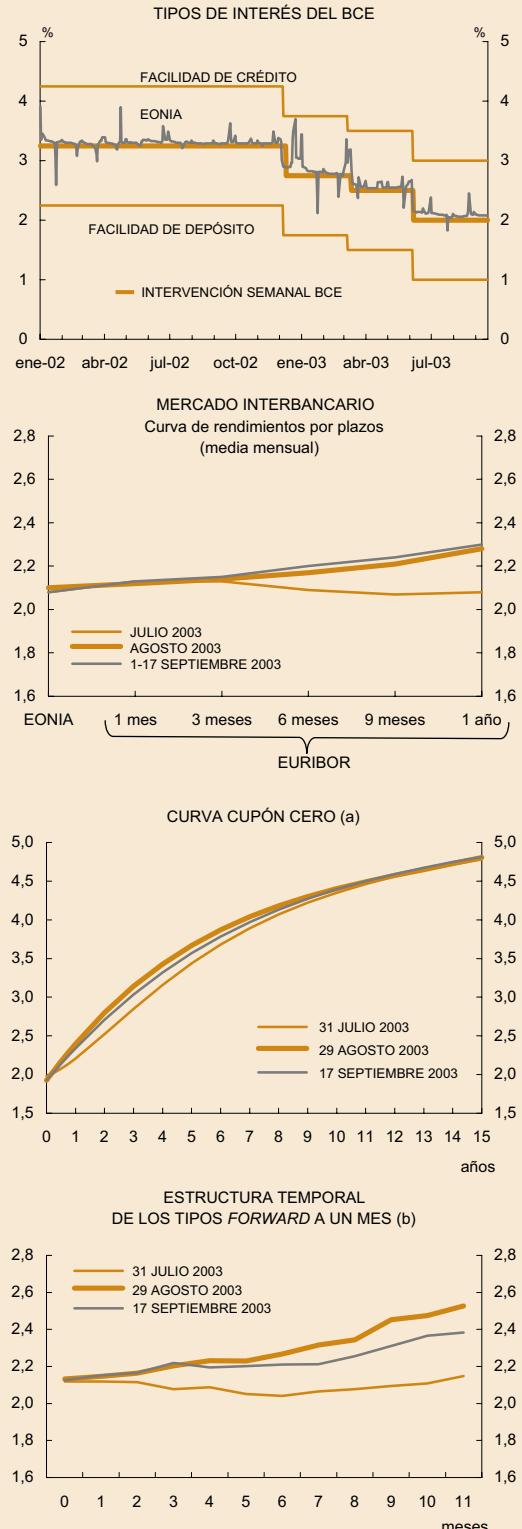
actividad se mantuvo débil en el segundo trimestre (0,2% interanual), con una caída marcada de la inversión (-3,6% interanual). La inflación se situó en agosto por primera vez dentro del rango objetivo del Banco Central (3%±1%). Ambos factores han mantenido los tipos de interés cercanos a los mínimos históricos. En Chile y en Colombia, el crecimiento del PIB experimentó una cierta desaceleración (2,7% y 2% en tasa interanual en el segundo trimestre, respectivamente), lastrados por la relativa atonía de la demanda externa. En Venezuela, el PIB cayó un 9,4% interanual, a pesar de la recuperación del sector petrolero.

De acuerdo con la primera estimación de la contabilidad nacional del área del euro del segundo trimestre del año, el PIB sufrió un retroceso intertrimestral del 0,1%, lo que representa una prolongación del estancamiento del producto de la UEM, tras el aumento de una décima y la variación nula de los dos trimestres precedentes, respectivamente. Al igual que en el primer trimestre del año, la contribución de la demanda interna, excluidas existencias, al crecimiento del producto fue tan solo de una décima. De entre sus componentes, destaca la desaceleración del consumo privado, que, tras crecer medio punto porcentual en el primer trimestre, aumentó tan solo una décima en el segundo, en tanto que la formación bruta de capital fijo siguió cayendo, aunque a un ritmo menos intenso que en los tres primeros meses del año. Por su parte, la demanda exterior neta restó dos décimas al crecimiento del producto, y la aportación de la acumulación de existencias fue nula, tras la contribución positiva, de 0,4 puntos porcentuales, del período precedente.

La información disponible referida al tercer trimestre, aunque todavía muy incompleta, deja entrever algunas señales alentadoras, que apuntan a una tenue recuperación de la actividad. Por el lado de la oferta, la producción industrial registró un repunte del 0,6% en tasa intermensual en julio, con lo que la tasa interanual ha moderado su ritmo de caída hasta el -0,3% (véase cuadro 1). Además, la encuesta de directores de compras del sector manufacturero mejoró en julio y agosto, aunque continúa sin superar el nivel de 50, que indicaría una expansión. Por su parte, el indicador análogo referido al sector servicios prolongó en agosto la senda ascendente iniciada en mayo, situándose en este caso por encima de 50 desde julio. No obstante, el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea continuó deteriorándose hasta el mes de julio. Desde la óptica de la demanda, los indicadores de confianza de los consumidores y del comercio minorista de la Comisión siguieron ofreciendo en julio algunos indicios de recuperación.

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 del euro frente al dólar y al yen



Fuente: Banco de España.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la tasa interanual de variación del IAPC aumentó en agosto en dos décimas, hasta situarse en el 2,1% (véase gráfico 5). Esta aceleración de los precios fue el resultado del repunte de los componentes cuyo comportamiento es habitualmente más errático (los bienes energéticos y los alimentos no elaborados) y, sobre todo, de los servicios, dado su mayor peso en el índice general, en tanto que la tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos se moderó ligeramente. El aumento del ritmo de avance de los precios de los alimentos no elaborados resulta atribuible, en gran parte, al comportamiento de los precios de frutas y verduras, afectados por las temperaturas inusualmente elevadas registradas en el pasado mes de agosto. Esta evolución de los distintos componentes del índice general se tradujo en un aumento interanual de una décima en el crecimiento de la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE (o índice de precios que excluye los bienes energéticos y los alimentos no elaborados), hasta situarse en el 1,9%. Finalmente, la tasa interanual de variación de los precios industriales descendió en julio en una décima, hasta el 1,3%, lo que fue conse-

CUADRO 2

## Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	2000	2001	2002	2003				
	DIC	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP (a)
<b>TIPOS BANCARIOS (b)</b>								
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>								
Crédito a vivienda	...	...	...	3,82	3,72	3,52	...	...
Crédito a consumo y otros fines	...	...	...	6,52	6,37	6,21	...	...
Depósitos	...	...	...	1,30	1,16	1,14	...	...
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>								
Crédito	...	...	...	4,68	3,99	3,94	...	...
<b>MERCADOS SECUNDARIOS (c):</b>								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,70	3,11	2,72	2,09	1,89	1,95	2,10	2,14
Deuda pública a cinco años	4,92	4,29	3,59	2,98	2,73	3,03	3,34	3,46
Deuda pública a diez años	5,20	4,97	4,43	3,88	3,69	4,03	4,19	4,29
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,29	0,19	0,06	0,04	0,04	0,03	0,04	0,02
Diferencial renta fija privada								
con letras del Tesoro a doce meses	0,29	0,22	0,29	0,24	0,33	0,30	0,19	0,24
Diferencial renta fija privada								
con deuda pública a diez años	0,70	0,67	0,62	0,69	0,69	0,65	0,65	0,65
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	-12,68	-6,39	-23,10	7,22	13,55	17,13	18,28	17,85

Fuente: Banco de España.  
 (a) Media de datos diarios hasta el 15 de septiembre de 2003.  
 (b) Datos provisionales.  
 (c) Medias mensuales.  
 (d) Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

cuencia de los efectos contrapuestos de la aceleración de los precios de los bienes energéticos y de la disminución del ritmo de avance de los precios del resto de bienes intermedios.

En este contexto de mejora de las perspectivas económicas a partir del tercer trimestre y de un comportamiento esperado de la inflación en línea con la definición de estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno del BCE decidió el 4 de septiembre mantener los tipos de interés oficiales en los niveles acordados el 5 de junio. Así, el tipo mínimo de las operaciones principales de financiación permaneció en el 2%, y los aplicables a las facilidades de depósito y de crédito en el 1% y el 3%, respectivamente (véase el panel superior del gráfico 6). En el mercado interbancario, los tipos de interés se han mantenido estables desde el comienzo del verano en los plazos más cortos, en tanto que han experimentado moderados aumentos (crecientes con el plazo) en el segmento más largo de la curva. En concreto, el repunte a los plazos de seis y doce meses entre comienzos de julio y mediados de septiembre fue de 10 y 25 puntos básicos, respectivamente. De modo análogo, la pendiente de la curva de tipos *forward* a un mes se ha tornado positiva a lo largo del verano, lo que señala la

aparición de expectativas —por ahora muy moderadas— de elevación de los tipos de interés a lo largo del próximo año (véase el panel inferior del gráfico 6). En los mercados secundarios de deuda pública de la UEM, las rentabilidades negociadas al plazo de diez años han continuado aumentando a lo largo del verano, desde los niveles mínimos del 3,6% alcanzados a mediados de junio, hasta situarse en septiembre en torno al 4,3%. Este repunte de las rentabilidades ha sido más pronunciado en el caso de Estados Unidos —en torno a un punto porcentual, hasta el 4,4%—, lo que ha provocado que el diferencial frente a la UEM, negativo hasta la segunda mitad de julio, se haya tornado positivo en una magnitud de unos 15 puntos básicos.

La evolución alcista de los mercados de renta variable europeos iniciada en el mes de abril continuó hasta comienzos de septiembre, aunque desde entonces las cotizaciones han mostrado una tendencia menos definida. Por lo que respecta al índice Dow Jones EURO STOXX ampliado, las ganancias acumuladas a partir del comienzo del año, y desde el mínimo registrado en marzo hasta el día 17 de septiembre, ascienden, de forma aproximada, a un 12% y un 40%, respectivamente.

CUADRO 3

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

	2003	2001	2002	2003		
	JUL (b)	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL
<b>1. Financiación total (2 + 3)</b>	<b>1.284,3</b>	<b>11,6</b>	<b>10,3</b>	<b>10,4</b>	<b>10,6</b>	<b>10,3</b>
<b>2. Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH</b>	<b>963,9</b>	<b>15,7</b>	<b>14,8</b>	<b>14,5</b>	<b>14,4</b>	<b>14,4</b>
2.1. Hogares e ISFLSH	408,6	12,3	15,0	15,2	15,5	15,9
De los cuales:						
Crédito para adquisición de vivienda (c)	277,8	17,1	17,1	15,9	15,7	16,4
Crédito para consumo y otros fines (c)	130,1	3,9	10,5	13,7	15,0	14,8
2.2. Sociedades no financieras	555,3	18,2	14,6	14,0	13,6	13,3
De las cuales:						
Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	392,0	15,3	14,1	16,5	15,8	15,3
Valores de renta fija	16,7	8,1	-9,7	-5,4	-6,4	-5,9
<b>3. Administraciones Públicas</b>	<b>320,4</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,4</b>
Valores a corto plazo	40,5	-19,3	0,7	8,6	8,1	4,3
Valores a largo plazo	287,8	4,9	3,0	-0,1	2,1	3,0
Créditos - depósitos (d)	-7,9	4,1	-10,8	-3,7	-7,0	-11,1

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) Incluye los créditos titulizados.

(d) Variación interanual del saldo.

En los mercados de divisas, la depreciación moderada del tipo de cambio del euro frente al dólar que tuvo lugar durante los meses de verano revirtió parcialmente en las primeras semanas de septiembre, hasta situarse en torno a 1,12 dólares por euro el día 17 de septiembre (véase gráfico 7). Desde el comienzo del año y hasta esa fecha, el euro se había apreciado aproximadamente un 7% frente a la divisa norteamericana. Tras el comunicado del G7, que se comentó anteriormente, el euro se apreció con intensidad respecto al dólar, de modo que la divisa europea volvió a verse afectada significativamente por la debilidad de esta moneda.

Por lo que respecta a la evolución de los agregados monetarios, M3 continuó mostrando un elevado dinamismo en agosto, aunque la tasa interanual en este período (8,2%) fue algo inferior a la de los tres meses precedentes. Por otra parte, la tasa interanual de variación del crédito al sector privado se mantuvo en agosto en el 5,5%, después de haber repuntado a ese nivel en julio y tras la ralentización de los préstamos concedidos tanto a las empresas no financieras como a los hogares en el segundo trimestre. En este período, el comportamiento más expansivo del crédito al consumo fue insu-

ficiente para contrarrestar la moderación del ritmo de avance del destinado a la adquisición de vivienda.

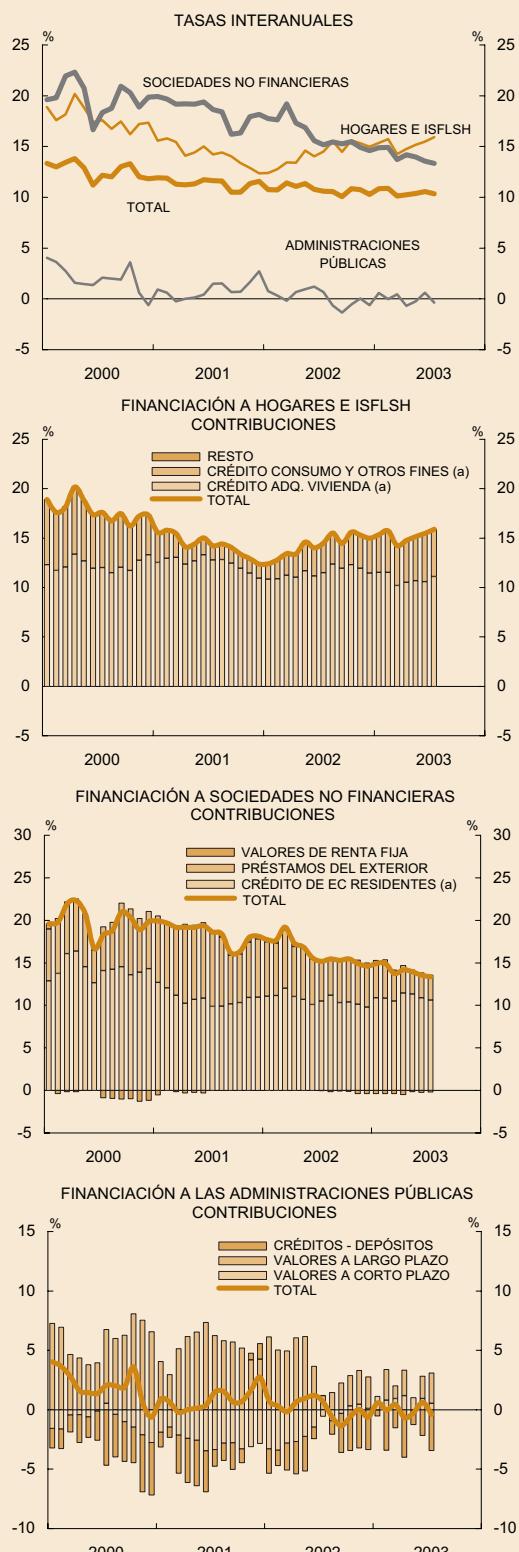
#### 4. EVOLUCIÓN FINANCIERA EN ESPAÑA

Durante el mes de julio la financiación recibida por el sector privado no financiero continuó creciendo, en España, a un ritmo elevado, muy por encima del observado en el resto de la UEM. Por su parte, el volumen de activos financieros más líquidos de empresas y familias mostró una ligera aceleración en nuestro país, mientras que en el conjunto del área del euro se observó una estabilidad en el crecimiento de estos instrumentos. De acuerdo con la información provisional correspondiente a agosto, la expansión del crédito al sector privado continuó sin dar síntomas de desaceleración, al tiempo que las tasas de avance de los instrumentos más líquidos de las carteras de los hogares y sociedades se situaron en torno a los mismos niveles de julio.

Los tipos de interés aplicados por los bancos y las cajas de ahorros a su clientela continuaron descendiendo en el mes de julio. Así,

GRÁFICO 8

Financiación a los sectores residentes no financieros

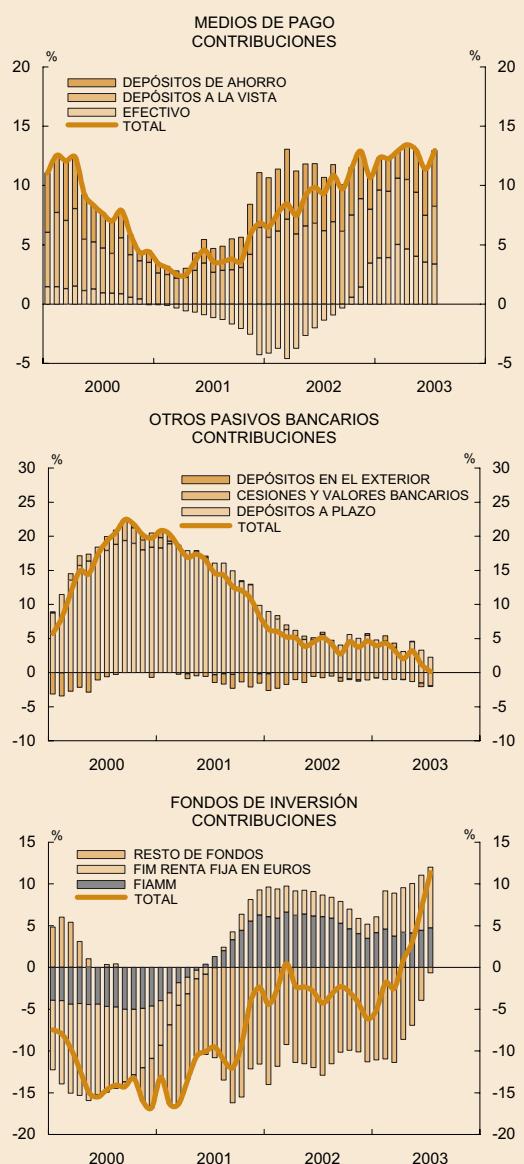


Fuente: Banco de España.

(a) Incluye los créditos titulizados.

GRÁFICO 9

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



Fuente: Banco de España.

según la información provisional de las nuevas estadísticas de tipos bancarios, el tipo del crédito a los hogares destinado a la vivienda se redujo en 20 puntos básicos (pb), alcanzando el 3,52%, y el de los préstamos al consumo y otros fines disminuyó en 16 pb, hasta el 6,21% (véase cuadro 2). Por su parte, el coste de la financiación bancaria para las empresas se situó en el 3,94%, 5 pb menos que en el mes anterior. En relación con las operaciones de pasivo de las entidades, la rentabilidad de los depósitos de las familias descendió ligeramente, hasta el 1,14%.

CUADRO 4

**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 JUL (b)	2001 DIC	2002 DIC	2003		
				MAY	JUN	JUL
<b>Medios de pago (MP)</b>	<b>344,2</b>	<b>6,8</b>	<b>10,7</b>	<b>13,0</b>	<b>11,4</b>	<b>13,0</b>
Hogares e ISFLSH	266,6	3,5	9,5	11,8	10,7	12,9
Sociedades no financieras	77,6	19,7	14,8	16,8	13,7	13,1
Efectivo	58,1	-21,3	23,4	26,6	23,5	21,5
Depósitos a la vista	146,4	16,0	10,3	12,4	9,0	11,2
Depósitos de ahorro	139,7	11,8	6,5	8,6	9,6	11,5
<b>Otros pasivos bancarios (OPB)</b>	<b>248,7</b>	<b>8,3</b>	<b>4,6</b>	<b>3,2</b>	<b>1,2</b>	<b>0,2</b>
Hogares e ISFLSH	203,0	8,7	3,7	-0,2	-2,0	-2,7
Sociedades no financieras	45,7	6,4	9,5	20,5	17,7	14,9
Depósitos a plazo	205,4	13,0	6,9	5,7	4,2	2,8
Cesiones y valores bancarios	28,6	-1,1	-6,9	-9,7	-11,0	-14,7
Depósitos en el exterior (c)	14,7	-20,6	5,6	1,2	-8,2	-1,5
<b>Fondos de inversión</b>	<b>161,2</b>	<b>-2,4</b>	<b>-6,1</b>	<b>3,1</b>	<b>7,1</b>	<b>11,3</b>
Hogares e ISFLSH	147,5	-1,7	-6,0	3,4	7,4	11,7
Sociedades no financieras	13,6	-8,8	-8,1	-0,2	3,3	7,4
FIAMM	51,4	31,2	12,9	14,0	14,8	15,4
FIM renta fija en euros	40,3	19,7	9,2	30,3	33,1	35,6
Resto de fondos	69,6	-18,0	-20,9	-13,6	-7,9	-1,4
PRO MEMORIA:						
<b>AL1 = MP + OPB + FIAMM</b>	<b>644,3</b>	<b>8,9</b>	<b>8,3</b>	<b>8,9</b>	<b>7,4</b>	<b>7,8</b>
<b>AL2 = AL1 + FIM renta fija en euros</b>	<b>684,6</b>	<b>9,4</b>	<b>8,4</b>	<b>10,0</b>	<b>8,6</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.

En los mercados nacionales de renta fija, las rentabilidades negociadas mostraron una trayectoria ascendente durante agosto y la parte transcurrida de septiembre. Esta tendencia al alza, que se inició a mediados del mes de junio en el área del euro y también en EEUU, y que ha sido más intensa en los plazos largos, contrasta con la evolución descendente registrada durante la primera mitad del año. De este modo, en los primeros quince días de septiembre, las rentabilidades medias de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y la del bono a diez años se situaron, respectivamente, en el 2,14% y el 4,29%. El diferencial con el bono alemán a diez años se mantuvo en niveles reducidos, alrededor de los 2 pb, y los observados entre la renta fija privada y la pública permanecieron estables en los 65 pb en los plazos más largos y repuntaron ligeramente, hasta los 24 pb, en los cortos.

En los mercados bursátiles españoles, las cotizaciones mostraron escasas variaciones durante el mes de agosto y los días transcurridos de septiembre. De este modo, en la fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa de Madrid se situaba en torno a los niveles de finales de julio, lo que supone una revalorización acumulada desde principios de año del 17,8%, por encima de la experimentada por otros índices como el S&P 500 de los mercados estadounidenses o el EURO STOXX amplio de los del área del euro.

La financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes no financieros experimentó, en julio, cierta ralentización, situándose su tasa de variación interanual en el 10,3%, tres décimas por debajo de la observada en junio, aunque su evolución por sectores fue desigual (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Así,

mientras que los recursos obtenidos por las AAPP y por las sociedades no financieras se desaceleraron, aunque en este último caso solo ligeramente, el ritmo de avance de los fondos recibidos por los hogares registró un aumento moderado. De este modo, la deuda de las familias creció en julio un 15,9% en términos interanuales, 0,4 puntos más que el mes anterior. Esta evolución resultó, fundamentalmente, del repunte que mostró la tasa de expansión del crédito para la adquisición de vivienda, que pasó del 15,7% en junio al 16,4% en julio, lo que contrasta con la ralentización observada por este componente durante el primer semestre del año.

Por lo que se refiere a la financiación obtenida por las empresas no financieras, su tasa de expansión experimentó un ligero descenso, hasta el 13,3%, que resultó, fundamentalmente, de la ralentización de los préstamos concedidos por las entidades residentes, que es el componente de mayor peso. Los recursos netos captados en los mercados de renta fija durante los últimos doce meses continuaban siendo negativos en el mes de julio. De acuerdo con la información provisional correspondiente al mes de agosto, la evolución del crédito al sector privado mostró una continuidad en las pautas observadas el mes anterior.

Por su parte, la financiación recibida por las Administraciones Públicas fue negativa en julio en términos acumulados de doce meses, de modo que su tasa de variación interanual se situó en el -0,4%, frente al 0,6% de junio. Por instrumentos, los recursos captados en los mercados de valores continuaron superando las necesidades de financiación del sector, lo que se reflejó en un incremento del saldo de los depósitos en el Banco de España y en otras instituciones financieras. Por plazos, los fondos obtenidos con la emisión de instrumentos a corto plazo se desaceleraron, mientras que el volumen obtenido con bonos y obliga-

ciones registró un aumento en su ritmo de crecimiento.

En relación con las magnitudes monetarias, los activos financieros más líquidos de las sociedades no financieras y los hogares incrementaron su ritmo de expansión en el mes de julio, aunque con un comportamiento diferenciado por componentes (véanse cuadro 4 y gráfico 9). Así, la tasa de variación interanual de los medios de pago aumentó 1,6 puntos porcentuales, y se situó en el 13%, como reflejo de la aceleración de los depósitos a la vista y de ahorro, pese a la ralentización del efectivo. Por su parte, el agregado Otros pasivos bancarios —que incluye depósitos a plazo, cesiones, valores bancarios y depósitos en el exterior— moderó su avance interanual, que se situó en el 0,2%, un punto porcentual por debajo del registro de junio. Esta evolución fue el resultado del menor crecimiento experimentado por los depósitos a plazo, el componente de mayor peso, que avanzaron un 2,8% en relación con el mismo mes del año anterior, y del descenso de las cesiones y valores bancarios, cuyo saldo se redujo en un 14,7%.

Por último, el valor de las participaciones de fondos de inversión en manos del sector privado no financiero continuó creciendo a un ritmo elevado en julio (3 mm de euros), lo que se tradujo en un ascenso en su tasa de variación interanual, hasta el 11,3%, muy por encima del 7,1% registrado en el mes anterior. Por categorías, el patrimonio de los fondos de menor riesgo, FIAMM y FIM de renta fija en euros, aumentó su ritmo de expansión, hasta el 15,4% y el 35,6%, respectivamente. Por su parte, el patrimonio del resto de los FIM se incrementó en 1,5 mm de euros, aunque su tasa interanual de crecimiento continuó siendo negativa (-1,4%). La información provisional sobre la evolución de los activos más líquidos en agosto apunta al mantenimiento en sus ritmos de avance.

29.9.2003.