
Evolución reciente de la economía española

1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

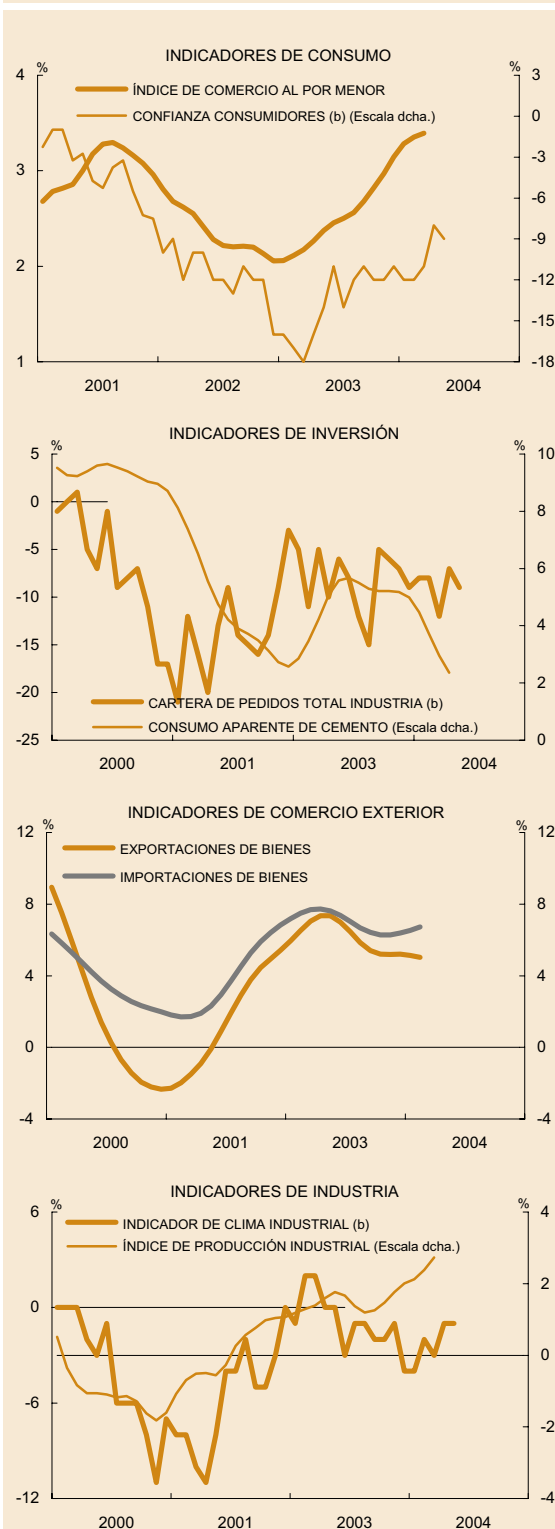
Las cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) correspondientes al primer trimestre de 2004, que acaba de publicar el Instituto Nacional de Estadística (INE), confirman que la economía española ha mantenido un ritmo de crecimiento sostenido en ese período, similar al que registraba al final del pasado ejercicio. De hecho, la tasa de crecimiento interanual del PIB real estimada por el INE, del 2,8%, ha superado en una décima porcentual a la del cuarto trimestre de 2003, mientras que el ritmo de variación intertrimestral se ha reducido, igualmente, en una décima, hasta situarse en el 0,6%. La demanda nacional ha acentuado su ya notable dinamismo, con el 3,7% de aumento interanual, mientras que la demanda exterior neta ha restado un punto al incremento del PIB real. El hecho más destacado, en cuanto a la composición del crecimiento, ha sido que el consumo no cede, sino que acentúa, su tasa de variación y que la inversión en equipo da muestras de una mayor fortaleza, que todavía es modesta, sobre todo si se la compara con la de la inversión en construcción, que ha mantenido su tasa interanual.

En el resto de las variables destaca la recuperación de la industria, la estabilidad en el crecimiento del empleo y el notable incremento de la remuneración por asalariado. A pesar de ello, los excedentes empresariales han seguido creciendo, ya que el deflactor del PIB no ha moderado, prácticamente, su elevada tasa de aumento (4%).

Los indicadores más actualizados de consumo muestran, en general, una evolución positiva (véase el gráfico 1). El indicador de confianza de los consumidores ha experimentado una mejora en el conjunto de los meses de abril y mayo, situándose en niveles superiores a los de los últimos trimestres, al haberse producido una mejora de las opiniones sobre la situación económica esperada para los próximos doce meses. En el caso del indicador de confianza del comercio al por menor, sin embargo, el alza observada en abril se ha compensado con creces con el dato de mayo, debido al deterioro de las opiniones sobre el volumen de negocio. Por su parte, el índice de ventas del comercio al por menor continuó acelerándose en marzo, alcanzando un ritmo del 5,7%, en términos reales. Dentro de las ventas minoristas, las de bienes de consumo no alimenticio han registrado un mayor dinamismo. Únicamente las matriculaciones de automóviles se desaceleraron en abril, a pesar de lo cual acumulan un aumento interanual del 16,6% hasta ese mes. Por último, el indicador de disponibilidades de bienes de

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.

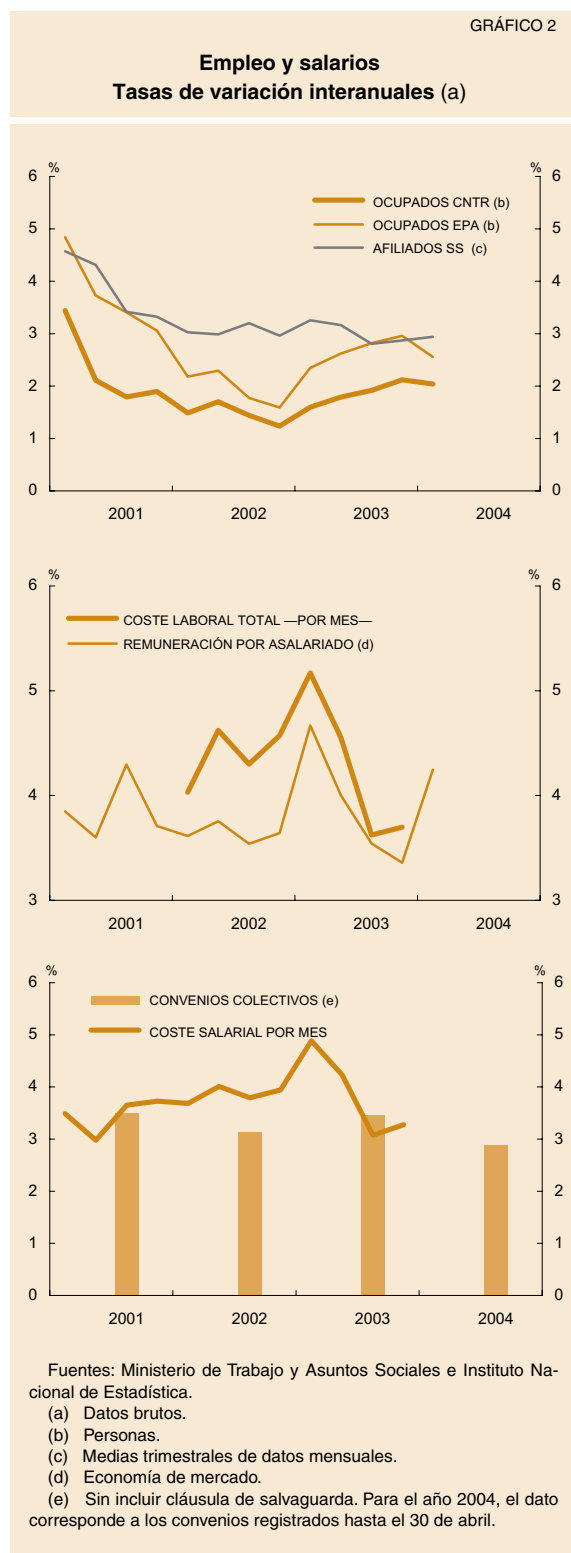
consumo registró un notable repunte en el primer trimestre, destacando la recuperación del componente de bienes duraderos, en línea con la evolución de las matriculaciones en ese período.

Aunque con datos todavía incompletos, se estima que el indicador de disponibilidades de bienes de equipo ha mantenido un tono sostenido en el primer trimestre de 2004, situándose en tasas interanuales similares a las alcanzadas en los meses finales de 2003. Esta evolución refleja el avance de las importaciones y, en menor medida, de la producción interior de estos bienes, que aumentó un 1,3% en tasa interanual corregida de calendario, entre enero y marzo. Las opiniones de los productores de bienes de inversión, recogidas en la Encuesta de Coyuntura Industrial, mostraron una recuperación en el primer trimestre, aunque en abril experimentaron un retroceso, especialmente las relativas a previsiones de producción y de cartera de pedidos. No obstante, en el conjunto de la industria la utilización de la capacidad productiva aumentó en los primeros meses de 2004 y la cartera de pedidos mantuvo niveles relativamente elevados hasta mayo, apuntando hacia una presión más sostenida de la demanda.

Entre los indicadores de construcción, el índice de confianza retrocedió en abril y mayo; aunque la valoración global es mejor que la de los dos trimestres precedentes, su nivel continúa siendo inferior a la media del pasado año. La mayor parte de los indicadores contemporáneos de esta actividad han tendido a desacelerarse en el primer trimestre de 2004 y en el mes abril. Este es el caso del consumo aparente de cemento y de los componentes del IPI relativos a la producción de materiales de construcción, aunque siguen acumulando crecimientos interanuales positivos. Entre los indicadores de empleo del sector, el número de afiliaciones a la Seguridad Social es el único que apuntaría una mayor intensidad en la creación de puestos de trabajo en la construcción hasta abril, pues el paro registrado ha ido aumentando en los cuatro primeros meses de 2004 y los ocupados de la EPA del primer trimestre también manifestaron una evolución menos favorable que en 2003. La información relativa a los visados confirma una desaceleración de las iniciaciones de vivienda en los dos primeros meses de 2004, si bien el avance notable que registraron en 2003 indica que la edificación residencial seguirá creciendo fuertemente en los primeros trimestres de este año. Por su parte, los visados de edificación no residencial moderaron su ritmo de crecimiento de trimestres precedentes al inicio de 2004 y, en cuanto a la obra civil, se ha observado una revitalización de la actividad promovida tanto por la Administración Pública como por Entidades Públicas del Grupo Fomento.

Según las cifras de Aduanas, las exportaciones de mercancías aumentaron un 7,3%, en términos reales, en febrero, acumulando un incremento interanual del 6,6% en los dos meses transcurridos del año. Tanto las ventas dirigidas a la UE como, especialmente, las extra-comunitarias se fortalecieron en un contexto de descenso sostenido de los precios. Por su parte, las importaciones, que moderaron su ritmo de crecimiento hasta el 4,1% en febrero, también acumulan un incremento interanual del 6,4% en el bimestre. En este caso, la fortaleza de las compras de bienes de consumo y de bienes de equipo contrasta con el menor dinamismo de las importaciones de bienes intermedios. El déficit comercial aumentó en febrero un 17,5%, en tasa interanual, debido al fuerte deterioro de la relación real de intercambio y a pesar de reducirse el desequilibrio en términos reales. Los datos de Balanza de Pagos para el período enero-febrero muestran un aumento del déficit conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital, que viene explicado tanto por la reducción, superior al 50%, del superávit de la cuenta de capital como por el avance, prácticamente en la misma cuantía, del déficit por cuenta corriente. La evolución del saldo corriente, a su vez, obedeció al importante aumento del déficit de mercancías y a la pobre evolución del superávit por turismo, ya que los pagos continúan progresando con mayor dinamismo que los ingresos; adicionalmente, la disminución del déficit de rentas fue compensada por el deterioro del superávit de transferencias corrientes.

En cuanto a la actividad industrial, el IPI aumentó un 8% en tasa interanual en el mes de marzo, lo que ha supuesto un avance del 3,9% en términos de serie corregida de efectos de calendario, de forma que se ha intensificado notablemente el ritmo de crecimiento. Este buen comportamiento se ha extendido a la producción de casi todos los grandes grupos por destino económico. El índice de entradas de pedidos en la industria, disponible hasta marzo, también ha mejorado respecto al mes precedente, acumulando un incremento estimado del 3,3%, en términos reales, en el primer trimestre, en tanto que la caída del empleo industrial se moderó en ese período; otros indicadores de empleo, parados y afiliados, han mantenido una evolución estable en abril, respecto a meses precedentes. Los indicadores de opinión relativos a la industria han sido igualmente favorables en los últimos meses: el índice PMI de manufacturas mejoró en abril y, en la misma línea, el indicador de confianza también presentó una mejor valoración en ese mes, que se ha mantenido en mayo y que se ha visto completada por un avance en el grado de utilización de la capacidad productiva. En las ramas de servicios, la cifra de negocios ha muestra-

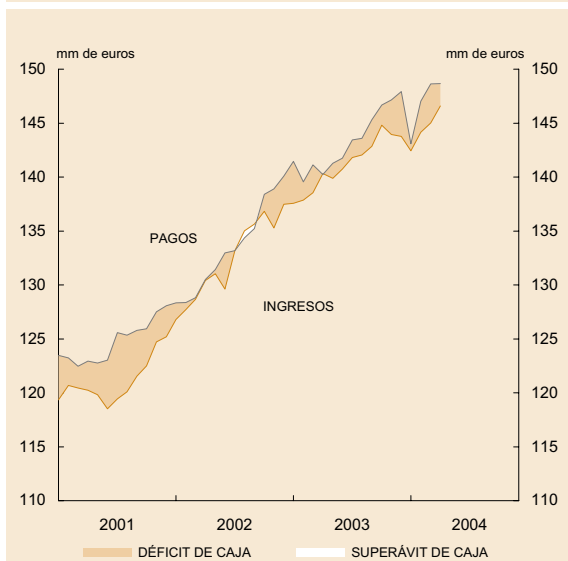


do una recuperación en febrero y marzo, mientras que el índice PMI ha recuperado en abril parte del descenso que registró en ese último mes, probablemente derivado de un efecto transitorio de los atentados del 11 de marzo en Madrid.

La evolución del paro registrado en el INEM y de los afiliados a la Seguridad Social en el

GRÁFICO 3

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



Fuentes: Ministerio de Hacienda y Banco de España.

(a) A partir de marzo de 2002, tanto la serie de ingresos como la de pagos incluyen la parte de recaudación que, en virtud del nuevo sistema de financiación de las CCAA, corresponde a estas.

mes de abril confirma la tendencia hacia una suave ralentización en el aumento del empleo que ya apuntaban los resultados de la EPA del primer trimestre de 2004. Según esta Encuesta, el número de ocupados creció un 2,6% interanual, en el primer trimestre, cuatro décimas por debajo del trimestre anterior, y la tasa de paro se situó en el 11,4%, por debajo de su nivel un año antes, pero algo por encima de la cifra con la que finalizó 2003 (estos resultados se analizan detalladamente en otro artículo de este Boletín). Por su parte, aunque el número de parados descendió en abril, en términos interanuales se produjo un repunte, que situó la tasa interanual en el 2,8%. El repunte afectó a todas las ramas y colectivos, aunque fue más marcado en los servicios. Los afiliados crecieron un 2,6%, en términos interanuales, en abril, tasa idéntica a la de marzo, que pone en evidencia una pérdida de dinamismo respecto a trimestres precedentes. No obstante, el número de contratos registrados mantiene crecimientos elevados (del 19,4% en abril), destacando el aumento de los indefinidos, casi tan elevado como el de los temporales, y el intenso crecimiento que están mostrando los contratos a tiempo parcial.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo hasta abril de 2004 un superávit de 10.175 millones de euros (1,3% del PIB), frente al superávit de 11.066 millones de euros (1,5% del PIB) registrado hasta abril

de 2003. Los ingresos atenuaron su caída, que se situó en el -0,3%, mientras que los gastos se desaceleraron hasta una tasa de crecimiento del 2,3%. En términos de caja, la ejecución presupuestaria hasta abril se saldó con un superávit de 7.579 millones de euros, que supera en un 37,1% al registrado en los cuatro primeros meses del año 2003. Al igual que en el caso anterior, los ingresos se aceleraron, debido principalmente al primer pago a cuenta del impuesto sobre sociedades, en tanto que la desaceleración de los pagos se debió a los gastos de funcionamiento (personal y compras) y a las transferencias corrientes.

2. PRECIOS Y COSTES

Como ya se ha comentado, la CNTR del primer trimestre ha estimado un ritmo de crecimiento en la remuneración por asalariado bastante elevado, del 4,2%. En consecuencia, los costes laborales unitarios han estabilizado su ritmo de crecimiento en el 3,5%, a pesar de la modesta recuperación de la productividad. En cuanto a los precios, la desaceleración que se aprecia en el deflactor del PIB ha sido muy escasa, inferior a la que se esperaba.

Entre los indicadores de costes más recientes, cabe señalar que los convenios colectivos firmados hasta el 30 de abril incorporan una subida salarial del 2,9%. La mayor parte de estos convenios son revisiones de convenios plurianuales. Por ramas de actividad, el incremento medio pactado más elevado corresponde a la construcción (3,4%), y el más bajo, a los servicios (2,7%).

El IPC aumentó su ritmo de crecimiento interanual hasta el 2,7% en el mes de abril, desde el 2,1% registrado un mes antes. La aceleración del índice general se debió al repunte de nueve décimas en la tasa de variación interanual de los precios de los bienes, mientras que el componente de servicios creció un 3,7%, solo una décima por encima del mes precedente (véase gráfico 4). Por su parte, el IPSEBENE repuntó dos décimas, hasta el 2,4%.

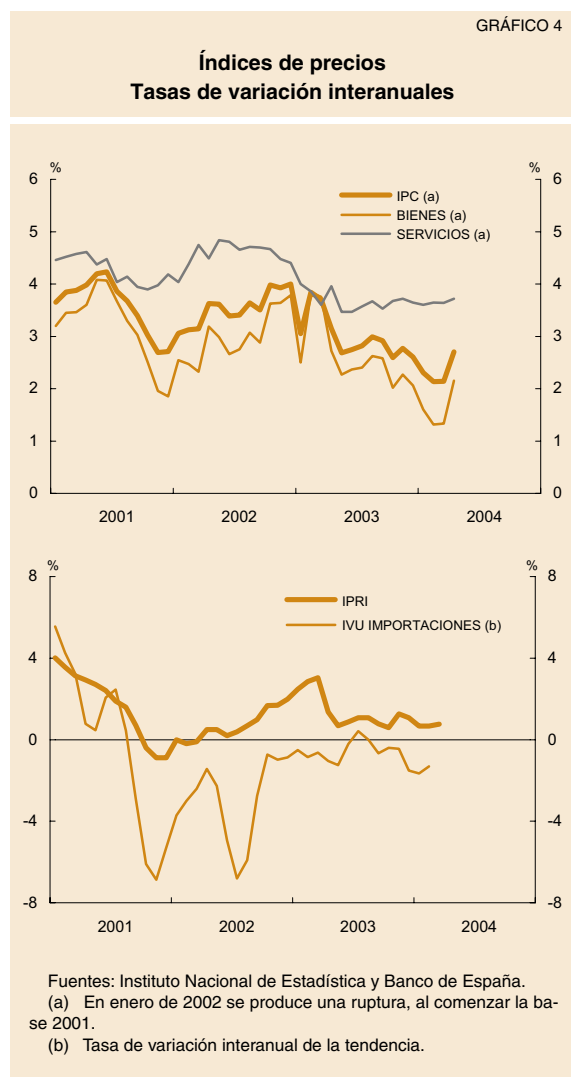
Los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos aumentaron un 0,7%, dos décimas más que en marzo, recogiendo los efectos del inicio de la temporada de primavera en el vestido y el calzado. Los precios de los productos energéticos, influidos por el actual incremento de los precios del crudo y por la comparación con los descensos producidos un año antes, en relación con el desarrollo de la guerra de Irak, se aceleraron en casi cuatro puntos porcentuales, hasta el 1,4%. En el caso de los alimentos, tanto los elaborados como los no elaborados acentuaron su ritmo de avance:

los primeros en cinco décimas, hasta el 2,9%, recogiendo el incremento mensual del 10% en el precio del aceite, y los no elaborados en tres décimas, situando su tasa de variación interanual en el 6,8%, acusando el avance mensual del 7,8% en el precio de la patatas.

En la misma tónica, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) registró un incremento del 2,7% en el mes de abril. En el conjunto de la zona euro, la tasa de variación interanual del IAPC experimentó un crecimiento de tres décimas, hasta el 2%, por lo que el diferencial se amplió a 0,7 puntos porcentuales. Por componentes, el diferencial en energía se ha mantenido —debido al similar impacto del encarecimiento de los precios del crudo—, ampliándose el diferencial positivo en alimentos y servicios, y anulándose, prácticamente, el ligero diferencial favorable a España en los bienes industriales no energéticos. El indicador adelantado del IAPC de mayo, publicado por el INE a finales de este mes, apunta hacia un nuevo repunte de este índice de precios, que habría elevado su tasa interanual al 3,4%.

El índice de precios industriales (IPRI) se aceleró notablemente en abril, hasta situar su tasa interanual en el 2,6%. Aunque detrás de este comportamiento se encuentra la evolución reciente de los precios de la energía, que se comparan, además, con unos meses de 2003 en los que se estaban produciendo recortes sustanciales en su tasa de avance, otros componentes del índice están dando muestras, también, de tensiones en su evolución reciente. Así, el IPRI no energético ha alcanzado una tasa de crecimiento interanual particularmente elevada, del 2,9%, que recoge, sobre todo, la aceleración de los precios de los bienes intermedios. Las tensiones inflacionistas en algunos mercados internacionales, de materias primas y bienes intermedios, se están trasladando, por tanto, a los precios al por mayor.

Los precios de los bienes importados, aproximados por el índice de valor unitario (IVU), aumentaron un 1,8% en febrero, aunque el crecimiento acumulado hasta dicho mes fue del -1%. En el caso de los productos energéticos, la comparación con los precios alcanzados hace un año ha supuesto un aumento del ritmo de descenso en la tasa interanual. Por su parte, en todos los grandes grupos de productos no energéticos también se registraron descensos interanuales, excepto en el de mayor peso —los bienes intermedios—, que creció un 14%. Este último avance, permitió que el agregado de productos no energéticos también avanzara un 5%. En cuanto a las exportaciones, el IVU disminuyó un 4,3%, intensificando la caída registrada en enero, que fue del -2%.



Esta evolución se percibió en todos los grupos por destino económico.

3. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA EN LA UEM

Durante el mes de mayo se intensificaron las expectativas de los mercados financieros respecto a una próxima elevación de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos, a medida que la inflación en este país mostraba una cierta aceleración, en un contexto de actividad económica boyante. Los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública americana se incrementaron hasta el 4,80%, frente a niveles inferiores al 3,75% a inicios de abril. A su vez, en los países emergentes se ha producido una ampliación adicional de los diferenciales soberanos de la deuda, una depreciación generalizada de los tipos de cambio frente al dólar y una caída de las bolsas, mientras que han tenido un comportamiento relativamente más favorable las primas de riesgo de crédito de los bo-

nos corporativos, especialmente los de peor calificación crediticia. En los mercados de divisas, el dólar se mantuvo estable frente al euro, en un estrecho rango de cotización en torno a 1,20 dólares por euro, mientras que el yen japonés se depreció significativamente.

Los mercados de renta variable de los países desarrollados tuvieron un comportamiento negativo —especialmente en el caso de Japón, tras unos meses de fuertes ganancias—, que se fue acentuando a raíz del repunte adicional del precio del petróleo y la aparición de mayores expectativas de inflación. Así, el precio del crudo alcanzó cotizaciones cercanas a los 40 dólares por barril, en un contexto de fuerte volatilidad, impulsado por riesgos crecientes de dificultades en la oferta de crudo, de origen geopolítico, y por unas expectativas de fuerte demanda global.

En Estados Unidos, de acuerdo con el primer avance de contabilidad nacional, el PIB creció en el primer trimestre un 4,2%, en tasa trimestral anualizada, ligeramente por encima del 4,1% del cuarto trimestre de 2003, pero por debajo de lo esperado. Se aceleraron el consumo privado y el gasto público, mientras que se desaceleraron la inversión privada, en especial la aportación de las existencias, y las exportaciones e importaciones. La productividad aumentó en el primer trimestre un 3,5%, en tasa trimestral anualizada, en comparación con el 2,5% en el trimestre anterior. Los costes laborales unitarios aumentaron un 0,5% en tasa trimestral anualizada, aunque en tasa interanual cayeron un 1,3%. Los indicadores recientes de actividad han sido muy positivos. Destaca especialmente el fuerte repunte del empleo en marzo y abril, con la creación de 337.000 y 288.000 puestos de trabajo, respectivamente, lo que, unido a la revisión al alza de las cifras de enero y febrero, supone 867.000 nuevos empleos en lo que va de año. La tasa de paro se redujo al 5,6% en abril. Las ventas al por menor, que aumentaron notablemente en marzo (2% de incremento mensual), cayeron un 0,5% en abril, dejando, no obstante, la tasa interanual en el 8%. La confianza del consumidor mejoró en marzo y abril, por la recuperación del empleo, si bien se ha visto negativamente afectada por la subida del precio del petróleo y las tensiones geopolíticas. Por el lado de la inversión, los pedidos de bienes duraderos aumentaron un 5% en marzo, lo que se suma al buen comportamiento de los índices de directores de compras en abril, especialmente el del sector servicios, que registró un nuevo máximo histórico. La producción industrial también creció con fuerza en abril, un 0,8% mensual y un 4,8% interanual. A su vez, el déficit comercial registró en marzo un nuevo récord, de 46.000 millones

de dólares, por la fortaleza del crecimiento de la demanda interna y la subida de los precios del petróleo. En cuanto a los precios, se empieza a observar un repunte, no solo de los índices generales (debido, sobre todo, a los precios de la energía y las materias primas), sino también de las tasas subyacentes. La tasa de inflación medida por el IPC pasó en abril del 1,7% al 2,3% en términos interanuales, y la tasa subyacente lo hizo del 1,6% al 1,8%. Otros indicadores de precios también aumentaron, como los precios de producción, del 0,7% en marzo al 1,5% en abril, y los precios de importación, del 1% al 2,4%. La Reserva Federal decidió mantener los tipos oficiales en el 1% en su reunión de mayo, aunque en su comunicado sugirió futuras subidas de tipos de interés, si bien graduales.

En Japón, el crecimiento del PIB se aceleró hasta alcanzar un 5,4% interanual en el primer trimestre de 2004 respecto al 3,2% del cuarto trimestre de 2003. Aunque la inversión y las exportaciones siguieron apoyando el crecimiento, se ha producido una fuerte aceleración del consumo privado, que creció un 3,5% interanual, frente al 1,9% del cuarto trimestre. Las perspectivas para el segundo trimestre son optimistas, sustentadas en la confianza de las empresas y de los consumidores y en la evolución del mercado de trabajo, que generó 190.000 puestos de trabajo netos en marzo, lo que llevó la tasa de paro hasta el 4,7%. Por otro lado, siguen reduciéndose las tensiones deflacionistas, aunque aún no se han superado del todo: el IPC experimentó una variación interanual del -0,1% en marzo, tanto en su índice general como en la tasa subyacente; los precios al por mayor crecieron un 0,5% interanual en abril (desde el 0,2% de marzo) y el deflactor del PIB cayó un 2,6% interanual en el primer trimestre (frente al 2,7% en el trimestre anterior). El Banco de Japón continuó con su política monetaria expansiva, orientada a lograr tasas de inflación positivas de manera sostenida.

En las economías del Sudeste de Asia, los indicadores correspondientes al mes de abril han seguido confirmando el avance sostenido de las exportaciones, así como la paulatina reducción de los niveles de desempleo nacionales, en tanto se mantiene la moderación de las tasas de inflación, excepto en China. En este país, la revisión del PIB del primer trimestre de 2004 mostró un crecimiento del 9,8% interanual (una décima por encima de la estimación preliminar), estimulado por el crecimiento de la inversión. A pesar de que la inflación se aceleró en abril hasta el 3,8% interanual (3% en marzo), el crecimiento de la inversión en activos fijos se contuvo (34,7% interanual en abril, frente al 43,5% de marzo), lo que podría señalar cierta efectividad de las medidas tomadas en los

CUADRO 1

Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	2003		2004			
	DIC	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (b):						
Índice de producción industrial	2,3	0,6	1,0	1,0		
Comercio al por menor	-0,3	0,8	-0,5	1,1		
Matriculaciones de turismos nuevos	-7,4	1,1	2,5	-0,6	4,6	
Indicador de confianza de los consumidores (c)	-16	-15	-14	-14	-14	
Indicador de clima industrial	-8	-6	-7	-7	-5	
IAPC	2,0	1,9	1,6	1,7	2,0	2,5
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (d):						
M3	7,0	6,5	6,3	6,3	5,6	
M1	10,5	11,3	11,1	11,4	10,9	
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	6,0	5,9	5,9	6,1	6,1	
AAPP	6,4	5,8	5,7	6,7	6,3	
<i>Otros sectores residentes</i>	5,8	5,8	5,9	5,9	6,0	
<i>De los cuales:</i>						
<i>Préstamos a hogares</i>	6,4	6,4	6,3	6,7	6,8	
<i>Préstamos a sociedades no financieras</i>	3,4	3,3	3,2	3,3	3,5	
EONIA	2,06	2,02	2,03	2,01	2,08	2,00
EURIBOR a tres meses	2,15	2,09	2,07	2,03	2,05	2,08
Rendimiento bonos a diez años	4,36	4,26	4,18	4,02	4,24	4,37
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,05	-0,09	-0,07	-0,16	0,10	0,40
Tipo de cambio dólar/euro	1,229	1,261	1,265	1,226	1,199	1,196
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	18,1	3,2	5,1	1,9	2,6	-1,4

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

(a) Media del mes hasta el día 19 de mayo de 2004.

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

(c) Esta serie presenta una ruptura en enero de 2004, por lo que los datos a partir de esta fecha no son estrictamente comparables con los anteriores.

(d) 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.

(e) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 18 de mayo de 2004.

últimos meses para moderar del crecimiento económico, medidas en las que, en cualquier caso, el gobierno ha decidido profundizar con nuevas políticas sectoriales de contención de la inversión y con el anuncio de una política monetaria más restrictiva.

En el Reino Unido, la primera estimación del PIB del primer trimestre mostró un crecimiento del 0,6% intertrimestral, inferior al 0,9% del cuarto trimestre de 2003, aunque en tasa interanual pasó del 2,7% al 3%. Los indicadores más recientes por el lado del consumo privado muestran un panorama de bonanza: la confianza de los consumidores mejoró de nuevo en abril, las ventas al por menor mantuvieron un crecimiento interanual del 6,4% en marzo y el crédito hipotecario y los precios de la vivienda se aceleraron de nuevo, creciendo a tasas interanuales cercanas al 25% y al 20%, respectiva-

mente, en abril. Además, la tasa de paro se mantuvo en mínimos históricos (4,7% en marzo) y los salarios se aceleraron hasta el 5,2% interanual. En cambio, por el lado de la oferta, los indicadores arrojaron señales mixtas: la producción industrial cayó un 0,6% en febrero y se mantuvo estable en marzo, y la encuesta de tendencias industriales de abril mostró un ligero retroceso. Sin embargo, los índices de directores de compras de abril señalaron una expansión generalizada de la actividad. En cuanto a la inflación, el índice armonizado de precios de consumo aumentó solo ligeramente en abril (del 1,1% al 1,2% interanual). Aun así, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra subió el tipo de interés oficial al 4,25% en su reunión de mayo, pues espera un incremento de la inflación en el medio plazo. Por último, el déficit público ascendió en 2003 al 3,1% del PIB, por lo que la Comisión Europea ha anun-

GRÁFICO 5

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

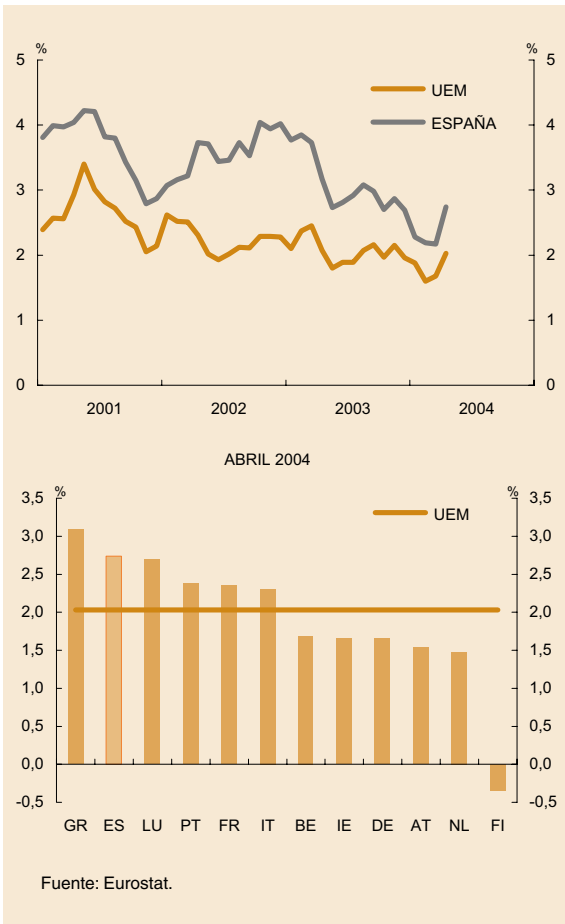
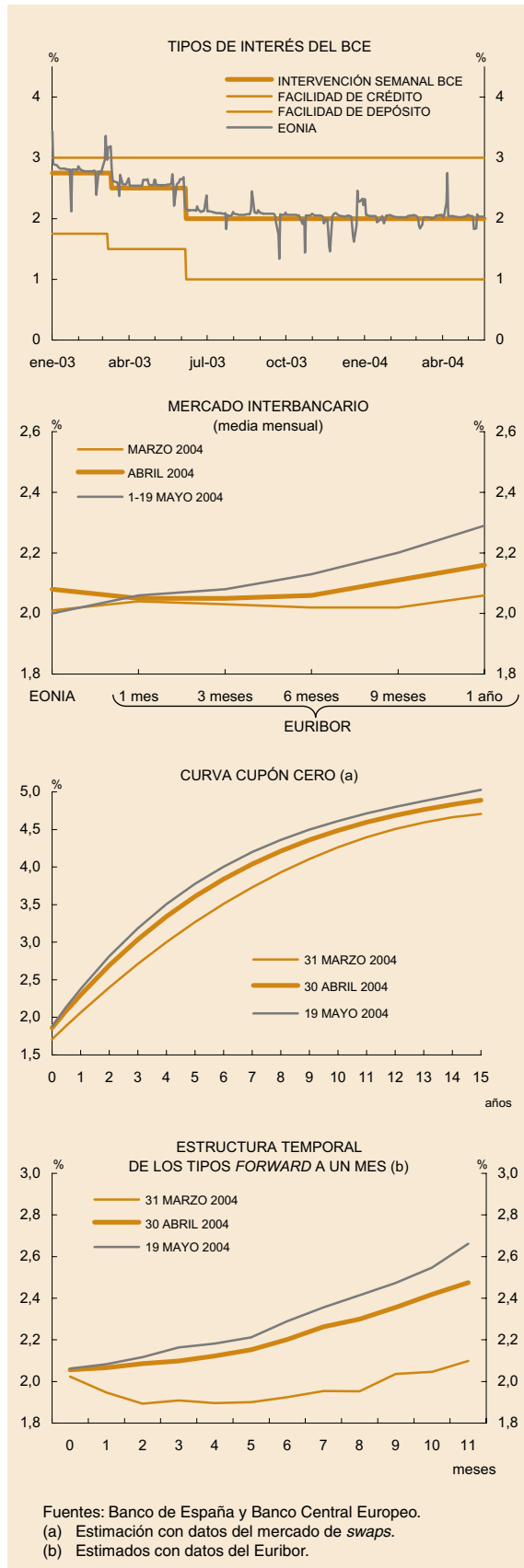


GRÁFICO 6

Tipos de interés de la zona del euro



ciado la apertura del procedimiento de déficit excesivo.

En América Latina se produjo un acusado deterioro de los indicadores financieros. Los diferenciales soberanos se ampliaron considerablemente y de forma generalizada. Los mercados bursátiles sufrieron notables recortes y se depreciaron la mayoría de las divisas del área, rompiendo la tendencia a la apreciación mostrada en los trimestres anteriores. En contraste con esta volatilidad financiera, los indicadores macroeconómicos mostraron, en general, un buen tono, que viene a confirmar la consolidación del proceso de recuperación. En Brasil, los datos de actividad continuaron siendo positivos por el lado de la demanda externa y más favorables por el de la demanda interna. También mejoraron los últimos datos de inflación —con la tasa interanual en abril, 5,3%, por debajo del objetivo de inflación para final de 2004—, así como los datos fiscales, con un superávit primario claramente por encima de la meta fijada por el FMI. Esta evolución positiva no evitó, sin embargo, que el deterioro de los indicadores fi-

nancieros fuera más acusado que para el conjunto de la región. En México, los indicadores de actividad industrial y comercio exterior de abril fueron positivos, lo que confirma la acusada aceleración de la actividad en el primer trimestre, con un crecimiento del PIB de 3,7% interanual, el más elevado en los últimos tres años. Los datos de inflación reflejan una fuerte resistencia a la baja de la tasa subyacente, lo que ha propiciado un tono más restrictivo de la política monetaria por parte del Banco de México. En Argentina, los efectos de la crisis energética empezaron a percibirse en la actividad industrial y el Gobierno ha lanzado un plan que conjuga medidas de ahorro con otras disuasorias sobre la exportación.

La recuperación de la actividad económica del área del euro iniciada en la segunda mitad del pasado ejercicio cobró mayor vigor en el primer trimestre de 2004, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat. En concreto, el PIB de la UEM se incrementó un 0,6% en términos intertrimestrales, tras haber crecido a un ritmo del 0,4% en los dos últimos trimestres de 2003. Esta aceleración del producto del área fue el resultado del mayor dinamismo en sus tres principales países: en Italia, la actividad se expandió un 0,5%, tras registrar un crecimiento nulo en el cuarto trimestre de 2003, mientras que, en Francia y Alemania, el PIB aumentó un 0,8% y un 0,4%, respectivamente, frente al 0,6% y 0,3% del trimestre anterior. En Holanda y Bélgica se ralentizó el ritmo de expansión del producto, aunque continuó siendo relativamente elevado (del 0,4% y 0,6%, respectivamente). El desglose del crecimiento por componentes de la demanda está disponible solamente para Francia. En este país se observó una fuerte contribución del gasto interno al crecimiento del producto —de 0,9 puntos porcentuales—, que fue impulsada por un repunte significativo del consumo privado y por la continuación de la recuperación de la inversión. En Italia es probable que el patrón de crecimiento haya sido similar al de la economía francesa, mientras que, por el contrario, en Alemania hay indicios de que se ha basado en mayor medida en la demanda externa.

Este dinamismo del producto del área en los tres primeros meses del año no fue anticipado por los indicadores referidos a ese período, que apuntaban más bien a un mantenimiento del ritmo de expansión de la actividad. Así, los indicadores de confianza de la industria y los servicios se mantuvieron en los tres primeros meses del año en niveles análogos a los observados en el trimestre final de 2003, mientras que el índice de producción industrial no mostró una aceleración de la actividad del sector (véase cuadro 1). Los datos referidos al consumo privado apuntaron, en conjunto, a un cierto fortaleci-



miento de este componente de la demanda en el primer trimestre del año. Las matriculaciones de automóviles y, sobre todo, las ventas al por menor proporcionaron señales de mejoría en comparación con el cuarto trimestre de 2003, si bien los indicadores de opinión relacionados con este componente de la demanda elaborados por la Comisión Europea mostraron una evolución menos favorable.

Aparentemente, los atentados de Madrid no han tenido un efecto apreciable sobre la actividad, a tenor de los indicadores referidos al segundo trimestre que van publicándose. Así, los resultados de las distintas encuestas de confianza empresarial referidas al mes de abril apuntan a un fortalecimiento adicional de la actividad en la industria manufacturera. En particular, se produjo una mejoría sustancial de la valoración de la cartera de pedidos y de las tendencias recientes de la producción. Por el contrario, la confianza en los servicios no experimentó variaciones significativas en abril. En cuanto al consumo privado, la información proporcionada por los indicadores cualitativos de la Comisión Europea mostró en abril una evolu-

Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	2001	2002	2003					
	DIC	DIC	DIC	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY (a)
TIPOS BANCARIOS (b)								
HOGARES E ISFLSH:								
Crédito a vivienda	...	...	3,46	3,53	3,51	3,39	...	...
Crédito a consumo y otros fines	...	...	6,40	6,55	6,27	6,19	...	...
Depósitos	...	...	1,11	1,14	1,14	1,11	...	...
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:								
Crédito (c)	...	...	3,75	3,74	3,73	3,59	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,11	2,72	2,19	2,07	2,06	1,94	2,01	2,09
Deuda pública a cinco años	4,29	3,59	3,47	3,31	3,37	3,13	3,32	3,48
Deuda pública a diez años	4,97	4,43	4,34	4,19	4,15	4,01	4,20	4,31
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,19	0,06	0,00	0,00	0,01	0,07	0,07	0,05
Prima de los seguros de riesgo crediticio								
a cinco años de empresas no financieras (e)	1,08	1,10	0,32	0,38	0,48	0,48	0,41	0,41
Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	-6,39	-23,10	27,44	2,75	6,75	4,14	5,44	0,00

Fuentes: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

(a) Media de datos diarios hasta el 17 de mayo de 2004.

(b) TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.

(c) Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

(d) Medias mensuales.

(e) Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2002. El día 22.6.2003 entró en vigor un cambio en las condiciones del contrato de las empresas europeas. El nuevo contrato lleva asociadas unas primas menores (en torno al 10%).

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

ción distinta según los agentes encuestados: mientras que la confianza de los consumidores permaneció inalterada por tercer mes consecutivo, la de los comerciantes minoristas mejoró. El dato de matriculaciones de automóviles de ese mismo mes fue, asimismo, muy favorable.

La inflación del área, medida por la variación interanual del IAPC, aumentó tres décimas en abril, hasta situarse en el 2% (véase gráfico 5). Esta aceleración de los precios de consumo respondió, sobre todo, al encarecimiento de la energía, cuya tasa interanual se incrementó en 4 puntos porcentuales, hasta el 2%. Los precios de los bienes industriales no energéticos también repuntaron al alza, a pesar de lo cual la tasa de variación interanual del IPSEBENE, que excluye los componentes más volátiles del IAPC (la energía y los alimentos no elaborados), permaneció en el 2,1%, dada la ligera desaceleración de los precios de los alimentos elaborados y el mantenimiento de la inflación de los servicios. El ritmo de variación de los precios se incrementó en todos los países, salvo en Irlanda, donde se redujo ligeramente, y en Italia, Austria y Finlandia, donde permaneció estable. En cuanto a

los precios industriales, su tasa de crecimiento aumentó en marzo en cuatro décimas, hasta situarse en el 0,4%. Esta aceleración fue consecuencia del repunte experimentado por todos sus componentes con la excepción del referido a los bienes de capital. Cabe destacar el fuerte aumento de los precios del petróleo, que, en la tercera semana de mayo, cotiza en niveles próximos a 40 dólares por barril. Por último, según el avance provisional del IAPC, la inflación de la zona del euro repuntó en mayo hasta el 2,5%, como consecuencia de la elevación de los precios energéticos.

En su reunión del 6 de mayo, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener sin cambios los tipos de interés oficiales, en consonancia con las perspectivas de mejoría de la situación económica en el área del euro y el comportamiento esperado de la inflación en línea con la definición de estabilidad de precios. De esta forma, los tipos de interés aplicados a las operaciones principales de financiación y a las facilidades de depósito y de crédito se mantuvieron en el 2%, 1% y 3%, respectivamente (véase el gráfico 6). En el mercado interbancario, la curva de rendimientos comenzó a mostrar desde el

CUADRO 3

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

	2004	2002	2003	2004		
	MAR (b)	DIC	DIC	ENE	FEB	MAR
1. Financiación total (2 + 3)	1.388,9	9,7	11,9	11,7	12,4	12,4
2. Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH	1.068,6	14,3	16,1	16,4	16,5	16,8
2.1. Hogares e ISFLSH	459,5	15,6	18,7	18,5	18,7	19,6
De los cuales:						
Crédito para adquisición de vivienda (c)	319,9	16,6	21,3	21,6	21,6	22,7
Crédito para consumo y otros fines (c)	138,9	13,6	13,2	11,9	12,4	13,0
2.2. Sociedades no financieras	609,0	13,3	14,2	15,0	14,8	14,8
De los cuales:						
Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	419,5	13,1	14,3	14,5	14,8	14,7
Valores de renta fija	14,3	-16,2	5,8	5,9	11,7	15,8
3. Administraciones Públicas (d)	320,3	-1,2	0,3	-1,3	0,8	0,0
Valores a corto plazo	37,6	0,2	8,3	-0,6	-7,7	-4,6
Valores a largo plazo	294,5	2,2	-1,6	2,5	2,3	2,5
Créditos - depósitos (e)	-11,8	-10,2	2,7	-11,2	-1,0	-5,5

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) Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

(e) Variación interanual del saldo.

inicio de abril una pendiente positiva, fenómeno que se ha acentuado en las primeras semanas de mayo. En consonancia con esta evolución, los tipos *forward* implícitos a un mes, que hasta marzo reflejaban expectativas de mantenimiento de los tipos de interés oficiales, descuentan en la actualidad un incremento a finales del presente ejercicio. Esta evolución está asociada probablemente con la percepción de un escenario económico más favorable. En los mercados secundarios de deuda pública del área, las rentabilidades a diez años se han incrementado sustancialmente desde comienzos de abril. En Estados Unidos se ha producido una evolución similar, pero de mayor intensidad, lo que ha determinado que el diferencial frente a la UEM, negativo hasta marzo, cambiara de signo en el mes de abril y se ampliara en la parte transcurrida de mayo, quedando situado en la fecha de cierre de este Boletín en torno a 0,5 pp.

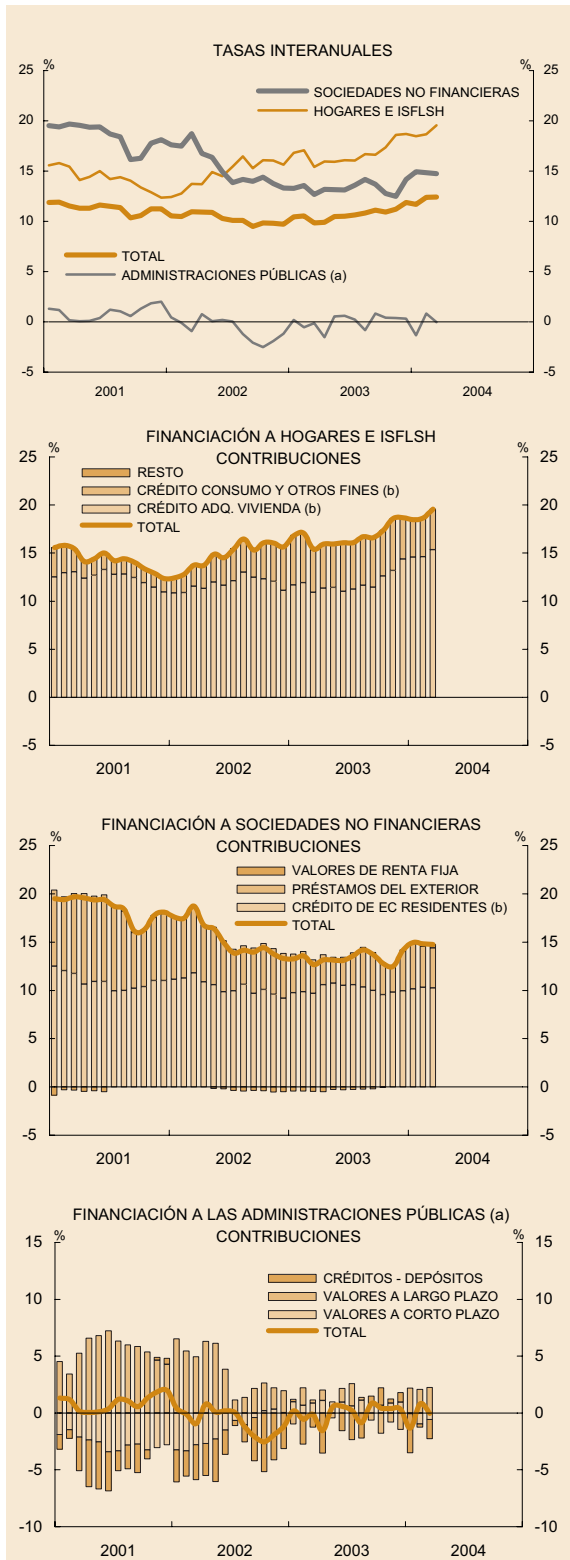
Tal y como ha ocurrido en otras bolsas internacionales, las cotizaciones en los mercados de renta variable del área han experimentado un descenso pronunciado en las primeras semanas de mayo. Así, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, que presentaba hasta

abril una revalorización anual acumulada del 2,6%, se encuentra, al final de la tercera semana de mayo, en niveles inferiores a los del comienzo del ejercicio. En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro frente al dólar se ha estabilizado en mayo en torno a 1,20, tras prolongarse a lo largo de abril la tendencia a la depreciación iniciada en febrero (véase gráfico 7). Por el contrario, la moneda europea ha continuado apreciándose frente al yen.

El crecimiento interanual de M3 se situó en abril en el 5,6%, lo que supone una continuación de la tendencia a la desaceleración observada desde mediados de 2003. No obstante, este dato recoge cierto efecto base que ha amplificado el descenso del agregado en este último mes. Por su parte, la tasa de variación interanual del crédito concedido al sector privado se situó en abril en el 6%, una décima por encima del nivel de marzo. Por sectores, se aceleraron ligeramente tanto el crédito concedido a los hogares como el otorgado a las sociedades no financieras, aunque este último siguió creciendo a tasas reducidas.

GRÁFICO 8

Financiación a los sectores residentes no financieros



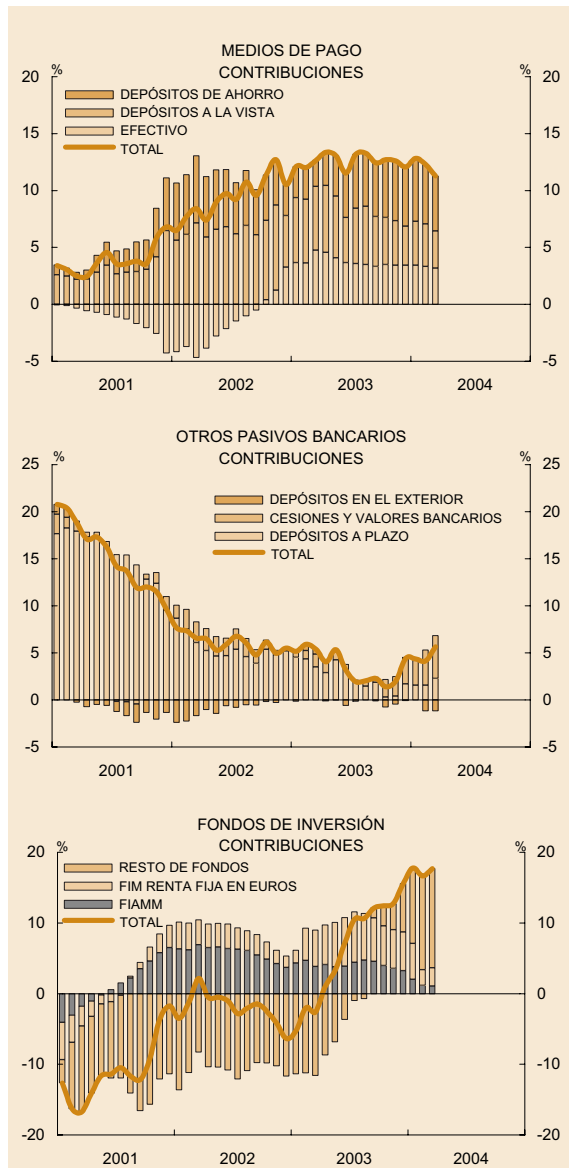
Fuente: Banco de España.

(a) Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

(b) 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.

4. EVOLUCIÓN FINANCIERA EN ESPAÑA

Durante el mes de marzo, la financiación obtenida por los hogares registró una nueva aceleración, mientras que el crecimiento interanual de los recursos captados por las sociedades no financieras se situó en torno a los niveles observados en enero y febrero. Por su parte, el ritmo de avance de los activos financieros más líquidos de las carteras del sector privado no financiero mostró un ligero aumento. La información provisional correspondiente a abril apunta a un mantenimiento en las tasas de ex-

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)

	2004	2001	2002	2004		
	MAR (b)	DIC	DIC	ENE	FEB	MAR
Medios de pago (MP)	363,0	6,8	10,5	12,8	12,3	11,3
Hogares e ISFLSH	278,9	3,5	8,8	14,5	13,7	13,1
Sociedades no financieras	84,1	19,9	16,3	7,5	7,9	5,6
Efectivo	63,9	-21,3	22,2	21,0	20,2	19,5
Depósitos a la vista	155,0	16,0	10,3	8,8	8,6	7,4
Depósitos de ahorro	144,2	11,8	6,5	13,8	13,1	12,2
Otros pasivos bancarios (OPB)	284,8	9,6	5,5	4,4	4,1	5,6
Hogares e ISFLSH	229,2	9,8	4,7	2,6	2,2	3,9
Sociedades no financieras	55,6	8,8	9,7	12,9	13,4	13,7
Depósitos a plazo	209,1	13,0	6,9	2,1	2,1	3,0
Cesiones y valores bancarios	62,4	7,1	0,6	14,1	20,7	24,5
Depósitos en el exterior (c)	13,3	-20,6	4,2	3,3	-18,8	-19,4
Fondos de inversión	177,2	-1,8	-6,4	17,8	16,6	17,7
Hogares e ISFLSH	161,5	-1,7	-6,0	18,5	17,4	18,5
Sociedades no financieras	15,7	-2,2	-10,2	10,6	9,0	9,5
FIAMM	50,4	33,8	14,1	6,2	3,6	3,3
FIM renta fija en euros	41,7	20,4	8,6	22,6	9,0	10,3
Resto de fondos	85,2	-17,5	-21,3	23,8	30,9	33,0
PRO MEMORIA:						
AL1 = MP + OPB + FIAMM	698,2	9,6	8,6	8,7	8,2	8,3
AL2 = AL1 + FIM renta fija en euros	739,9	10,0	8,6	9,4	8,2	8,4

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.

pensión de la deuda de familias y empresas al tiempo que muestra que sus tenencias de activos líquidos continuaron con las mismas pautas del mes anterior.

En los mercados de deuda pública, las rentabilidades negociadas aumentaron durante abril y la parte transcurrida de mayo, tras la trayectoria descendente del primer trimestre del año en curso. De este modo, los tipos de interés medios de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años experimentaron un incremento de 15 y 30 puntos básicos (pb), respectivamente, en relación con los niveles correspondientes a marzo, quedando situados en el 2,09% y el 4,31% (véase cuadro 2). Esta evolución fue similar a la registrada en el resto de mercados europeos, con lo que el diferencial con la referencia alemana a diez años se mantuvo relativamente estable. Por su parte, las primas medias de los seguros de

riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas se redujeron ligeramente durante el mismo período, contrarrestando en parte el repunte experimentado en los dos meses precedentes.

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales, las cotizaciones retomaron en abril la trayectoria ascendente, tras la corrección experimentada en la segunda quincena de marzo. No obstante, en la parte transcurrida de mayo, y en especial durante los últimos días, la incertidumbre generada por el incremento del precio de petróleo y por el aumento de las tensiones geopolíticas en Irak se reflejó en notables descensos en los precios negociados. 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 mismos niveles que a finales de 2003, anulándose así las ganancias acumuladas en los cuatro primeros meses del año. En todo

caso, este índice continúa presentando un comportamiento ligeramente mejor que el EURO STOXX amplio de las bolsas de la UEM y el S&P 500 de las de EEUU, que muestran pérdidas en el conjunto del año superiores al 2%.

Los tipos de interés de las operaciones nuevas aplicados por las entidades de crédito a los hogares y a las sociedades no financieras mantuvieron, en marzo, la trayectoria descendente, en línea con el comportamiento del mercado interbancario. De este modo, el coste de los préstamos concedidos a las familias para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines se situaron en el 3,39% y 6,19%, respectivamente, 12 pb y 8 pb por debajo del registro de febrero, y la remuneración de sus depósitos se redujo ligeramente, hasta el 1,11%. Por su parte, el precio de la financiación bancaria a las sociedades no financieras descendió 14 pb, hasta el 3,59%.

La financiación recibida por los sectores residentes no financieros mantuvo, en marzo, un crecimiento interanual similar al del mes precedente. Este comportamiento fue resultado de un nuevo aumento en la tasa de expansión de la deuda de las familias, que fue contrarrestado por la desaceleración experimentada en el volumen de fondos captados por las Administraciones Públicas. Por su parte, el ritmo de avance de los recursos obtenidos por las empresas permaneció en torno a los mismos niveles de los dos meses anteriores (véanse cuadro 3 y gráfico 8).

Por lo que se refiere a la financiación obtenida por los hogares, su crecimiento interanual aumentó, en marzo, hasta situarse próximo al 20%, resultado, principalmente, de la aceleración de los préstamos para la adquisición de vivienda, que avanzaron casi un 23% en relación con el mismo período del año anterior. Por su parte, la tasa de variación de los fondos captados por las sociedades no financieras permaneció en el entorno del 15%, a pesar del comportamiento expansivo de la financiación con valores de renta fija. La información provisional correspondiente al mes de abril muestra un mantenimiento de los ritmos de avance de la deuda de empresas y familias.

La financiación recibida por las Administraciones Públicas contrajo, en marzo, su tasa de crecimiento interanual hasta presentar una variación prácticamente nula. Por instrumentos, la emisión neta de valores a largo plazo acumulada durante los últimos doce meses fue positiva, mientras que la correspondiente a las referencias de corto plazo continuó siendo negativa, aunque de menor cuantía que en febrero, y el saldo neto entre créditos y depósitos experimentó un descenso notable en relación con el mismo período del año anterior.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares experimentaron una ligera aceleración en marzo, que resultó de una evolución diferenciada por instrumentos. Así, los medios de pago redujeron su crecimiento interanual fruto del descenso experimentado por los ritmos de avance de todos sus componentes (véanse cuadro 4 y gráfico 9). En cambio, el agregado Otros pasivos bancarios —que incluye depósitos a plazo, cesiones, valores bancarios y depósitos en el exterior— registró un incremento en su tasa de variación como resultado, fundamentalmente, del comportamiento expansivo de las dos rúbricas más importantes (los Depósitos a plazo y las Cesiones y valores bancarios).

Por último, el patrimonio de los fondos de inversión aumentó, en marzo, su tasa de crecimiento interanual, hasta situarse en niveles próximos al 18%. Por categorías, cabe destacar que, aunque los FIAMM se desaceleraron nuevamente, presentaron, por primera vez en los últimos seis meses, suscripciones netas positivas. Respecto a los FIM, tanto los de renta fija en euros como el resto de fondos registraron incrementos en sus ritmos de expansión, que fueron más acusados en este último grupo.

La información provisional referente a los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares en abril apunta a un mantenimiento de las mismas tendencias observadas en marzo.

28.5.2004.