

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

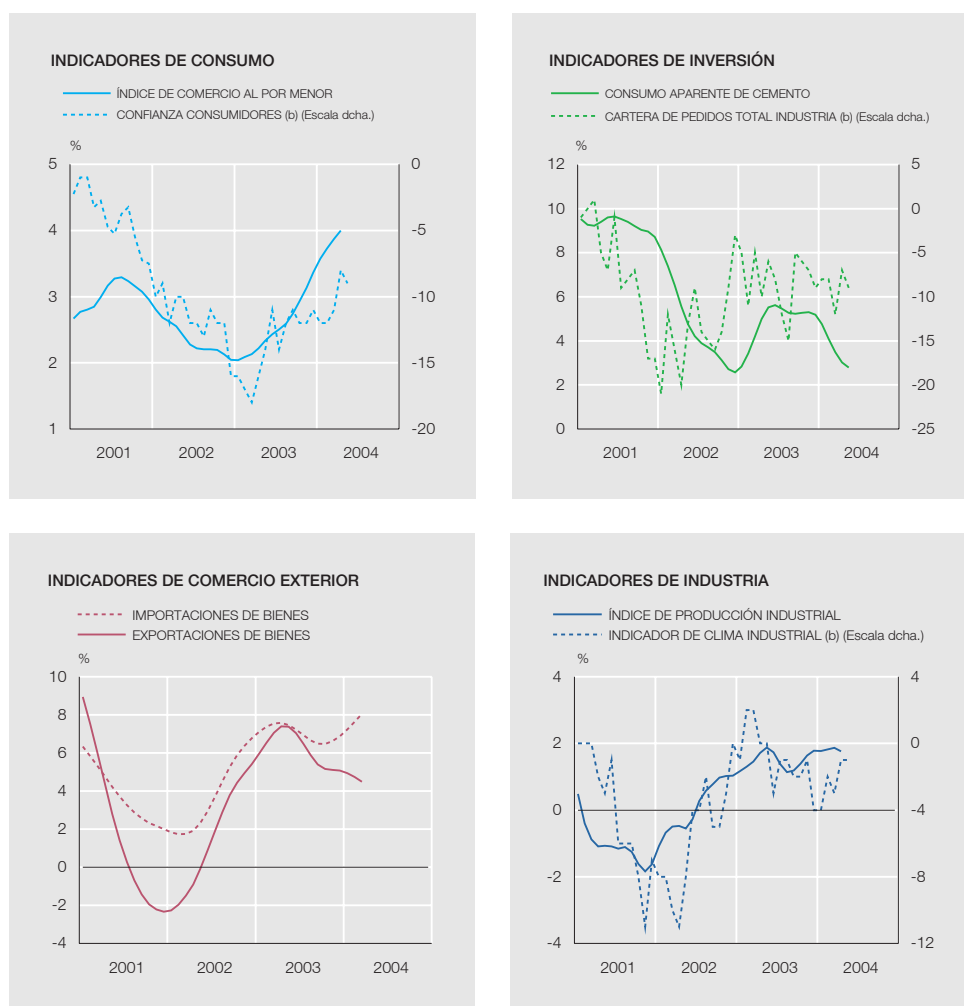
Evolución del sector real de la economía española

Los datos más recientes sobre la economía española completan la información correspondiente al primer trimestre de 2004 —cuyos rasgos más característicos fueron recogidos por la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) de ese período— y anticipan algunas líneas de lo que será el segundo trimestre del año. Aunque la información es, todavía, muy limitada, no parece que las pautas establecidas en los primeros meses de este ejercicio vayan a experimentar cambios relevantes.

Los indicadores de consumo muestran, en general, el tono sostenido del primer trimestre de 2004. El índice de comercio al por menor, en términos reales, registró un comportamiento ligeramente acelerado en abril, una vez corregido de los efectos de calendario y estacionales (en términos originales experimentó una desaceleración de más de 1,5 puntos porcentuales). El crecimiento de las ventas minoristas se sustentó en los bienes no alimenticios, dado que la comercialización de alimentos no aumentó, prácticamente. Las matriculaciones de automóviles de particulares, por su parte, atenuaron su tasa de aumento en el mes de mayo —en los mismos términos que en abril—; su dinamismo está siendo, por tanto, inferior al del primer trimestre, aunque todavía es bastante elevado (11,9% de crecimiento interanual en mayo). El dato más negativo ha sido la producción interior de bienes de consumo, que, en abril, mostró una evolución ligeramente contractiva, debido al componente de los bienes no alimenticios. En cualquier caso, este resultado podría no afectar sensiblemente a la evolución del indicador de disponibilidades si la importación de productos de consumo conserva la fortaleza de los meses precedentes. El indicador de confianza de los consumidores, recibido al cierre de este artículo, ha supuesto, para el mes de junio, un retroceso que lo sitúa en el nivel de marzo. En cualquier caso, el resultado del promedio del segundo trimestre ha sido mejor que el del primero.

La pérdida de ritmo observada en la producción interior de bienes de equipo durante el primer trimestre se mantuvo en abril, alcanzándose en ese mes una tasa de variación ligeramente negativa (en términos de la serie corregida de calendario), fenómeno que no se registraba desde hace siete meses. Hay que tener en cuenta, sin embargo, que, también en este caso, está siendo el notable incremento de las importaciones de bienes de equipo el que está sustentando la incipiente recuperación que se aprecia en este componente de la demanda. Además, los resultados de la Encuesta de Coyuntura Industrial ofrecen un panorama favorable, dado que en el mes de mayo la valoración de la cartera de pedidos de la industria productora de bienes de capital mantuvo, como en abril, un nivel más elevado que en el primer trimestre del año. Por otro lado, las expectativas futuras de pedidos experimentaron una mejora en mayo.

Los indicadores contemporáneos sobre la inversión en construcción muestran, en general, un tono ligeramente desacelerado. El número de afiliados a la Seguridad Social aumentó el 4,1% en mayo, por debajo del 4,4% del primer trimestre. El número de parados en el sector de la construcción, según el INEM, se aceleró en el mes de mayo (6,2% de crecimiento interanual), prolongando una tendencia observada desde los inicios de año. El consumo aparente de cemento, por su parte, mantuvo en mayo el carácter contractivo de abril, situándose ambos registros muy por debajo de las tasas de avance del primer trimestre del año. La información por tipología de obra es de distinto signo. Así, la edificación residencial intensificó su ritmo de avance en el primer trimestre, según el número de viviendas en construcción por obra nueva, hasta el 14,7% (ocho puntos porcentuales más que a finales de 2003); no obstante, la evolución de los visados de obra nueva fue negativa en ese período, lo que avanza un menor ritmo



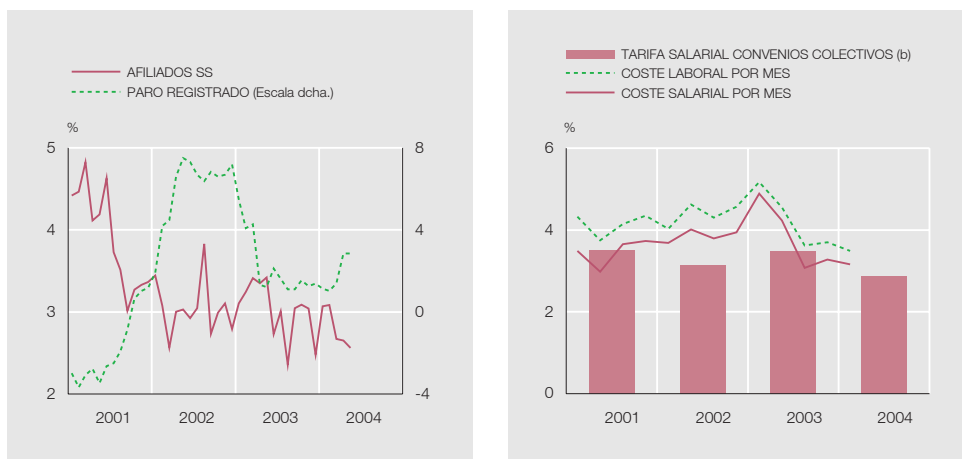
FUENTES: Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística, OFICEMEN, Departamento de Aduanas y Banco de España.

a. Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

b. Nivel de la serie original.

en la iniciación de viviendas del segundo trimestre. Los visados de obra nueva para la edificación no destinada a viviendas disminuyeron de forma notable en los tres primeros meses de 2004. Esta pérdida de pulso se aprecia también en la rehabilitación de viviendas. Finalmente, la licitación de obra civil registró una acusada aceleración en los primeros tres meses del año.

Los datos sobre el comercio exterior del primer trimestre han confirmado el moderado dinamismo de los flujos comerciales con el exterior que avanzaba la CNTR. Las exportaciones de mercancías aumentaron un 7,2% en términos reales, cifra muy superior al 3,3% que se registró en el cuarto trimestre de 2003. No obstante, los datos de marzo, una vez que se corregían de los efectos de calendario, daban pruebas de alguna debilidad. Por áreas geográficas, fueron las ventas fuera de la UE las que intensificaron su ritmo de crecimiento, apoyadas en una caída sostenida de los precios; mientras tanto, las exportaciones a la UE se desaceleraron. Las importaciones alcanzaron un 9% de crecimiento real en el primer trimestre del año, cuando tres meses antes únicamente habían aumentado un 2%. En el mes de marzo el crecimiento fue del 13,9%, cifra que implica una notable fortaleza, que abarca los distintos grupos de productos por destino económico. En cualquier caso, es de destacar, como ya se ha anticipado, el incremento de la importación de bienes de consumo (23,9% de crecimiento interanual) —empujada por las compras de automóviles— y de los bienes de equipo (18,3%).



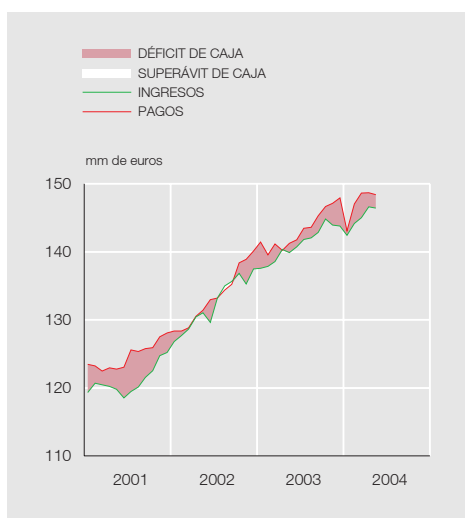
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

- a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.
- b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta abril de 2004.

Como consecuencia de estos resultados, el déficit comercial aumentó en marzo un 27,6%, y un 18,2% en el conjunto del trimestre. Al empeoramiento del saldo por cuenta corriente en este período contribuyó, también, el menor excedente de la balanza de servicios, debido al comportamiento de la rúbrica de Otros servicios —que acentuó su déficit— y, sobre todo, el descenso del superávit de la partida de Turismo y viajes. La balanza de transferencias corrientes también colaboró negativamente en ese desequilibrio. La cuenta de capital, por su parte, registró una caída de su saldo positivo, debido al descenso de los ingresos procedentes de la UE. El saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital muestra que las necesidades de financiación de la economía española aumentaron considerablemente en el primer trimestre del año.

Cerrándose este Boletín, se han publicado los datos del comercio exterior del mes de abril, que suponen una pausa en la senda de recuperación de las exportaciones (tasa interanual real del -1%, algo peor de lo previsto) y la confirmación del dinamismo de la importación (variación interanual real del 9%, muy superior a la esperada). La contribución negativa del saldo neto exterior al crecimiento del producto no parece que se esté moderando.

El ritmo de la actividad industrial se atenuó en abril —el crecimiento del IPI fue del 1%, en términos de serie corregida de efectos de calendario—, tras el fuerte avance registrado en marzo. Con una perspectiva temporal más amplia, la industria se encuentra, según este indicador, en una fase de crecimiento prácticamente estable. Este diagnóstico se ve reflejado en la evolución del empleo industrial, que, según el número de afiliaciones a la Seguridad Social, mantuvo en mayo un tono similar al del primer trimestre; el paro registrado del sector presentó un panorama algo más negativo en el mes de mayo. El resultado relativamente desfavorable del IPI de abril se extendió a los distintos grupos de bienes, excepto a los intermedios, destacando la fuerte contracción de los bienes de consumo no alimenticio. Igualmente, es de señalar, no por su magnitud aunque sí por su significado, la contracción ya mencionada de la producción de bienes de equipo, aunque es precisamente esta industria la que está registrando mayores aumentos en su cartera de pedidos, según la información, hasta abril, del índice de entrada de pedidos. El índice de confianza del conjunto de la industria se comportó de forma estable en mayo, manteniendo así un nivel algo superior al del primer trimestre del año, apoyado en unas favorables perspectivas de los empresarios. El índice PMI se redujo ligeramente en dicho mes, aunque dentro de un contexto general positivo, afectado por perturbaciones de carácter transitorio. El indicador de confianza en la industria, que acaba de conocerse, ha retrocedido en el mes de junio.



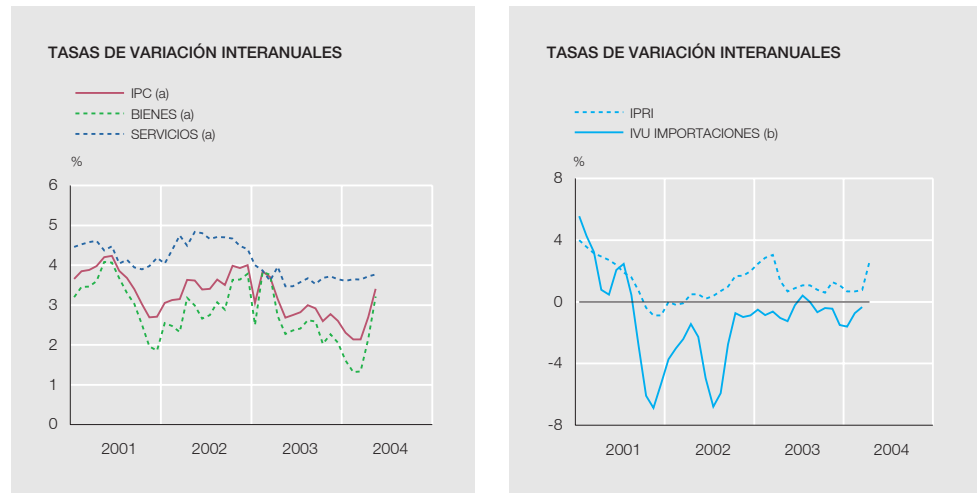
FUENTES: Ministerio de Hacienda y Banco de España.

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.

El sector servicios, por su parte, presenta signos de menor fortaleza, según se desprende de la evolución del número de afiliados a la Seguridad Social, cuyo ritmo de crecimiento se desaceleró en mayo, hasta el 3,6%, prolongando el perfil iniciado en marzo. El índice PMI también retrocedió ligeramente en mayo, aunque dentro de niveles expansivos. En contraposición, el indicador de confianza de esta rama evolucionó muy favorablemente en ese mismo mes.

Los indicadores del mercado de trabajo prolongaron en el mes de mayo la tendencia hacia una modesta ralentización en el ritmo de creación de empleo que ya se apreciaba en los datos de los últimos meses. El crecimiento interanual del número de afiliados a la Seguridad Social fue del 2,6%, en una décima inferior al del mes de abril y por debajo del 2,9% que se registró en el primer trimestre del año. Hay que señalar que, por tercer mes consecutivo, el dinamismo de las afiliaciones de trabajadores no autónomos fue inferior al del total, algo que no sucedía desde finales de 1994. Por ramas de actividad, en la agricultura se intensificó el ritmo de pérdida de afiliaciones, mientras que en la industria prácticamente se estabilizó; respecto a la construcción y los servicios, en ambos casos el crecimiento de las afiliaciones se vio ligeramente frenado en mayo. El menor dinamismo en la creación de empleo también se vio reflejado en la estadística de contratos registrados, la cual mostró una sensible desaceleración en el mes de mayo, dado que su tasa de variación se recortó en 12,5 puntos porcentuales, hasta el 6,9%. El crecimiento más elevado correspondió a los contratos indefinidos (13,2%) frente a los temporales (6,3%), destacando dentro de estos, por su vigor, los de tiempo parcial, con un 20,4% de crecimiento interanual. Estas pautas se vieron reflejadas, también, en el número de parados registrados en el INEM, que experimentó una aceleración en el mes de mayo, situando su tasa de variación en el 2,9%, cifra que contrasta con el 1,2% que se registró en el primer trimestre del año.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado obtuvo un superávit de 4.085 millones de euros (0,5% del PIB) hasta el mes de mayo de 2004, inferior a los 5.335 millones de euros (0,7% del PIB) alcanzados un año antes. Los ingresos acumulados hasta mayo acentuaron su caída, un 1,5%, mientras que los gastos se desaceleraron y su tasa fue del 1,3%. En términos de caja, la ejecución presupuestaria se saldó con un superávit de 2.370 millones



FUENTES: INE y Banco de España.

- a. En enero de 2002 se produce una ruptura, al comenzar la base 2001.
- b. Tasa de variación interanual de la tendencia.

de euros hasta mayo, frente al excedente de 231 millones registrado durante el mismo período del año anterior. Los ingresos se desaceleraron también en esta estadística, debido, sobre todo, a la evolución del IRPF, afectada por el aumento de devoluciones y por las transferencias de capital, mientras que los pagos aumentaron su ritmo de caída, destacando la reducción de los pagos por intereses y de los gastos de capital.

Precios y costes

Según la Encuesta Trimestral de Coste Laboral, el coste laboral medio por trabajador y mes aumentó el 3,5% en el primer trimestre, dos décimas porcentuales menos que en el período precedente. Este resultado afectó tanto al componente salarial como al resto de costes, por lo que sigue siendo destacable la diferencia que se mantiene entre las tasas de crecimiento de ambas partidas: 3,2% y 4,4%, respectivamente. Por ramas de actividad, la industria fue el único sector que aceleró sus costes laborales, hasta el 4,3%, situándose en un terreno intermedio entre el elevado dinamismo de la construcción (6%) y el crecimiento más moderado de los servicios (2,9%). El coste laboral medido por hora efectiva, por el contrario, ganó impulso (un punto porcentual), aumentando en un 4,4%.

El crecimiento intermensual del IPC el pasado mes de mayo fue del 0,6%, y su tasa interanual, del 3,4%, siete décimas de punto porcentual más que en el mes anterior. Aun cuando la aceleración de los precios fue generalizada, afectó más a los bienes que a los servicios, dado que estos últimos aumentaron su tasa de avance en solo una décima, hasta el 3,8%, mientras que la tasa de los bienes, del 3,2%, superó en un punto porcentual a la del mes precedente (véase gráfico 4). El IPSEBENE participó también de este comportamiento al alza, aunque de forma más moderada; su incremento interanual quedó en el 2,7%.

Los alimentos elaborados acentuaron considerablemente su ritmo de crecimiento (en ocho décimas, hasta el 3,7% en términos interanuales), y, en mayor medida aún, se intensificó el de los productos energéticos (5,2 puntos porcentuales y 6,6%, en una comparación equivalente). Mientras que el primer caso se explica, básicamente, por la elevación de los precios del tabaco en la segunda quincena de mayo, en el segundo caso el factor determinante fue el efecto base derivado del acusado descenso de los precios de la energía en el mismo mes del año anterior, que ha acentuado el impacto de las alzas experimentadas recientemente en el precio del petróleo. La subida del precio del petróleo también afectó a algunos servicios, como los

de transporte aéreo. Por último, los precios de los alimentos no elaborados y de los bienes industriales no energéticos siguieron la tónica general y elevaron en dos décimas su tasa interanual, hasta el 7%, con importantes aumentos en el precio de patatas y carne de ave, y el 0,9%, respectivamente.

El comportamiento del IAPC fue similar al del índice nacional y su tasa interanual se situó también en el 3,4% en mayo. En el conjunto de la zona del euro el crecimiento de los precios fue del 2,5%, cinco décimas más que en el mes de abril, y el diferencial de inflación se amplió en dos décimas, hasta 0,9 puntos porcentuales. Por componentes, el diferencial en los servicios se mantuvo inalterable, mientras que en energía se redujo en cuatro décimas. En el resto de los grupos el diferencial aumentó: una décima en el caso de los alimentos no elaborados, tres en los bienes industriales no energéticos y hasta un punto porcentual en los alimentos elaborados. Es de destacar que, en los dos últimos casos, estos incrementos provocaron que el diferencial dejase de ser negativo, para pasar a ser positivo.

Los precios de producción también se han visto empujados al alza, aumentando un 0,7% en mayo y alcanzando una tasa interanual del 3,8%, que supone una aceleración de más de un punto porcentual. Esta aceleración fue generalizada entre sus componentes más importantes, destacando, en todo caso, los productos energéticos, que experimentaron un aumento del 7,2%, en términos interanuales.

Los precios de los bienes importados, según el índice de valor unitario (IVU) de las importaciones, volvieron a mostrar en marzo un descenso respecto al mismo mes del año anterior, tras la notable aceleración de febrero, al registrar una tasa interanual del -2,3%, cerrando así un primer trimestre de 2004 con un ritmo de variación del -1,6%. La caída de precios del mes de marzo se concentró en las manufacturas de consumo (-5,7%), los bienes de equipo (-7%) y, sobre todo, los bienes intermedios energéticos (-16,2%). En contraposición, los bienes de consumo alimenticio (2%) y los bienes intermedios no energéticos (2,8%) registraron avances positivos. En cuanto a los precios de las exportaciones, el IVU del mes de marzo supuso una moderación del ritmo de caída que se había observado en febrero, al registrar un -1,5% en tasa interanual. Entre sus componentes, únicamente los bienes intermedios no energéticos registraron una tasa de variación positiva.

Evolución económica y financiera en la UEM

La evolución financiera internacional estuvo condicionada durante el mes de junio por las oscilaciones en el precio del crudo y por las expectativas sobre el ritmo de elevación de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos. El precio del petróleo tipo Brent disminuyó hasta niveles en torno a 35 dólares por barril, tras alcanzar un máximo cercano a 40 dólares el 1 de junio. La decisión de la OPEP de incrementar sus cuotas de producción favoreció esta flexión a la baja de los precios, a pesar de que se mantiene la presión de la demanda, persiste un elevado nivel de incertidumbre sobre la situación geopolítica y los inventarios de petróleo en Estados Unidos se mantienen relativamente reducidos.

Las expectativas sobre los tipos de interés oficiales en Estados Unidos estuvieron fuertemente condicionadas por los datos de la inflación y por las declaraciones de las autoridades monetarias americanas. La Reserva Federal decidió aumentar los tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos en su reunión del 30 de junio, y los mercados parecen descontar subidas en las próximas reuniones. En los mercados de divisas destacó la estabilidad del dólar frente al euro y el yen japonés, con cotizaciones en torno a 1,21 dólares por euro y 108 yenes por dólar. Por su parte, los mercados de deuda y de renta variable no han registrado variaciones significativas en junio, con un sesgo moderadamente positivo en las bolsas, especialmente en los índices bursátiles de Japón, que han registrado avances notables. Las condiciones finan-

cieras de los países emergentes mejoraron ligeramente en junio, tras unos meses en los que los diferenciales de la deuda soberana se venían ampliando.

En Estados Unidos, según la estimación final, el PIB creció en el primer trimestre un 3,9% en tasa trimestral anualizada (4,8% interanual), algo menor que el 4,1% del cuarto trimestre. Entre los indicadores de coyuntura más recientes, destaca especialmente la continua mejoría del empleo, con una creación de 248.000 puestos de trabajo en mayo, que, unida a la revisión de datos de marzo y abril, supone un total de 947.000 empleos creados durante esos tres meses, si bien la tasa de paro se mantuvo en el 5,6% en mayo. Los indicadores de consumo mejoraron este último mes, con un aumento de las ventas al por menor del 1,2% mensual, tras caer en abril un 0,6%, lo que deja la tasa interanual en el 8,9%. La confianza del consumidor mostró señales mixtas en mayo, por los efectos adversos de las tensiones geopolíticas y las subidas de precios, en especial de la energía, si bien repuntó en junio, por la consolidación de la mejoría del mercado laboral. Por el lado de la inversión, los pedidos de bienes duraderos descendieron un 2,6% mensual en abril y un 1,6% en mayo, tras aumentar un 5,9% en marzo, aunque siguen creciendo a tasas interanuales superiores al 12%. Los indicadores de actividad también mejoraron en mayo, con un aumento de la producción industrial del 1,1% mensual (6,3% interanual) y niveles elevados de confianza empresarial, como muestran las encuestas de directores de compras. El desequilibrio externo en Estados Unidos continuó ampliándose, alcanzando un nuevo máximo de 144,9 mm de dólares (un 5,1% del PIB) en el primer trimestre, en comparación con los 127 mm en el trimestre anterior (4,5% del PIB). Ello se debió, sobre todo, al deterioro del saldo comercial, por la fortaleza de la demanda interna y la subida de los precios del petróleo. La tasa de inflación registró un fuerte repunte, cuyo principal motivo fue el acusado aumento de los precios de la energía. Así, el IPC se aceleró del 2,3% en abril al 3,1% en mayo, aunque la tasa subyacente bajó una décima, hasta el 1,7%.

En Japón, el incremento de la aportación de la variación de existencias generó una revisión al alza de los datos de crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2004, hasta alcanzar un 5,6% interanual. La evolución de los indicadores de oferta, de demanda y del mercado de trabajo sustentó unas perspectivas moderadamente optimistas para el segundo trimestre. Por el lado de la oferta destacó el crecimiento interanual de la producción industrial (4,2% en mayo) y de los pedidos de maquinaria (16,9% en abril), a pesar de la leve reducción de la confianza empresarial. Por el lado de la demanda destacó el avance de la renta personal y del gasto de las familias, y la moderación de la caída de las ventas al por menor. En mayo disminuyó la tasa de paro al 4,6%, mientras que disminuyó un 0,5% anual la remuneración de los asalariados. Sin embargo, en mayo los precios al consumo volvieron a caer. El IPC experimentó una variación interanual del -0,5%, y la inflación subyacente, del -0,3%, aunque el incremento de los precios del petróleo condujo a un aumento de los precios al por mayor del 1,1% interanual.

En el Sudeste asiático, los indicadores económicos del mes de mayo corroboraron la buena evolución de las economías del área. Los ritmos de actividad tendieron a aumentar, impulsados por el crecimiento de las exportaciones y acompañados por la paulatina recuperación del consumo privado. Por otro lado, las tasas de inflación interanual mostraron en mayo un ligero incremento en Malasia, Filipinas y, especialmente, Indonesia. En China, las políticas destinadas a moderar el crecimiento económico empezaron a reflejarse en los principales indicadores. En mayo, la inversión en activos fijos ralentizó su crecimiento, hasta alcanzar una tasa interanual del 18,3% (34,7% en abril), y el avance de la producción industrial experimentó una ligera flexión (17,5% frente al 19,1% de abril, en tasa interanual). Las exportaciones registraron en mayo un crecimiento interanual del 32,8% —ligeramente superior al del mes anterior—, y las ventas al por menor se aceleraron hasta un 17,8% (13,2% en abril). A su vez, la tasa de

| | | 2004 | | | | | | |
|--|--|--|-------|-------|-------|-------|---------|-------|
| | | ENE | FEB | MAR | ABR | MAY | JUN (a) | |
| ACTIVIDAD Y PRECIOS (b) | Índice de producción industrial | 0,7 | 0,9 | 1,8 | 1,7 | | | |
| | Comercio al por menor | 0,8 | -0,6 | 0,5 | 0,9 | | | |
| | Matriculaciones de turismos nuevos | 1,1 | 2,5 | -0,6 | 4,6 | 4,1 | | |
| | Indicador de confianza de los consumidores | -15,0 | -14,0 | -14,0 | -14,0 | -16,0 | | |
| | Indicador de clima industrial | -6,0 | -7,0 | -7,0 | -4,0 | -5,0 | | |
| | IAPC | 1,9 | 1,6 | 1,7 | 2,0 | 2,5 | 2,4 | |
| VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c) | M3 | 6,5 | 6,1 | 6,2 | 5,5 | 4,7 | | |
| | M1 | 11,5 | 10,7 | 11,5 | 11,0 | 9,3 | | |
| | Crédito a los sectores residentes | | | | | | | |
| | | Total | 5,8 | 5,7 | 6,0 | 6,0 | 5,9 | |
| | | AAPP | 5,8 | 5,7 | 6,7 | 6,2 | 6,0 | |
| | | Otros sectores residentes | 5,8 | 5,7 | 5,8 | 5,9 | 5,8 | |
| | | De los cuales: | | | | | | |
| | | Préstamos a hogares | 6,4 | 6,4 | 6,7 | 6,8 | 6,9 | |
| | | Préstamos a sociedades no financieras | 3,3 | 3,1 | 3,2 | 3,5 | 3,7 | |
| | | EONIA | 2,0 | 2,0 | 2,0 | 2,1 | 2,0 | 2,0 |
| | | EURIBOR a tres meses | 2,1 | 2,1 | 2,0 | 2,1 | 2,1 | 2,1 |
| | | Rendimiento bonos a diez años | 4,3 | 4,2 | 4,0 | 4,2 | 4,4 | 4,5 |
| | | Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM | -0,1 | -0,1 | -0,2 | 0,1 | 0,4 | 0,4 |
| | | Tipo de cambio dólar/euro | 1,261 | 1,265 | 1,226 | 1,199 | 1,201 | 1,214 |
| | | Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d) | 3,2 | 5,1 | 1,9 | 2,6 | 0,9 | 3,3 |

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

a. Media del mes hasta el día 21 de junio de 2004. IAPC: estimación preliminar de Eurostat.

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

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

d. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 21 de junio de 2004.

inflación interanual aumentó hasta el 4,4% (3,8% en abril), pese a las políticas restrictivas y a la moderada desaceleración de la oferta monetaria.

En el Reino Unido, la estimación final del PIB del primer trimestre revisó al alza el crecimiento al 0,7% trimestral, inferior al 1% del cuarto trimestre de 2003, aunque en tasa interanual pasó del 2,9% al 3,4%. Los indicadores más recientes por el lado del consumo privado continúan siendo positivos y la tasa de paro sigue en mínimos históricos (4,8% en abril), en tanto que los salarios crecieron a una tasa interanual del 4,3% en los últimos tres meses hasta abril. Por el lado de la oferta, los indicadores muestran avances importantes. La producción industrial volvió a registrar tasas interanuales positivas en abril (0,4%) y las encuestas de tendencias industriales de mayo son favorables. En cuanto a los precios, el índice armonizado de precios de consumo aumentó del 1,2% al 1,5% interanual en mayo, aunque sigue siendo inferior al objetivo del 2%. Por su parte, los precios de la vivienda crecieron a tasas interanuales cercanas al 20% en mayo y junio. El Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra aumentó el tipo de interés oficial al 4,5% en su reunión de junio, ante las expectativas de incrementos de la inflación a medio plazo.

En América Latina se completó la publicación de datos del PIB correspondientes al primer trimestre del año. Según estos, el ritmo de actividad del área repuntó fuertemente, desde el 3% interanual del último trimestre de 2003 hasta el 5,8%, con todos los países creciendo a tasas cercanas o superiores al 3%. La característica más destacable en la composición del crecimiento fue la recuperación de la demanda interna, especialmente de la inversión, aunque continuó predominando la aportación de la demanda exterior. En Brasil, la tasa de crecien-

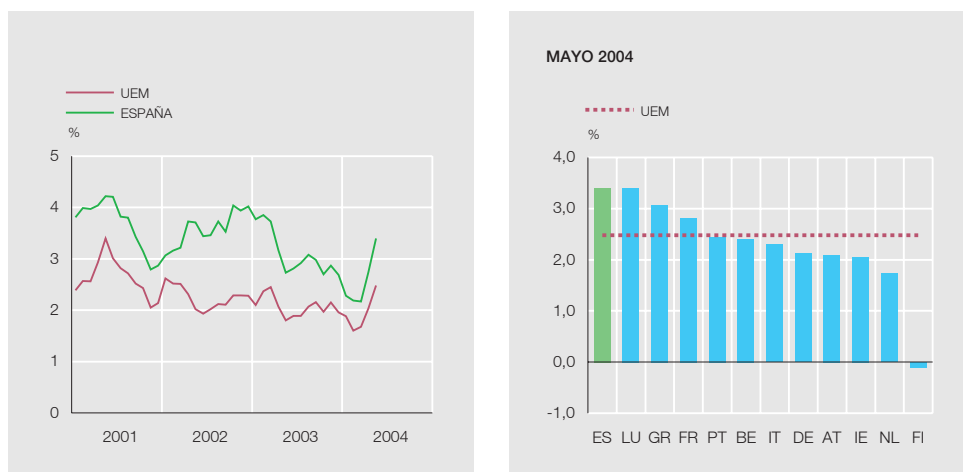
| | | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | | | | |
|--|---|--------|-------|------|------|------|------|------|---------|
| | | DIC | DIC | DIC | FEB | MAR | ABR | MAY | JUN (a) |
| TIPOS BANCARIOS (b) | HOGARES E IPSFLSH | | | | | | | | |
| | Crédito a vivienda | ... | ... | 3,46 | 3,51 | 3,39 | 3,31 | ... | ... |
| | Crédito a consumo y otros fines | ... | ... | 6,40 | 6,27 | 6,20 | 6,40 | ... | ... |
| | Depósitos | ... | ... | 1,11 | 1,14 | 1,11 | 1,12 | ... | ... |
| MERCADOS FINANCIEROS (d) | SOCIEDADES NO FINANCIERAS | | | | | | | | |
| | Crédito (c) | ... | ... | 3,75 | 3,73 | 3,59 | 3,64 | ... | ... |
| | Letras del Tesoro a seis-doce meses | 3,11 | 2,72 | 2,19 | 2,06 | 1,94 | 2,01 | 2,11 | 2,16 |
| | Deuda pública a cinco años | 4,29 | 3,59 | 3,47 | 3,37 | 3,13 | 3,32 | 3,51 | 3,61 |
| | Deuda pública a diez años | 4,97 | 4,43 | 4,34 | 4,15 | 4,01 | 4,20 | 4,33 | 4,41 |
| | Diferencial de rentabilidad con el bono alemán | 0,19 | 0,06 | 0,00 | 0,01 | 0,07 | 0,07 | 0,05 | 0,02 |
| | Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e) | 1,08 | 1,10 | 0,32 | 0,48 | 0,48 | 0,41 | 0,42 | 0,45 |
| Índice General de la Bolsa de Madrid (f) | -6,39 | -23,10 | 27,44 | 6,75 | 4,14 | 5,44 | 3,64 | 4,99 | |

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

- a. Media de datos diarios hasta el 16 de junio 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.

to interanual alcanzó el 2,7% en el primer trimestre, pero se mantuvo la debilidad del consumo. Por el lado de los precios, la tasa de inflación en mayo (5,2% interanual) fue la menor de los últimos cinco años. A pesar de ello, el banco central adoptó una mayor cautela en su política monetaria y mantuvo inalterados los tipos de interés, debido al deterioro de las expectativas de inflación observado en los últimos meses. En México, los datos conocidos en el segundo trimestre de 2004 señalan que la economía sigue expandiéndose a buen ritmo. Esto, junto con la resistencia de la inflación y las previsibles subidas de tipos de interés en EEUU durante los próximos meses, llevó al banco central a advertir de la posibilidad de una política monetaria más restrictiva. En el ámbito fiscal, el elevado precio del petróleo y la buena marcha de la economía favorecieron una evolución de los ingresos mejor que la presupuestada. En Argentina, el crecimiento del PIB fue del 11,2% interanual en el primer trimestre, con crecimientos de la inversión y de las importaciones por encima del 50%. Los datos de actividad han vuelto a ser positivos, con lo que el impacto de la crisis energética parece haberse mitigado. El Gobierno anunció recientemente una nueva oferta de reestructuración de la deuda, que, aunque mejora la propuesta realizada en septiembre del pasado año, ha suscitado reacciones contrarias en la mayor parte de los grupos internacionales de acreedores.

De acuerdo con la estimación de la Contabilidad Nacional del área del euro correspondiente al primer trimestre de 2004, el producto interior bruto se incrementó un 0,6% en relación con los tres meses previos. Esta tasa —que es superior al 0,4% registrado en los dos trimestres anteriores— supone una prolongación de la fase de mayor dinamismo iniciada a mediados del año anterior. La pauta de recuperación del producto en el primer trimestre ha obedecido a una significativa mejora de la demanda externa, ya que su contribución al crecimiento del PIB ascendió en los tres primeros meses de este año a 0,4 puntos porcentuales, casi un punto por encima de la tasa observada el trimestre final del ejercicio precedente, y fue consecuencia de la confluencia de un elevado dinamismo de las exportaciones y una disminución del ritmo de expansión de las importaciones. Por su parte, la demanda interna siguió mostrando un tono

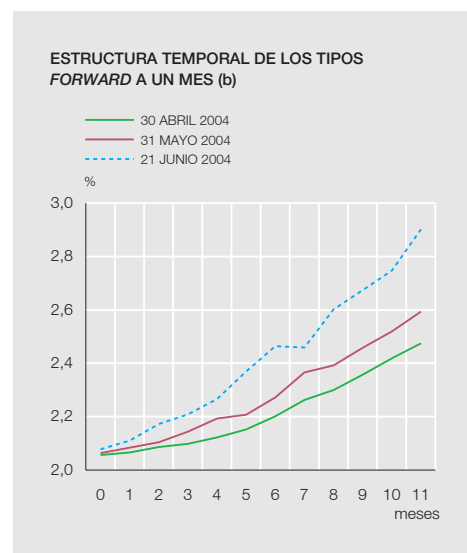
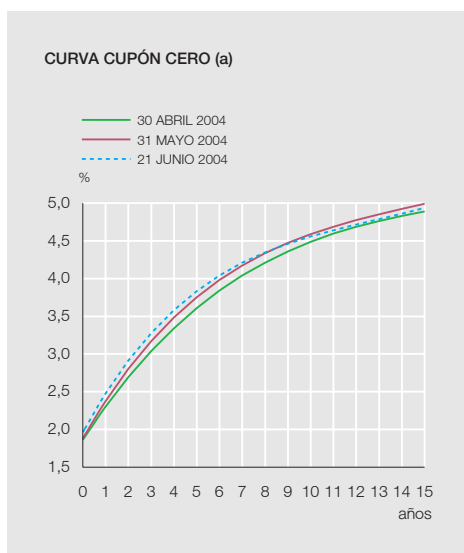
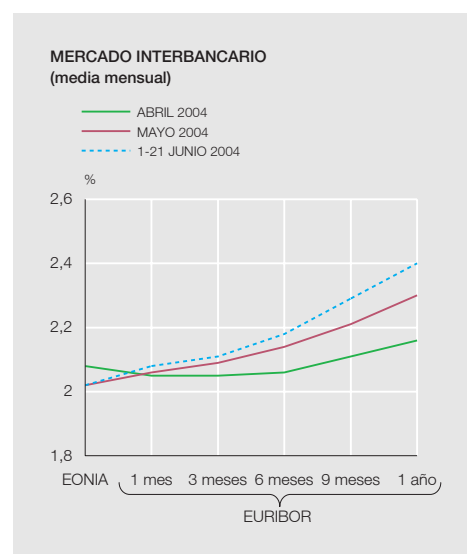
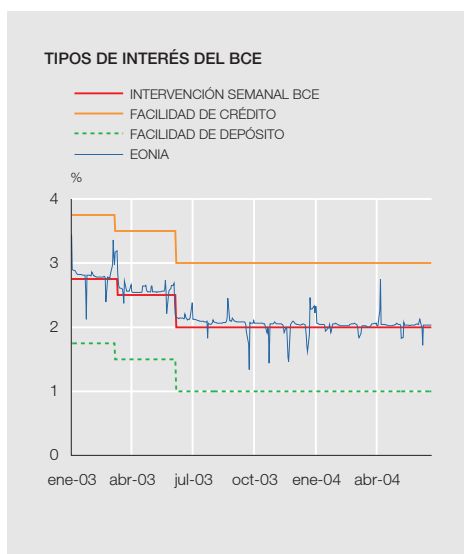


FUENTE: Eurostat.

moderado, resultado de un comportamiento desigual de sus componentes. Así, se aceleró el consumo privado, mientras que se observó un retroceso del consumo público y de la formación bruta de capital fijo, que se redujo un 0,1%, tras el aumento del 0,6% del trimestre anterior. El mal comportamiento de la inversión agregada se explica, en parte, por la fuerte contribución negativa de la inversión alemana en bienes de equipo y, sobre todo, en construcción. De hecho, si se calcula un agregado de la formación bruta de capital fijo del área sin la contribución de la construcción en Alemania, se observa un ligero repunte en el crecimiento de la inversión en el primer trimestre del año, hasta alcanzar un 0,5% en términos intertrimestrales, desde el 0,3% del último trimestre del año pasado.

La información disponible más reciente apunta a que el proceso de recuperación de la actividad ha proseguido en el segundo trimestre. En particular, desde la óptica de la oferta, las encuestas de directores de compras del sector manufacturero y de servicios mostraron en mayo signos positivos, continuando con la senda ascendente iniciada a mediados del año pasado. Esta mejora se extendió al indicador de confianza del sector servicios de la Comisión Europea, que también aumentó en mayo, debido, principalmente, a la percepción favorable de este sector sobre la evolución de la demanda en el futuro próximo. El indicador de confianza industrial, sin embargo, sufrió un ligero retroceso en mayo, aunque tras haber experimentado un incremento notable en abril, de modo que la media de ambos meses se sitúa por encima de la del primer trimestre del año. En este sentido, la producción industrial en abril también apunta al mantenimiento de un relativo dinamismo del sector manufacturero (véase cuadro 1). Por el lado de la demanda, persisten todavía algunas dudas sobre la fortaleza de la recuperación del consumo, ya que la confianza de los consumidores y de los comerciantes minoristas disminuyó en mayo, tras permanecer estancada la primera desde el mes de febrero. No obstante, los últimos datos disponibles sobre las ventas al por menor en el mes de abril y las matriculaciones de automóviles tanto en ese mes como en mayo muestran un panorama más alentador. En la vertiente exterior, las expectativas de exportación han evolucionado muy favorablemente en el segundo trimestre, lo que es coherente con el elevado dinamismo del contexto exterior.

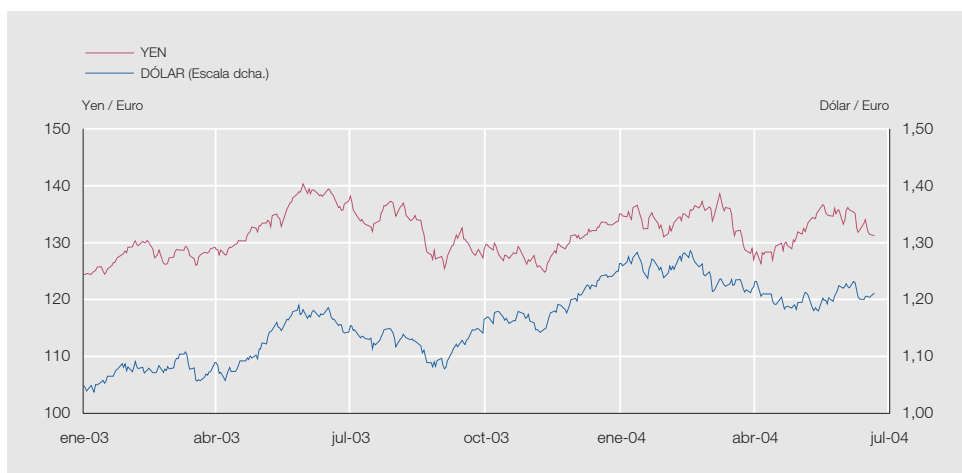
En mayo, la inflación del área medida por el crecimiento interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se incrementó en 5 décimas respecto al mes precedente, alcanzando el 2,5% (véase el gráfico 5). Ello fue consecuencia, fundamentalmente, de la



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Estimación con datos del mercado de *swaps*.
- b. Estimados con datos del EURIBOR.

notable aceleración de los precios de la energía, en consonancia con la escalada del precio del crudo que se inició en abril y se prolongó durante todo el mes de mayo. En particular, la tasa interanual del índice energético se situó en mayo en el 6,7%, casi 5 puntos porcentuales (pp) por encima del dato de abril. También se produjo una aceleración, aunque de cuantía mínima, de los precios de los alimentos no elaborados. Las tasas de variación del resto de componentes del IAPC permanecieron relativamente estables, por lo que el incremento interanual del IPSEBENE, que excluye los elementos más volátiles del IAPC (los alimentos no elaborados y la energía), se mantuvo en el 2,1%. En la mayoría de los países de la zona del euro se observó un comportamiento similar al del agregado, con incrementos de hasta 0,7 pp en la tasa interanual del IAPC de algunos países, como España, Bélgica y Luxemburgo. En otros países — como Grecia, Italia y Portugal —, la favorable evolución de los precios de otros componentes del índice general compensó el encarecimiento de la energía, por lo que su tasa de inflación se mantuvo inalterada. Por su parte, la tasa de variación interanual de los precios industriales (IPRI) aumentó por segundo mes conse-



FUENTES: BCE y Banco de España.

cutivo, hasta situarse en abril en el 1,4%, un punto porcentual por encima de la registrada en marzo. Esta aceleración se explica por el fuerte incremento del componente energético y, en menor medida, de los bienes intermedios y de equipo. Por último, la estimación preliminar del IAPC de junio, facilitada por Eurostat, situó la inflación del área en el 2,4%, una décima menos que en mayo.

En su reunión del 3 de junio, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener sin cambios los tipos de interés oficiales, valorando la recuperación gradual de la actividad en la zona del euro y las favorables perspectivas inflacionistas a medio plazo, que se mantienen en línea con la definición de estabilidad de precios del BCE a pesar del aumento de los precios del crudo. Por lo tanto, los tipos de interés aplicados en las operaciones principales de financiación y en las facilidades de depósito y de crédito permanecieron en el 2%, 1% y 3%, respectivamente (véase el gráfico 6). En el mes de mayo y la parte transcurrida de junio, los tipos del mercado interbancario han experimentado una ligera tendencia al alza, creciente con el plazo, desde 5 pb en el plazo de tres meses hasta 20 pb en el plazo de un año, con lo que la pendiente de la curva de rendimientos se ha hecho más empinada. En los mercados secundarios de deuda pública del área, las rentabilidades a diez años repuntaron ligeramente a lo largo de mayo y la parte transcurrida de junio, hasta alcanzar el nivel de 4,5%, lo que supone un aumento de 25 pb en el conjunto del período. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo experimentó una evolución parecida, si bien con una subida más intensa, de manera que el diferencial frente a la UEM, que a finales de abril ascendía a 30 pb, se incrementó hasta 40 pb a mediados de junio.

En los mercados de renta variable europeos, las cotizaciones experimentaron caídas significativas en las primeras semanas de mayo debido a la confluencia de diversos factores, entre los que destacan la fuerte subida del precio del petróleo y las fuertes tensiones geopolíticas producidas por los atentados terroristas y por el clima de inestabilidad en Irak. No obstante, en la parte transcurrida de junio, las bolsas han recuperado posiciones, de manera que el índice Dow Jones EURO STOXX amplio se situaba, a fecha de cierre de este Boletín, en niveles superiores a los registrados a finales de abril, con una revalorización anual acumulada por encima del 3%. En los mercados de divisas no se ha observado una tendencia definida en el tipo de cambio del euro frente al dólar, que, en la actualidad, se sitúa en 1,21 dólares por euro (véase gráfico 7). Por su parte, la moneda europea se ha depreciado ligeramente frente al yen en el mismo período.

**FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, LOS HOGARES E IPSFLSH
Y LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS**
Crecimiento interanual (T1,12) (a)

CUADRO 3

| | 2004 | 2002 | 2003 | 2004 | | |
|---|----------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | ABR (b) | DIC | DIC | FEB | MAR | ABR |
| FINANCIACIÓN TOTAL | 1.388,4 | 9,8 | 11,9 | 12,1 | 12,3 | 12,4 |
| SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E IPSFLSH | 1.080,8 | 14,3 | 16,1 | 16,1 | 16,3 | 16,3 |
| Hogares e IPSFLSH | 467,6 | 15,6 | 18,7 | 18,7 | 19,6 | 19,5 |
| <i>De la cual:</i> | | | | | | |
| <i>Crédito para adquisición de vivienda (c)</i> | 325,5 | 16,6 | 21,3 | 21,6 | 22,7 | 22,4 |
| <i>Crédito para consumo y otros fines (c)</i> | 141,3 | 13,6 | 13,2 | 12,4 | 13,0 | 13,3 |
| Sociedades no financieras | 613,2 | 13,3 | 14,2 | 14,2 | 13,9 | 13,9 |
| <i>De la cual:</i> | | | | | | |
| <i>Préstamos de entidades de crédito residentes (c)</i> | 424,6 | 13,1 | 14,3 | 14,5 | 14,4 | 14,1 |
| <i>Valores de renta fija</i> | 14,2 | -16,2 | 5,4 | 12,1 | 17,5 | 17,8 |
| ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (d) | 307,6 | -1,2 | 0,4 | 0,5 | 0,7 | 0,8 |
| Valores a corto plazo | 35,3 | 0,2 | 8,3 | -7,7 | -4,6 | -12,5 |
| Valores a largo plazo | 295,9 | 2,2 | -1,6 | 2,3 | 2,5 | 1,1 |
| Créditos - depósitos (e) | -23,5 | -10,2 | 2,9 | -2,1 | -3,2 | 4,2 |

FUENTE: Banco de España.

a. La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

b. Saldo en miles de millones de euros.

c. Incluye los créditos titulizados.

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

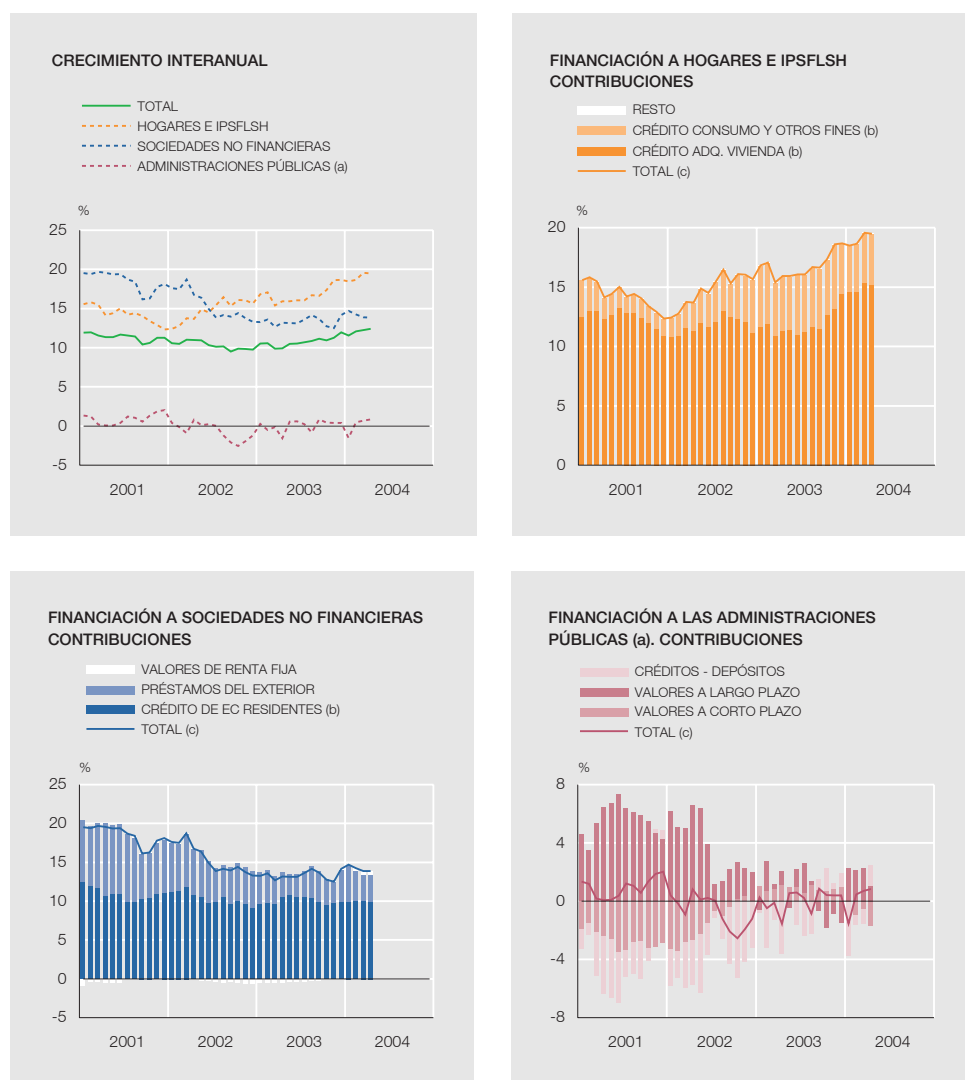
e. Variación interanual del saldo.

El crecimiento interanual de M3 se situó en mayo en el 4,7%, 0,8 pp por debajo de la tasa registrada en abril, lo que supone un aumento en la intensidad de la desaceleración de ese agregado monetario que viene observándose desde mediados de 2003. El crédito concedido al sector privado aumentó en mayo el 5,8%, en términos interanuales, tasa muy similar a la registrada en los primeros meses de 2004. Por sectores, se observó un mayor crecimiento del crédito concedido a los hogares para adquisición de vivienda, así como del otorgado a las sociedades no financieras, si bien este último siguió expandiéndose a tasas relativamente reducidas.

**Evolución financiera
en España**

Durante el mes de abril la financiación obtenida por empresas y familias mantuvo los elevados ritmos de expansión de los meses anteriores, al tiempo que sus activos financieros más líquidos experimentaron una cierta aceleración. La información provisional correspondiente a mayo apunta a un ligero aumento en el avance interanual de los fondos ajenos de las sociedades y a un mantenimiento de la tasa de crecimiento de la deuda de los hogares y de las tenencias de activos líquidos del sector privado.

En los mercados de deuda pública las rentabilidades negociadas continuaron ascendiendo durante mayo y la parte transcurrida de junio. Concretamente, los tipos de interés medios de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años experimentaron incrementos, en relación con los niveles correspondientes a abril, de 15 y 21 puntos básicos (pb), respectivamente, quedando situados en el 2,16% y el 4,41% (véase cuadro 2). El movimiento de la referencia española a diez años fue, no obstante, algo menor que el de la correspondiente alemana, por lo que el diferencial entre ambas se redujo ligeramente, hasta alcanzar los 2 pb. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas aumentaron moderadamente durante el mismo período, si bien permanecen todavía en valores relativamente reducidos.

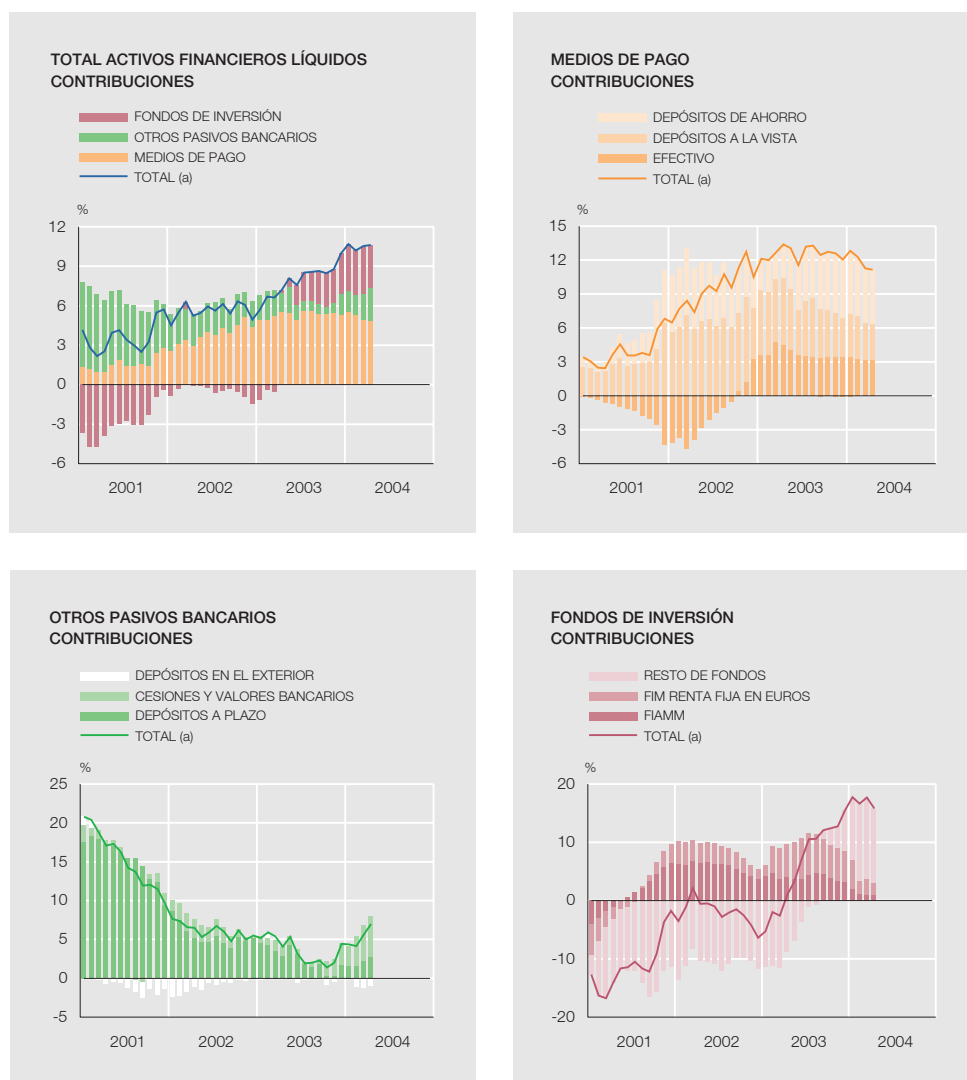


FUENTE: Banco de España.

- a. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- b. Incluye los créditos titulizados.
- c. Crecimiento interanual.

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales las cotizaciones mostraron descensos en la primera mitad de mayo, que, no obstante, se corrigieron durante la segunda quincena de dicho mes y la parte transcurrida de junio. 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 abril y acumulaba una rentabilidad desde principios de año del 5%, evolución más favorable que la experimentada por el EURO STOXX amplio de las bolsas de la UEM y el S&P 500 de las de EEUU.

Los tipos de interés de las operaciones nuevas aplicados en abril por las entidades de crédito a su clientela experimentaron ascensos en la mayoría de los instrumentos, en línea con la evolución del mercado interbancario. Así, el precio de la financiación bancaria a los hogares para consumo y otros fines y a las sociedades no financieras aumentó 20 pb y 5 pb, respectivamente, hasta alcanzar el 6,40% y 3,64%. Por su parte, la remuneración de los depósitos de las familias creció ligeramente, hasta el 1,12%. En cambio, el coste de los créditos destinados a la adquisición de vivienda mostró una nueva reducción (8 pb), hasta situarse en el 3,31%.



FUENTE: Banco de España.

a. Crecimiento interanual.

El ritmo de expansión de la financiación recibida por el total de los sectores residentes no financieros no experimentó, en abril, cambios significativos en relación con el mes precedente (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Así, la tasa de variación interanual de la deuda de los hogares se mantuvo en valores próximos al 20%, como resultado de una ligera desaceleración de los préstamos para la adquisición de vivienda, que siguieron, no obstante, registrando un avance por encima del 22% respecto al mismo período del año anterior, y de una moderada aceleración de los créditos para consumo y otros fines.

Los fondos obtenidos por las sociedades no financieras mantuvieron, asimismo, una expansión interanual en torno al 14%. Esta evolución resultó de un comportamiento heterogéneo por instrumentos. Así, mientras que los préstamos otorgados por las entidades de crédito residentes redujeron ligeramente su ritmo de avance, la financiación con valores de renta fija se aceleró. La información provisional sobre el mes de mayo muestra un aumento en la tasa de crecimiento de la deuda de las empresas y un mantenimiento en la correspondiente a las familias.

La financiación recibida por las Administraciones Públicas mostró en abril, al igual que en los dos meses previos, un ligero incremento en su tasa de crecimiento interanual, que se mantuvo, no obstante, por debajo del 1%. Por instrumentos, el saldo neto entre créditos y depósitos experimentó un aumento notable en relación con el mismo período del año anterior, al tiempo que la emisión neta de valores a largo y corto plazo acumulada durante los últimos doce meses se redujo, hasta alcanzar, por primera vez en el año, un signo negativo.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares se aceleraron ligeramente en abril, fruto de un comportamiento diferencial de los distintos instrumentos (véase gráfico 9). Así, mientras que todos los componentes de los medios de pago volvieron a reducir su crecimiento interanual, los depósitos a plazo, las cesiones y los valores bancarios y los depósitos en el exterior —rúbricas que componen el agregado Otros pasivos bancarios— registraron un incremento en su tasa de variación, que fue más acusado en el caso de las cesiones y los valores bancarios.

Por su parte, el patrimonio de los fondos de inversión redujo, en abril, su tasa de crecimiento, hasta situarse ligeramente por encima del 16%. Por categorías, los FIAMM y los FIM de renta fija volvieron a presentar suscripciones netas positivas, aunque mostraron cierta desaceleración. El resto de FIM continuaron siendo el principal destino del ahorro materializado en instrumentos de inversión colectiva y su avance interanual alcanzó niveles cercanos al 30%.

La información provisional correspondiente al mes de mayo sobre la evolución de los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares apunta a un mantenimiento de sus ritmos de expansión.

30.6.2004.