

## EVOLUCIÓN RECENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

### **Evolución del sector real de la economía española**

Como se comentó en el *Boletín Económico* de mayo, las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) correspondientes al primer trimestre del 2005, elaboradas ya en la nueva base 2000 de la Contabilidad Nacional, mostraron un mantenimiento de la tendencia de suave aceleración del producto, con un ritmo de expansión interanual del 3,3%<sup>1</sup>. El patrón de crecimiento siguió caracterizado por una notable divergencia entre el elevado ritmo de avance de la demanda interna (5,8% interanual) y una aportación del sector exterior más negativa que en el trimestre previo. El aspecto más significativo, en comparación con el cuarto trimestre de 2004, fue la nueva aceleración registrada por la formación bruta de capital fijo —en especial, por la inversión en bienes de equipo—, mientras que el consumo privado mantuvo la fortaleza de trimestres anteriores. En la información coyuntural relativa al segundo trimestre, aunque todavía escasa, no se aprecian cambios sustanciales respecto a las pautas observadas en los primeros meses del año.

En cuanto al consumo privado, los indicadores disponibles muestran, en general, el mismo tono sostenido del primer trimestre. Los indicadores de confianza se mantuvieron en mayo en niveles próximos a los de meses anteriores. El correspondiente a los consumidores disminuyó ligeramente, debido al deterioro de la valoración sobre la situación del país y sobre la evolución del paro en los próximos meses, resultando más optimista el indicador de confianza del comercio minorista, que siguió avanzando por tercer mes consecutivo. La mejor valoración de la situación actual de los negocios y del nivel de existencias contrarrestó un cierto deterioro de las perspectivas. El índice de comercio al por menor volvió a acelerarse en abril, al incrementarse un 3,6% interanual en términos reales, que se convierte en el 3% una vez corregido de efectos de calendario (véase gráfico 1). Las matriculaciones de automóviles mantuvieron en mayo un elevado ritmo de crecimiento (8,4%), algo inferior al correspondiente al mes anterior, aunque las adquisiciones de turismos destinados a empresas de alquiler son, en parte, responsables de ese dinamismo. Por otro lado, la producción interior de bienes de consumo presentó una evolución desfavorable, ya que en abril se desaceleró como consecuencia de la pérdida de vigor de la producción de bienes de consumo alimenticio. No obstante, el indicador de clima industrial del sector de los productores de bienes de consumo mejoró en mayo, debido al incremento de la cartera de pedidos y de la tendencia de la producción, aunque también aumentó el nivel de existencias.

La producción interior de bienes de equipo volvió en abril a una tasa de crecimiento interanual más baja (en términos de la serie corregida de calendario), tras el repunte del mes anterior. Las importaciones de este tipo de bienes, en cambio, continuaron aumentando a un ritmo notable, reflejando el dinamismo de la inversión en bienes de equipo. El indicador de clima industrial de los productores de bienes de equipo empeoró significativamente en mayo, como consecuencia del descenso de la cartera de pedidos y de la tendencia de la producción, así como del incremento del nivel de existencias de productos terminados.

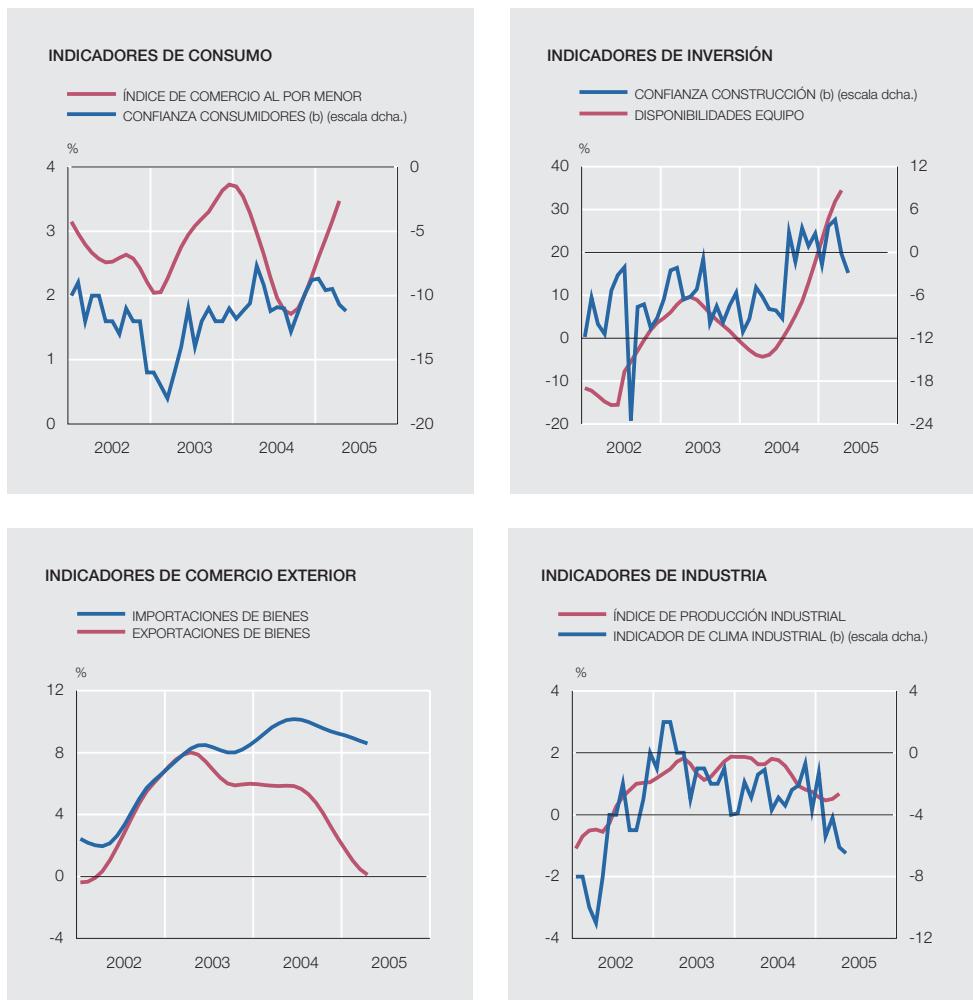
Los indicadores contemporáneos de la inversión en construcción muestran, en general, un tono favorable. Aunque el indicador de confianza del sector retrocedió de nuevo en mayo por las peores perspectivas sobre la tendencia del empleo, la opinión sobre las contrataciones ha mejorado. El número de afiliados a la Seguridad Social mostró un notable aumento en mayo,

---

1. Tasas calculadas sobre series corregidas de calendario y de variaciones estacionales.

## INDICADORES DE DEMANDA Y ACTIVIDAD (a)

GRÁFICO 1



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

- a. Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.  
b. Nivel de la serie original.

con una tasa interanual del 8,3%, 1,4 puntos porcentuales (pp) más que en el mes anterior, mientras que el paro registrado también disminuyó con más intensidad, hasta el -5,4%. Entre los indicadores de consumos intermedios, el consumo aparente de cemento siguió acelerándose en mayo y la producción de materiales de construcción también cobró vigor al inicio del segundo trimestre. Por su parte, la superficie a construir, según los visados de edificación residencial, se incrementó un 4,2% hasta marzo, a pesar de la incidencia negativa de la Semana Santa en ese mes, mientras que la edificación no residencial inició una trayectoria positiva en el primer trimestre, frente a la situación contractiva del pasado año. La licitación oficial de obra civil, en cambio, disminuyó un 4,7% en los tres primeros meses de este año.

Según los datos de comercio exterior, las exportaciones de mercancías, en términos reales, se recuperaron en el mes de abril, aumentando un 5,6% en tasa interanual, frente al descenso del 3,1% que tuvo lugar en el primer trimestre. Por áreas geográficas, las ventas destinadas a los países de la UE aceleraron su crecimiento hasta un 4,8%, en términos nominales, mostrando un gran dinamismo las dirigidas a Francia y, en menor medida, a Alemania. Las exportaciones al resto del mundo aumentaron casi un 20%, con un avance destacado de las destinadas a países del centro y del este de Europa. Por su parte, las importaciones en términos

reales crecieron un 10,7% interanual en abril, por encima de la variación media del primer trimestre, que fue del 6,8%. Las compras de bienes de equipo siguieron incrementándose a tasas muy elevadas (50,5% en términos reales), mientras que las importaciones energéticas ralentizaron su ritmo de avance hasta el 3,7% real. Por su parte, las adquisiciones de bienes de consumo alimenticio aumentaron en términos reales, frente al retroceso del primer trimestre, al tiempo que se moderó el ritmo de expansión de las importaciones de los restantes bienes de consumo. Como consecuencia de estos resultados, el déficit comercial se amplió en abril un 34,4% en términos interanuales, tasa algo inferior a la del primer trimestre (44,9%). A este incremento del déficit comercial contribuyó tanto el empeoramiento del desequilibrio real como el deterioro de la relación real de intercambio. En relación con el turismo, los indicadores más actualizados exhibieron en mayo tendencias similares a las del primer cuatrimestre del año, con un aumento del número de turistas entrados por fronteras. Sin embargo, las pernoctaciones de los extranjeros crecieron a un ritmo más moderado, acentuándose el desplazamiento hacia ocupaciones extrahoteleras, que se corresponden con un menor gasto medio por turista. Los ingresos por turismo descendieron un 0,8% en el primer trimestre en relación con el mismo período del año anterior, lo que confirma la evolución descrita.

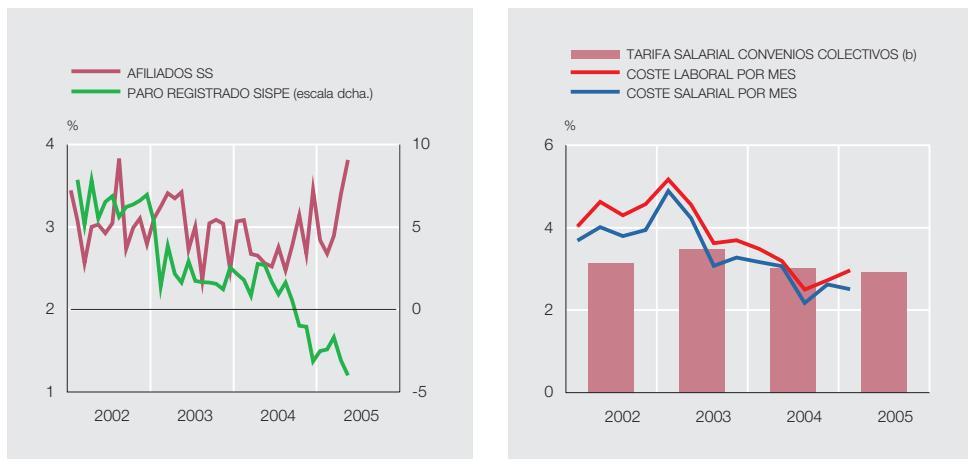
En el primer trimestre de 2005, los datos globales de la balanza de pagos mostraron un saldo deficitario de las balanzas por cuenta corriente y de capital, que se elevó a 13.377 millones de euros, frente a los 6.146 millones del mismo período del año anterior. Este resultado reflejó el deterioro del déficit de la balanza por cuenta corriente, que alcanzó los 14.563 millones de euros, casi el doble de lo registrado en el primer trimestre del año anterior. A la ampliación del déficit corriente contribuyó el aumento del déficit comercial y, en menor medida, el de la balanza de rentas, así como el menor superávit acumulado de turismo y viajes, quedando compensadas tan solo parcialmente esas partidas por la disminución del déficit experimentada por los otros servicios.

El índice de producción industrial mostró en abril una variación nula en términos de la serie corregida de efectos calendario, en línea con la modesta evolución observada desde los últimos meses del pasado año y con el perfil de los indicadores de entradas de pedidos y de cifras de negocio. Por destino económico, la producción de bienes de consumo experimentó una mayor atonía, contrastando la pérdida de vigor del componente alimenticio con el repunte del componente no alimenticio. La producción de bienes de equipo se desaceleró significativamente, así como la de bienes intermedios, incluida la energía, que alcanzó una tasa de variación interanual negativa en abril. Entre los indicadores de opinión, el de confianza en la industria volvió a retroceder en mayo, hasta un nivel no observado desde hace tres años. El pesimismo se centró en la tendencia prevista de la producción, mientras que permaneció estable la valoración sobre la cartera de pedidos y mejoró la relativa al nivel de existencias. Por su parte, el PMI de las manufacturas también disminuyó en ese mes, prolongando la senda descendente iniciada a principios de año y que sitúa a la industria en una situación de contracción por segundo mes consecutivo. Las estadísticas de empleo industrial en mayo reflejan resultados similares a los del mes anterior, dado que se estabilizó el ritmo de caída tanto del paro registrado como del número de afiliados a la Seguridad Social.

El sector servicios muestra signos de fortaleza a juzgar por las estadísticas mensuales de empleo. Por una parte, la tasa de crecimiento interanual del número de afiliados a la Seguridad Social permaneció en el 4,8% en mayo y, por otra parte, se intensificó el ritmo de descenso interanual del número de parados registrados hasta el 2,8%. Entre los indicadores de opinión, el índice PMI volvió a mejorar en mayo, con lo que el período de expansión que refleja se prolonga ya por dos años. El indicador de confianza también mostró un sustancial avance en mayo, afianzando un perfil creciente, frente a la atonía con la que comenzó el año.

## EMPLEO Y SALARIOS (a)

GRÁFICO 2



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

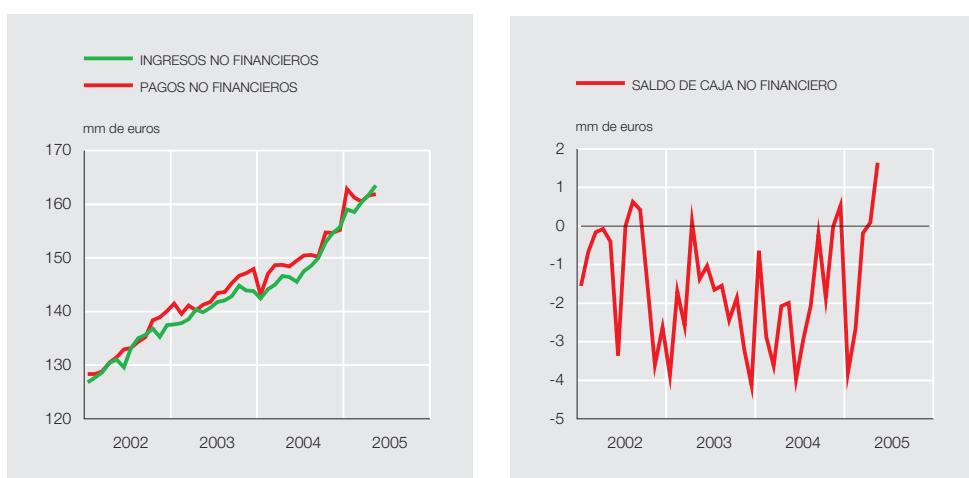
- a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.
- b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta mayo de 2005.

Los indicadores más recientes del mercado de trabajo confirman la evolución favorable del empleo de los últimos meses. El incremento de las afiliaciones a la Seguridad Social en mayo resultó superior al promedio histórico de dicho mes, lo que se tradujo en un aumento de cuatro décimas en la tasa interanual, hasta el 3,8%, confirmándose la aceleración también en datos medios mensuales. Esta evolución favorable está influida por el proceso de regularización de inmigrantes, cuyos primeros efectos ya se percibieron en el mes de abril. De hecho, se estima que más de la mitad de las altas registradas en mayo corresponden a dicho proceso. Asimismo, la estadística de contratos confirmó en mayo el dinamismo del mes anterior, pues aumentaron un 11,8% en términos interanuales, frente al descenso del primer trimestre. Respecto al paro, el Servicio Público de Empleo Estatal (antes INEM) publicó las cifras correspondientes al mes de mayo utilizando un nuevo procedimiento de tratamiento y gestión de la información denominado SISPE (Sistema de Información de los Servicios públicos de Empleo). Asimismo, facilitó cifras relativamente homogéneas desde febrero de 2001. El descenso del paro en el último mes resultó superior al habitual en los meses de mayo, de forma que se ha intensificado el ritmo de caída del desempleo hasta el 4,3%, frente al descenso del 2,3% en abril. La implantación del nuevo sistema ha supuesto un incremento de 480.000 parados respecto a las cifras publicadas hasta ahora. Dicho incremento proviene tanto de las mejoras en el tratamiento de la información, como de contabilizar entre los parados a los demandantes de empleo con nacionalidad extranjera, que anteriormente no estaban incluidos (véase gráfico 2).

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo en el período enero-mayo de 2005 un superávit de 7.215 millones de euros (0,8% del PIB), frente al superávit de 3.980 millones de euros (0,5% del PIB) del mismo período del año anterior. En términos de caja, la ejecución presupuestaria hasta mayo de 2005 se saldó con un superávit de 3.489 millones de euros, frente al superávit de 2.371 millones registrado hasta mayo de 2004 (véase gráfico 3). En el mes de mayo los ingresos elevaron su ritmo de expansión, mientras que los gastos experimentaron una cierta desaceleración. Los primeros acumularon un crecimiento del 13,8%, en términos de caja, como consecuencia del dinamismo de los principales impuestos directos y del IVA, en tanto que los ingresos no impositivos se redujeron notablemente. Por su parte, los pagos aumentaron a una tasa relativamente alta (12%), aunque esto fue debido a factores específicos, como los pagos por intereses, condicionados por el calendario de vencimientos

**INGRESOS Y PAGOS LÍQUIDOS DEL ESTADO (a). SALDO DE CAJA**  
**Totales móviles de doce meses**

GRÁFICO 3



FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y Banco de España.

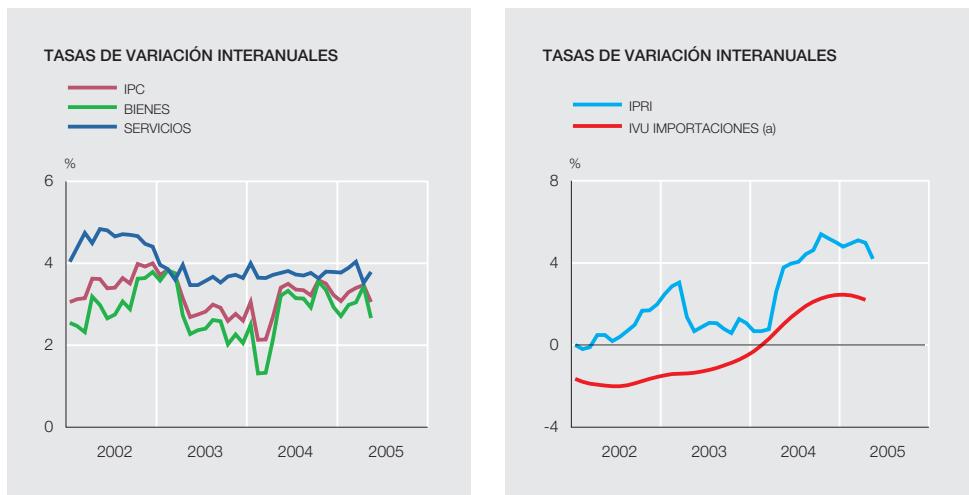
a. Tanto la serie de ingresos como la de pagos incluyen la parte de la recaudación que corresponde a las Administraciones Territoriales en virtud de sus sistemas de financiación.

de la deuda pública, y las transferencias corrientes, afectadas por el adelanto de un mes en los pagos a la Unión Europea por el recurso PNB.

### Precios y costes

Según la Encuesta Trimestral de Coste Laboral, el coste laboral medio por trabajador y mes aumentó un 3% en el primer trimestre, tres décimas porcentuales más que en el período precedente, continuando la senda ligeramente creciente observada desde el pasado verano. Pero, mientras que el componente salarial exhibió una tasa del 2,5%, una décima menos que la del período precedente, los costes no salariales elevaron su ritmo de avance en 1,2 pp, hasta el 4,2%. Por ramas de actividad, el coste laboral por persona y mes se aceleró en la industria y en los servicios, alcanzando tasas de variación interanual del 3,6% y del 2,9%, respectivamente, mientras que se ralentizó en la construcción, hasta mostrar un crecimiento interanual del 3,2%. Los datos más recientes sobre negociación colectiva sitúan el aumento salarial pactado en los convenios registrados hasta finales de mayo en el 2,92%, una décima por debajo del incremento pactado en el año 2004 antes de incluir las cláusulas de salvaguarda. Los convenios registrados hasta el mes de mayo conciernen a más de cinco millones y medio de trabajadores, de los que el 96% están afectados por un convenio revisado. Por ramas de actividad, el aumento de las tarifas se ha elevado hasta el 3% en la industria, moderándose ligeramente en la construcción, hasta el 2,9%. Mientras tanto, los incrementos pactados en los servicios y la agricultura se mantuvieron estables en el 2,8% y 3,5%, respectivamente. Con los datos disponibles hasta el momento, el impacto estimado de la activación de las cláusulas de salvaguarda correspondientes al año 2004 es de 0,61 pp.

Entre los indicadores de precios, el índice de precios de consumo (IPC) aumentó un 0,2% intermensual en mayo, disminuyendo cuatro décimas su tasa de crecimiento interanual, hasta el 3,1%, como consecuencia del moderado comportamiento en el último mes de los precios energéticos y de gran parte de los alimentos, y del efecto base por el abultado aumento ocurrido un año antes (véase gráfico 4). Los precios energéticos frenaron su crecimiento tras tres meses de acusados aumentos, reduciendo su tasa interanual hasta el 6,8%. Los precios de los alimentos no elaborados permanecieron estables respecto a abril, reduciendo su tasa interanual hasta el 3%. Por su parte, la tasa de crecimiento interanual del IPSEBENE disminuyó dos décimas, hasta el 2,6%, el valor más bajo de los últimos doce meses. Entre sus compo-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

nentes destacó la desaceleración de casi un punto en los precios de alimentos elaborados, con una tasa de variación interanual del 3,4%, motivada, fundamentalmente, por el sustancial aumento del precio del tabaco que tuvo lugar en mayo del pasado año. El componente de bienes industriales no energéticos continuó comportándose de forma bastante moderada, reduciendo una décima su tasa de variación interanual, hasta el 0,9%. Los precios de vestido y calzado también presentaron menores ritmos de avance interanual. Por último, los precios de los servicios retornaron a la tasa observada en los meses previos a la Semana Santa (3,8%). Las partidas relacionadas con los viajes y alojamientos mostraron incrementos modestos, mientras que los servicios de transporte, los relacionados con la vivienda y los de restauración se encontraron entre los más inflacionistas.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) aumentó un 0,2% en mayo, con lo que su tasa de crecimiento interanual se redujo 5 décimas, hasta el 3%, una décima por debajo del indicador adelantado publicado por el INE. Como la inflación en la UEM disminuyó al 1,9%, tras permanecer tres meses en el 2,1%, el diferencial de inflación con la zona disminuyó por primera vez en el presente año, hasta 1,1 pp. Por componentes, se estrechó el diferencial de inflación de los alimentos casi un punto porcentual, hasta situarse en 1,8 pp en el caso de los alimentos elaborados y en 2,5 pp en el de los alimentos no elaborados. También se redujo el diferencial de inflación en los servicios, aunque tan solo en una décima, y alcanzó 1,2 pp. En el caso de los bienes industriales no energéticos, el diferencial permaneció estable en 0,8 pp. Por último, la desaceleración de los precios energéticos resultó algo menos intensa en España que en el conjunto de la zona del euro, apareciendo por primera vez en este año un diferencial positivo, de 0,4 pp.

En mayo, los precios industriales se desaceleraron debido a la moderación tanto de los precios energéticos como de los bienes intermedios y de los bienes de consumo no duradero. El Índice Precios Industriales (IPRI) disminuyó un 0,1% en ese mes, recortando ocho décimas su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 4,2%, que es la tasa más baja desde el pasado verano. Se quebró la trayectoria alcista observada en los precios de obtención de la energía durante los tres meses anteriores, y su crecimiento interanual se redujo más de tres puntos porcentuales, hasta el 11%. El índice no energético se desaceleró dos décimas, hasta una tasa del 2,8%. Entre los componentes de este índice, cabe destacar que continuó la senda de

desaceleración de los precios de los bienes intermedios iniciada a comienzos del año, reduciendo cuatro décimas su variación interanual, hasta el 3,3%. El ritmo de avance interanual de los precios de fabricación de los bienes de equipo se mantiene estable en torno al 2%, mientras que los precios de producción de los bienes de consumo presentaron una evolución dispar: en el caso del consumo no duradero, su ritmo de avance interanual disminuyó hasta el 2,5% tras el repunte de los cuatro primeros meses del año; por el contrario, los precios de los bienes de consumo duradero aumentaron su tasa interanual hasta el 2,3%, tras la relativa estabilidad observada el trimestre anterior.

Los precios de los bienes importados, aproximados por el índice de valor unitario (IVU), aumentaron un 4,6% en abril, ralentizando su ritmo de crecimiento interanual en relación con el primer trimestre del año. Los precios de las importaciones energéticas confirmaron en abril la aceleración registrada en los tres primeros meses del año, con una tasa interanual superior al 30%. Por el contrario, se desaceleraron los precios de las compras al exterior de bienes intermedios no energéticos y de bienes de consumo no alimenticio, hasta alcanzar tasas de variación interanual del 4,2% y del 1%, respectivamente. Por su parte, los precios de las importaciones de los bienes de equipo mantuvieron una trayectoria descendente, que los sitúa un 7,5% por debajo de los correspondientes al mes de abril del pasado año. Finalmente, los precios de las adquisiciones de los bienes de consumo alimenticio recuperaron una tasa interanual positiva, tras la fuerte desaceleración del mes anterior. En cuanto a las exportaciones, el índice de valor unitario (IVU) se desaceleró notablemente en abril, hasta una tasa interanual del 2,7%, la mitad de la registrada en el primer trimestre.

#### **Evolución económica y financiera en la UEM**

Lo más destacable de los mercados mundiales en mayo y junio fue el fuerte aumento de los precios del petróleo hacia nuevos máximos históricos. Tras un descenso del 15% entre abril y la tercera semana de mayo, el precio del petróleo Brent aumentó alrededor de un 20% —incluso a pesar de la decisión de la OPEP de incrementar su cuota de producción— hasta la tercera semana de junio, lo que lo situó alrededor de los 58 dólares por barril. Adicionalmente, los precios de los contratos a futuro experimentaron incrementos. Este movimiento alcista estuvo impulsado por la preocupación por los bajos niveles de capacidad adicional de producción y refino. Entre las demás materias primas no energéticas, destacó el incremento de cerca del 15% en el precio del cobre desde mediados de mayo, hasta alcanzar máximos históricos.

En los mercados financieros se produjo una depreciación del euro, particularmente acusada frente al dólar (un 9% hasta la tercera semana de junio), y los tipos de interés a largo plazo siguieron reduciéndose hasta alcanzar mínimos en algunos países; en el caso de EEUU, en el vencimiento a diez años se llegó a niveles por debajo del 4%. Sin embargo, esto no fue óbice para que se intensificaran las expectativas de subida de los tipos de interés oficiales de la Reserva Federal. Así, actualmente se descuentan aumentos de 25 puntos básicos (pb), cada uno, en el tipo objetivo de los fondos federales para las tres próximas reuniones del FOMC. Otros aspectos relevantes fueron la mejoría en los diferenciales de tipos de interés de los bonos corporativos de peor calificación crediticia en EEUU, y las ganancias generalizadas registradas por las bolsas. En esta misma línea, en las economías emergentes han tendido a apreciarse las monedas, se han reducido los diferenciales soberanos y han mejorado las cotizaciones bursátiles.

En Estados Unidos, los indicadores disponibles del segundo trimestre no mostraron una orientación inequívoca, aunque en conjunto parece haber una mayor confianza en la sostenibilidad del crecimiento. La baja creación de empleo y la debilidad de las ventas al por menor en mayo decepcionaron las expectativas, pero el repunte de la producción industrial y de los

índices de confianza de los consumidores en mayo y junio mejoró la perspectiva. Por lo que respecta a los precios, se registró en mayo una notable desaceleración, en buena parte debida a la caída de precios del crudo. El índice de precios al consumo se situó en el 2,8% interanual en mayo, respecto al 3,5% de abril, y el de producción en el 3,5%, respecto al 4,8%. Los índices subyacentes de consumo y producción se mantuvieron en tasas interanuales moderadas, de 2,2% y 2,6%, respectivamente, en mayo. Por su parte, el desequilibrio del sector exterior continuó aumentando, pues el déficit de la balanza por cuenta corriente alcanzó el 6,4% del PIB en el primer trimestre de 2005, frente al 6,3% a finales de 2004. También el déficit comercial de abril empeoró respecto al de marzo.

En Japón, la revisión al alza de la Contabilidad Nacional del primer trimestre de 2005 confirmó la recuperación del crecimiento en el primer trimestre, con una variación interanual de 1,3%, frente al 1,2% del avance (4,9% en intertrimestral anualizada, frente al 5,3% del avance). Sin embargo, los indicadores existentes no dan muestras claras de una actividad vigorosa en el segundo trimestre del año. En abril, los indicadores sintéticos coincidente y adelantado de actividad se deterioraron considerablemente y la producción industrial se desaceleró en términos interanuales. Aun así, la renta personal de las familias asalariadas creció en términos interanuales en abril, frente a caídas en los dos meses anteriores, la tasa de paro se redujo una décima hasta el 4,4% en abril y aumentó la confianza del consumidor en mayo y junio. En cuanto al sector exterior, las exportaciones se desaceleraron en mayo, al contrario que las importaciones, por lo que se produjo una importante reducción del superávit comercial. En la vertiente de los precios, las presiones deflacionistas se suavizaron ligeramente pues el índice de precios al consumo se estancó en abril frente al -0,2 de marzo mientras que el subyacente cayó un décima menos en dicho mes (del -0,3% interanual al -0,2%).

En el Reino Unido, continuaron los signos de moderada desaceleración económica y de estabilidad de precios. Las ventas al por menor en mayo se desaceleraron y también fue negativa la encuesta del consumidor. Por el lado de la oferta, el sector con más dificultades es el de manufacturas, que dio signos de contracción. El índice de precios al consumo se mantuvo estable en mayo en el 1,9% interanual, lo que se tradujo en un 1,6% de aumento en el índice subyacente.

En China, el vigor de la actividad parece mantenerse, según los indicadores de coyuntura más recientes. En mayo, prosiguió la aceleración de la producción industrial y de la inversión en activos fijos, al tiempo que se producía un crecimiento más vigoroso que en abril de las ventas al por menor. No obstante, el sector exterior redujo levemente su dinamismo en dicho mes al crecer menos las exportaciones y las importaciones a la vez que se redujeron las entradas de inversión directa. Por otro lado, la inflación, en términos de los precios de consumo, se mantuvo en mayo en el mismo nivel en términos interanuales, del 1,8%, gracias a la desaceleración de los precios de los alimentos. Aun así, continuaron las presiones inflacionistas en los precios de producción, que alcanzaron un 5,9% en mayo, frente a un 5,8% en abril.

En América Latina, se observó una notable desaceleración de la actividad en el primer trimestre del año, con un crecimiento para el conjunto de las principales economías del 3,8% interanual, frente al 5,8% del cuarto trimestre de 2004. La desaceleración fue generalizada y especialmente abrupta en México, Brasil y Venezuela. En muchos países se mantuvo el dinamismo de la demanda interna, pero no en Brasil y Argentina, donde se debilitó sustancialmente. En consonancia con esta desaceleración y los mejores datos de inflación, los bancos centrales de las dos principales economías de la región, Brasil y México, han hecho una pausa en el ciclo de subidas de tipos de interés oficiales.

		2005					
		ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (b)	Índice de producción industrial	2,3	0,5	0,1	0,9		
	Comercio al por menor	-0,6	0,9	1,4	-0,9		
	Matriculaciones de turismos nuevos	1,5	-2,3	1,7	1,0	-4,2	
	Indicador de confianza de los consumidores	-13,0	-13,0	-14,0	-13,0	-15,0	
	Indicador de clima industrial	-5,0	-6,0	-8,0	-9,0	-11,0	
	IAPC	1,9	2,1	2,1	2,1	1,9	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	6,8	6,7	6,5	6,8	7,3	
	M1	9,6	10,2	9,3	9,3	10,1	
	Crédito a los sectores residentes						
	Total	6,5	6,6	6,4	6,7	6,5	
	AAPP	3,6	4,1	2,3	2,9	1,5	
	Otros sectores residentes	7,3	7,3	7,5	7,7	7,8	
	<i>Del cual:</i>						
	Préstamos a hogares	8,1	8,1	8,0	8,0	8,2	
	Préstamos a sociedades no financieras	5,7	5,7	6,0	6,0	6,3	
	EONIA	2,08	2,06	2,06	2,08	2,07	2,05
	EURIBOR a tres meses	2,15	2,14	2,14	2,14	2,13	2,11
	Rendimiento bonos a diez años	3,63	3,62	3,76	3,57	3,41	3,27
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,63	0,59	0,78	0,82	0,78	0,78
	Tipo de cambio dólar/euro	1,312	1,301	1,320	1,294	1,269	1,218
	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	1,9	4,7	4,3	0,2	5,2	8,2

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

a. Media del mes hasta el día 24 de junio de 2005.

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.

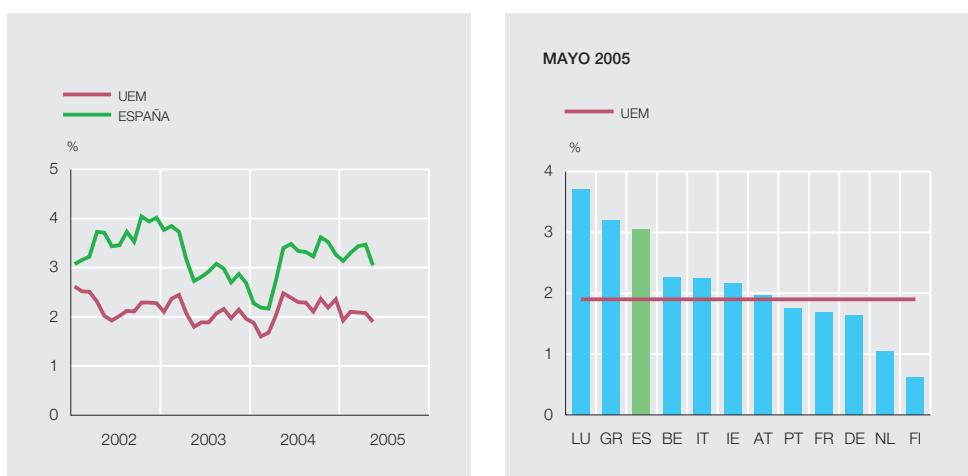
d. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 24 de junio de 2005.

Según la primera estimación de la Contabilidad Nacional del área del euro, en el primer trimestre de 2005 el producto interior bruto se incrementó un 0,5% en términos intertrimestrales, tres décimas por encima de la tasa registrada en el trimestre precedente. El mayor dinamismo del PIB se basó exclusivamente en la evolución de la demanda exterior neta, cuya contribución al crecimiento del producto se situó en 0,5 pp (frente a los -0,2 pp del trimestre anterior), como consecuencia de la fuerte caída de las importaciones, puesto que las exportaciones mantuvieron un moderado ritmo de expansión. Por su parte, la demanda interna, excluidas existencias, mostró un significativo empeoramiento, con una aportación nula al producto (0,6 pp en el cuarto trimestre de 2004), debido a los retrocesos experimentados por la formación bruta de capital fijo y el consumo público, así como a la ralentización del consumo privado. La contribución al PIB de la variación de existencias fue también nula, frente a los -0,2 pp del trimestre precedente. En términos interanuales, la tasa de variación interanual del producto se redujo dos décimas, hasta el 1,3%.

Los indicadores económicos más recientes del área muestran un comportamiento diverso, si bien, en términos generales, sugieren una cierta atonía de la actividad en el segundo trimestre. Por lo que se refiere a los indicadores de actividad, el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea y las encuestas de directores de compras del sector manufacturero prolongaron en mayo la senda descendente de los últimos meses. Por el contrario, los indicadores de confianza de los servicios y de la construcción mejoraron en dicho mes. Asimismo, la producción industrial registró un incremento intermensual del 0,6% en abril —tras haber descendido los dos meses anteriores—, lo que ha supuesto que la tasa interanual se sitúe en el 0,9% (véase cuadro 1).

**ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO**  
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5



FUENTE: Eurostat.

Desde la óptica de la demanda, la confianza de los consumidores experimentó un descenso en mayo, mientras que el indicador relativo al comercio minorista no varió. Por último, las ventas al por menor en el mes de abril y las matriculaciones de automóviles en mayo registraron intensas caídas, tanto en términos intermensuales como interanuales.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la tasa de variación interanual del IAPC se redujo en mayo hasta el 1,9%, dos décimas por debajo de la observada en el mes precedente (véase gráfico 5). Este descenso fue el resultado de la disminución del ritmo de avance de los productos energéticos, lo que se hallaría asociado a la traslación a los precios finales de las caídas registradas por la cotización del petróleo hasta mediados de mayo. En sentido contrario, la tasa de variación de los servicios experimentó una notable aceleración, ligada al aumento de los precios de los paquetes turísticos y del transporte de pasajeros por aire, que siguió al retroceso que registraron en el mes de abril, después de la Semana Santa. El desfavorable comportamiento de los precios de los servicios ha supuesto que la tasa interanual de variación del índice que excluye los alimentos no elaborados y la energía (IPSEBENE) se incrementara dos décimas, hasta el 1,6%. Por su parte, el crecimiento interanual de los precios industriales se mantuvo en abril en el 4,2% por tercer mes consecutivo, como resultado de una aceleración de los precios de los productos energéticos, contrarrestada por la moderación de los precios de los demás componentes.

En este contexto, caracterizado por la ausencia de presiones inflacionistas significativas en el área del euro y por la perspectiva del mantenimiento de un tono moderado de la actividad económica, el Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del 2 de junio, no modificó los tipos de interés oficiales. Por tanto, los tipos aplicados a las operaciones principales de financiación y a las facilidades de depósito y de crédito permanecieron en el 2%, 1% y 3%, respectivamente (véase gráfico 6). En el mercado interbancario, durante mayo y las tres primeras semanas de junio, los tipos de interés para plazos superiores a tres meses han registrado una reducción, de magnitud creciente con el plazo, y configuran una curva de rendimientos completamente plana. A más largo plazo, en los mercados secundarios de deuda pública del área del euro, las rentabilidades a diez años han disminuido a lo largo del período analizado, hasta situarse próximas al 3%. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda a diez años siguió, en términos generales, una trayectoria similar, de forma que el diferencial positivo con la UEM se mantuvo relativamente estable, alrededor de los 80 pb.

## TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 6



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

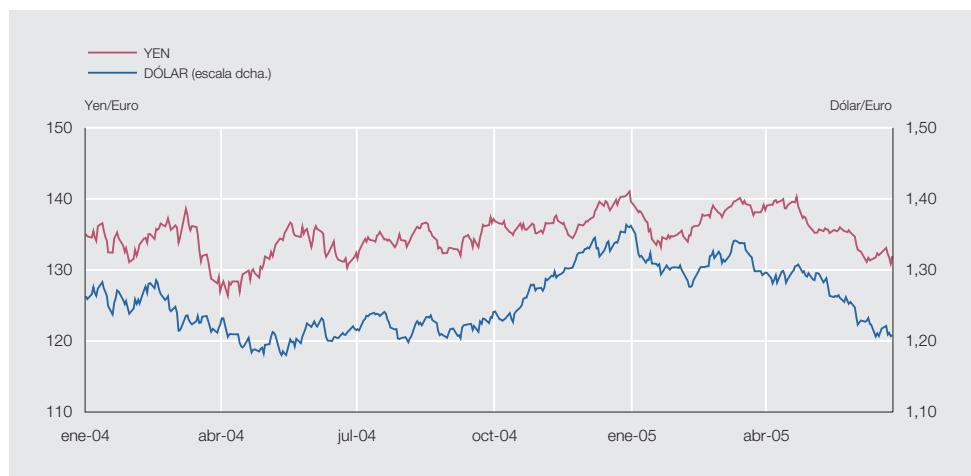
- a. Estimación con datos del mercado de swaps.  
 b. Estimados con datos del EURIBOR.

En los mercados de renta variable europeos, se ha observado una clara tendencia alcista de las cotizaciones, que han alcanzado máximos anuales. La revalorización acumulada anual hasta el día 24 de junio por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio se sitúa por encima del 8%. En los mercados cambiarios, el euro siguió depreciándose en mayo y junio frente al dólar, hasta alcanzar un valor en torno a los 1,2 dólares por euro, lo que supone una depreciación acumulada anual superior a un 10% (véase gráfico 7).

Por lo que respecta a la evolución de los agregados monetarios, M3 registró en mayo una tasa de variación interanual del 7,3%, cinco décimas superior a la del mes precedente. Por su parte, los préstamos concedidos al sector privado registraron en mayo una ligera aceleración de su crecimiento interanual —hasta el 7,6%—, que se extendió tanto a los otorgados a las sociedades no financieras como a los hogares. En este último caso, los préstamos concedidos para financiar el consumo aumentaron en mayo a un ritmo superior al del mes anterior, mientras que la tasa de variación de los préstamos concedidos para la compra de vivienda se mantuvo estable.

## TIPOS DE CAMBIO DEL EURO FRENTE AL DÓLAR Y AL YEN

GRÁFICO 7



FUENTES: BCE y Banco de España.

## TIPOS DE INTERÉS Y MERCADOS FINANCIEROS NACIONALES

CUADRO 2

		2002	2003	2004	2005				
		DIC	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN (a)
TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito a vivienda	...	3,46	3,39	3,44	3,42	3,41	...	...
	Crédito a consumo y otros fines	...	6,40	6,27	5,84	6,25	6,18	...	...
	Depósitos	...	1,11	1,15	1,15	1,13	1,13	...	...
SOCIEDADES NO FINANCIERAS									
	Crédito (c)	...	3,75	3,44	3,47	3,48	3,53	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-dosce meses	2,72	2,19	2,17	2,19	2,16	2,12	2,05	2,01
	Deuda pública a cinco años	3,59	3,47	2,98	3,01	3,10	2,94	2,79	2,62
	Deuda pública a diez años	4,43	4,34	3,64	3,58	3,73	3,53	3,36	3,21
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,06	0,00	-0,00	0,01	0,00	0,02	0,01	-0,01
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	1,11	0,32	0,29	0,27	0,27	0,32	0,34	0,32
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	-23,10	27,44	18,70	4,78	3,68	1,14	6,38	9,13

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 21 de junio de 2005.

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 2003. 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.

### Evolución financiera en España

Durante el mes de abril, los recursos ajenos captados por las sociedades no financieras continuaron acelerándose al tiempo que la deuda de los hogares mantuvo un elevado ritmo de avance. Por su parte, los distintos componentes de los activos financieros más líquidos de ambos sectores mostraron una evolución similar a la observada a lo largo del primer trimestre del año. La información provisional correspondiente a mayo apunta a un mantenimiento del dinamismo de la financiación de las familias y de las empresas y a un cierto descenso en la tasa de variación interanual de los activos financieros más líquidos del sector privado no financiero.

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

CUADRO 3

	2005	2003	2004	2005		
	ABR (b)	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR
<b>FINANCIACIÓN TOTAL</b>	1.582,3	11,9	12,2	12,8	12,8	13,8
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	1.271,7	15,9	16,1	16,7	16,9	17,8
Hogares e ISFLSH	561,0	18,7	19,5	20,0	19,8	20,1
De los cuales:						
Crédito para adquisición de vivienda (c)	404,2	21,3	23,2	24,2	24,0	24,2
Crédito para consumo y otros fines (c)	155,9	13,2	11,2	10,5	10,1	10,6
Sociedades no financieras	710,8	13,9	13,4	14,2	14,7	16,1
De los cuales:						
Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	510,2	14,3	18,9	19,4	19,8	21,3
Valores de renta fija	12,1	-7,8	0,2	0,6	0,7	1,7
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (d)	310,5	0,7	0,0	-0,2	-0,8	-0,2
Valores a corto plazo	34,9	8,3	-6,2	2,7	1,5	-1,2
Valores a largo plazo	290,6	-1,5	0,9	-1,2	-1,7	-1,8
Créditos - depósitos (e)	-15,0	3,7	-0,1	1,9	1,9	5,1

FUENTE: Banco de España.

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

b. Saldo en miles de millones de euros.

c. Incluye los créditos titulizados.

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

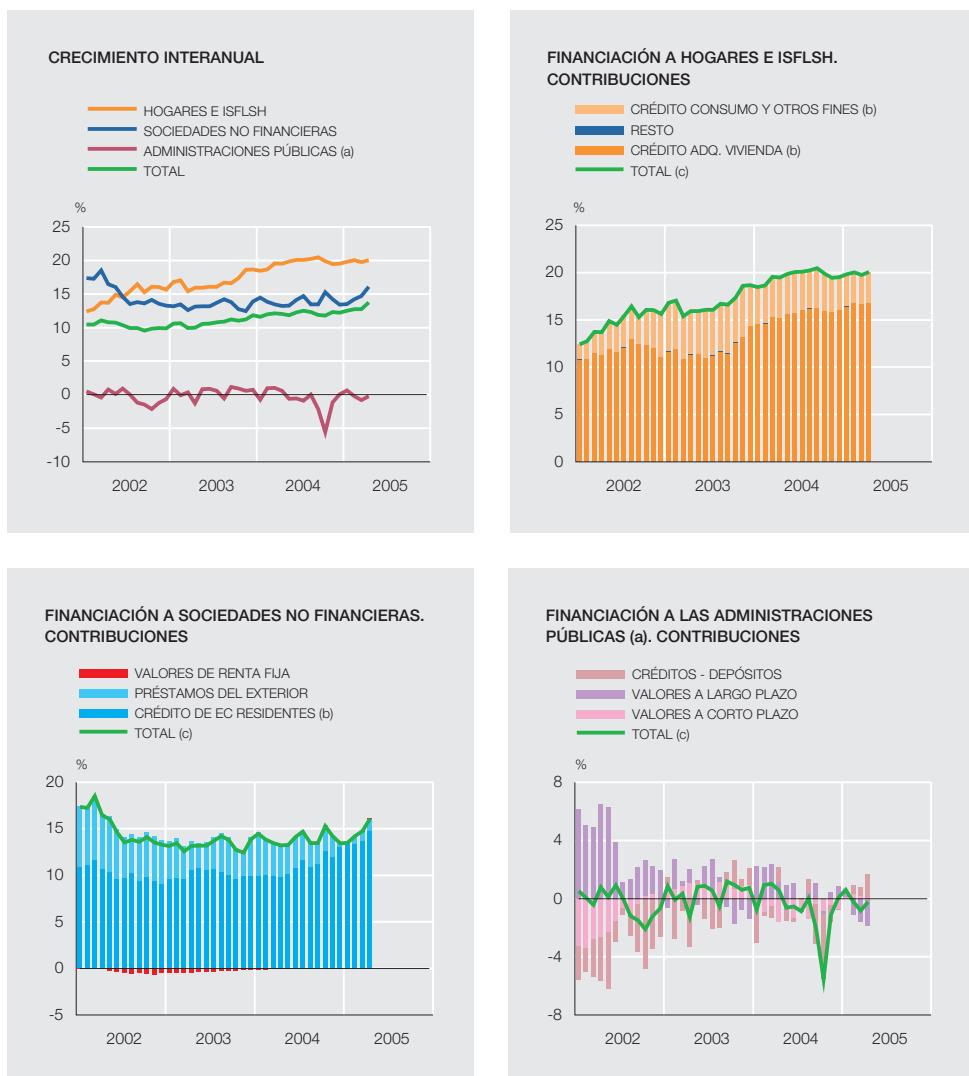
e. Variación interanual del saldo.

En los mercados de deuda pública continuó, durante mayo y la parte transcurrida de junio, la trayectoria descendente de las rentabilidades negociadas, de forma más acusada en los tramos medios y largos de la curva. De este modo, entre los días 1 y 21 de junio, los tipos de interés de las letras entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron en un nivel medio del 2,01% y 3,21%, respectivamente, 11 pb y 32 pb por debajo de los correspondientes valores de abril (véase cuadro 2). En el caso de la referencia a largo plazo, los registros alcanzados suponen mínimos históricos. El comportamiento de la deuda española y la alemana a diez años fue similar, por lo que el diferencial entre ambas no experimentó cambios significativos. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas se mantuvieron relativamente estables, ligeramente por encima de los 30 pb.

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales los precios de las acciones retrocedieron, durante mayo y la parte transcurrida de junio, la trayectoria ascendente, tras los descensos de los dos meses precedentes, en un contexto de reducidos tipos de interés a largo plazo y de ligera disminución de las volatilidades. En el caso español, esta evolución coincidió, además, con la publicación de unos resultados empresariales de las empresas cotizadas, correspondientes al primer trimestre de 2005, que superaron las expectativas de los analistas, y vino acompañada por unos elevados volúmenes de contratación. De este modo, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba, en la fecha de cierre de este artículo, una ganancia del 9,1% desde principios de año, cifra muy similar a la experimentada por el EURO STOXX amplio de las bolsas de la UEM y claramente superior a la revalorización mostrada, durante el mismo período, por el S&P 500 de las de EEUU (0,3%).

## FINANCIACIÓN A LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS

GRÁFICO 8



FUENTE: Banco de España.

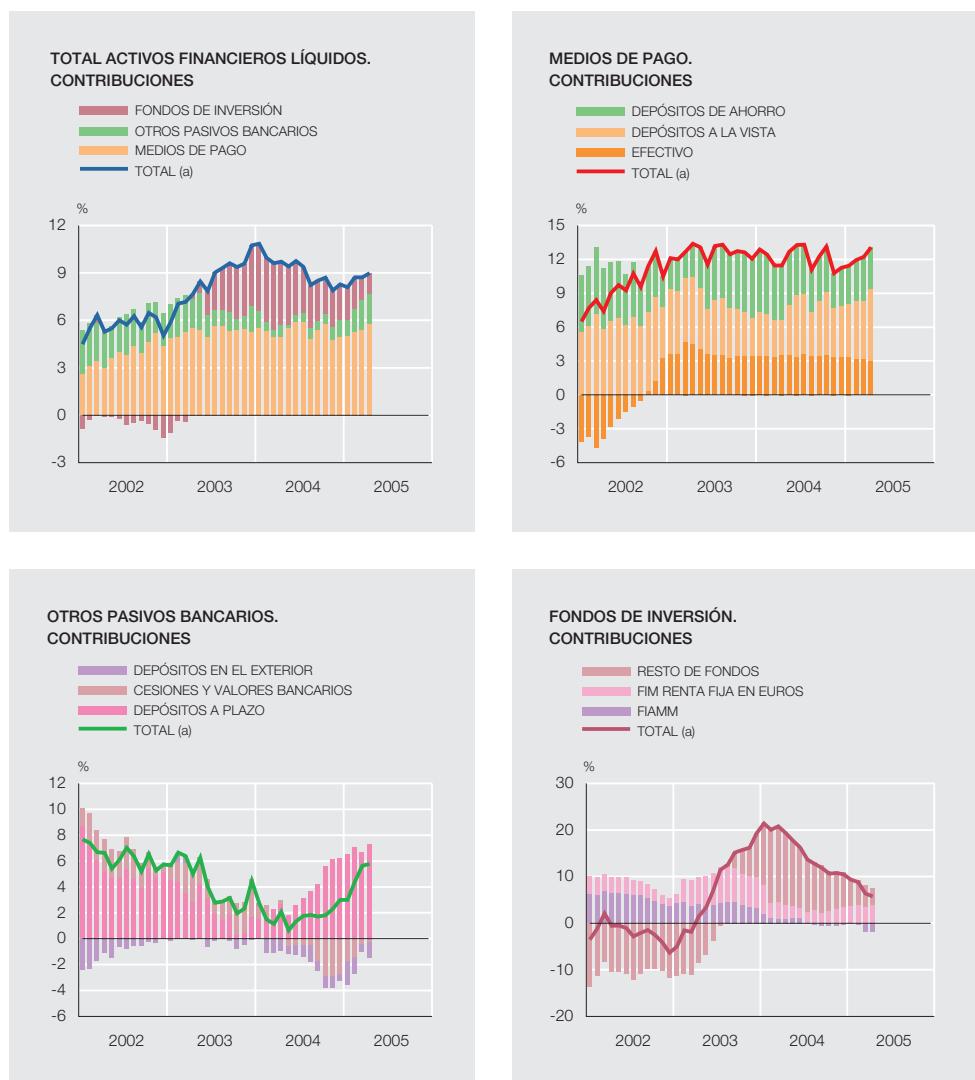
- a. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- b. Incluye los créditos titulizados.
- c. Crecimiento interanual.

Los tipos de interés de las operaciones nuevas aplicados por las entidades de crédito a su clientela mostraron, en general, escasas variaciones durante el mes de abril. Así, en el caso de los hogares, el coste de los préstamos para la adquisición de vivienda y el de los destinados al consumo y otros fines se redujeron uno y siete puntos básicos, hasta el 3,41% y 6,18%, respectivamente. En cambio, el precio de la financiación bancaria a las sociedades no financieras se situó en el 3,53%, cinco puntos básicos por encima del dato de marzo. Por último, la remuneración de los depósitos mantenidos por las familias permaneció inalterada en el 1,13%.

La financiación recibida por los sectores residentes no financieros registró, en abril, un ascenso de un punto porcentual en la tasa de crecimiento interanual, hasta situarse cerca del 14%. Esta evolución resultó de la aceleración en los recursos ajenos de las empresas, que crecieron alrededor del 16% en relación con el mismo período del año pasado, más de un punto porcentual por encima del dato del mes precedente, de la continuidad en el dinamismo de la

**ACTIVOS FINANCIEROS LÍQUIDOS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS,  
HOGARES E ISFLSH**

GRÁFICO 9



FUENTE: Banco de España.

a. Crecimiento interanual.

deuda de los hogares, cuyo ritmo de avance interanual permaneció en el entorno del 20%, y del mantenimiento del saldo de fondos captados por las Administraciones Públicas en niveles similares a los de abril de 2004 (véanse cuadro 3 y gráfico 8).

La desagregación por finalidades muestra que, en el caso de los hogares, tanto los préstamos para la adquisición de vivienda como los destinados al consumo y otros fines presentaron ligeros ascensos en sus tasas de crecimiento interanual, hasta situarse en torno al 24% y 11%, respectivamente. Por lo que se refiere a los fondos recibidos por las sociedades no financieras, aunque todos sus componentes mostraron una nueva aceleración, destaca, por su dinamismo, el comportamiento de los créditos concedidos por las entidades residentes, cuyo saldo aumentó por encima del 21% en relación con el mismo período del año anterior. La información provisional correspondiente a mayo indica que la financiación captada por las familias y empresas mantuvo durante dicho mes los elevados ritmos de avance del período reciente.

La financiación recibida por las Administraciones Públicas continuó mostrando una tasa de crecimiento interanual negativa, aunque esta fue, en valor absoluto, inferior a la del mes pre-

cedente ( $-0,2\%$ , frente al  $-0,8\%$  en marzo). Esta evolución resultó de una amortización neta, en términos acumulados de doce meses, de valores a corto y largo plazo, solo parcialmente compensada por el aumento del saldo neto entre crédito y depósitos.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares mostraron, en abril, un mantenimiento de las pautas observadas desde principios de año. Así, mientras que los medios de pago y los otros pasivos bancarios se aceleraron, los fondos de inversión experimentaron un descenso en su ritmo de avance como resultado de una evolución desigual por categorías (véase gráfico 9). En particular, los FIM de renta fija en euros continuaron siendo los que presentaron un mayor dinamismo, mientras que la tasa de variación del resto de FIM mantuvo la trayectoria descendente de los últimos meses y en los FIAMM se produjeron reembolsos netos en términos acumulados de doce meses. La información provisional referente a los activos financieros más líquidos del sector privado en mayo apunta a que en dicho mes se habría detenido el perfil de aumento en su crecimiento interanual, a raíz, fundamentalmente, del comportamiento menos expansivo de los medios de pago.

27.6.2005.