

## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

## Evolución reciente de la economía española

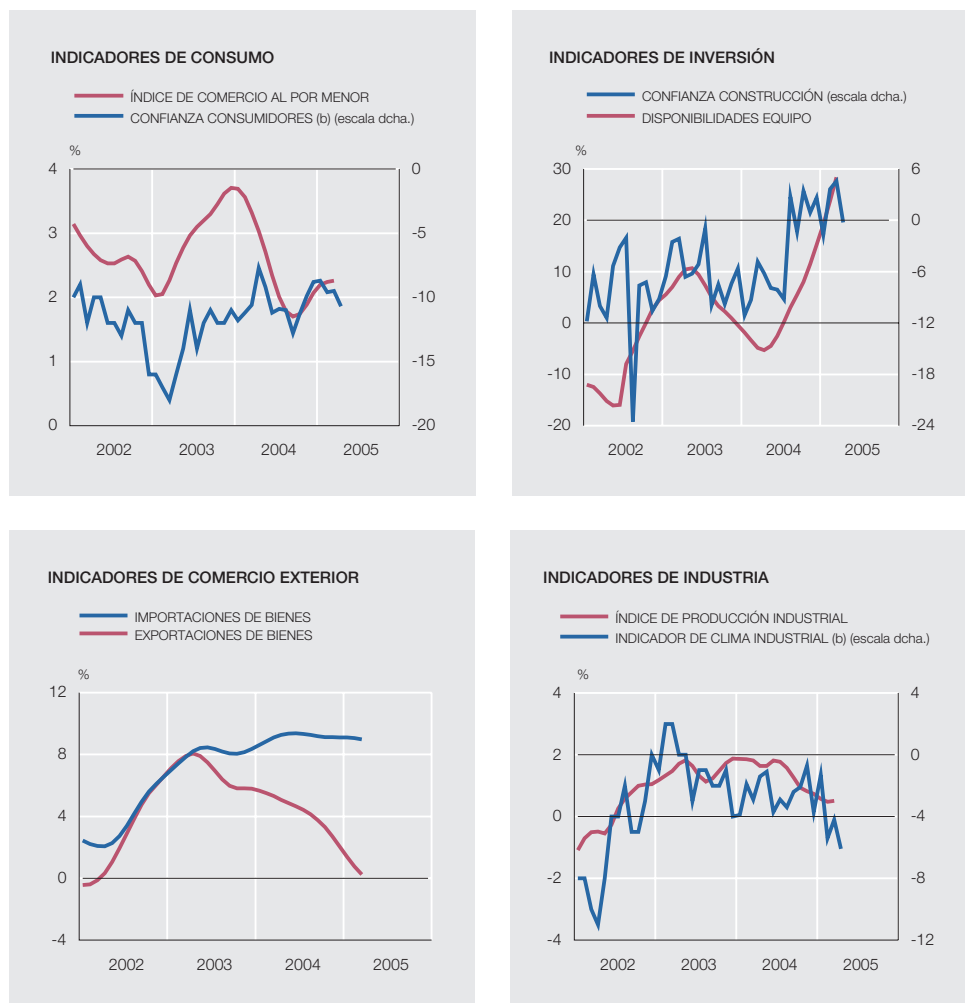
### *Evolución del sector real de la economía española*

El pasado 25 de mayo, el Instituto Nacional de Estadística publicó las primeras estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), correspondientes al primer trimestre de 2005, elaboradas con la nueva base 2000 de la Contabilidad Nacional (CNE), cuyos principales resultados para el período 2000-2004 fueron dados a conocer pocos días antes. Estos cambios han supuesto una revisión muy significativa de los principales agregados macroeconómicos, tanto en niveles como en tasas de variación. Las cifras del primer trimestre de 2005<sup>1</sup> han mostrado una prolongación del perfil de suave aceleración observado en el trimestre anterior, situando la tasa de crecimiento interanual del PIB real en el 3,3%, una décima superior a la del cuarto trimestre de 2004 y dos por encima de la media de ese año (3,2% y 3,1%, respectivamente); no obstante, la tasa de crecimiento intertrimestral se mantuvo estable (0,9%). El patrón de crecimiento siguió caracterizado por la 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 (de -2,5 pp). Dentro de la demanda interior, destaca la fortaleza del consumo privado, que se incrementó un 4,8%, en relación con los primeros meses de 2004, en línea con el avance del cuarto trimestre, y el repunte de la formación bruta de capital fijo, que aumentó un 7,5%, impulsada tanto por los bienes de equipo (10,5%) como por el gasto en construcción (6,1%). En relación con la demanda exterior, cabe señalar la caída interanual de las exportaciones de bienes y servicios, tras su importante desaceleración a finales de 2004.

Desde el punto de vista de la actividad productiva, la industria siguió creciendo a tasas muy moderadas en el primer trimestre (0,9% en tasa interanual), mientras que la construcción registró una recuperación considerable (5,6%), tras haberse desacelerado a lo largo de 2004; los servicios de mercado también mantuvieron un tono de aceleración (4,2%). El empleo mostró una evolución similar a la del PIB y elevó una décima su ritmo de crecimiento interanual, al 3%, destacando el fuerte empuje del empleo en la construcción, que sigue creciendo por encima del valor añadido. En consecuencia, la productividad aparente del trabajo mantuvo tasas de variación reducidas, del 0,3%, para el conjunto de la economía.

La información coyuntural más actualizada se refiere en su mayor parte al primer trimestre de 2005, siendo muy escasa todavía la relativa al segundo. Entre los indicadores del consumo privado, los datos más recientes han mantenido un tono, en general, positivo, salvo el correspondiente al indicador de confianza de los consumidores, que retrocedió ligeramente en abril, situándose por debajo de la media observada en los dos últimos trimestres (véase gráfico 1). Este retroceso refleja un menor optimismo en relación con la situación económica esperada para los próximos doce meses. El indicador de confianza del comercio minorista, sin embargo, aumentó de forma significativa en abril, fruto de una mejora considerable en las perspectivas sobre el volumen de negocio. Las ventas al por menor cerraron el primer trimestre con un incremento del 1,5% interanual en marzo, en términos reales, que se eleva al 1,8% una vez corregido de efectos de calendario, manteniendo una tendencia al alza. Por su parte, las matriculaciones de automóviles se recuperaron notablemente en abril, registrando un aumento interanual del 9%, impulsadas por las correspondientes a turismo para particulares y vehículos todo terreno. Este impulso de las ventas y las matriculaciones ha sido compatible con un comportamiento contractivo de la producción interior de bienes de consumo, que solo se recuperó en marzo, mientras que las importaciones han registrado un avance más sólido.

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



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.

En relación con la inversión en bienes de equipo, el indicador de disponibilidades de estos bienes ha registrado un crecimiento muy elevado en el primer trimestre de 2005, que se ha trasladado al perfil del agregado de la CNTR. Tanto las importaciones, que evolucionaron de forma especialmente positiva, como, en menor medida, la producción interior de bienes de inversión han contribuido al avance de las disponibilidades. El indicador de clima industrial de los productores de bienes de equipo mejoró en abril, reflejando el aumento de las perspectivas de producción.

Las estimaciones de la CNTR indican que la construcción retomó impulso en el primer trimestre, tanto desde la óptica del gasto como de la actividad productiva. Entre la información más actualizada, el indicador de confianza del sector retrocedió en abril, por el ajuste experimentado en las opiniones sobre contratación, aunque se mantiene en niveles próximos a los máximos alcanzados en los dos últimos trimestres (véase gráfico 1). Los indicadores de empleo evolucionaron favorablemente en abril —las afiliaciones a la Seguridad Social aumentaron por encima del 7% y el paro registrado retrocedió, en tasa interanual, tras permanecer estabilizado en el primer trimestre—, mientras que el consumo aparente de cemento se aceleró en abril. En cuanto a los indicadores adelantados, la superficie a construir, según los visados de

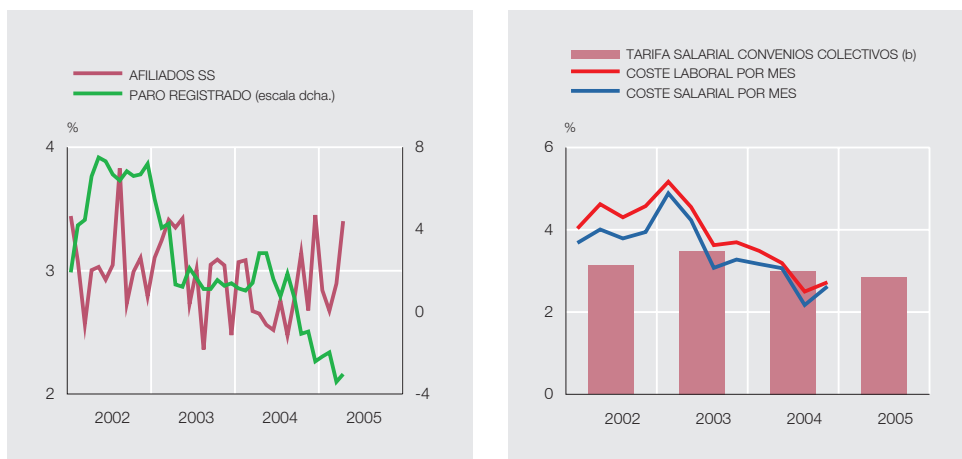
edificación residencial, se incrementó un 9% hasta febrero, en línea con su avance en 2004, si bien en el caso de la edificación no residencial se mantiene un comportamiento contractivo. La licitación oficial de obra civil, que creció un 24,2% en el conjunto del 2004, se ha elevado un 0,9% en los dos primeros meses de este año.

Según los datos de comercio exterior, las exportaciones de mercancías, en términos reales, cayeron un 6% en el mes de marzo, en tasa interanual, cerrando el primer trimestre con un descenso del 3,1%, frente al incremento del 4,3% del trimestre previo. Por áreas geográficas, las ventas destinadas a los países de la UE disminuyeron en marzo, en términos nominales, a pesar del dinamismo de las dirigidas a Alemania y, en menor medida, a Francia. Las exportaciones al resto del mundo cayeron un 3,7%, aunque se recuperaron de forma significativa las destinadas a América Latina. Por su parte, las importaciones avanzaron en marzo a una tasa interanual del 5,1%, en términos reales, con un incremento en el primer trimestre del 6,8%, inferior al 8,8% del trimestre previo. Las compras de bienes de inversión volvieron a mostrar una gran fortaleza en el conjunto del trimestre, al crecer un 28,6% real, al igual que las importaciones energéticas (15,8%) y, en menor medida, las de bienes de consumo (6,5%). El déficit comercial se amplió en marzo un 47,5% en relación con el mismo mes de 2004 (un 44,9% en el conjunto del trimestre), como consecuencia tanto de un mayor desequilibrio real como del empeoramiento de la relación real de intercambio. En relación con el turismo, los indicadores más actualizados han mantenido en abril tendencias similares a las del primer trimestre, confirmando el retroceso de las pernoctaciones hoteleras de extranjeros, junto con un mejor comportamiento del número de turistas entrados por fronteras, que refleja un desplazamiento hacia ocupaciones extrahoteleras, caracterizadas por un menor gasto medio. Los ingresos por turismo, que descendieron un 0,1% en febrero, evolucionan de acuerdo con estas tendencias.

En los dos primeros meses de 2005, los datos de la balanza de pagos han arrojado resultados muy negativos para el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital, que han acumulado un déficit de 6.762 millones de euros, frente a los 2.007 millones del mismo período del año anterior. El déficit de la balanza por cuenta corriente se incrementó un 168,1%, en tasa interanual, hasta alcanzar los 7.349 millones de euros, reflejando los mayores déficits comercial y de rentas, y, en menor medida, un menor superávit por transferencias corrientes.

El índice de producción industrial creció en marzo un 1,1%, una vez corregido de efectos de calendario —con un retroceso del 6,5% en serie original—, retomando el perfil de crecimiento reducido que había quedado interrumpido en febrero. Los indicadores de cifras de negocios y de entradas de pedidos respaldan esta evolución moderada. La recuperación fue más intensa en el caso de la producción de bienes de equipo, que aumentó un 8,4%, y de bienes de consumo, debido al notable avance del componente alimenticio, aunque el componente no alimenticio recortó su ritmo de descenso; asimismo, la producción energética volvió a mostrar un notable dinamismo. Entre los indicadores de opinión, el de confianza en la industria retrocedió en abril, al empeorar la valoración sobre la cartera de pedidos y el nivel de existencias (véase gráfico 1), y el PMI de las manufacturas también disminuyó en ese mes, prolongándose en ambos casos la senda descendente de los últimos meses, que en el caso del PMI le situó, por primera vez en veinte meses, por debajo del nivel que indica una expansión de la actividad industrial. Las estadísticas de empleo industrial han apuntado, sin embargo, una ligera mejora, pues el paro registrado incrementó ligeramente en abril su ritmo de caída y el número de afiliados a la Seguridad Social moderó su ritmo de descenso.

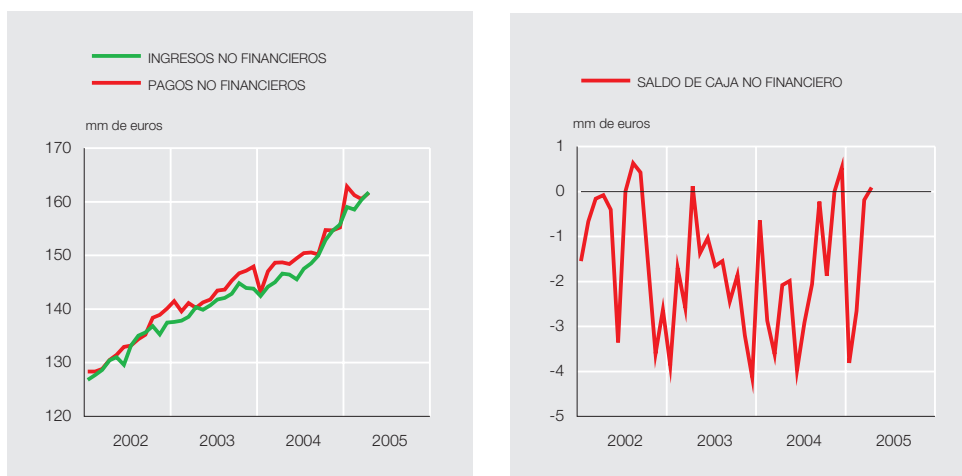
En cuanto a las actividades de servicios, las estadísticas mensuales de empleo han mantenido en abril el buen comportamiento registrado en meses anteriores. En concreto, el número de



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 marzo de 2005.

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



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

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

afiliados a la Seguridad Social se incrementó un 4,7% en tasa interanual, mientras que el número de parados registrados disminuyó un 1,5%. Entre los indicadores de opinión, el índice PMI se recuperó parcialmente en abril de la fuerte caída registrada en marzo, prolongando su senda de expansión, aunque en niveles inferiores a los del principio del año.

La información más reciente del mercado de trabajo confirma la fortaleza del empleo en los meses transcurridos de 2005. La EPA del primer trimestre (analizada en otro artículo de este Boletín) mostró una aceleración del número de ocupados en ese período, tras el aumento interanual del 4,1% del cuarto trimestre de 2004, que ha sido recogida por las estimaciones de la CNTR recién publicadas. Entre los indicadores más actualizados, las afiliaciones a la Seguridad Social se aceleraron en abril hasta crecer un 3,4%, aceleración que confirman los datos

medios mensuales; es posible que estas cifras reflejen ya algunos efectos de la mayor afiliación derivada del proceso de regularización de inmigrantes, que tuvo lugar entre el 7 de febrero y el 7 de mayo. Los contratos registrados en el INEM, que recogen las entradas al empleo, aumentaron un 5,3%, abandonando la senda de caídas con la que iniciaron el año (-8,8% en el primer trimestre). Respecto al paro, los datos del INEM mostraron en abril una ligera moderación en el ritmo de reducción interanual del desempleo, hasta el 3%, desde el 3,4% de marzo (véase gráfico 2).

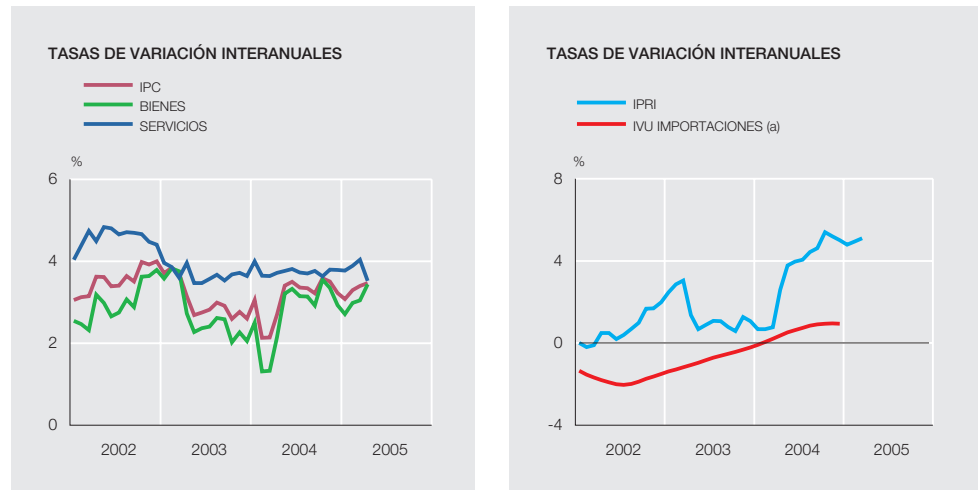
Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo hasta abril de 2005 un superávit de 12.417 millones de euros (1,5% del PIB), frente al de 10.078 millones de euros (1,3% del PIB) registrado hasta abril de 2004. En términos de caja, la ejecución presupuestaria en los cuatro primeros meses de 2005 se saldó con un superávit de 7.139 millones de euros (7.579 millones en el mismo período del año anterior) (véase gráfico 3). Tanto los ingresos como los pagos se desaceleraron en abril, aunque en ambos casos mantuvieron tasas de variación más altas de lo previsto inicialmente. Así, los ingresos registraron un crecimiento del 11,1%, mientras que los pagos aumentaron un 14,6%. Entre los primeros, destaca el dinamismo de los principales impuestos directos y del IVA, en tanto que los ingresos no impositivos se redujeron notablemente. En cuanto a los gastos, su elevado crecimiento se debió a los pagos por intereses, condicionados por el calendario de vencimientos de la deuda pública, y a las transferencias corrientes, afectadas por el adelanto de un mes en los pagos a la Unión Europea por recurso PNB.

### **Precios y costes**

Los datos de la CNTR correspondientes al primer trimestre de 2005 han reflejado una desaceleración tanto de la remuneración por asalariado como de los costes laborales, en el conjunto de la economía, de dos décimas en cada caso, hasta tasas interanuales del 2,9% y del 2,6%, respectivamente. El deflactor de la demanda avanzó un 4,2%, tasa similar a la registrada en el trimestre anterior, impulsado por el notable aumento del deflactor de la inversión en construcción, que ha compensado la ligera desaceleración de los precios de consumo; el deflactor del PIB también se incrementó un 4,2% en el primer trimestre.

La información relativa a los convenios colectivos firmados hasta el 31 de marzo, que afectaron a 4,76 millones de trabajadores, muestra una subida salarial pactada del 2,85%, que se mantiene por debajo de la observada en 2004 (3%). Por ramas de actividad, el aumento de las tarifas se aproxima al 3% en la industria y la construcción, situándose por encima en la agricultura (3,4%), mientras que en los servicios el crecimiento es algo menor (2,7%). Con los datos disponibles hasta el momento, el impacto estimado de la activación de la cláusulas de salvaguarda correspondientes al año 2004 es de 0,62 pp.

En abril, el índice de precios de consumo (IPC) aumentó un 1,4% intermensual, que se tradujo en un crecimiento interanual del 3,5%, una décima superior al registrado en marzo (véase gráfico 4). Este repunte, que prolonga la senda de suave aceleración iniciada en febrero, se ha debido a la aceleración del componente energético —hasta el 9,6%, reflejando las subidas del gas, de los carburantes y de los combustibles de calefacción— y de los alimentos no elaborados —hasta el 3,8%, acusando el encarecimiento de la carne de ave y de ovino, así como de las frutas frescas, legumbres y hortalizas—. Por su parte, el IPSEBENE redujo su tasa de crecimiento interanual en una décima en abril, al aumentar un 2,8%. Entre los índices que lo componen, los precios de los alimentos elaborados también repuntaron, aunque en menor medida que los no elaborados (4,3%). Por el contrario, los precios de los servicios suavizaron su ritmo de avance al crecer un 3,5% interanual en abril, cinco décimas menos que en marzo, correspondiendo el descenso más acusado al turismo y hostelería, como suele ser habitual en el mes posterior al de la Semana Santa. Por último, los precios de los bienes industriales no energéticos mantuvieron estable su tasa de incremento interanual en el 1%.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

De igual modo, el IAPC aumentó un 1,4% en abril, incrementando en una décima su tasa de crecimiento interanual, hasta el 3,5%, que coincide con el indicador adelantado publicado a finales de ese mes. La inflación en la UEM se mantuvo en el 2,1%, de forma que el diferencial de inflación con la zona se amplió una décima, hasta 1,4 pp. El diferencial de crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos se situó en 0,9 pp, el correspondiente a precios de los servicios en 1,3 pp, el de la energía fue prácticamente nulo, y el de los alimentos alcanzó los 3 pp.

Los precios industriales frenaron en abril la trayectoria alcista registrada en meses anteriores, a pesar de mantenerse la desfavorable evolución de los precios energéticos. El IPRI aumentó un 0,6% en dicho mes, desacelerando una décima su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 5%. Los precios de obtención de la energía se incrementaron un 14,5% interanual, 1,4 pp más que en marzo, si bien el índice no energético se desaceleró cinco décimas, situando su tasa en el 3%. Entre los componentes no energéticos, los precios de los bienes intermedios recortaron en 1,1 pp su ritmo de avance interanual, hasta el 3,8%, mientras que los precios correspondientes a los bienes de equipo y de consumo duradero mantuvieron su crecimiento estable en el 2,8% y 2% interanual, respectivamente.

Finalmente, los precios de las importaciones, aproximados por el índice de valor unitario (IVU), aumentaron un 5,3% en marzo, y un 5,2% en el conjunto del primer trimestre, tasa similar a la registrada en el cuarto trimestre de 2004. Por componentes, los precios energéticos se aceleraron de nuevo en marzo, aunque la tasa media trimestral fue algo inferior a la de finales de 2004. Los IVU no energéticos, por el contrario, se desaceleraron en marzo. En cuanto a las exportaciones, el índice de valor unitario (IVU) creció un 4,8% en ese mes (5,1% en el primer trimestre), acelerándose en relación con el año anterior.

**Evolución económica y financiera en la UEM**

El aspecto más destacable de la evolución financiera internacional en los meses de abril y mayo fue el aumento en las primas de riesgo de los bonos corporativos de baja calificación crediticia en EEUU, coincidiendo con un empeoramiento de las calificaciones para algunas grandes empresas del sector de automoción en ese país. Esto apenas ha tenido impacto, al menos por el momento, sobre los diferenciales de los bonos de mejor calificación, ni sobre los de los países emergentes. Además, también destacó la fortaleza del dólar frente al euro y el

yen, que se intensificó tras la publicación de la mejora en el saldo de comercio exterior en Estados Unidos del mes de marzo. Por su parte, los tipos de interés a largo plazo en EEUU se mantuvieron en niveles muy reducidos, e incluso disminuyeron adicionalmente, ante las perspectivas de mercado de un menor, aunque todavía firme, crecimiento económico y la mejora de las expectativas inflacionistas.

En los mercados de materias primas, tras alcanzar cotizaciones máximas históricas a inicios de abril, el petróleo Brent redujo su cotización en un 15%, hasta los 48 dólares por barril en la tercera semana de mayo. Esta corrección de precios, que se produjo en un contexto de moderada volatilidad, estuvo condicionada por las previsiones de una desaceleración de la demanda de petróleo —especialmente en China— y por el aumento de los inventarios de crudo en EEUU. Sin embargo, los precios de los contratos a futuro se mantuvieron elevados, sensiblemente por encima de los precios para entrega inmediata. Por su parte, los mercados de materias primas no energéticas tuvieron una evolución relativamente estable en el período analizado, a excepción de los metales industriales, que experimentaron una caída de un 10% en promedio, en parte por la apreciación del dólar.

En Estados Unidos, según el avance de Contabilidad Nacional, el aumento del PIB en el primer trimestre fue menor de lo esperado —con una tasa de expansión trimestral anualizada del 3,1%— y con signos de enfriamiento de la inversión empresarial, así como aumentos de las existencias aparentemente indeseados. Esta evolución fue coherente con los datos fuertemente negativos de los indicadores de consumo y de inversión en marzo. Otros signos de enfriamiento fueron la caída de la producción industrial y de la utilización de la capacidad productiva, así como los indicadores de opinión empresarial y la confianza del consumidor, que continuaron una línea descendente, reflejando el impacto negativo del alto coste energético. No obstante, algunos indicadores de abril, aunque muy incompletos, ofrecieron señales más positivas, y sugieren que las caídas del gasto de marzo podrían haber sido transitorias. De ellos cabe destacar, sobre todo, el aumento del empleo y las fuertes ventas al por menor. Por su parte, los índices de precios se moderaron y el IPC subyacente se desaceleró en abril del 2,4% al 2,2% interanual, lo que fue positivamente interpretado por los mercados, pese a que el índice general aumentara del 3,2% al 3,5%, a consecuencia, principalmente, del incremento del coste de la energía. En cuanto al sector exterior, se redujo el déficit de la balanza comercial en marzo, sobre todo por la desaceleración de las importaciones. La ejecución presupuestaria registró un déficit menor de lo esperado en los siete primeros meses del ejercicio fiscal 2004-2005, lo que ha propiciado una revisión de la previsión de déficit por parte de la Oficina Presupuestaria del Congreso del 3,5% al 3% del PIB en dicho período.

En Japón, los datos preliminares del PIB del primer trimestre mostraron un inesperado vigor de la recuperación económica, con un crecimiento del 5,3% intertrimestral anualizado, frente al 0,1% del trimestre anterior. Esta aceleración se fundamentó en un fuerte crecimiento del consumo y de la inversión privada. Los últimos indicadores, sin embargo, confirman solo en parte esta recuperación de la actividad: aunque en marzo los indicadores sintéticos de actividad mejoraron considerablemente, especialmente el indicador coincidente, la producción industrial siguió estancada en términos intermensuales y volvió a caer el gasto nominal de las familias. Por otro lado, el mercado de trabajo dio muestras de una mayor debilidad, con una variación del empleo del -0,3% en marzo. Las exportaciones se aceleraron ligeramente en ese mes, pero menos que las importaciones. Por su parte, a pesar de los elevados precios del petróleo —que de hecho han producido un fuerte aumento en los precios al por mayor— se mantuvieron las presiones deflacionistas, como indica la variación del índice general de precios de consumo en marzo, que fue del -0,2% interanual, y del -0,3% en el índice subyacente.



		2004		2005			
		DIC	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (b)	Índice de producción industrial	1,2	2,0	0,4	-0,1		
	Comercio al por menor	0,4	-0,6	0,8	1,4		
	Matriculaciones de turismos nuevos	1,9	1,5	-2,3	1,7	1,0	
	Indicador de confianza de los consumidores	-13,0	-13,0	-13,0	-14,0	-13,0	
	Indicador de clima industrial	-4,0	-5,0	-6,0	-8,0	-9,0	
	IAPC	2,4	1,9	2,1	2,1	2,1	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	6,6	6,8	6,7	6,5		
	M1	8,9	9,6	10,2	9,3		
	Crédito a los sectores residentes						
	Total	6,1	6,5	6,6	6,4		
	AAPP	2,5	3,6	4,1	2,3		
	Otros sectores residentes	7,0	7,3	7,3	7,5		
	<i>Del cual:</i>						
	Préstamos a hogares	7,9	8,1	8,1	8,0		
	Préstamos a sociedades no financieras	5,5	5,8	5,8	6,0		
	EONIA	2,05	2,08	2,06	2,06	2,08	2,07
	EURIBOR a tres meses	2,17	2,15	2,14	2,14	2,14	2,13
	Rendimiento bonos a diez años	3,69	3,63	3,62	3,76	3,57	3,42
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,58	0,63	0,59	0,78	0,82	0,79
	Tipo de cambio dólar/euro	1,341	1,312	1,301	1,320	1,294	1,275
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	9,9	1,9	4,7	4,3	0,2	4,5	

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

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

En China continuó el fuerte dinamismo de la actividad, como muestra el crecimiento del PIB real en el primer trimestre, del 9,4% interanual. Los indicadores parciales más recientes mostraron la aceleración de la producción industrial y de la inversión en activos fijos, lo que pone en duda la efectividad de las últimas medidas para moderar la actividad. No obstante, se contuvo la fortaleza de las ventas al por menor en abril. El sector exterior moderó también levemente su vivo ritmo de crecimiento en abril, pese a lo cual el de las exportaciones superó el 30% interanual y el de las importaciones el 15%. La tasa de aumento de los precios de consumo se redujo considerablemente, hasta el 1,8% en abril, gracias a la desaceleración de los precios de los alimentos, si bien aumentó ligeramente la inflación de los precios de producción.

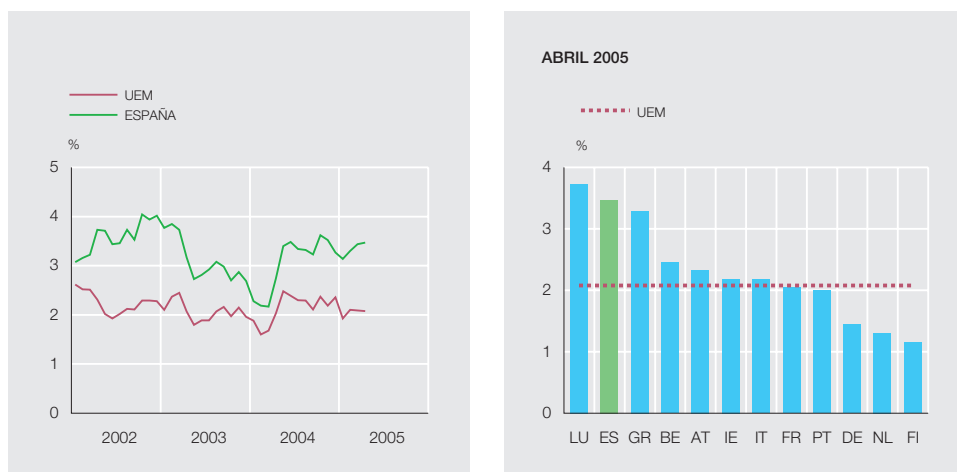
En el Reino Unido, a pesar de que el PIB creció en el primer trimestre un 2,4% anualizado, han aparecido indicios de desaceleración, con caídas de la producción manufacturera y de la matriculación de automóviles en abril. Pese a ello, el mercado de trabajo mostró en marzo un buen tono, con aumentos del empleo y un mantenimiento de la tasa de paro en el 4,7%, al tiempo que se moderaron los salarios. Los precios de la vivienda siguieron desacelerándose, hasta tasas inferiores al 6%.

En América Latina se percibe una moderación del ritmo de actividad, desde las elevadas cifras con las que concluyó el año 2004. Los datos oficiales de México, que registró un crecimiento interanual del 2,4% del PIB en el primer trimestre (frente al 4,9% del trimestre anterior), avalan

esta percepción. No obstante, en algunas economías como Argentina o Venezuela, siguió observándose un fuerte ritmo de expansión. La tasa de inflación en Argentina, aunque se moderó ligeramente en abril —pasando al 8,8% interanual, desde el 9,1% de marzo—, continúa suscitando preocupación. También se registraron repuntes en las tasas de inflación de Chile, México y Brasil. En este contexto, los tipos de interés oficiales se han mantenido o han registrado ligeras subidas, como en los casos de Argentina, Chile y Brasil. También cabe destacar que la situación fiscal sigue siendo favorable por lo que se refiere a los saldos presupuestarios, gracias a la buena evolución de la recaudación.

Según el avance publicado por Eurostat, en el primer trimestre de 2005 el PIB del área del euro se incrementó un 0,5% en términos intertrimestrales, tras haber aumentado un 0,2% en el trimestre precedente. Esta evolución ha supuesto una reducción de dos décimas de la tasa de variación interanual del PIB de la UEM, hasta el 1,4%. La aceleración del producto del área con respecto al trimestre anterior responde, sin embargo, a una evolución muy dispar por países y está rodeada de una incertidumbre mayor que la habitual. En efecto, de acuerdo también con datos preliminares, el crecimiento del PIB cobró vigor en Alemania, hasta el 1% intertrimestral, desde el -0,1% del cuarto trimestre —como consecuencia, exclusivamente, de la evolución favorable del saldo exterior neto, puesto que la demanda interna se contrajo—. Conviene tener en cuenta, sin embargo, que la tasa de variación intertrimestral podría incorporar un sesgo al alza, en la medida en que compensa el posiblemente exagerado ajuste estadístico por días laborables realizado en el cuarto trimestre de 2004. Por ello, si se consideran conjuntamente los dos últimos trimestres, el crecimiento del PIB en ese período en relación con el semestre anterior se situó en el 0,4%, prácticamente la misma tasa que en el semestre precedente. Por el contrario, en Italia, Holanda y Finlandia, la actividad registró una caída en el primer trimestre del año. Por último, en Bélgica el PIB se mantuvo constante y en Francia se ralentizó su ritmo de expansión trimestral hasta el 0,2%. En el caso de Francia, país para el que se dispone del desglose por componentes, la desaceleración fue consecuencia del comportamiento del consumo, tanto privado —que creció con menor intensidad— como público —que se redujo en el primer trimestre—.

Se observa, en términos generales, un comportamiento desfavorable de los indicadores de coyuntura más recientes, con la excepción de los relacionados con el consumo, que muestran una evolución más positiva. Así, en marzo, la producción industrial se redujo por segundo mes consecutivo, hasta situar la tasa de variación interanual en el -0,1% (véase cuadro 1). Por lo que se refiere a los indicadores cualitativos, tanto el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea como el de las opiniones de los directores de compra del sector manufacturero disminuyeron en abril. En este último caso, cabe destacar que el indicador se ha situado, tanto en la UEM como en sus cuatro mayores países, por debajo del nivel 50, lo que indicaría que la producción está disminuyendo. Las encuestas de confianza del sector servicios mostraron también un empeoramiento en abril, aunque de menor intensidad que el del sector industrial. Por lo que respecta a la demanda, los indicadores de confianza del consumidor y del comercio minorista registraron una leve mejora, mientras que las matriculaciones de automóviles se desaceleraron en abril. A su vez, el dato de las ventas al por menor de la UEM fue favorable en marzo, de manera que su tasa de variación interanual experimentó un repunte, hasta el 1,4%. Por lo que se refiere a los indicadores de inversión, de acuerdo con la encuesta trimestral de coyuntura industrial de la Comisión Europea fechada en el segundo trimestre, el grado de utilización de la capacidad productiva y el nivel de nuevos pedidos se redujeron, en línea con la evolución negativa que registra desde comienzos de año la valoración de la cartera de pedidos en la industria. Finalmente, tanto la valoración de la cartera de pedidos procedentes del exterior en abril como las expectativas de exportación de la encuesta trimestral de la industria avanzan un comportamiento más moderado de las ventas al exterior.



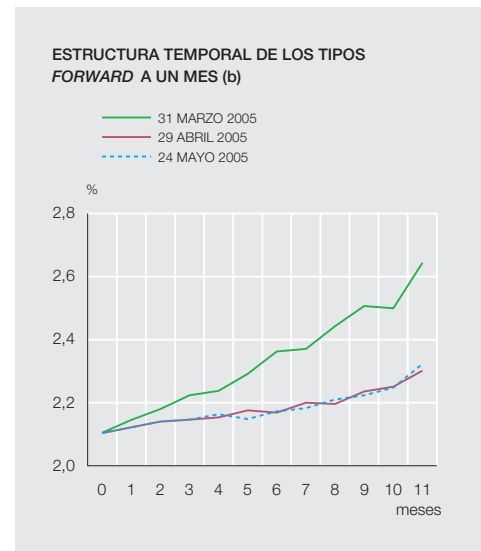
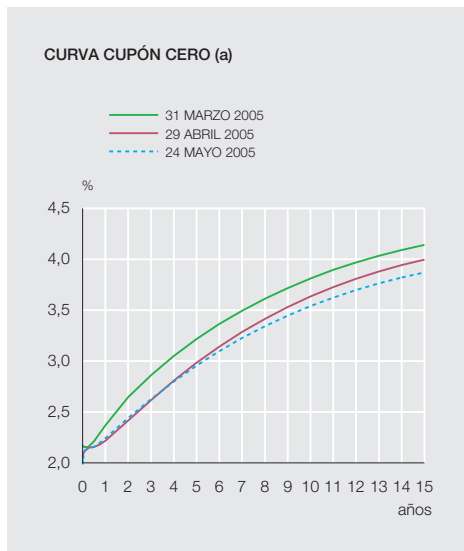
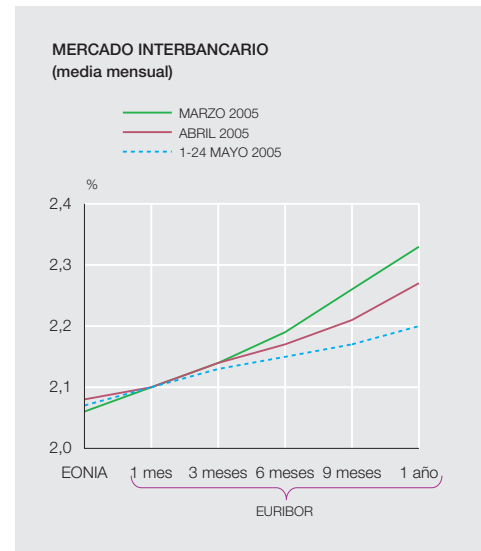
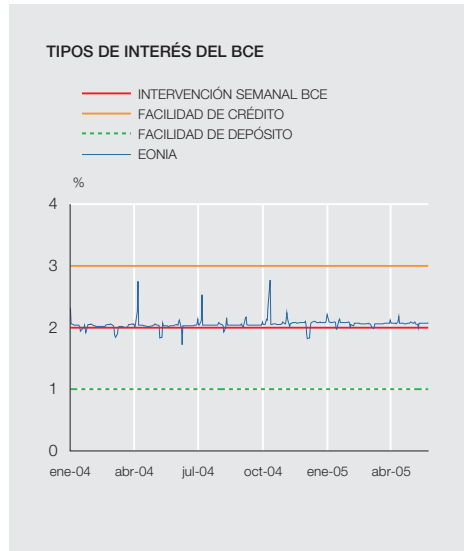
FUENTE: Eurostat.

En cuanto a las perspectivas a corto plazo, la Comisión Europea revisó una décima a la baja el intervalo de previsiones del crecimiento del PIB para el segundo trimestre, de modo que tanto en ese período como en el tercer trimestre se espera que la tasa de variación intertrimestral del producto se encuentre entre el 0,2% y el 0,6%.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la tasa de variación interanual del IAPC se situó en abril en el 2,1%, la misma que en los dos meses anteriores (véase gráfico 5). Esta evolución fue consecuencia del encarecimiento de la energía, contrarrestado por la moderación de los ritmos de crecimiento de los precios de los alimentos no elaborados y de los servicios. El favorable comportamiento de este último componente ha supuesto que la tasa interanual de variación del índice que excluye los alimentos no elaborados y la energía (IPSEBENE) se redujera dos décimas, hasta el 1,4%. Por su parte, el crecimiento interanual de los precios industriales se mantuvo en marzo en el 4,2%, como resultado de una moderación de los precios de los bienes de consumo y de los bienes intermedios no energéticos, compensados por una aceleración de los precios de la energía y de los bienes de capital.

En este contexto, caracterizado por la ausencia tanto de presiones inflacionistas significativas en el área del euro como de señales claras de fortalecimiento de la actividad, el Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del 4 de mayo, mantuvo sin cambios 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 abril y las tres primeras semanas de mayo, los tipos de interés para plazos superiores a tres meses han experimentado una progresiva reducción, de magnitud creciente con el plazo, lo que ha determinado un aplanamiento de la curva de rendimientos. En los mercados secundarios de deuda pública del área del euro, las rentabilidades a diez años se redujeron a lo largo del período analizado, hasta situarse en torno al 3,4%, que representa un mínimo histórico. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda a diez años siguió también una trayectoria bajista, de forma que el diferencial positivo con la UEM se mantuvo relativamente estable en torno a los 0,8 puntos porcentuales.

En los mercados de renta variable europeos, se registraron notables descensos a mediados de abril, que fueron seguidos por una tendencia levemente alcista de las cotizaciones. La re-

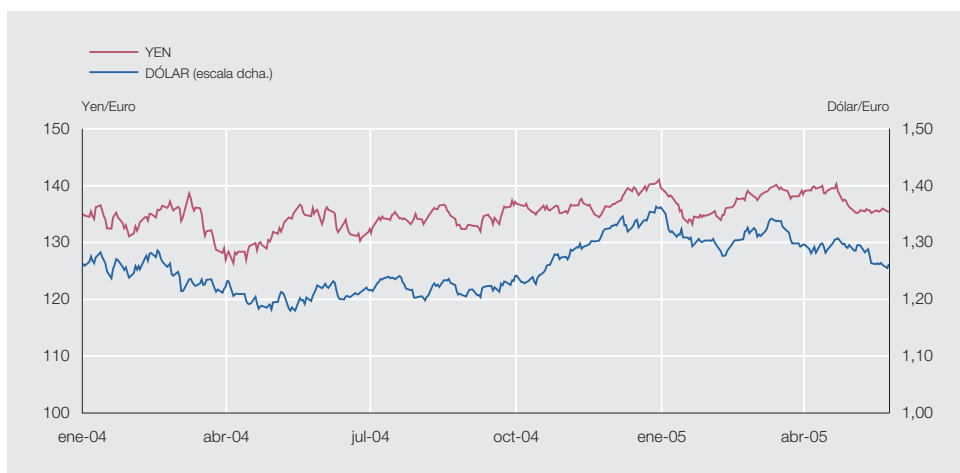


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

valorización acumulada anual hasta el día 24 de mayo por el índice Dow Jones EURO STOXX se sitúa en el 4,5%. En los mercados cambiarios, el euro retomó en mayo la senda depreciatoria, que con altibajos ha mostrado desde comienzos de año, hasta situarse en torno a los 1,26 dólares por euro a finales de ese mes, lo que supone una depreciación acumulada del 7,4% desde comienzos de 2005. En términos del tipo de cambio efectivo nominal, la depreciación del euro en lo que va de año se cifra en el 3,9%.

Finalmente, el agregado M3 registró en marzo una tasa de variación interanual del 6,5%, inferior en dos décimas a la del mes precedente. Los préstamos concedidos al sector privado, por el contrario, aumentaron su tasa interanual hasta el 7,5%, en un entorno de bajos tipos de interés y de mejora de las condiciones crediticias. Por lo que respecta al desglose sectorial, se aceleró de nuevo el crecimiento de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras. Por su parte, el ritmo de expansión de los préstamos a los hogares se mantuvo estable, ya



FUENTES: BCE y Banco de España.

que el menor dinamismo de los préstamos otorgados para financiar la compra de vivienda fue compensado por el repunte de los destinados al consumo.

### ***Evolución financiera en España***

Durante el mes de marzo, los préstamos concedidos a los hogares continuaron creciendo a tasas elevadas al tiempo que los recursos ajenos captados por las sociedades no financieras volvieron a presentar un incremento en su avance interanual. Por su parte, los activos financieros más líquidos de ambos sectores experimentaron un ritmo de expansión similar al del mes precedente. La información provisional correspondiente a abril muestra un mantenimiento del dinamismo de la financiación de las familias, una nueva aceleración de la deuda de las empresas y un ascenso en la variación interanual de los activos financieros más líquidos del sector privado no financiero.

En los mercados de deuda pública las rentabilidades a medio y largo plazo retomaron, durante abril y la parte transcurrida de mayo, la senda descendente, tras el repunte que se produjo en la parte final del primer trimestre del año. En los tramos cortos de la curva también se observaron recortes, aunque fueron menos acusados. De este modo, durante la primera quincena de mayo los tipos de interés de las letras entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron, en media, en el 2,05% y el 3,39%, respectivamente, 11 puntos básicos (pb) y 34 pb por debajo de los correspondientes niveles de marzo (véase cuadro 2). La evolución de la deuda española a diez años fue similar a la de la alemana, por lo que el diferencial entre ambas se mantuvo relativamente estable. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a 5 años de las empresas no financieras españolas experimentaron un ligero ascenso durante el período analizado, hasta alcanzar valores en el entorno de los 35 pb.

En los mercados bursátiles nacionales las cotizaciones continuaron en abril con la pauta descendente iniciada en marzo, en un contexto de mayor incertidumbre sobre el crecimiento económico mundial, asociado, en parte, a los elevados niveles alcanzados por el precio del petróleo. No obstante, durante la parte transcurrida de mayo se han producido nuevos ascensos, que han llevado a que, en la fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumule una ganancia del 3,7% desde principios de año, evolución algo mejor que la registrada por el EURO STOXX amplio de las bolsas de la UEM, y mucho más favorable que la mostrada por el S&P 500 de las de EEUU, que presentaba una pérdida del 3,8%. Por su parte, las volatilidades implícitas han aumentado ligeramente durante el período analizado, aunque se mantienen en niveles reducidos.

TIPOS BANCARIOS (b)		2002	2003	2004	2005				
		DIC	DIC	DIC	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY (a)
HOGARES E ISFLSH	Crédito a vivienda	...	3,46	3,39	3,43	3,44	3,42	...	...
	Crédito a consumo y otros fines	...	6,40	6,27	6,53	5,84	6,24	...	...
	Depósitos	...	1,11	1,15	1,14	1,15	1,13	...	...
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS								
	Crédito (c)	...	3,75	3,44	3,49	3,47	3,48	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,72	2,19	2,17	2,15	2,19	2,16	2,12	2,05
	Deuda pública a cinco años	3,59	3,47	2,98	2,98	3,01	3,10	2,94	2,81
	Deuda pública a diez años	4,43	4,34	3,64	3,59	3,58	3,73	3,53	3,39
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,06	0,00	-0,00	-0,00	0,01	0,00	0,02	0,02
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	1,11	0,32	0,29	0,29	0,27	0,27	0,32	0,34
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	-23,10	27,44	18,70	2,57	4,78	3,68	1,14	3,66

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

- a. Media de datos diarios hasta el 17 de mayo 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.

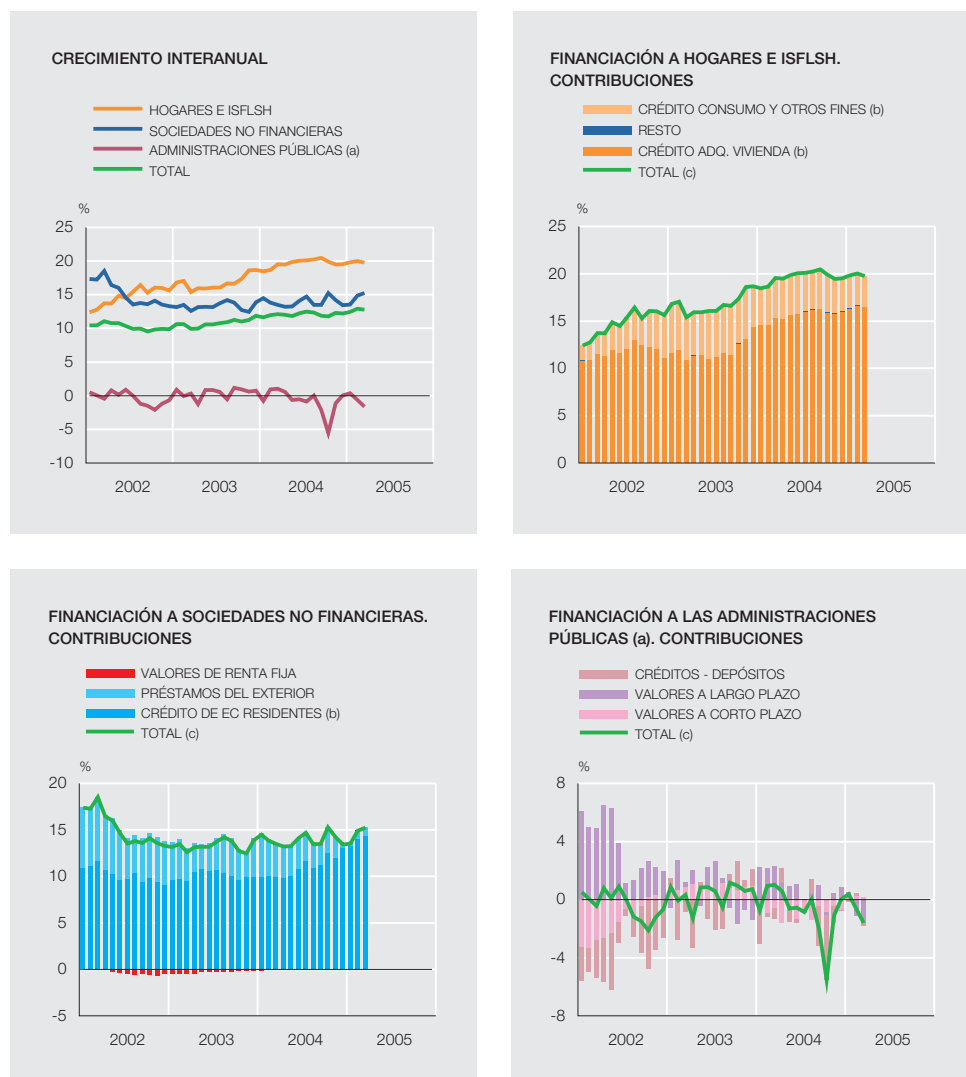
### FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, LOS HOGARES E ISFLSH Y LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

**Crecimiento interanual (T1,12) (a)**

	2005	2003	2004	2005		
	MAR (b)	DIC	DIC	ENE	FEB	MAR
FINANCIACIÓN TOTAL	1.567,8	11,9	12,2	12,5	12,9	12,8
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	1.248,7	15,9	16,0	16,2	17,1	17,2
Hogares e ISFLSH	549,8	18,7	19,5	19,8	20,0	19,8
De los cuales:						
Crédito para adquisición de vivienda (c)	395,8	21,3	23,2	23,5	24,0	23,7
Crédito para consumo y otros fines (c)	153,1	13,2	11,2	11,4	11,0	10,6
Sociedades no financieras	698,9	13,9	13,4	13,5	14,9	15,3
De los cuales:						
Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	499,8	14,3	18,9	19,4	20,3	20,7
Valores de renta fija	12,1	-7,8	0,2	1,4	0,6	0,7
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (d)	319,1	0,7	0,0	0,4	-0,7	-1,6
Valores a corto plazo	38,2	8,3	-6,2	1,0	2,4	1,5
Valores a largo plazo	289,4	-1,5	0,9	0,4	-1,2	-1,7
Créditos - depósitos (e)	-8,5	3,7	-0,1	-0,4	0,7	-0,7

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.

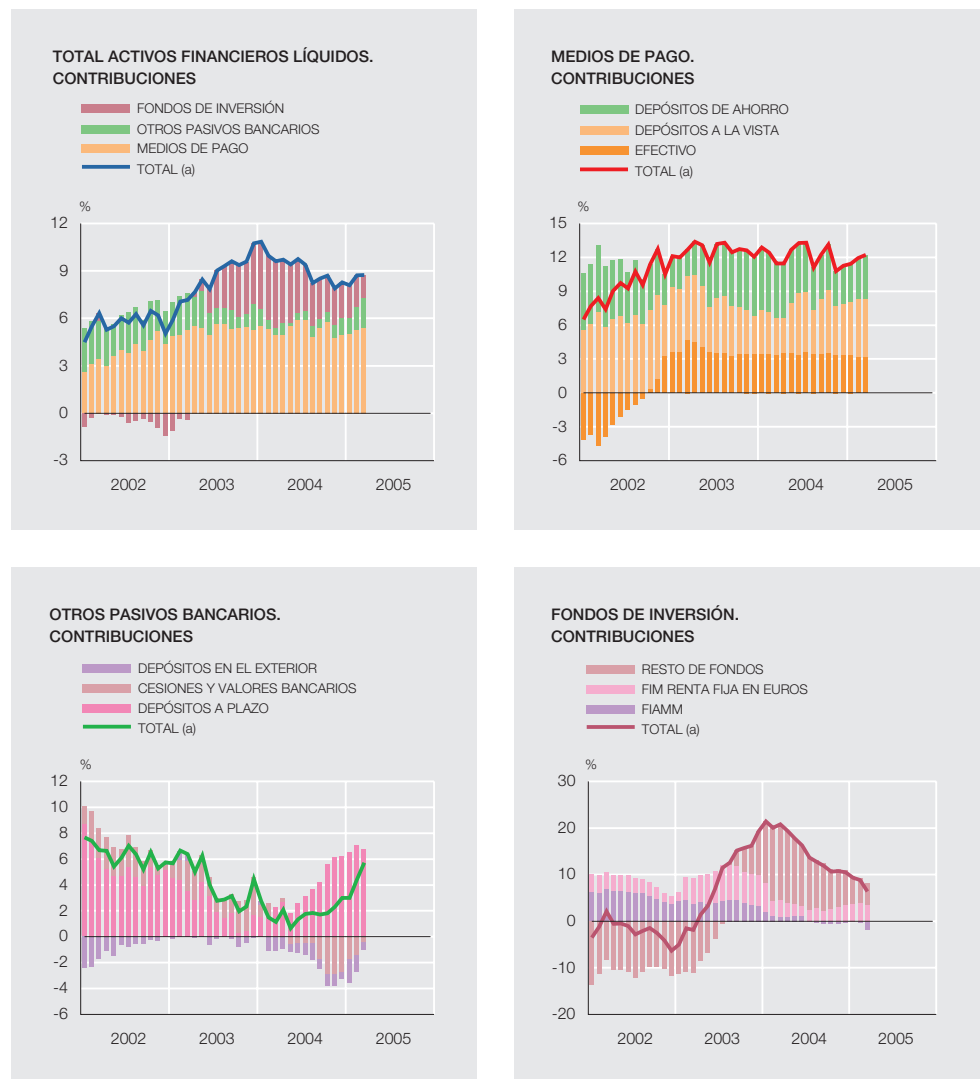


FUENTE: Banco de España.

- 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 no mostraron, en general, variaciones significativas durante el mes de marzo, de modo que permanecieron en torno a los reducidos niveles alcanzados durante el período reciente. Así, el coste de los préstamos para la adquisición de vivienda, el de la financiación bancaria a las sociedades no financieras y la remuneración de los depósitos de los hogares se mantuvieron prácticamente inalterados en el 3,42%, 3,48% y 1,13%, respectivamente. En cambio, el tipo de interés de los créditos destinados al consumo y otros fines, que presenta habitualmente una mayor variabilidad, se incrementó en 40 pb, hasta situarse en el 6,24%, corrigiendo parcialmente el descenso experimentado en febrero.

La financiación recibida por los sectores residentes no financieros registró, en marzo, un crecimiento interanual similar al del febrero, con un comportamiento diferenciado por sectores. Así, mientras que la deuda de las empresas se aceleró hasta presentar una tasa de variación superior al 15%, los recursos obtenidos por los hogares experimentaron una ligera modera-



FUENTE: Banco de España.

a. Crecimiento interanual.

ción en su ritmo de expansión interanual, que, no obstante, continuó en niveles próximos al 20%. Por su parte, los fondos captados por las Administraciones Públicas se contrajeron en mayor medida que en el mes precedente (véanse cuadro 3 y gráfico 8).

Por lo que se refiere a los hogares, tanto la financiación para la adquisición de vivienda como la destinada al consumo y otros fines registraron, en marzo, una ligera reducción en sus ritmos de avance interanual, aunque en el primer caso continuaron situándose en niveles elevados, cercanos al 24%. Por su parte, el mayor dinamismo de los recursos ajenos captados por las sociedades no financieras resultó, principalmente, del comportamiento de los créditos concedidos por las entidades residentes, cuyo saldo aumentó cerca del 21% en relación con el mismo período del año anterior, y, en menor medida, de la evolución también expansiva de los préstamos procedentes del exterior y de la emisión de valores de renta fija. La información provisional correspondiente a abril muestra que la deuda de las familias continúa sin dar síntomas claros de moderación, al tiempo que la de las empresas prosiguió con el perfil de aceleración de los meses anteriores.



En el caso de las Administraciones Públicas, la tasa de variación interanual de la financiación recibida por el sector se redujo en marzo hasta el -1,6%, casi un punto porcentual por debajo de la del mes precedente. El desglose por instrumentos muestra descensos, en relación con el mismo período del año anterior, tanto en el saldo neto entre crédito y depósitos como en el correspondiente a valores a largo plazo, que más que compensaron la emisión neta positiva de valores a corto plazo acumulada durante los últimos doce meses.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares mantuvieron, en marzo, un ritmo de crecimiento interanual similar al de febrero, evolución que resultó del mayor dinamismo de los medios de pago y de los otros pasivos bancarios, que fue compensado por la desaceleración que mostraron los fondos de inversión (véase gráfico 9). Dentro de estos, los FIAMM fueron los que presentaron una contracción más acusada en su tasa de variación, como consecuencia de los importantes reembolsos realizados durante dicho mes. Por su parte, el avance interanual de los FIM se redujo, aunque continuó situado en niveles relativamente elevados. La información provisional referente a los activos financieros más líquidos del sector privado en abril apunta a que estos experimentaron una cierta aceleración durante dicho período.

26.5.2005.