

## EVOLUCIÓN RECENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

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

Las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR)<sup>1</sup> referidas al cuarto trimestre de 2005, que ya fueron comentadas en el *Boletín Económico* de febrero, confirmaron que el año se cerró con un elevado crecimiento del producto en la economía española, del 3,5% en tasa interanual, similar al del tercer trimestre. En la segunda parte del año se observó una cierta recomposición del gasto, ya que la demanda nacional tendió a moderar ligeramente su ritmo de avance y el sector exterior redujo en alguna medida su contribución negativa al crecimiento. En el conjunto del año, el PIB se incrementó un 3,4%, por encima del 3,1% registrado en el ejercicio precedente, mientras que el empleo reforzó también su dinamismo, al aumentar un 3,1%, con lo que la productividad siguió mostrando un avance modesto. La información sobre la evolución de la economía en los primeros meses de 2006 es todavía muy escasa, aunque es compatible con las tendencias observadas al finalizar 2005.

Los indicadores más actualizados sobre el consumo privado han mantenido la tendencia de ligera desaceleración que mostraron en el segundo semestre del año pasado. Las encuestas de opinión de la Comisión Europea, correspondientes al mes de febrero, recogieron, de nuevo, un deterioro de la confianza de los consumidores y, más acusadamente, del comercio minorista; en este último caso, el indicador se situó en el mínimo de los últimos diez años (véase gráfico 1). También se intensificó en febrero el ritmo de caída de las matriculaciones de automóviles, hasta una tasa interanual del -1,6%. No obstante, las ventas de turismos a particulares recuperaron un cierto dinamismo, tras el retroceso del mes anterior, mientras que las destinadas a las empresas de alquiler retomaron la tendencia descendente de los últimos meses del pasado año. Por su parte, las ventas minoristas registraron un crecimiento reducido en enero (del 0,5%, en términos reales, y del -0,3%, si se corrige de efectos calendario), muy similar al de los últimos meses. Con todo, los datos más recientes de la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares, que corresponden al cuarto trimestre de 2005, han confirmado el gran dinamismo del gasto total de los hogares al finalizar el año, con un crecimiento del 6,4%, en términos reales, y una ligera mejora en la percepción de los hogares sobre las posibilidades de ahorrar y la facilidad de llegar a fin de mes.

El indicador de clima industrial de los productores de bienes de equipo mejoró sustancialmente en febrero, con incrementos tanto de la cartera actual de pedidos como de la producción prevista. Por su parte, la producción interior de estos bienes intensificó en enero el dinamismo del mes anterior. Pese a ello, la evolución de las disponibilidades de bienes de equipo sugiere que la inversión en este tipo de bienes podría haberse desacelerado adicionalmente en los primeros meses de este año. Entre los indicadores de construcción también se observa una evolución más moderada al comienzo de 2006. En particular, el indicador de confianza de este sector experimentó un deterioro importante en febrero, alcanzando su valor mínimo desde mediados de 2004. La información sobre la licitación oficial y sobre edificación residencial, que proporcionan los visados, sugiere un menor empuje de ambos componentes. Sin embargo, en febrero las afiliaciones a la Seguridad Social en la construcción han seguido creciendo a ritmos muy elevados, aun cuando se corrijan los efectos de la regularización.

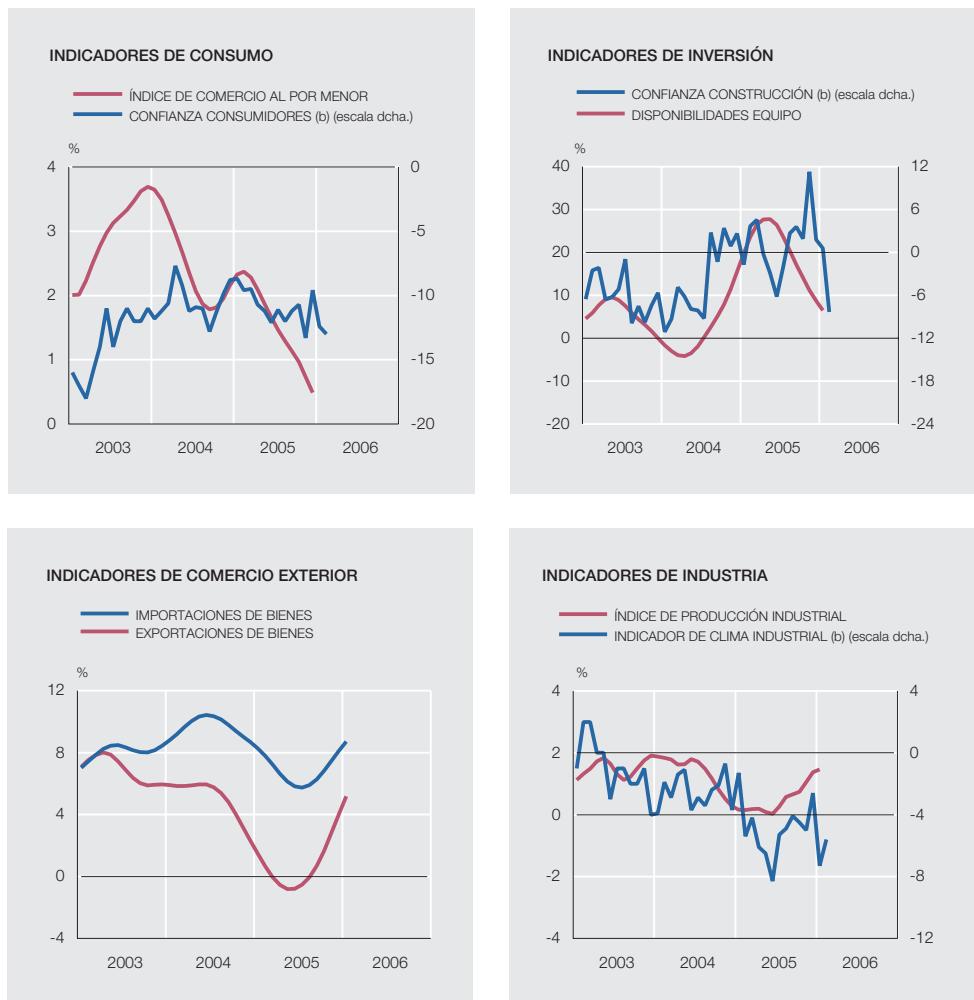
Los datos de Aduanas sobre comercio de bienes señalan que en enero se produjo una acusada aceleración tanto de las exportaciones como de las importaciones, en términos reales.

---

1. Tasas calculadas sobre series corregidas de calendario y variaciones estacionales. En el caso del empleo, puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

## 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.

Las ventas reales de mercancías al exterior aumentaron un 12,2%, frente a un crecimiento medio prácticamente nulo en el cuarto trimestre del pasado año. Las exportaciones de bienes de equipo —que reflejan, fundamentalmente, el abultado aumento de las ventas de material de transporte naval— y, en menor medida, las de bienes de consumo e intermedios no energéticos fueron las más dinámicas. Por áreas geográficas, el incremento más significativo lo registraron las ventas dirigidas al conjunto de países no pertenecientes a la UE. Por su parte, las importaciones aumentaron en enero un 17,7%, en términos reales, frente a un avance medio del 4,9% en el último trimestre del pasado año. Por grupos de productos, las compras reales de bienes de consumo registraron un avance inusual, de más de un 40%, especialmente las de bienes no alimenticios, mientras que las importaciones de bienes de equipo y de productos energéticos se incrementaron por encima del 20%. Por su parte, el déficit comercial nominal se incrementó en enero un 25%, al incorporar una ligera mejora de la relación real de intercambio.

La desaceleración observada desde el mes de diciembre en los indicadores de turismo —que contrasta con el dinamismo mantenido hasta entonces— prosiguió en febrero. El incremento en el número de turistas extranjeros entrados por fronteras se redujo sustancialmente, hasta

una tasa del 2% en ese mes, y las pernoctaciones de turistas extranjeros descendieron, por segundo mes consecutivo, hasta el -1,7%. Según EGATUR, el gasto total realizado por los turistas, a precios constantes, disminuyó un 6,2% interanual en enero, reflejando tanto el descenso del gasto medio diario como el acortamiento de la estancia media por turista. En cuanto a los datos de la Balanza de Pagos, el año 2005 se cerró con un déficit muy elevado de las balanzas por cuenta corriente y de capital (de 60.789 millones de euros), un 69% superior al contabilizado el año anterior. Este resultado ha reflejado el notable deterioro del déficit de la balanza por cuenta corriente, que se incrementó un 55%, producto del empeoramiento de todos sus componentes. La cuenta de capital presentó un superávit de 8.163 millones de euros, un 4,5% inferior al del año 2004, debido a la disminución de las transferencias de capital procedentes de la UE.

El índice de producción industrial (IPI) moderó su crecimiento en enero, hasta el 3,4% interanual, en términos de la serie corregida de estacionalidad, aunque con datos sin corregir se produjo un registro superior al de los últimos meses del pasado año. Por componentes, el sustancial dinamismo de la producción de bienes de equipo contrastó con la pérdida de vigor en el caso de los bienes de consumo e intermedios. Por otro lado, tanto el indicador de confianza de la industria como el de gestores de compras recuperaron en febrero parte del retroceso que tuvo lugar el mes anterior. Las afiliaciones a la Seguridad Social en esta rama mantuvieron un modesto ritmo de descenso en febrero y el paro registrado siguió disminuyendo a una tasa interanual cercana al 2%.

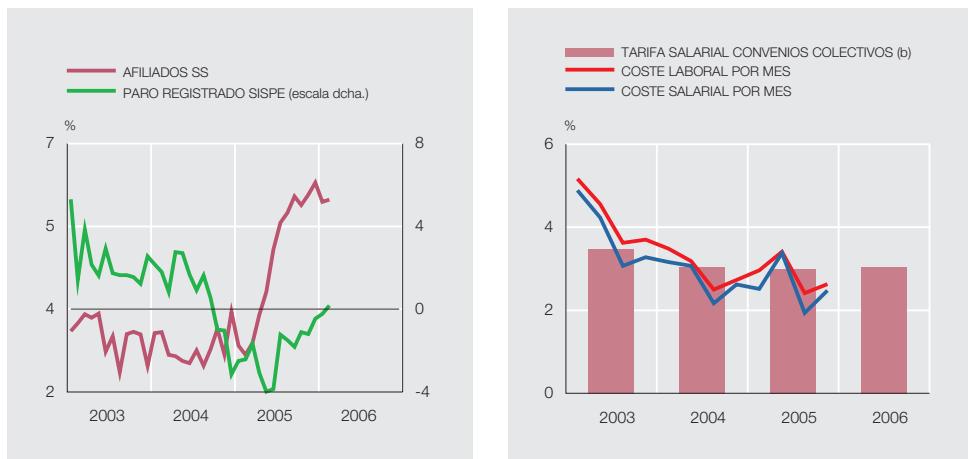
Los indicadores de actividad en los servicios han presentado en febrero un perfil dispar. Por una parte, el índice de gestores de compras se recuperó en dicho mes de la caída experimentada un mes antes; por otra, el indicador de confianza de la Comisión Europea registró un acusado descenso, que le situó en el mínimo histórico de esta estadística. Las afiliaciones a la Seguridad Social continuaron creciendo a un ritmo intenso y el paro registrado en esta rama siguió disminuyendo, aunque a un ritmo muy bajo.

En cuanto a la evolución del empleo en el conjunto de la economía, la información más reciente, referida al mes de febrero, apunta a una estabilización en altos ritmos de crecimiento. El número de afiliados a la Seguridad Social aumentó un 5,5%, en tasa interanual, en ese mes, una cifra en torno a la que viene oscilando últimamente; si se descontaran los efectos de la regularización de inmigrantes, las tasas se mantienen ligeramente por debajo del 3%, pero con el mismo perfil de estabilidad. Los contratos registrados en el INEM aumentaron un 11,1% en febrero, en términos interanuales, tasa algo inferior a la del mes precedente. El desempleo, por su parte, dejó de disminuir, en términos interanuales, por primera vez desde octubre de 2004, y aumentó un 0,2% en febrero (véase gráfico 2). En el desglose por ramas se observa que el mayor repunte de la tasa interanual se produjo en el colectivo sin empleo anterior.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo hasta febrero de 2006 un superávit de 10.857 millones de euros (un 1,1% del PIB), frente al superávit de 8.276 millones de euros (el 0,9% del PIB) registrado hasta febrero de 2005. Los ingresos experimentaron un incremento del 15,1% respecto al mismo período del año anterior, mientras que los gastos crecieron a una tasa del 7%. En términos de caja, la ejecución presupuestaria hasta febrero de 2006 se saldó con un superávit de 4.164 millones de euros, frente al déficit de 28 millones registrado en los dos primeros meses del año anterior (véase gráfico 3). Tanto los ingresos como los gastos se aceleraron en febrero, hasta tasas acumuladas del 10,9% y del -5,5%, respectivamente. Conviene recordar, en cualquier caso, que las cifras de los primeros meses del año son muy erráticas y poco representativas del comportamiento presupuestario del Estado en el conjunto del año.

## EMPLEO Y SALARIOS (a)

GRÁFICO 2

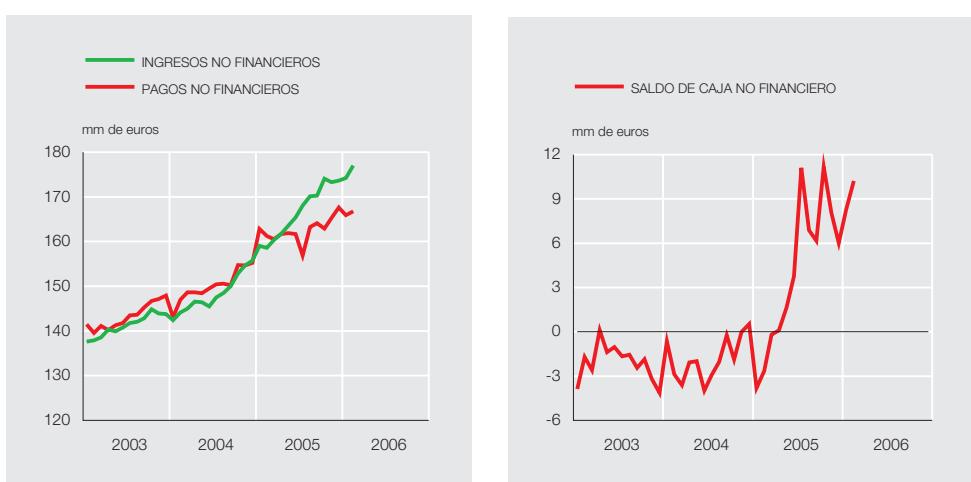


FUENTES: INE y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

- a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.
- b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta febrero 2006.

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

GRÁFICO 3

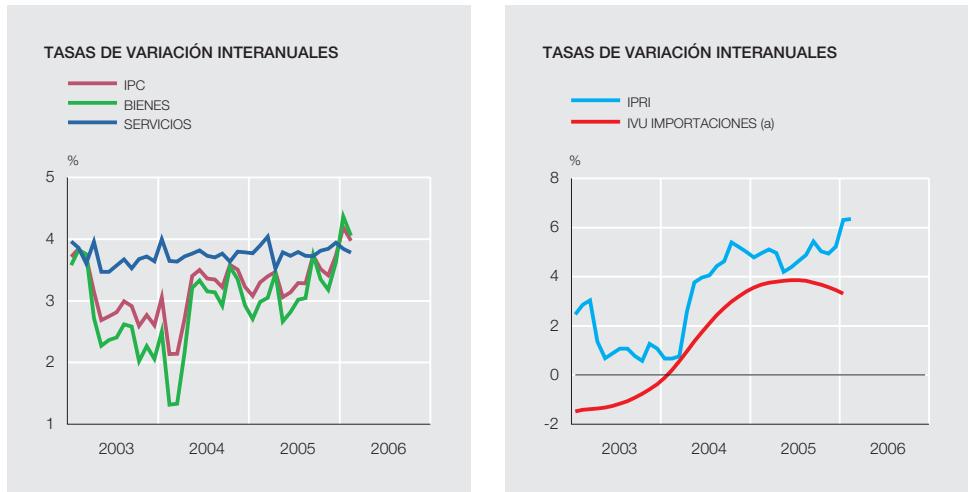


FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

- 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.

### Precios y costes

Los datos de la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL) correspondiente al cuarto trimestre de 2005 mostraron un aumento del coste laboral por trabajador y mes del 2,6%, dos décimas por encima del observado el trimestre anterior. En el conjunto del año, el coste laboral por trabajador y mes se incrementó un 2,9%, tasa similar a la registrada en 2004. El componente salarial aumentó un 2,6%, dos décimas menos que en el año anterior, mientras que los otros costes mantuvieron un incremento del 3,6%. El coste anual por hora presentó ritmos de avance superiores a los del coste por mes, debido al ligero descenso del número de horas trabajadas. Los datos más recientes sobre negociación colectiva sitúan el aumento salarial pactado en los convenios registrados hasta finales de febrero en el 3%, en línea con el pactado inicialmente en 2005 y con las directrices del Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva del presente año. Los convenios registrados hasta el mes de febrero afectan a más de 4,8 millones de trabajadores. Por ramas, los mayores incrementos de las tarifas salariales



FUENTES: INE y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

corresponden a la agricultura (3,6%), aunque en febrero se han elevado notablemente en la industria (hasta el 3,2%). También han repuntado, aunque de forma más modesta, los incrementos en la construcción y en los servicios, concretamente hasta el 2,9%. Por su parte, con los datos disponibles hasta el momento, el impacto estimado de la activación de las cláusulas de salvaguarda correspondientes al año 2005 es de 0,95 puntos porcentuales (pp).

Entre los indicadores de precios, el índice de precios de consumo (IPC) en febrero no varió respecto al mes anterior, de forma que su tasa de crecimiento interanual descendió dos décimas, hasta el 4% (véase gráfico 4). Por su parte, el IPSEBENE mantuvo estable su ritmo de avance interanual en el 2,9%. Por componentes, los precios energéticos se desaceleraron 1,5 pp, hasta alcanzar una tasa de crecimiento interanual del 13,3%. Los precios de los alimentos no elaborados se desaceleraron ocho décimas, hasta una tasa interanual del 4,5%, gracias a la desaceleración de los precios de algunas carnes, del pescado fresco y de las hortalizas frescas. Los alimentos elaborados protagonizaron en el mes de febrero un inesperado descenso, que redujo su tasa de crecimiento interanual en tres décimas, hasta el 3,4%, lo que, sin duda, está afectado por las estrategias de precios seguidas por las distintas marcas de tabaco entre finales de enero y mediados de febrero. Por otra parte, el componente de bienes industriales no energéticos aumentó una décima su ritmo de avance interanual, hasta el 1,5%. Por último, los precios de los servicios mantuvieron estable su tasa de crecimiento interanual en el 3,8%. En febrero se registraron las habituales subidas de tarifas postales y la revisión de los precios de los billetes de RENFE, si bien disminuyeron las tarifas aéreas.

El índice armonizado correspondiente a España redujo en febrero su tasa de crecimiento interanual en una décima, hasta el 4,1%, en línea con el indicador adelantado publicado a finales de dicho mes. La inflación en la UEM también se redujo una décima, hasta el 2,3%, con lo que el diferencial de inflación de España con la zona del euro se mantuvo en los 1,8 pp alcanzados en enero, cifra que supera ampliamente el valor promedio del pasado año (1,2 pp).

El ritmo de crecimiento interanual del índice de precios industriales (IPRI) se mantuvo en febrero en el 6,3%, tras la notable aceleración experimentada el mes anterior. El componente energético sigue registrando las tasas más elevadas (20,1%), como consecuencia del encarecimiento tanto del refino de petróleo como de la producción y distribución de energía eléc-

trica y gas. Los restantes componentes han tendido a acelerarse en los dos meses transcurridos de 2005, a excepción de los bienes de equipo, cuyos precios mantienen un comportamiento más moderado.

Tanto los precios de exportación como los de importación, aproximados por los índices de valor unitarios, aumentaron en enero a unos ritmos algo más moderados que los observados a finales de 2005. Los IVU de importación aumentaron en términos interanuales un 1,5%, muy por debajo de la tasa media del último trimestre del pasado año (5,2%). Por componentes, destaca la desaceleración de los precios de importación de bienes de equipo y de bienes de consumo, que han presentado tasas de variación interanual negativas en el primer mes del año. En cuanto a las exportaciones, el IVU aumentó un 4,2% en enero, que contrasta con el repunte del mes anterior y se sitúa algo por debajo de la media del último trimestre del pasado año.

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

Durante el mes de marzo, el aspecto más destacado de la evolución de los mercados financieros internacionales fue el incremento de los tipos de interés a largo plazo, particularmente en Estados Unidos, donde los bonos a diez años alcanzaron, a mediados de mes, niveles próximos al 4,8%. Este aumento se produjo en un contexto en que los mercados descontaron la subida de 25 puntos básicos (pb) —hasta el 4,75%— de los tipos de interés oficiales, que se produjo a finales de marzo, y subidas adicionales, hasta situar el objetivo de los fondos federales en el 5% en junio. A pesar de ello, los diferenciales de los bonos corporativos apenas variaron y las cotizaciones bursátiles registraron suaves ganancias. En los mercados de divisas, el dólar se depreció moderadamente frente al euro y al yen.

Por su parte, en la primera quincena de marzo se interrumpió la favorable evolución de los mercados emergentes y se produjo un aumento de la volatilidad. En un contexto en el que los fundamentos económicos en las economías emergentes no experimentaron variaciones significativas, el cambio de sentimiento en sus mercados financieros pareció reflejar una serie de factores externos, entre los que destacó el repunte ya mencionado de los tipos de interés a largo plazo, pero también el aumento en 25 pb del tipo de referencia en el área del euro —hasta el 2,5%— y el anuncio de un cambio en la política monetaria del Banco de Japón. De este modo, los diferenciales soberanos de las economías emergentes se ampliaron moderadamente —especialmente, en Latinoamérica—, las bolsas sufrieron correcciones a la baja —de mayor magnitud en Europa del este— y los tipos de cambio tendieron, en general, a depreciarse. No obstante, desde mediados de marzo se observó una cierta mejoría en estos indicadores.

El precio del petróleo tipo Brent aumentó un 2% en marzo, tras haber alcanzado niveles en torno a los 64 dólares por barril en la primera semana del mes. Estos movimientos al alza estuvieron nuevamente condicionados por problemas de oferta e inestabilidad geopolítica en algunas zonas productoras. No obstante, desde mediados de mes el precio del petróleo se corrigió a la baja levemente, tras el incremento de las existencias de crudo en Estados Unidos. Los futuros a largo plazo acompañaron de cerca este movimiento de los precios al contado. Por otro lado, continuó la corrección a la baja del precio del oro, mientras que otros metales, como la plata y el cobre, alcanzaron niveles máximos de los últimos años.

En *Estados Unidos*, la reestimación del gasto público y de la inversión empresarial elevó el crecimiento trimestral anualizado del PIB en el cuarto trimestre de 2005, del 1,1% al 1,6%. La tasa interanual aumentó una décima, hasta el 3,2%. En el conjunto de 2005 se confirmó un crecimiento del PIB del 3,5%, inferior al 4,2% de 2004. Los indicadores de enero y febrero mostraron, en general, una robusta mejora de la actividad, según se reflejó en las Encuestas de Directores de Compras (ISM, en sus siglas en inglés). Además, el avance de la producción

industrial y el fuerte aumento del empleo en febrero corroborarían un mes de gran actividad, pese al retroceso de las ventas al por menor. Por otra parte, la debilidad de los pedidos y envíos de bienes duraderos en enero podría interpretarse como una breve pausa, tras la fortaleza de diciembre. En el mercado de la vivienda se observó una menor actividad, acompañada de una moderación en los precios. El IPC general de febrero aumentó levemente, pero en términos interanuales se desaceleró del 4% al 3,6%. Por su parte, la tasa subyacente se mantuvo en el 2,1% interanual. El déficit por cuenta corriente en 2005 ascendió a 804,9 mm de dólares, lo que supone un 6,4% del PIB, siete décimas más que en 2004.

En Japón se revisó dos décimas a la baja, hasta el 4% interanual, el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2005, superior al 2,8% registrado en el tercero. Pese a esta revisión a la baja, se confirmó el fuerte impulso del consumo y de la inversión privada, junto con una notable reactivación de la demanda externa. El crecimiento del PIB en el conjunto de 2005 se revisó ligeramente a la baja, hasta el 2,7%, cuatro décimas más que en 2004. En la evolución reciente de la economía japonesa, habría que resaltar la aparente salida de la deflación y el inicio del cambio de la política monetaria hacia el uso de instrumentos más ortodoxos. Así, los precios de consumo crecieron un 0,5% interanual en enero, la mayor subida desde 1998. Por su parte, la inflación subyacente también repuntó hasta el 0,5% interanual y se sitúa, por tercer mes consecutivo, en tasas positivas. Las perspectivas de una salida permanente de la deflación y de una recuperación económica sostenida llevaron al Banco de Japón a un cambio en la instrumentación de la política monetaria, con el anuncio del abandono progresivo de objetivos cuantitativos en favor del tipo de interés interbancario a un día. Además, se fijó un rango de referencia entre el 0% y el 2% para la tasa de inflación. Por otro lado, los indicadores del primer trimestre confirmarían el buen momento de la economía, aunque algo más moderado que en el trimestre anterior. Así, en enero los índices sintéticos de actividad mostraron un significativo avance, y la confianza del consumidor mejoró levemente en febrero. No obstante, en enero se desaceleró ligeramente la producción industrial y las ventas al por menor cayeron en términos interanuales. En el mercado laboral, a pesar de la creación de 270.000 puestos de trabajo en enero, la desaceleración gradual en la creación de empleo incrementó la tasa de paro hasta el 4,5%. El superávit por cuenta corriente se redujo sensiblemente en enero, debido a la desaceleración de las exportaciones, mientras que se mantuvo el elevado dinamismo de las importaciones.

En el Reino Unido, la segunda estimación del PIB en el cuarto trimestre de 2005 revisó una décima al alza el crecimiento interanual, hasta el 1,8%, respaldado por una aceleración del consumo privado, que contrarrestó el empeoramiento de la formación de capital. En el conjunto de 2005, el PIB creció un 1,8%, inferior al 3,2% de 2004. Durante el primer trimestre de 2006, la mayoría de los indicadores mantuvieron una tónica de debilidad, aunque con signos de leve mejoría. Las ventas al por menor se recuperaron en febrero, tras la contracción de enero, y la producción industrial volvió a aumentar en febrero (un 0,4% mensual), pero se siguen registrando tasas interanuales negativas, como en los meses anteriores. El índice armonizado de los precios de consumo repuntó ligeramente en febrero, pasando de una tasa del 1,9% al 2% interanual, que es el objetivo del Banco de Inglaterra. Por otra parte, las Encuestas de Directores de Compras (PMI, en sus siglas en inglés) mostraron de nuevo signos de debilidad, en febrero, en las manufacturas y en la construcción; en este último caso, reflejo del mantenimiento de tasas moderadas de crecimiento en los precios de la vivienda. El mercado de trabajo volvió a perder empuje: entre noviembre y enero, el número de desempleados aumentó en 37.000 personas y, al mismo tiempo, se redujo la población activa, con lo que la tasa de paro pasó del 5,1% al 5% en enero. Sin embargo, los aumentos salariales permanecieron moderados. En el ámbito fiscal, se revisaron levemente al alza los déficits públicos programados para el período 2006-2009.

En *China*, los indicadores más recientes señalaron que continúa la buena marcha de la actividad económica. Así, en los dos primeros meses del año la producción industrial, las ventas al por menor y la inversión en activos fijos mantuvieron el elevado dinamismo experimentado en los últimos meses. Sin embargo, el superávit comercial se redujo considerablemente en febrero, debido a la desaceleración de las exportaciones —que corrigió parte del repunte de enero— y al continuado dinamismo de las importaciones. Además, la inversión extranjera directa recibida se desaceleró levemente. En febrero el renminbi se apreció frente al dólar un 0,3%, y la inflación interanual, medida por el IPC, se redujo un punto porcentual, hasta el 0,9%.

En *América Latina*, los datos conocidos de crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2005 subrayaron el mantenimiento de un notable dinamismo en la actividad. En el conjunto del área, la tasa de crecimiento interanual se habría situado en torno al 3,8%. Brasil mantuvo unos registros sustancialmente inferiores, al crecer un 1,4% en tasa interanual, aunque apuntó una recuperación moderada con respecto al trimestre previo; por el contrario, en Venezuela y Perú el PIB repuntó, hasta el 10,2% y el 7,7%, respectivamente, y en Argentina se mantuvo un muy elevado ritmo de crecimiento (9,1%). Se revisaron al alza las calificaciones de la deuda soberana de Brasil, Venezuela y Argentina. La inflación en febrero tuvo un comportamiento dispar en la región: se moderó en Brasil —hasta el 5,5%—, donde continuó el proceso de relajamiento de la política monetaria, y también en Colombia (4,2%) y México (3,8%); en Argentina se redujo ligeramente (11,5%), aunque sigue siendo, con gran diferencia, la más elevada del área, en tanto que en Chile y Perú siguió repuntando, en el último caso de forma acusada, hasta el 4,1% y el 2,7%, respectivamente.

De acuerdo con la primera estimación de la Contabilidad Nacional, el PIB del área del euro aumentó en el cuarto trimestre de 2005 un 0,3%, en términos intertrimestrales, frente a un incremento del 0,7% en el trimestre anterior, lo que situó la tasa de variación interanual en el 1,7%. En su desglose por componentes, la desaceleración se debió tanto a la atonía de la demanda interna como al freno que ejerció el sector exterior. Así, la demanda interna, excluidas las existencias, contribuyó 0,1 pp al crecimiento del producto, lo que se debió a un significativo retroceso del consumo privado y al estancamiento del consumo público, mientras que la formación bruta de capital fijo se expandió de forma vigorosa, si bien redujo ligeramente su dinamismo respecto al observado en el trimestre anterior. En el ámbito exterior, la intensa desaceleración de las exportaciones y, en menor medida, también de las importaciones supuso una detacción neta por parte del sector exterior de 0,2 puntos del crecimiento del PIB, frente a una aportación positiva de cuantía similar en el trimestre anterior. Por su parte, la contribución de la variación de existencias alcanzó 0,4 puntos, tras haber restado 0,2 puntos en el tercer trimestre. En el conjunto de 2005, el producto aumentó un 1,4%, cuatro décimas de punto menos que en 2004.

Conviene señalar que, habida cuenta de los buenos resultados de la Contabilidad Nacional del tercer trimestre de 2005, es probable que el empeoramiento de la actividad económica en los últimos meses del año haya sido un fenómeno transitorio, que puede haberse debido —al menos, en parte— a problemas en el ajuste del efecto calendario. La tendencia favorable de los indicadores referidos a los dos primeros meses de 2006 sustentaría también la hipótesis de transitoriedad de la desaceleración. En este sentido, la información económica más reciente proporciona, en general, signos de fortaleza en la evolución de la actividad real. Por el lado de la oferta, la producción industrial creció en enero un 2,5% en términos interanuales, y en febrero los índices de los directores de compras de los sectores manufacturero y de servicios, así como el indicador de confianza de la Comisión Europea

		2005			2006		
		OCT	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (b)	Índice de producción industrial	0,3	3,0	2,8	2,5		
	Comercio al por menor	0,4	0,7	0,5	1,1		
	Matriculaciones de turismos nuevos	0,1	-2,0	-1,8	2,1	2,6	
	Indicador de confianza de los consumidores	-13,0	-13,0	-11,0	-11,0	-10,0	
	Indicador de clima industrial	-6,0	-7,0	-5,0	-4,0	-2,0	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	IAPC	2,5	2,3	2,2	2,4	2,3	
	M3	7,9	7,6	7,3	7,6	8,0	
	M1	11,2	10,5	11,3	10,2	9,9	
	Crédito a los sectores residentes	7,8	8,1	8,4	8,5	8,8	
	AAPP	1,8	3,3	4,5	3,4	2,3	
	Otros sectores residentes	9,4	9,4	9,4	9,9	10,6	
	<i>De los cuales:</i>						
	– Préstamos a hogares	8,9	9,1	9,3	9,5	9,4	
	– Préstamos a sociedades no financieras	7,5	7,7	8,1	8,4	9,5	
	EONIA	2,07	2,09	2,28	2,33	2,35	2,50
	EURIBOR a tres meses	2,20	2,36	2,47	2,51	2,60	2,70
	Rendimiento bonos a diez años	3,32	3,53	3,41	3,39	3,55	3,71
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	1,18	1,06	1,11	1,06	1,06	1,05
	Tipo de cambio dólar/euro	1,201	1,179	1,186	1,210	1,194	1,201
	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	13,9	18,3	23,0	4,1	7,3	10,6

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

a. Media del mes hasta el día 24 de marzo de 2006.

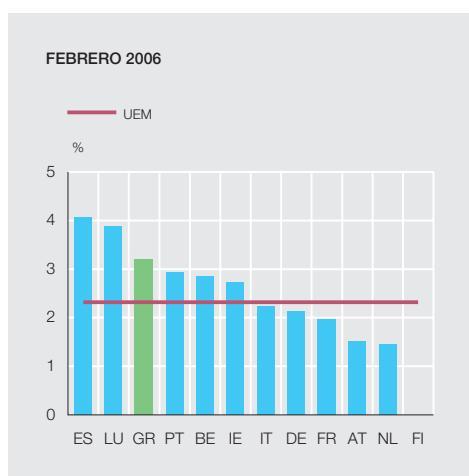
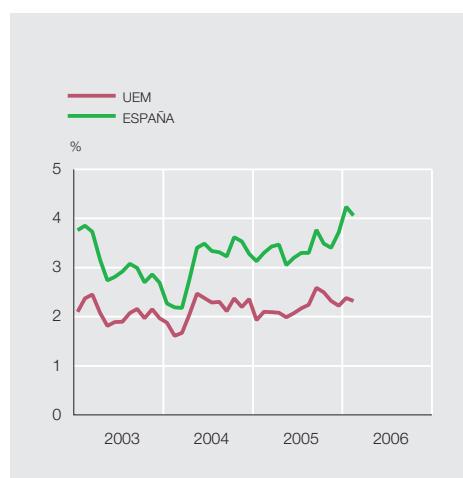
b. Tasa de variación interanual, excepto en los indicadores de confianza.

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 marzo de 2006.

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

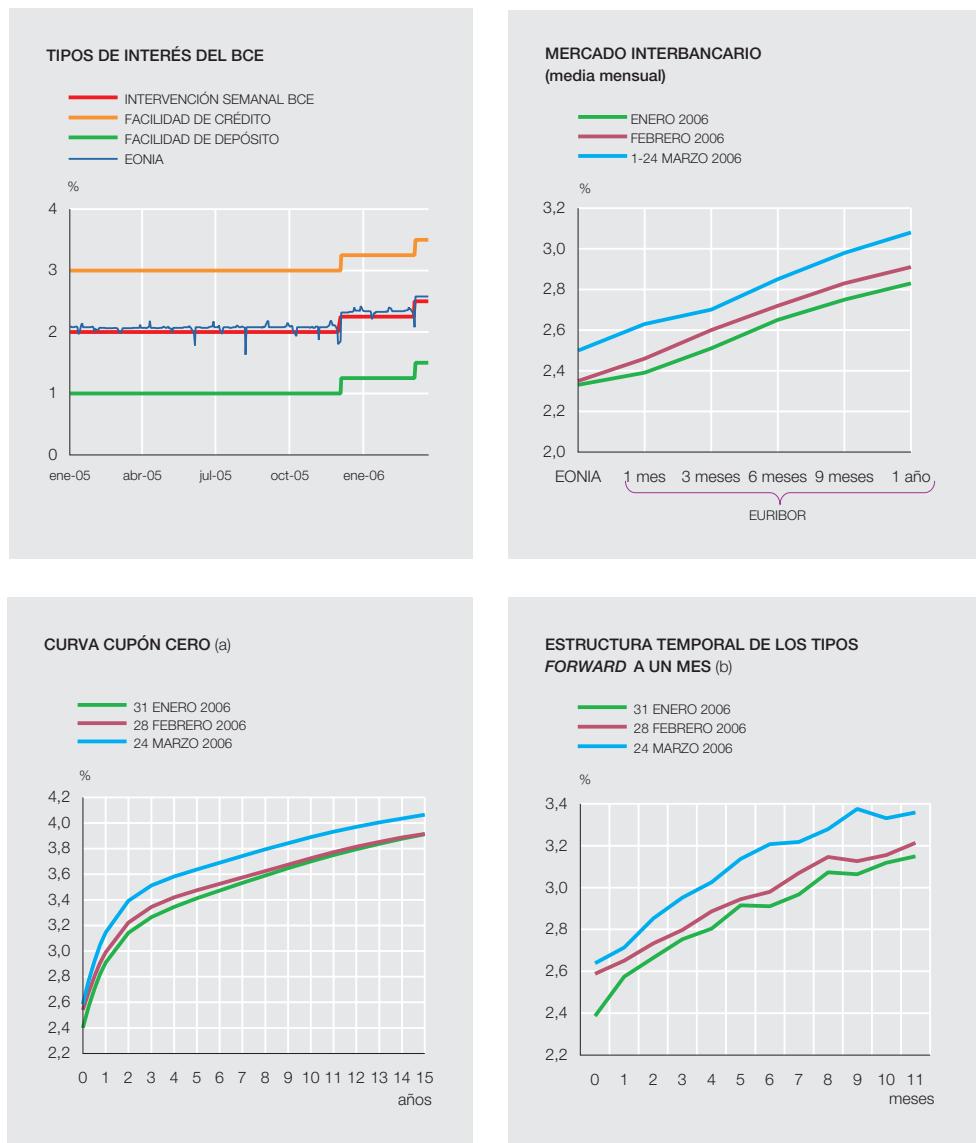
GRÁFICO 5



FUENTE: Eurostat.

## TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 6



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

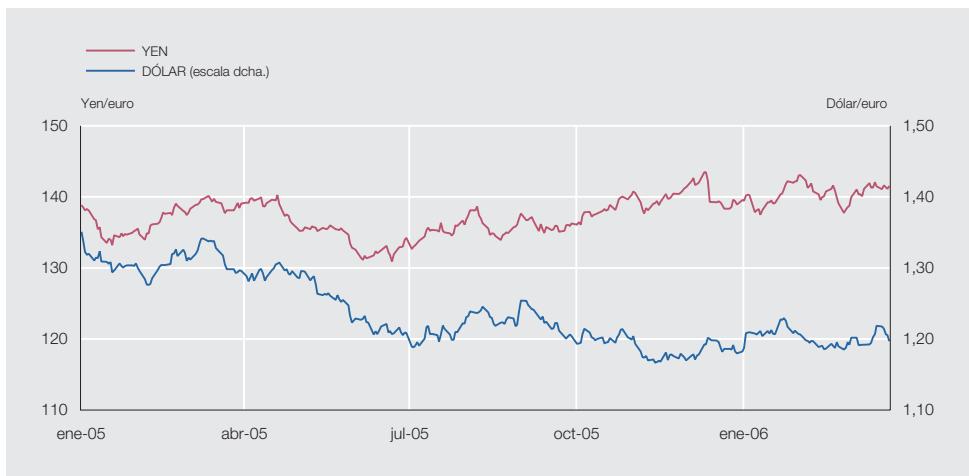
- a. Estimación con datos del mercado de swaps.  
 b. Estimados con datos del EURIBOR.

del sector industrial aumentaron de nuevo. Por su parte, los indicadores de esta segunda encuesta relativos a los sectores de la construcción y servicios retrocedieron, si bien el promedio de enero y febrero muestra, en cualquier caso, un avance respecto al trimestre anterior. Por el lado de la demanda, la evolución tanto de los indicadores reales como la de los cualitativos fue positiva. Así, en enero el ritmo de crecimiento interanual de las ventas al por menor aumentó, del mismo modo que el de las matriculaciones de turismos en febrero (véase cuadro 1). En ese mes, los indicadores de confianza de los consumidores y del comercio minorista mejoraron, así como los indicadores de pedidos totales y exteriores de la encuesta industrial.

En lo que concierne a la evolución de los precios de consumo, la inflación del área, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, se situó en el mes de febrero en el 2,3%, una décima de punto menos que en enero (véase gráfico 5). Según el desglose del índice por componentes, esta ligera moderación de la inflación se debió a las desaceleraciones experi-

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

GRÁFICO 7



FUENTES: BCE y Banco de España.

mentadas en los precios de la energía y, en menor medida, en los de los alimentos no elaborados, ya que el ritmo de crecimiento de los precios de los servicios se mantuvo y se produjo una ligera aceleración de los correspondientes a los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos. No obstante, la inflación subyacente, medida en términos de la variación del IPSEBENE —índice que recoge los precios de los bienes cuya evolución es menos volátil—, se mantuvo en el 1,3% en términos interanuales, igual que la observada en enero. Finalmente, los precios industriales crecieron en ese mes a una tasa interanual del 5,3%, seis décimas superior a la registrada en diciembre, a raíz, principalmente, de la evolución del componente de precios de la energía.

Por su parte, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo decidió, en su reunión del 2 de marzo, aumentar los tipos de interés oficiales en 25 pb en respuesta al incremento de los riesgos para la estabilidad de precios, en un contexto de mejoría de las perspectivas para la evolución de la actividad económica en el área del euro. Así, los tipos aplicados a las operaciones principales de financiación y a las facilidades de depósito y de crédito se situaron en el 2,5%, 1,5% y 3,5%, respectivamente. Con todo, el tono de la política monetaria del BCE continúa siendo claramente expansivo, en consonancia con la debilidad que todavía muestra la demanda interna. En los días transcurridos de marzo, los tipos de interés del mercado interbancario registraron ligeros incrementos en todos los plazos, de forma que la curva de rendimientos se desplazó hacia arriba de forma prácticamente paralela, hasta presentar en la actualidad una pendiente positiva comprendida entre el 2,5% del tipo a un día y el 3,1% del tipo a un año (véase gráfico 6). Asimismo, en los mercados secundarios de deuda pública las rentabilidades a diez años aumentaron moderadamente, hasta alcanzar un 3,7%. En Estados Unidos, el rendimiento de los activos análogos siguió una trayectoria similar y, como consecuencia, el diferencial positivo entre este país y la UEM se mantuvo en 1,1 pp.

En los mercados de renta variable europeos, las cotizaciones aumentaron a lo largo de febrero y los primeros días de marzo, como resultado del clima de mayor confianza existente. A fecha de cierre de este Boletín, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio se situaba cerca de su máximo anual, con una revalorización acumulada superior al 10%. En los mercados de divisas, el euro se depreció en febrero y se recuperó parcialmente a principios de marzo, hasta situarse en niveles en torno a 1,2 dólares por euro (véase gráfico 7). En términos del tipo de cambio efectivo nominal, la moneda europea siguió una evolución similar, de forma que la revalorización acumulada anual aumentó en una décima de punto porcentual (hasta el 1,1%) en el período analizado.

TIPOS DE INTERÉS Y MERCADOS FINANCIEROS NACIONALES

CUADRO 2

	TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH	2002	2003	2004	2005		2006		
			DIC	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR (a)
	Crédito a vivienda		...	3,46	3,39	3,35	3,46	3,67	...	...
	Crédito a consumo y otros fines		...	6,40	6,27	6,07	6,27	6,55	...	...
	Depósitos		...	1,11	1,15	1,18	1,23	1,29	...	...
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS									
	Crédito (c)		...	3,75	3,44	3,55	3,59	3,72	...	...
	MERCADOS FINANCIEROS (d)									
	Letras del Tesoro a seis-doce meses		2,72	2,19	2,17	2,49	2,58	2,60	2,69	2,83
	Deuda pública a cinco años		3,59	3,47	2,98	3,06	3,04	3,06	3,28	3,45
	Deuda pública a diez años		4,43	4,34	3,64	3,48	3,37	3,33	3,48	3,62
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán		0,06	0,00	-0,00	0,01	-0,00	-0,01	-0,00	-0,01
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)		1,10	0,32	0,29	0,36	0,39	0,41	0,41	0,36
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)		-23,10	27,44	18,70	18,71	20,56	3,77	9,94	11,48

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 20 de marzo de 2006.

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 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

CUADRO 3

Crecimiento interanual (T1,12) (a)

	FINANCIACIÓN TOTAL	2006	2003	2004	2005	
		ENE (b)	DIC	DIC	NOV	DIC
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	1.783,3	11,8	12,2	15,9	15,4
	Hogares e ISFLSH	1.460,4	15,9	16,1	20,3	20,6
		655,3	19,0	20,1	20,7	21,2
	<i>De los cuales:</i>					
	– Crédito para adquisición de vivienda (c)	478,6	21,6	23,6	24,6	24,5
	– Crédito para consumo y otros fines (c)	175,7	13,7	12,2	11,4	13,2
	Sociedades no financieras	805,1	13,5	12,9	20,1	20,1
	<i>De los cuales:</i>					
	– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	588,7	13,6	17,8	24,5	25,3
	– Valores de renta fija	11,1	-7,8	0,2	2,5	-0,3
	ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (d)	322,9	0,7	0,0	-0,8	-3,9
	Valores a corto plazo	35,1	8,3	-6,2	-8,7	-10,9
	Valores a largo plazo	292,3	-1,5	0,9	2,6	3,0
	Créditos – depósitos (e)	-4,4	3,7	-0,1	-6,6	-17,2

FUENTE: Banco de España.

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

b. Saldo en miles de millones de euros.

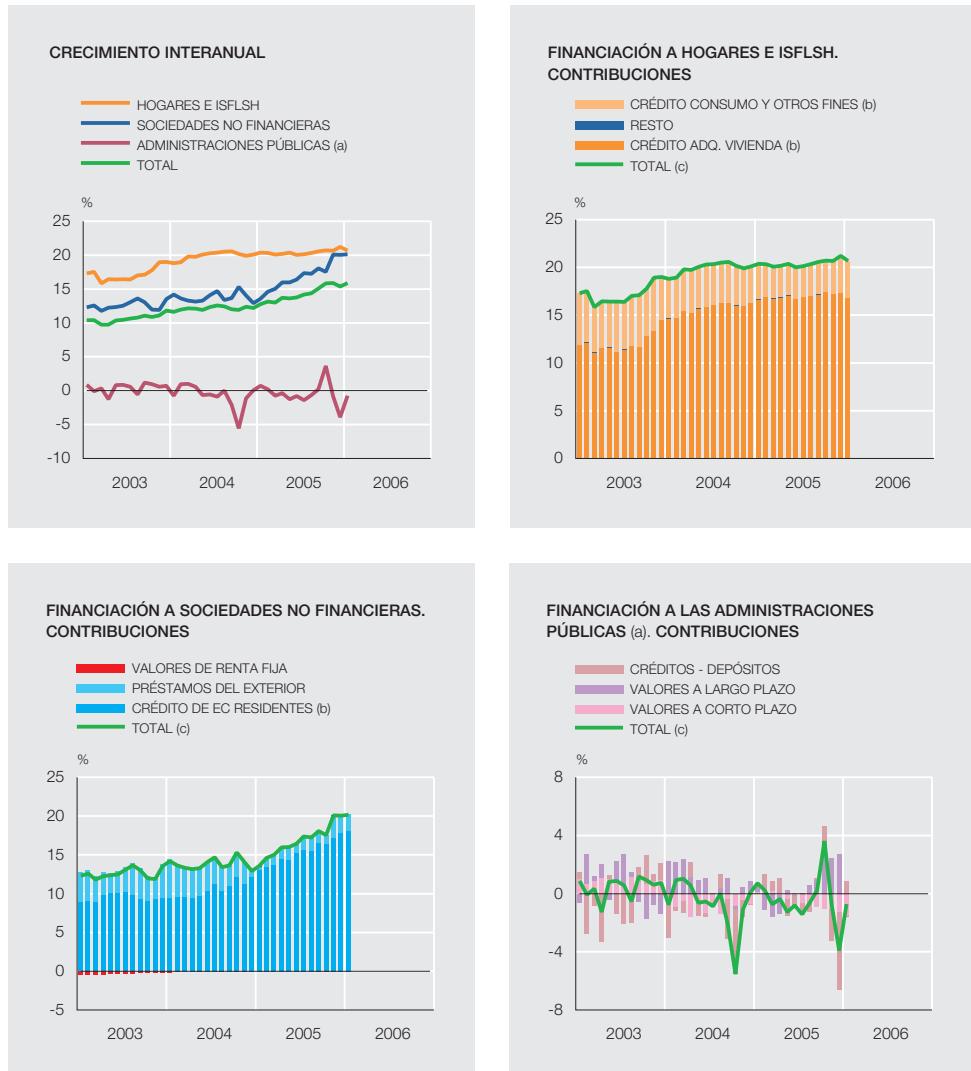
c. Incluye los créditos titulizados.

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

e. Variación interanual del saldo.

## 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.

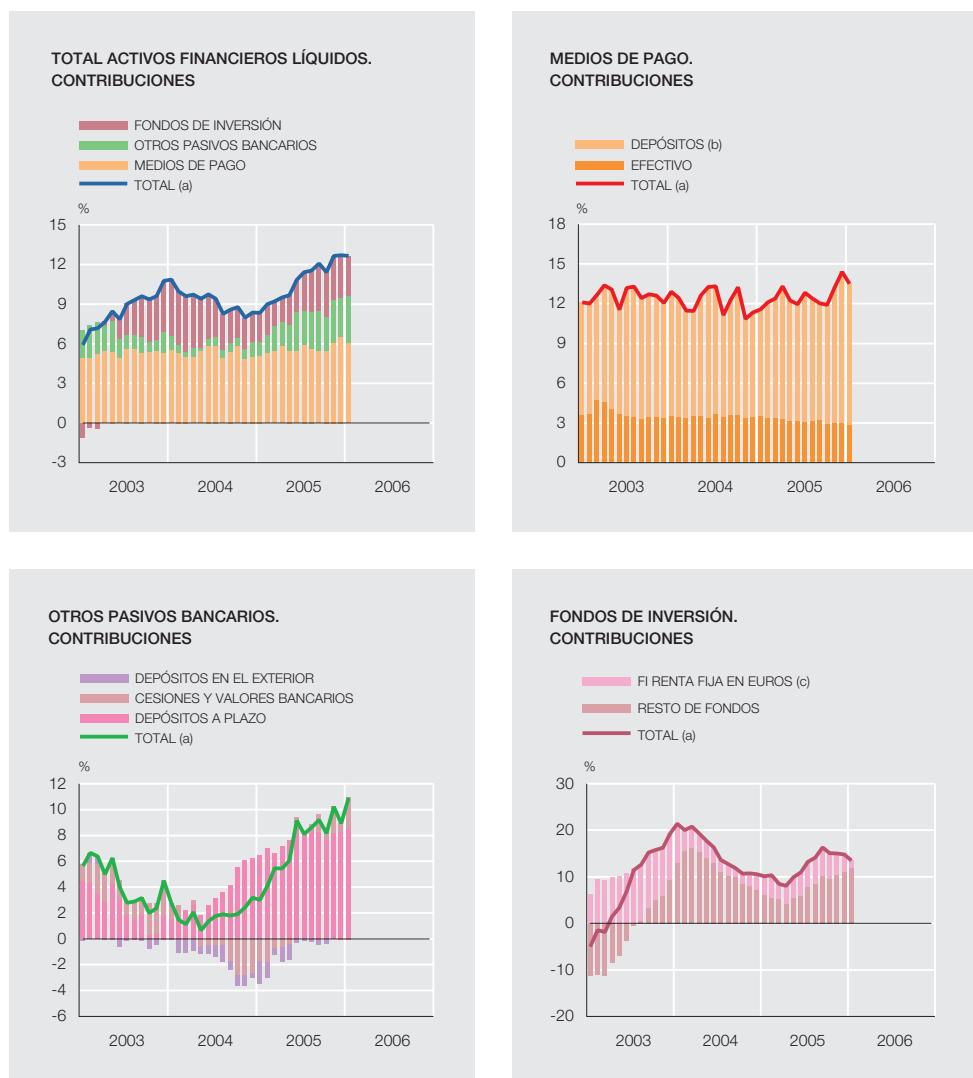
En cuanto a la evolución en febrero de los agregados monetarios y crediticios de la zona del euro, el agregado M3 experimentó una moderada aceleración, situándose su ritmo de incremento interanual en el 8%, cuatro décimas por encima de la del mes anterior. El crédito concedido al sector privado registró un crecimiento interanual del 10,6%, siete décimas de punto por encima del correspondiente a enero. Por lo que se refiere al desglose sectorial de los préstamos al sector privado, los otorgados a las sociedades no financieras registraron un mayor dinamismo, mientras que el ritmo de crecimiento de los concedidos a los hogares se mantuvo estable.

### Evolución financiera en España

Durante el mes de enero, la financiación captada por los hogares y las sociedades continuó creciendo a un ritmo elevado, al tiempo que los activos financieros más líquidos del sector privado mostraron un dinamismo similar al observado en diciembre de 2005. Esta evolución se produjo en un contexto en el que los tipos de interés bancarios se incrementaron nuevamente. La información provisional correspondiente a febrero muestra un mantenimiento de las mismas pautas.

ACTIVOS FINANCIEROS LÍQUIDOS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS,  
HOGARES E ISFLSH

GRÁFICO 9



FUENTE: Banco de España.

a. Crecimiento interanual.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

Las rentabilidades negociadas en el mercado de deuda pública volvieron a aumentar en febrero y la parte transcurrida de marzo. De este modo, los tipos de interés medios de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se incrementaron en 23 pb y 29 pb en relación con el mes de enero, hasta situarse en el 2,83% y el 3,62%, respectivamente (véase cuadro 2). La referencia española a diez años tuvo un comportamiento similar a la alemana, por lo que el diferencial entre ambas registró escasas variaciones. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas se redujeron ligeramente, de forma que permanecen en niveles reducidos.

En los mercados bursátiles nacionales las cotizaciones mantuvieron, durante febrero y la parte transcurrida de marzo, el perfil creciente de los últimos meses. De esta manera, en la fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba desde principios de año una ganancia del 11,5%, evolución similar a la del EURO STOXX amplio de las bolsas

de la UEM (9,8%), y más favorable que la del S&P 500 de las de Estados Unidos, cuya revalorización durante el mismo período se situó en el 4,5%.

Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las empresas y a las familias en las operaciones nuevas de activo y pasivo se incrementaron en enero, en línea con el ascenso de las rentabilidades negociadas en el mercado interbancario. De este modo, el coste de los préstamos concedidos a los hogares para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines se situó en el 3,67% y 6,55%, respectivamente, 21 pb y 28 pb por encima del dato de diciembre, mientras que la remuneración de sus depósitos se elevó 6 pb, hasta el 1,29%. Por su parte, el precio de la financiación bancaria a las sociedades no financieras subió 13 pb, hasta alcanzar el 3,72%.

La financiación recibida por el total de los sectores residentes no financieros se aceleró moderadamente en enero, como resultado de una menor contracción en el volumen de los fondos destinados a las Administraciones Públicas, del mantenimiento del ritmo de avance del endeudamiento de las sociedades, que se situó cerca del 20%, y de una ligera reducción en la tasa de variación interanual de los recursos obtenidos por los hogares, que, no obstante, continuó estando por encima del 20% (véanse cuadro 3 y gráfico 8).

La desagregación por finalidades muestra que la desaceleración de la deuda de las familias fue el resultado de la reducción en la tasa de expansión interanual de los préstamos para la adquisición de vivienda, que se situó cerca del 24%, y del mantenimiento del ritmo de avance de los recursos destinados al consumo y otros fines en el entorno del 13%. Dentro de los fondos recibidos por las sociedades no financieras, el crédito otorgado por las entidades residentes, que es la principal rúbrica, continuó creciendo por encima del 25% en relación con el mismo período del año anterior, al tiempo que la emisión neta de valores de renta fija fue nuevamente negativa en términos acumulados de doce meses.

La tasa de crecimiento interanual de la financiación recibida por las Administraciones Públicas continuó siendo negativa en enero, aunque, en valor absoluto, fue inferior a la de diciembre de 2005 (-0,7%, frente al -3,9%). Esta evolución resultó de un aumento del saldo neto entre créditos y depósitos, que fue más que compensado por la emisión neta negativa de valores a corto y a largo plazo.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares mostraron en enero un crecimiento similar al del mes precedente, resultado de una evolución diferenciada por instrumentos (véase gráfico 9). Así, mientras que la tasa de expansión interanual de los otros pasivos bancarios aumentó, la de los medios de pago y la de los fondos de inversión descendió. Dentro de estos, el ritmo de avance de los de renta fija en euros registró una nueva reducción, que no fue compensada por el mayor dinamismo del resto de categorías.

27.3.2006.