

EVOLUCIÓN RECENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Evolución del sector real de la economía española

De acuerdo con las cifras de la CNTR, en el primer trimestre de 2006 el PIB español registró un crecimiento interanual del 3,5%, igual al alcanzado en los dos trimestres precedentes, lo que supone un aumento intertrimestral del 0,8%. Estas cifras son acordes con el avance publicado por el INE unas semanas antes. La estabilización en la tasa interanual de crecimiento del producto fue reflejo de una aportación negativa de la demanda exterior igual a la del cuarto trimestre de 2005 [-1,5 puntos porcentuales (pp)] y de una aportación también similar de la demanda nacional, que situó su tasa de crecimiento en el 4,7%. Entre los componentes de la demanda nacional, se observó un avance estable del consumo de los hogares (4%) y una moderada desaceleración de la inversión en capital fijo, que se incrementó un 6,2%. El consumo público, en cambio, repuntó hasta el 4,7%. En cuanto al comercio exterior, tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios registraron notables aceleraciones, hasta tasas interanuales del 9,1% y del 12,4%, respectivamente, que tuvieron su origen en una revitalización de los intercambios de bienes. Desde la óptica del valor añadido, cabe destacar la fortaleza de las ramas de construcción y servicios, con avances del 5,5% y del 3,7%, respectivamente, en tanto que la industria, con un incremento más moderado, del 2%, parece consolidar su recuperación. Por último, el empleo creció un 3,2% en tasa interanual, conservando un vigor notable.

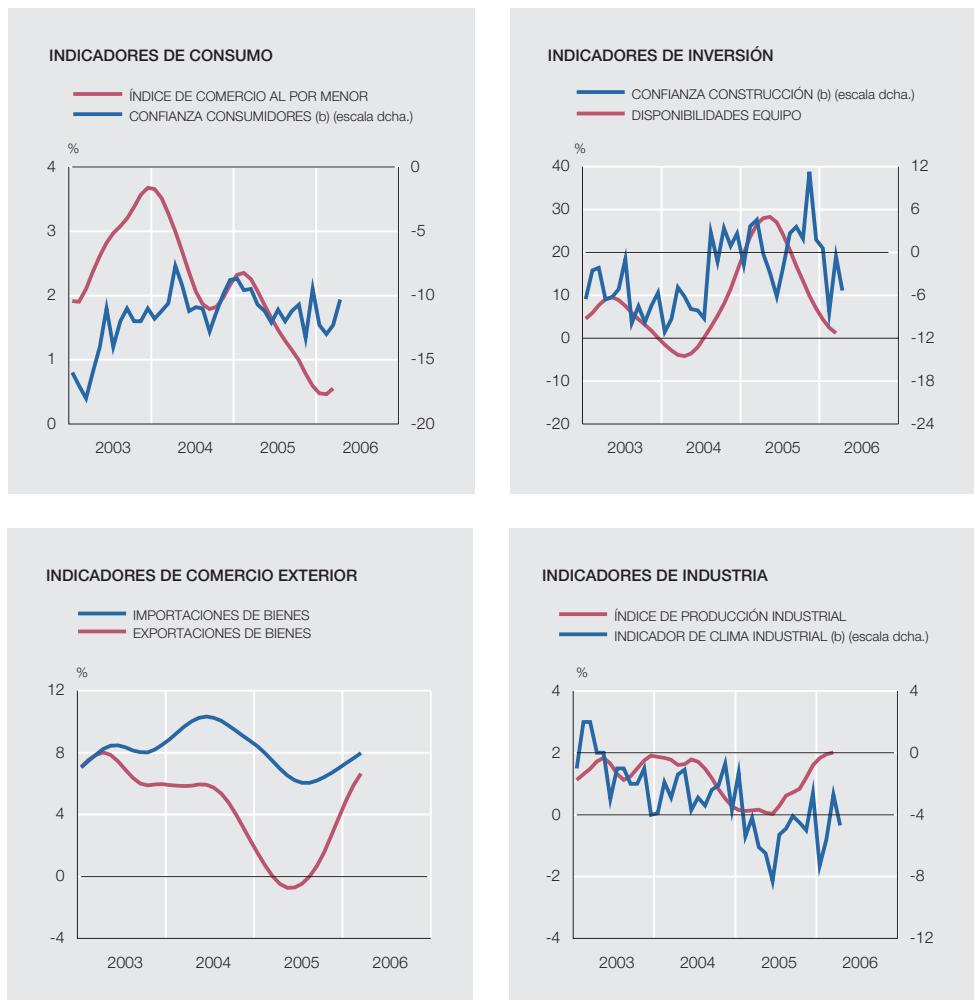
Entre la información más reciente referida al consumo privado, los indicadores de confianza del comercio minorista y de los consumidores experimentaron sendos repuntes en abril, recuperando los niveles con los que finalizaron el año 2005 (véase gráfico 1). En la misma línea, el índice general del comercio al por menor registró en marzo un crecimiento interanual del 2%, en términos reales, tras la caída del 0,2% observada en febrero. Por componentes, tanto las ventas de bienes alimenticios como del resto de bienes mejoraron en marzo, aunque con ritmos de avance muy diferentes (0% y 3,5%, respectivamente). Las matriculaciones de automóviles registraron en abril un descenso del 10,5%, dato que está afectado por la ubicación de la Semana Santa en dicho mes; la tasa interanual de variación en el conjunto de los meses de marzo y abril, que evita este efecto, fue del -0,6%, en línea con los moderados descensos observados en los dos primeros meses del año. Por último, el indicador de disponibilidades de bienes de consumo ha mostrado en el primer trimestre un crecimiento similar al de los últimos meses de 2005, una vez corregido de estacionalidad.

En cuanto a los indicadores de inversión en bienes de equipo, la utilización de la capacidad productiva en la industria se situó al inicio del segundo trimestre en el 81,1%, 2,7 pp por encima de su media histórica y del nivel alcanzado en el primer trimestre; además, disminuyó el porcentaje de empresarios que considera excesiva la capacidad instalada en ese sector y se registraron mejoras en los nuevos pedidos y en las previsiones de exportación. Por su parte, el indicador de clima industrial del sector productor de bienes de inversión registró en abril una leve recuperación respecto al mes anterior, con mejoras de la producción y de la cartera de pedidos. Las importaciones de bienes de equipo han perdido en marzo parte de la fortaleza con la que iniciaron el año, mientras que la producción interior de estos bienes ha mostrado un comportamiento más expansivo, aunque en parte responde al notable dinamismo de la exportación.

Los indicadores contemporáneos de construcción han mantenido su empuje en los primeros meses de 2006, aunque el indicador de confianza, que viene mostrando un comportamiento muy volátil, disminuyó significativamente en abril. Entre los indicadores de consumos interme-

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.

dios, el consumo aparente de cemento se redujo un 8,1% interanual en abril, tras crecer el 20,7% en marzo, afectado por la localización de la Semana Santa, y en conjunto mantiene un crecimiento elevado. Por su parte, el índice de producción industrial de materiales de construcción se elevó el 8,7% en marzo, una vez corregido del efecto calendario. Los indicadores de empleo han seguido conservando su dinamismo, como reflejan las afiliaciones a la Seguridad Social, que crecieron en abril un 6,7%, una décima por encima de la tasa registrada en el primer trimestre de 2006 (en tasa corregida de la regularización, según estimaciones propias), mientras que el descenso del paro registrado en la construcción se estabilizó en abril en el 6,5% alcanzado en el primer trimestre. Los presupuestos de licitación oficial proyectan para el año 2006 un descenso de la obra civil, mientras que la información de visados hasta febrero sugiere un repunte de la edificación residencial en el segundo semestre, tras unos meses iniciales algo menos dinámicos.

Las exportaciones reales de bienes aumentaron en marzo un 14,2%, en tasa interanual, con lo que se mantiene la tónica de aceleración observada desde comienzos de año, que ha situado el crecimiento medio en el conjunto del primer trimestre en el 12,7%. Por áreas geográficas, las ventas reales dirigidas a la UE intensificaron su ritmo de avance interanual hasta el 8,8% en

marzo. Los datos nominales indican que las exportaciones destinadas a Italia, Reino Unido y Portugal se aceleraron, más moderadamente en el último caso, y las dirigidas a Francia y Alemania perdieron dinamismo. Las exportaciones reales extracomunitarias elevaron su ritmo de crecimiento hasta tasas próximas al 30%. Las importaciones reales de bienes experimentaron en marzo un crecimiento del 14,7% interanual, también superior al observado en febrero. Por componentes, las compras de bienes intermedios no energéticos mostraron un renovado impulso, con un avance interanual del 18,4%, en términos reales, mientras que las de consumo crecieron un 14,4%. Por el contrario, las compras de bienes de equipo registraron un incremento modesto, del 2,8%. El déficit comercial, en términos nominales, aumentó en marzo un 24,8%, en tasa interanual, y un 25,7% en el primer trimestre, reflejando fundamentalmente un deterioro de la relación real de intercambio por el encarecimiento de la energía importada.

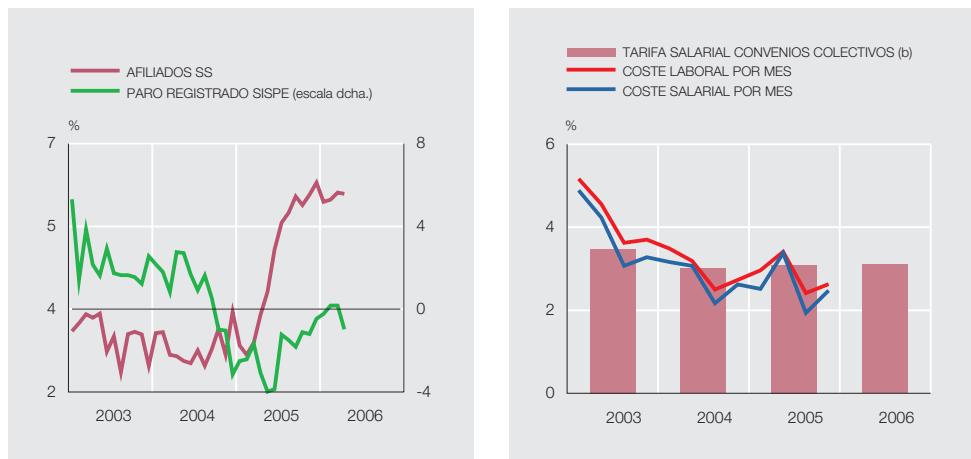
En los meses de marzo y abril los principales indicadores reales de turismo experimentaron un comportamiento positivo, que contrasta con el de los dos primeros meses del año. El número de pernoctaciones hoteleras de viajeros extranjeros creció un 12,3% en el promedio de ambos meses, mientras que el número de turistas entrados por fronteras se elevó un 9,2%. Los indicadores de gasto, sin embargo, presentan una evolución menos favorable. Los ingresos por turismo disminuyeron un 2,6% en tasa interanual, en febrero (inferior a la caída observada el mes anterior), mientras que el gasto realizado por los turistas, según la Encuesta de Gasto Turístico, retrocedió un 1,6% en marzo y finalizó el primer trimestre con un descenso del 3,8%. Los pagos por turismo, por su parte, han atenuado algo su elevado dinamismo, al incrementarse un 12,8% en febrero. En conjunto, los datos de Balanza de Pagos para los dos primeros meses de 2006 reflejan un nuevo deterioro del saldo de las balanzas por cuenta corriente y de capital, que acumulan un déficit de 14.502 millones de euros, un 27,3% más que en los dos primeros meses de 2005. El déficit por cuenta corriente se elevó hasta 15.152 millones de euros, como resultado del fuerte incremento del déficit comercial en esos dos meses (28,7%) y el notable descenso del superávit de servicios (-86,5%), que no pudieron ser compensados por el recorte del déficit de rentas y la mejora de las transferencias corrientes. La cuenta de capital presentó un superávit de 651 millones de euros entre enero y febrero, un 13,9% por encima del alcanzado un año antes.

El índice de producción industrial (IPI) registró un fuerte incremento en marzo, del 10,9%, que, una vez corregido por las diferencias en el calendario de la Semana Santa en 2005 y 2006, se reduce al 1,7%, algo por debajo del 2,7% observado en febrero. No obstante, en el conjunto del primer trimestre de 2006, el crecimiento medio fue del 2,6%, un punto porcentual por encima del observado en el cuarto trimestre de 2005. Asimismo, el indicador de cifra de negocios se recuperó en marzo, tras la desaceleración experimentada en febrero. Entre los indicadores cualitativos, tanto el indicador de confianza de la industria como el de gestores de compras experimentaron sendos retrocesos en abril, que compensaron la mejora del mes de marzo. Sin embargo, las afiliaciones a la Seguridad Social en esta rama de actividad aumentaron levemente su ritmo de crecimiento interanual en ese mismo mes, hasta el 0,2%, en tanto que el paro registrado atenuó su ritmo de descenso interanual hasta el 3%.

En los servicios, los indicadores de opinión presentaron un perfil de recuperación en abril, especialmente el indicador de confianza, que recuperó parte de la notable caída de marzo. En la misma línea, el índice de gestores de compras aumentó 0,3 puntos, alcanzando su máximo nivel desde febrero de 2004 (56,5). Los indicadores de empleo también han mantenido un tono de gran fortaleza, como reflejan las afiliaciones a la Seguridad Social, cuya tasa de crecimiento interanual repuntó considerablemente en abril, hasta el 7%. Finalmente, el indicador de actividad acumula un crecimiento real del 3,4% en los dos primeros meses de 2006, ligeramente por encima del 3% alcanzado en el último trimestre de 2005.

EMPLEO Y SALARIOS (a)

GRÁFICO 2

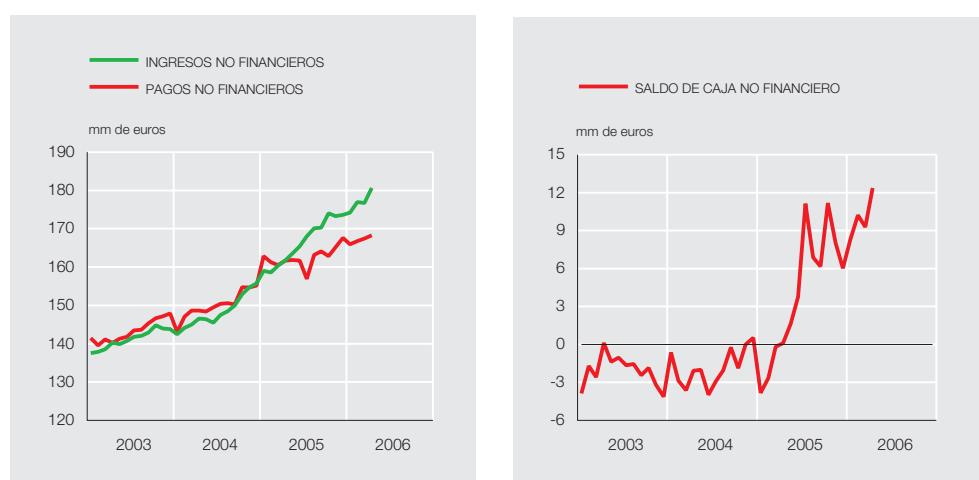


FUENTES: INE y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

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

Respecto al empleo, los indicadores más recientes confirman su fortaleza en los primeros meses del año en curso (véase gráfico 2). Según la CNTR, el empleo aumentó un 3,2% interanual en el primer trimestre, ritmo similar al observado el trimestre anterior, con lo que la productividad aparente volvió a incrementarse un escaso 0,3%. Según la EPA, en el primer trimestre de 2006, el número de ocupados creció un 4,9%, también en línea con el cuarto trimestre (estos datos se analizan con más detalle en otro artículo de este Boletín). Por ramas de actividad, se observó una mejora generalizada, con la excepción de la agricultura. En abril, las afiliaciones a la Seguridad Social crecieron un 5,6%, con datos a fin de mes, tasa similar a la alcanzada en marzo; cuando estas cifras se corrijen del impacto de la regularización de inmigrantes de 2005, la tasa de crecimiento de abril queda en el 3%, 2 décimas más alta que en marzo. Por su parte, en términos de medias mensuales, que en general son menos volátiles, la afiliación experimentó una ligera desaceleración en abril, hasta el 5,4% interanual. Res-

pecto al desempleo, según la EPA el número de parados disminuyó un 7,8% en el primer trimestre y la tasa de paro se situó en el 9,1% de la población activa, más de un punto por debajo de su nivel un año antes. Los datos del INEM correspondientes al mes de abril reflejaron un descenso interanual del número de parados del 1%, que rompe la tendencia de subidas de los dos meses precedentes.

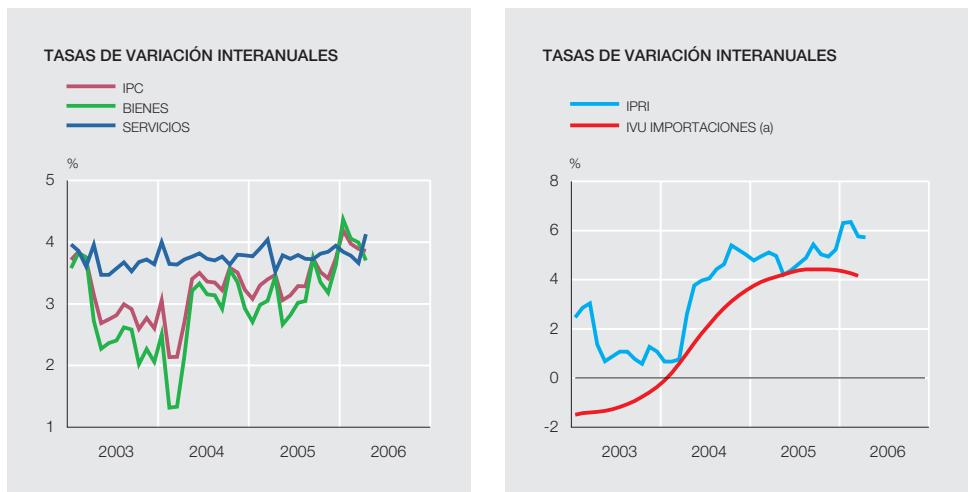
Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo hasta abril de 2006 un superávit de 17.896 millones de euros (1,9% del PIB), frente al superávit de 12.417 millones de euros (1,4% del PIB) registrado hasta abril de 2005. Los recursos experimentaron un incremento del 14,3% respecto al mismo período del año anterior, mientras que los empleos crecieron a una tasa del 3,8%. En términos de caja, la ejecución presupuestaria hasta abril de 2006 se saldó con un superávit de 13.492 millones de euros, frente al superávit de 7.139 millones registrado en los cuatro meses del año anterior (véase gráfico 3). Cabe mencionar que tanto los ingresos como los gastos se aceleraron en abril, hasta tasas acumuladas del 12% y del 1%, respectivamente.

Precios y costes

La remuneración por asalariado se incrementó un 2,6% en el primer trimestre de 2006, según las estimaciones de la CNTR, lo que ha supuesto un incremento de 0,2 pp respecto al cuarto trimestre de 2005. En la economía de mercado, el avance de la remuneración se aceleró cuatro décimas, hasta el 2,4, reflejando, en parte, el efecto de la aplicación de la cláusula de salvaguarda correspondiente al año 2005. Los datos más recientes sobre negociación colectiva sitúan el aumento salarial pactado en los convenios registrados hasta el 30 de abril en el 3,1%, en línea con la cifra observada en 2005. Los convenios registrados en estos cuatro primeros meses del año afectan a más de 6,3 millones de trabajadores, cifra algo mayor que la observada en ese mismo mes del año anterior, y son sobre todo convenios revisados. Por ramas de actividad, los mayores incrementos de tarifas corresponden a la agricultura (3,7%) y a la industria (3,2%), mientras que en los servicios (3%) y en la construcción (2,9%) los crecimientos fueron algo menores.

Las estimaciones de la CNTR muestran que, si bien en el primer trimestre de 2006 el deflactor del PIB ralentizó en una décima su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 4,3%, el deflactor del consumo privado aumentó tres décimas, hasta el 4,1%, en sintonía con la evolución del índice de precios de consumo (IPC) en ese trimestre. En abril, la tasa interanual del IPC se ha mantenido estabilizada en el 3,9%, mientras que la del IPSEBENE permaneció en el 3,1% (véase gráfico 4). El comportamiento del índice general vino determinado, en gran medida, por el fuerte repunte en el precio de los servicios, que elevaron tres décimas su tasa interanual, hasta el 4,1%, la más elevada desde finales del año 2002. Los productos energéticos experimentaron un encarecimiento generalizado, lo que ha situado su crecimiento interanual en el 12,2%, cuatro décimas por encima del mes precedente. En cambio, los precios de los alimentos se desaceleraron de forma notoria (0,8 pp), hasta el 3,3%, con reducciones en el ritmo de avance tanto de los que requieren elaboración (0,6 pp) como de los no elaborados (1,2 pp), al mismo tiempo que los precios de los bienes industriales no energéticos redujeron una décima su tasa de crecimiento interanual, hasta el 1,4%. El índice armonizado (IAPC) registró un avance interanual en abril del 3,9%, igual al del mes anterior, de forma que, al compararlo con el IAPC de la UEM (que aumentó dos décimas, hasta el 2,4%), el diferencial de inflación se redujo hasta 1,5 pp.

El índice de precios industriales (IPRI) experimentó un crecimiento interanual del 5,7% en abril, frente al 5,8% de marzo. El incremento más acusado siguió correspondiendo a los precios de producción de la energía, aunque su tasa de crecimiento interanual se redujo adicionalmente, hasta el 15,4%. Los precios de producción de los bienes de consumo también continuaron su



FUENTES: INE y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

trayectoria de desaceleración, mientras que los componentes de equipo y de bienes intermedios se aceleraron, especialmente el segundo. Por otra parte, los precios hoteleros han venido manteniendo un comportamiento muy moderado desde el pasado verano, con un crecimiento del 0,6% en términos interanuales hasta abril.

Finalmente, los precios de las importaciones, aproximados por el índice de valor unitario (IVU), se desaceleraron ligeramente en marzo, hasta el 6% interanual, finalizando el primer trimestre con un crecimiento medio del 6,1% (5,2% en el cuarto trimestre). Por componentes, los precios energéticos atenuaron levemente el fuerte ritmo registrado en los meses de enero y febrero, pero continuaron creciendo a tasas interanuales cercanas al 30%. Los IVU no energéticos, sin embargo, se aceleraron hasta el 2,9%. En cuanto a las exportaciones, el índice de valor unitario (IVU) aumentó un 5% en marzo, por encima de la media del primer trimestre, 4,2%.

Evolución económica y financiera en la UEM

En mayo destacó, como rasgo distintivo de la evolución económica y financiera internacional, el aumento de la volatilidad en los mercados financieros, en un contexto de mantenimiento del fuerte ritmo de crecimiento económico mundial, si bien aumentó en estos la preocupación por la posible aparición de presiones inflacionistas.

En los mercados financieros internacionales se intensificó la tendencia a la depreciación del dólar frente a las principales divisas que había comenzado a mediados de abril. Así, la divisa estadounidense alcanzó niveles en torno a 1,29 frente al euro y 110 frente al yen, que suponen una depreciación de más de un 5% en el último mes. Por su parte, los tipos de interés oficiales en Estados Unidos aumentaron en 25 puntos básicos (pb), situándose en el 5%. Asimismo, siguieron aumentando de forma moderada los tipos de interés a corto y a largo plazo estadounidenses, alcanzando la rentabilidad de los bonos a diez años niveles máximos de los últimos cuatro años, en torno al 5,2% a mediados del mes, al mismo tiempo que se mantenía positiva la pendiente de la curva de rendimientos. Tras esta última subida de los tipos de interés oficiales, pareció aumentar la incertidumbre en los mercados financieros sobre su senda futura, así como sobre la evolución de la inflación y del crecimiento en Estados Unidos. Esta mayor incertidumbre se vio reflejada en un aumento de la volatilidad en los mercados financieros, y en una caída relativamente generalizada de los precios de los activos de mayor riesgo, como la deuda soberana en los mercados emergentes y las bolsas, así como de los precios de las materias primas.

El precio del petróleo retrocedió moderadamente desde los máximos de 75 dólares por barril alcanzados en abril, como consecuencia de los datos favorables de inventarios de gasolina en Estados Unidos, y de la moderación de las previsiones de demanda mundial de petróleo en el último informe de la Agencia Internacional de la Energía. El precio de los futuros a largo plazo evolucionó de forma paralela a los precios al contado.

En *Estados Unidos* el crecimiento del PIB en el primer trimestre fue del 5,3% en tasa trimestral anualizada, según la publicación preliminar de la contabilidad nacional, lo que confirmó la recuperación del dinamismo de la economía, tras la ralentización del cuarto trimestre. Por componentes, el consumo privado siguió protagonizando la mayor aportación al crecimiento, pero se observó cierta reactivación de la inversión privada, especialmente no residencial, que podría apuntar, de modo incipiente, a un cambio en la distribución del crecimiento respecto a los trimestres anteriores. La contribución de la demanda externa fue nuevamente negativa, si bien algo menor que en el trimestre anterior, pues la aceleración de las exportaciones no pudo compensar el dinamismo de las importaciones. Entre los indicadores publicados más recientemente se vislumbraron algunos indicios de moderación, aunque aún insuficientes para evaluar con precisión su alcance. Así, las solicitudes de prestación por desempleo aumentaron ligeramente y la creación de empleo se redujo hasta los 138.000 puestos de trabajo en abril, por debajo de la pauta media de los últimos meses, aunque la tasa de desempleo se mantuvo estable en el 4,7%. Las ventas al por menor de abril crecieron algo menos que en los últimos meses, y el dato de confianza del consumidor de la Universidad de Michigan de mayo experimentó un marcado descenso, muy influido por la nueva alza de los precios de la gasolina. En el sector inmobiliario, importante sostén del consumo en los últimos años, se acentuaron los indicios de desaceleración, por ejemplo en el descenso del número de viviendas iniciadas y en las solicitudes de permisos de construcción de abril. En cambio, los datos de producción industrial superaron lo esperado y la utilización de la capacidad productiva se elevó hasta el 81,9%, nivel no alcanzado desde el año 2000. La inflación tendió al alza, como muestra la subida del 0,6% mensual en el índice de precios de consumo de abril, que situó la tasa interanual en el 3,5%. La inflación subyacente repuntó 2 décimas, hasta el 2,3% interanual, el nivel más alto de los últimos meses, mientras que el defactor del consumo privado excluyendo alimentos y energía se aceleró del 2% al 2,1%.

En *Japón*, el PIB creció un 3,1% interanual en el primer trimestre, frente al 3,7% del trimestre anterior, apoyado en el impulso de la inversión privada junto con el consumo privado. Este crecimiento resultó superior al esperado, ya que algunos de los indicadores disponibles de marzo parecían apuntar hacia una moderación algo más significativa de la actividad en el primer trimestre. Por su parte, las ventas al por menor mantuvieron en marzo el dinamismo de meses anteriores, mientras que la confianza de los consumidores se situó en abril en niveles máximos de los últimos dieciséis años. El mercado laboral continuó mostrando un notable empuje: la expansión del empleo permitió mantener la tasa de paro en el 4,1% de la población activa en abril, al mismo tiempo que la remuneración nominal de los asalariados mantuvo un ritmo de crecimiento parecido al del mes anterior. El superávit comercial de marzo se redujo ligeramente y se observó una ligera ralentización de las exportaciones e importaciones, pese a lo cual se amplió un 32,8% interanual el superávit corriente. Con respecto a los precios, las perspectivas de salida definitiva de la deflación se vieron reforzadas, al crecer los precios de consumo en abril por cuarto mes consecutivo y situarse en el 0,4% interanual, al mismo tiempo que la inflación subyacente se mantenía en tasas positivas por sexto mes consecutivo. En el ámbito monetario se intensificó la reducción de la liquidez proporcionada por el Banco de Japón en abril, como muestra el descenso de la base monetaria en un 7,2% interanual, en coherencia con el anuncio de cambio en la instrumentación de la política monetaria. El crédito bancario, no obstante, repuntó apreciablemente en el mismo mes.

En el *Reino Unido*, la segunda estimación del PIB del primer trimestre confirmó un crecimiento del 0,6% trimestral, 2,2% interanual. Este dato vino a corroborar la debilidad del consumo privado, compensada por la recuperación de la inversión. Por su parte, los indicadores de abril fueron coherentes con cierta recuperación del dinamismo de la economía, después de un comienzo de año mucho menos firme. Así, los índices de directores de compras (PMI, según sus siglas en inglés) sectoriales fueron muy favorables e indicativos de un vigoroso crecimiento, especialmente en el caso de las manufacturas. Los indicadores de consumo, como las tendencias de distribución de comercio y las ventas al por menor, mostraron un comportamiento generalmente positivo, rompiendo en cierto modo la pauta de meses anteriores. En cuanto a la inflación, los precios de consumo registraron en abril un ligero avance, situándose el índice general en el 2% interanual, frente al 1,8% anterior, mientras que el índice subyacente mantuvo su tasa de crecimiento en el 1,3%. Los distintos índices de precios de la vivienda, por su parte, volvieron a ofrecer una visión dispar, con tasas de crecimiento de entre el 5% y el 10%.

En *China*, el fuerte dinamismo de la actividad en los últimos meses parece indicar que la economía se enfrenta a incipientes síntomas de recalentamiento. Así, en marzo y abril se aceleraron la mayor parte de los indicadores de actividad (producción industrial, inversión en activos fijos y las ventas al por menor), al mismo tiempo que la oferta monetaria y el crédito interno aumentaban sus ritmos de crecimiento. En contraposición, las importaciones se desaceleraron considerablemente y las exportaciones perdieron algo de dinamismo, aunque el superávit comercial se mantuvo en 10,5 mm de dólares. En lo que respecta a la evolución de los precios, cabe destacar el repunte de los precios de consumo en abril en 4 décimas, hasta el 1,2% interanual, a pesar de la desaceleración de los precios de producción. En este contexto, el banco central aumentó a finales de abril todos los tipos de interés de referencia de los préstamos en 27 pb.

América Latina mantuvo un fuerte ritmo de crecimiento en el primer trimestre, a tenor de los primeros datos de contabilidad nacional publicados por algunos países. Así, la economía mexicana se expandió en el primer trimestre un 5,5% interanual, frente al 2,7% del último trimestre de 2005, mientras que la venezolana creció un 9,4% y la peruana un 7,2%, respecto al 10,2% y 7,7% del trimestre anterior, respectivamente. Al mantenimiento de un comportamiento favorable de las exportaciones parece haberse unido una cierta revitalización del consumo privado, según apuntan varios indicadores de ventas y confianza de los consumidores, así como la favorable evolución de los mercados de trabajo. En el ámbito de los precios, cabe destacar la moderación que en términos generales han seguido experimentando las tasas de inflación, a pesar del repunte de los precios energéticos. El índice de precios en el conjunto del área aumentó un 5,4% en abril, la menor variación desde junio de 2004. Sin embargo, solo en Brasil se produjo una reducción de los tipos de interés oficiales, hasta el 15,75%. Por el contrario, en Colombia concluyó el corto ciclo bajista con una subida del tipo oficial a comienzos de mayo. Cabe también destacar, por último, el debilitamiento reciente de los procesos de integración regional, en particular MERCOSUR y la Comunidad Andina, debido a las disensiones entre algunos de sus países miembros.

De acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, en el primer trimestre de 2006 el PIB del área del euro se incrementó un 0,6% en términos intertrimestrales, tras haber aumentado un 0,3% en los tres meses anteriores. Esta evolución ha supuesto, además, un avance de dos décimas en el ritmo de expansión interanual, que se ha situado en el 2%. La aceleración del producto de la UEM responde al mayor dinamismo de la actividad en los principales países del área. No está aún disponible el desglose del PIB para el conjunto de la UEM, pero la información publicada al respecto en los casos francés y alemán señala un aumento sensible de la mayor parte de los componentes de la demanda.

		2005			2006		
		DIC	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (b)	Índice de producción industrial	2,9	2,9	3,2	3,8		
	Comercio al por menor	1,0	1,3	1,3	0,0		
	Matriculaciones de turismos nuevos	-1,8	2,1	2,6	1,5	1,7	
	Indicador de confianza de los consumidores	-11,0	-11,0	-10,0	-11,0	-10,0	
	Indicador de clima industrial	-5,0	-4,0	-2,0	-1,0	1,0	
	IAPC	2,2	2,4	2,3	2,2	2,4	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	7,4	7,7	7,9	8,6		
	M1	11,4	10,3	9,9	10,1		
	Crédito a los sectores residentes	8,3	8,4	8,8	9,4		
	AAPP	4,0	3,0	1,8	1,6		
	Otros sectores residentes	9,4	9,9	10,7	11,5		
	<i>De los cuales:</i>						
	— Préstamos a hogares	9,4	9,4	9,5	9,7		
	— Préstamos a sociedades no financieras	8,3	8,5	9,7	10,4		
	EONIA	2,28	2,33	2,35	2,52	2,63	2,57
	EURIBOR a tres meses	2,47	2,51	2,60	2,72	2,79	2,88
	Rendimiento bonos a diez años	3,41	3,39	3,55	3,73	4,01	4,08
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	1,11	1,06	1,06	1,05	1,03	1,11
	Tipo de cambio dólar/euro	1,186	1,210	1,194	1,202	1,227	1,276
	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	23,0	4,1	7,3	10,3	10,2	3,4

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

a. Media del mes hasta el día 25 de mayo 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.

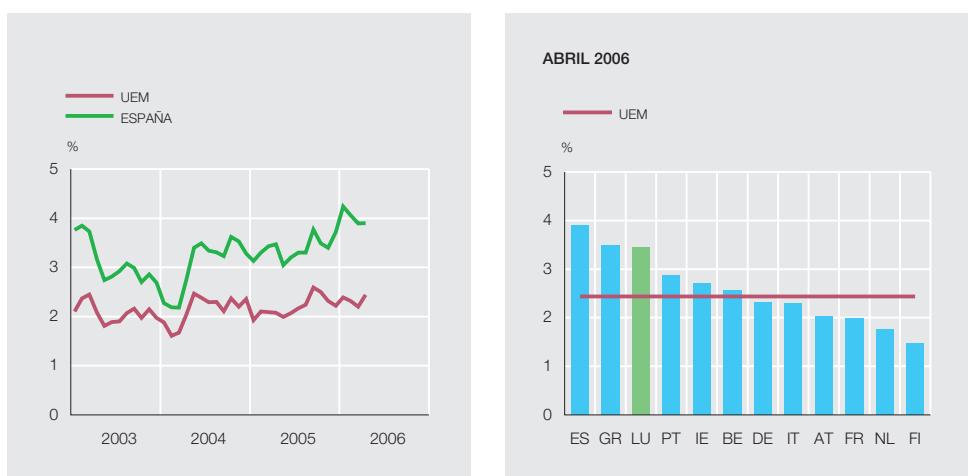
d. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 25 de mayo de 2006.

Los indicadores aparecidos más recientemente resultan, en general, compatibles con un ritmo de crecimiento de la actividad vigoroso. Así, en la vertiente de la oferta, cabe destacar el dato favorable de producción industrial referido al mes de marzo, que situó su tasa interanual en el 3,8% (véase cuadro 1). Por lo demás, el indicador de confianza industrial elaborado por la Comisión Europea y el índice de la encuesta de directores de compras del sector manufacturero continuaron hasta abril la senda ascendente iniciada a mediados de 2005. En el sector servicios, la evolución de los indicadores análogos fue similar, si bien los avances han alcanzado una magnitud más moderada. Por el lado de la demanda, los datos disponibles continúan sin proporcionar un mensaje claro de fortalecimiento del consumo. En particular, las ventas minoristas retrocedieron en marzo y la confianza de los hogares ha permanecido estancada hasta abril en niveles análogos a los registrados a finales de 2005, en tanto que las matriculaciones de automóviles siguieron creciendo a tasas modestas hasta ese mismo mes. Respecto a la demanda externa, los indicadores de expectativas de exportación y de cartera de pedidos exteriores mantuvieron un tono favorable.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, el IAPC de la UEM creció un 2,4% en abril, dos décimas más que la tasa registrada en marzo (véase el gráfico 5). Asimismo, el IPSEBENE (índice que excluye los precios de los bienes energéticos y de los alimentos no elaborados) registró una aceleración de la misma magnitud, hasta alcanzar el 1,6%. Por su parte, la tasa de variación interanual del IPRI disminuyó en marzo en tres décimas, hasta el 5,1%, como consecuencia del menor crecimiento de los precios de la energía, mientras que el resto de componentes se mantuvieron estables o experimentaron ligeros ascensos.

ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5



FUENTE: Eurostat.

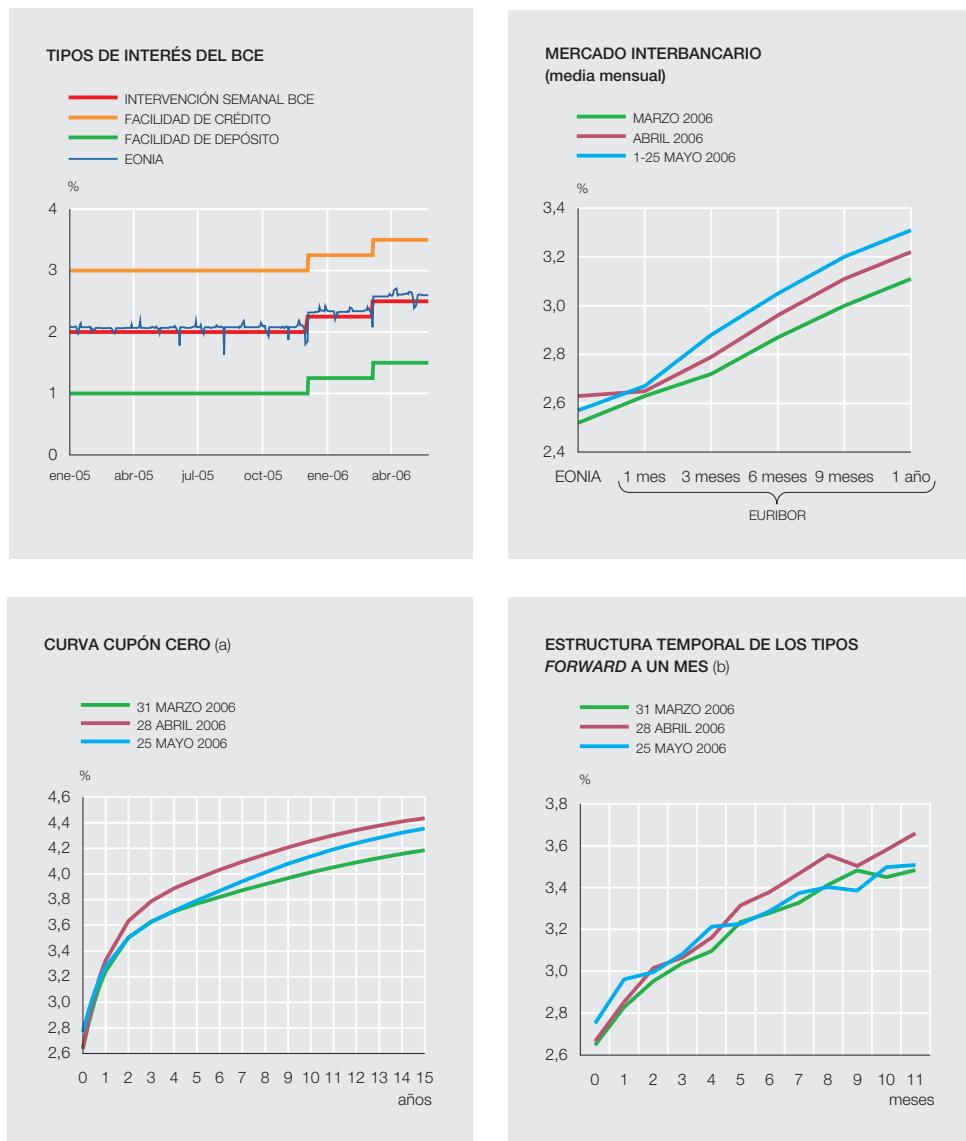
Tras la reunión del Consejo de Gobierno del 4 de mayo, el BCE decidió dejar inalterado el tipo aplicado a las operaciones principales de financiación en el 2,5%. Asimismo, los tipos aplicados a las facilidades de depósito y de crédito se mantienen en el 1,5% y 3,5%, respectivamente. En el mercado interbancario, los tipos de interés han repuntado al alza en las semanas transcurridas de mayo, por lo que la curva de rendimientos ha acrecentado su pendiente positiva (véase el gráfico 6). Asimismo, las rentabilidades en los mercados secundarios de deuda pública del área tendieron a aumentar en el mismo período, hasta llegar a alcanzar el 4,1% al plazo de diez años. En Estados Unidos, el rendimiento de los activos análogos experimentó una trayectoria similar. Como consecuencia de esta evolución, el diferencial positivo entre los bonos de este país y los de la UEM ha seguido situado algo por encima de 1 pp.

Tras alcanzar sus niveles más elevados en casi 6 años, los índices bursátiles europeos —al igual que los del resto del mundo— comenzaron a experimentar una brusca corrección a mediados del mes de mayo. Este proceso se agravó tras la publicación del dato de inflación subyacente de Estados Unidos. Como resultado de ello, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio ha sufrido un retroceso aproximado del 7% entre el 9 de mayo y la fecha de cierre del presente Boletín, si bien acumula aún una revalorización superior al 4% en lo que va de ejercicio. En los mercados de divisas ha tenido lugar en las últimas semanas un proceso de apreciación del euro frente al dólar que ha situado el tipo de cambio bilateral entre ambas monedas en torno a los 1,28 dólares por euro, frente a los 1,21 de comienzos de abril (véase gráfico 7). En términos del tipo de cambio efectivo nominal, la moneda europea ha seguido una trayectoria análoga en el período analizado.

En cuanto a la evolución de los agregados monetarios y crediticios en la zona del euro, el agregado monetario M3 experimentó en marzo una aceleración de su ritmo de avance hasta situarse en el 8,6%, siete décimas por encima de la tasa observada en el mes de febrero. Por su parte, el crédito concedido al sector privado continuó mostrando un mayor dinamismo en marzo, alcanzando una tasa interanual del 11,5%, en ocho décimas superior a la del mes anterior. Por lo que hace referencia al desglose sectorial, mientras que los préstamos concedidos a los hogares para la compra de bienes de consumo redujeron su tasa de variación interanual, los destinados a financiar la adquisición de vivienda y los otorgados a sociedades no financieras intensificaron su ritmo de crecimiento interanual. Finalmente, de acuerdo con la Encuesta de Préstamos Bancarios de abril, las entidades de crédito del área relajaron ligeramente sus condiciones para la concesión de nuevos créditos a familias —ya sea para la adquisición de

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.

vivienda o para el consumo — y a empresas. Por otra parte, las entidades observaron, para todas las categorías de préstamos, un crecimiento importante de la demanda, que no obstante fue inferior al máximo alcanzado en la edición precedente de esta encuesta.

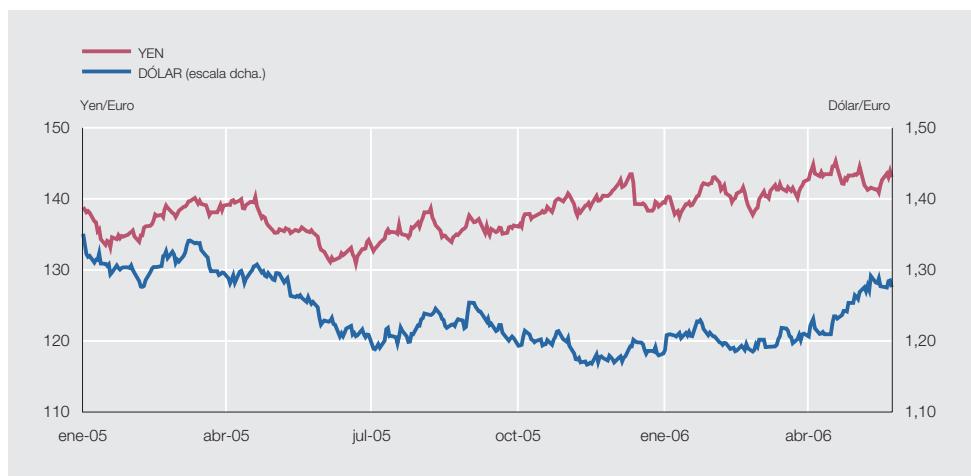
Evolución financiera en España

Durante el mes de marzo, el grado de holgura de las condiciones de financiación se redujo en alguna medida, pese a lo cual la deuda de los hogares y de las sociedades continuó sin dar síntomas de desaceleración. En paralelo, se observó un ligero ascenso en la expansión interanual de los activos financieros más líquidos de ambos sectores. La información provisional correspondiente a abril muestra que los fondos ajenos recibidos por las familias y las empresas siguen avanzando a un ritmo elevado.

Las rentabilidades negociadas en el mercado de deuda pública mantuvieron, durante abril y la parte transcurrida de mayo, la trayectoria creciente de los últimos meses. Los ascensos afectaron a todos los tramos de la curva, si bien fueron más acusados en los plazos más largos. Así,

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

		2003	2004	2005		2006		
		DIC	DIC	DIC	ENE	MAR	ABR	MAY (a)
TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH							
	Crédito a vivienda	3,46	3,39	3,46	3,67	3,78	3,84	...
	Crédito a consumo y otros fines	6,40	6,27	6,27	6,56	6,30	6,36	...
	Depósitos	1,11	1,15	1,23	1,29	1,29	1,38	...
SOCIEDADES NO FINANCIERAS								
	Crédito (c)	3,75	3,44	3,59	3,72	3,79	3,92	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,19	2,17	2,58	2,60	2,69	2,88	2,97
	Deuda pública a cinco años	3,47	2,98	3,04	3,06	3,28	3,48	3,71
	Deuda pública a diez años	4,34	3,64	3,37	3,33	3,48	3,65	4,03
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,00	-0,00	-0,00	-0,01	-0,00	-0,01	0,00
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,32	0,29	0,39	0,41	0,41	0,36	0,33
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	27,44	18,70	20,56	3,77	9,94	11,33	12,05
								6,01

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 19 de mayo 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.

los tipos de interés medios de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se incrementaron, respectivamente, en 19 pb y 38 pb en relación con los niveles de marzo, hasta situarse en el 3,07% y el 4,03% (véase cuadro 2). Los movimientos de la referencia española a diez años fueron similares a los de 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 5 años de las empresas no financieras españolas descendieron moderadamente.

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales las cotizaciones mostraron, durante abril y principios de mayo, una pauta ligeramente ascendente, que se interrumpió bruscamente

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

CUADRO 3

	2006	2004	2005	2006	
	MAR (b)	DIC	DIC	ENE	MAR
FINANCIACIÓN TOTAL	1.837,4	12,3	15,7	16,2	17,4
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	1.528,7	16,2	21,0	20,8	22,3
Hogares e ISFLSH	680,0	20,1	21,2	21,2	21,3
<i>De los cuales:</i>					
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	499,2	23,6	24,5	24,4	24,3
– Crédito para consumo y otros fines (c)	179,7	12,2	13,3	13,2	13,7
Sociedades no financieras	848,6	13,2	20,8	20,5	23,1
<i>De los cuales:</i>					
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	607,7	17,8	25,5	24,8	25,2
– Valores de renta fija	11,5	0,2	-0,3	-0,8	-1,9
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (d)	308,7	0,0	-3,9	-0,7	-1,2
Valores a corto plazo	35,2	-6,2	-10,9	-12,4	-11,0
Valores a largo plazo	295,1	0,9	3,0	-0,1	0,8
Créditos – depósitos (e)	-21,6	-0,1	-17,2	2,8	-2,1
					-15,9

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.

te a partir del día 10 de dicho mes, al producirse un descenso generalizado en los precios negociados, que vino acompañado de un repunte de las volatilidades implícitas. En la fecha de cierre de este artículo, la ganancia acumulada desde el comienzo de año por el Índice General de la Bolsa de Madrid se redujo hasta el 6%, revalorización algo más elevada que la registrada, durante el mismo período, por el EURO STOXX amplio de las bolsas de la UEM (3,8%) y el S&P 500 de las de Estados Unidos (1,5%).

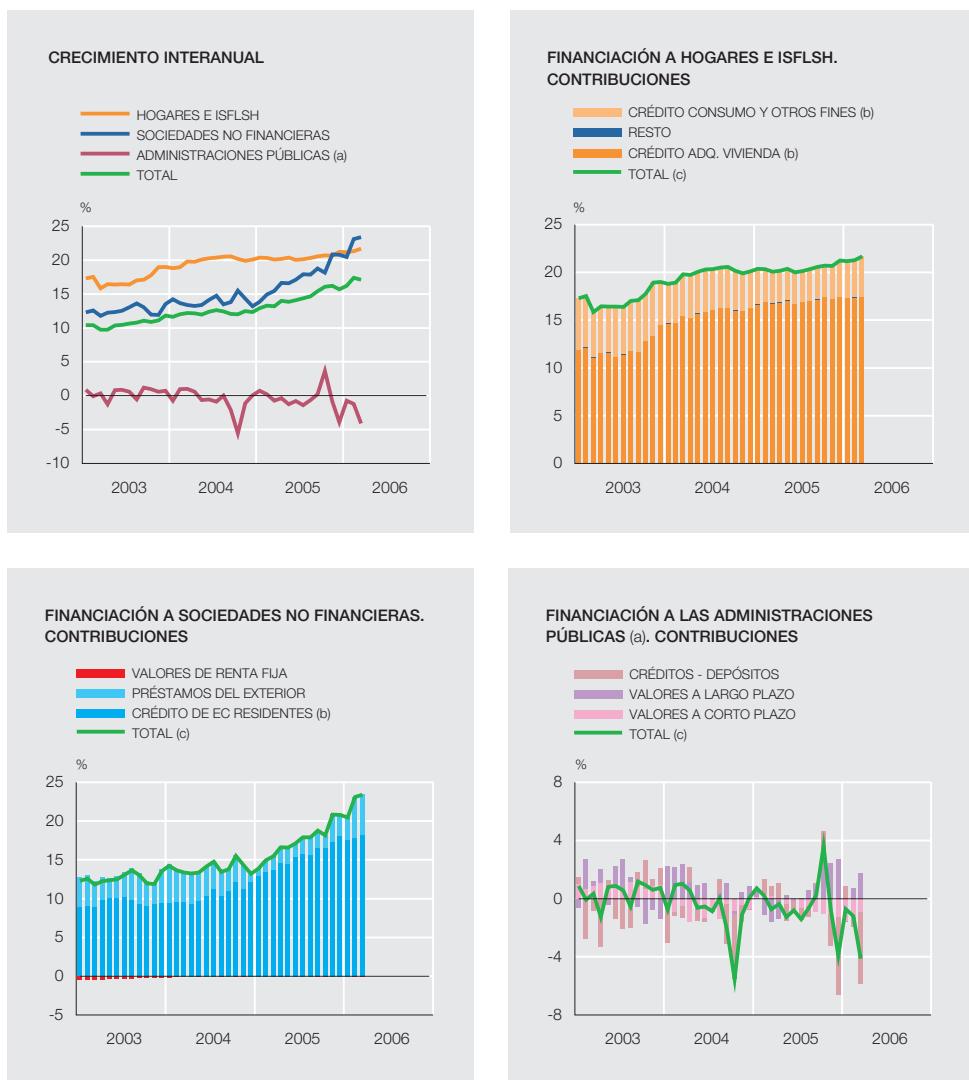
Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las empresas y a las familias en las operaciones nuevas de activo y pasivo mantuvieron, en marzo, la tendencia ascendente iniciada a finales de 2005. Así, los costes de los préstamos concedidos a los hogares para adquisición de vivienda y para consumo y otros fines se incrementaron alrededor de 6 pb con respecto a febrero, hasta situarse en el 3,84% y 6,36%, respectivamente. Asimismo, la remuneración de sus depósitos se elevó 9 pb, hasta el 1,38%. Por su parte, el precio de la financiación bancaria a las sociedades no financieras se situó en el 3,92%, 13 pb por encima del dato del mes precedente.

La financiación recibida por el total de los sectores residentes no financieros se desaceleró ligeramente en marzo, como resultado del comportamiento de las Administraciones Públicas, ya que las tasas de crecimiento interanual de los recursos captados por las familias y las sociedades registraron un moderado ascenso y se situaron en torno al 22% y 23%, respectivamente (véanse cuadro 3 y gráfico 8).

La desagregación por finalidades muestra, en el caso de los hogares, un incremento en el ritmo de expansión de los fondos destinados al consumo y otros fines, hasta el 15%, y un mantenimiento de la tasa de crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda, que

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.

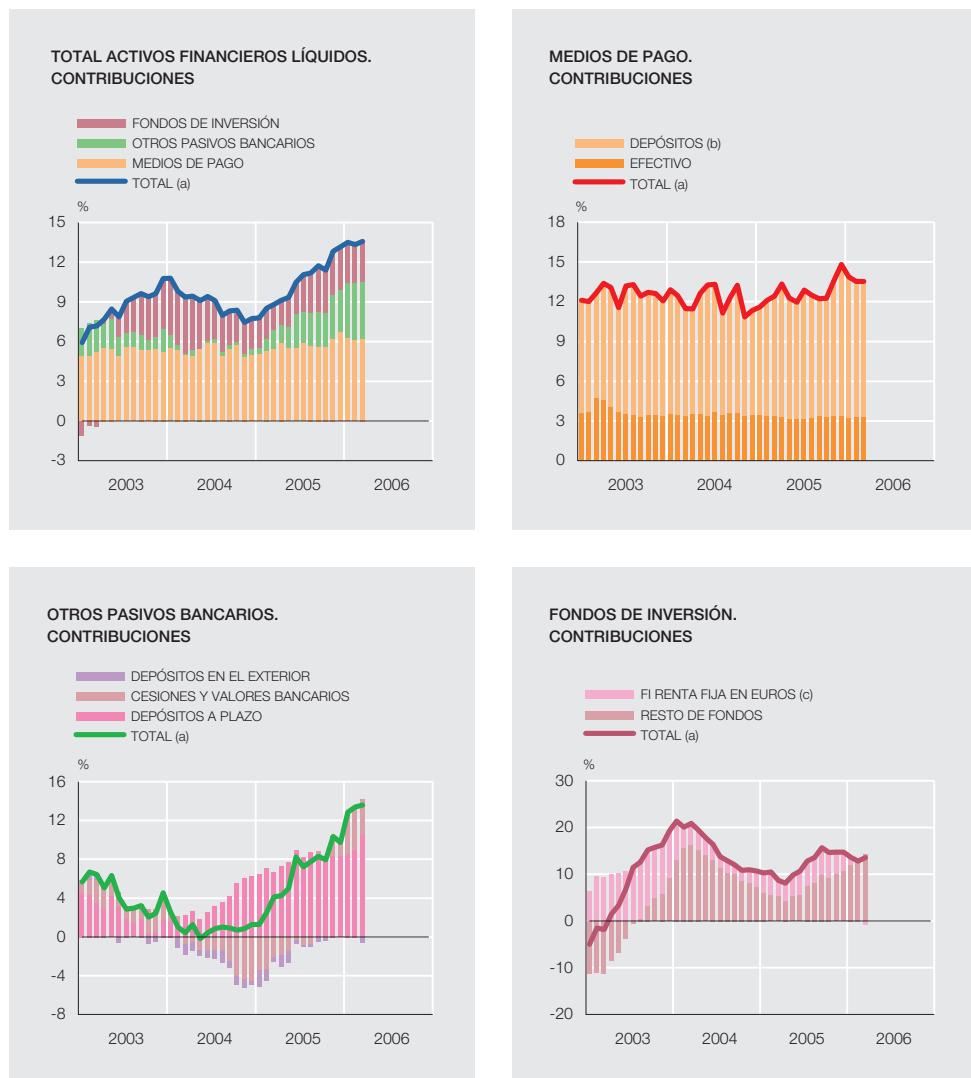
permaneció por encima del 24%. Dentro de los recursos obtenidos por las sociedades no financieras, el principal componente, el crédito concedido por las entidades residentes, experimentó una nueva aceleración, de modo que su avance interanual se situó en niveles próximos al 26%. En cambio, la emisión neta de valores de renta fija acumulada durante los últimos doce meses continuó siendo negativa. La información provisional correspondiente a abril no evidencia variaciones significativas en el dinamismo de la deuda de empresas y familias.

La financiación recibida por las Administraciones Públicas se redujo en marzo algo más de un 4% en relación con el mismo período del año precedente. Esta evolución fue el resultado del descenso del saldo neto entre créditos y depósitos y de la amortización neta de valores a corto plazo, que más que compensaron la emisión neta positiva de instrumentos a largo plazo.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares se aceleraron ligeramente en marzo (véase gráfico 9). Por instrumentos, la evolución

**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.

no fue homogénea. Así, mientras que la tasa de expansión de los medios de pago se mantuvo en torno a los mismos niveles de febrero, las correspondientes tanto a los otros pasivos bancarios como a los fondos de inversión se incrementaron moderadamente. Dentro de estos, los de renta fija en euros contribuyeron de forma negativa al avance del agregado, lo que contrasta con el mayor dinamismo del resto de categorías. La información provisional referente a abril muestra una cierta reducción del crecimiento interanual de los activos financieros más líquidos del sector privado, que fue bastante generalizada por componentes.

26.5.2006.