

EVOLUCIÓN RECENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Evolución del sector real de la economía española

Como ya se comentó en el *Boletín Económico* de mayo, de acuerdo con las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral¹, el PIB continuó acelerándose en el primer trimestre de 2007, con un ritmo de crecimiento interanual del 4,1%, que es una décima superior al del trimestre anterior y el más elevado desde mediados de 2001. Además, en este trimestre se avanzó en el proceso de recomposición del crecimiento, pues la mejoría en la aportación del sector exterior compensó la suave desaceleración de la demanda nacional. Por componentes, destacó el repunte en el crecimiento de la inversión en bienes de equipo, así como en otros productos, mientras que el consumo privado y la inversión en construcción se moderaron ligeramente. En el ámbito del comercio exterior, las importaciones se ralentizaron en mayor medida que las exportaciones. El dinamismo de la actividad permitió, además, mantener la fortaleza de la creación de empleo y una cierta recuperación de la productividad, mientras que la remuneración por asalariado se desaceleró. La información referida al segundo trimestre del año, aunque todavía muy parcial, apunta a que ha continuado la pujanza de la actividad, si bien algunas variables muestran signos incipientes de suave moderación, que van en la dirección de confirmar un mayor equilibrio entre los componentes del crecimiento.

Tal es el caso de la información coyuntural referida al consumo privado. El indicador de confianza de los consumidores volvió a experimentar un cierto retroceso en mayo, aunque el relativo al comercio al por menor alcanzó en ese mes el nivel más alto del presente año (véase gráfico 1). Las matriculaciones de automóviles destinados a particulares, por su parte, prolongaron hasta mayo las tasas negativas de meses previos. Aunque con información sólo hasta abril, tanto las ventas al por menor como la información procedente de la Agencia Tributaria sobre ventas interiores de bienes y servicios de consumo de las grandes empresas señalaron un menor vigor al inicio del segundo trimestre.

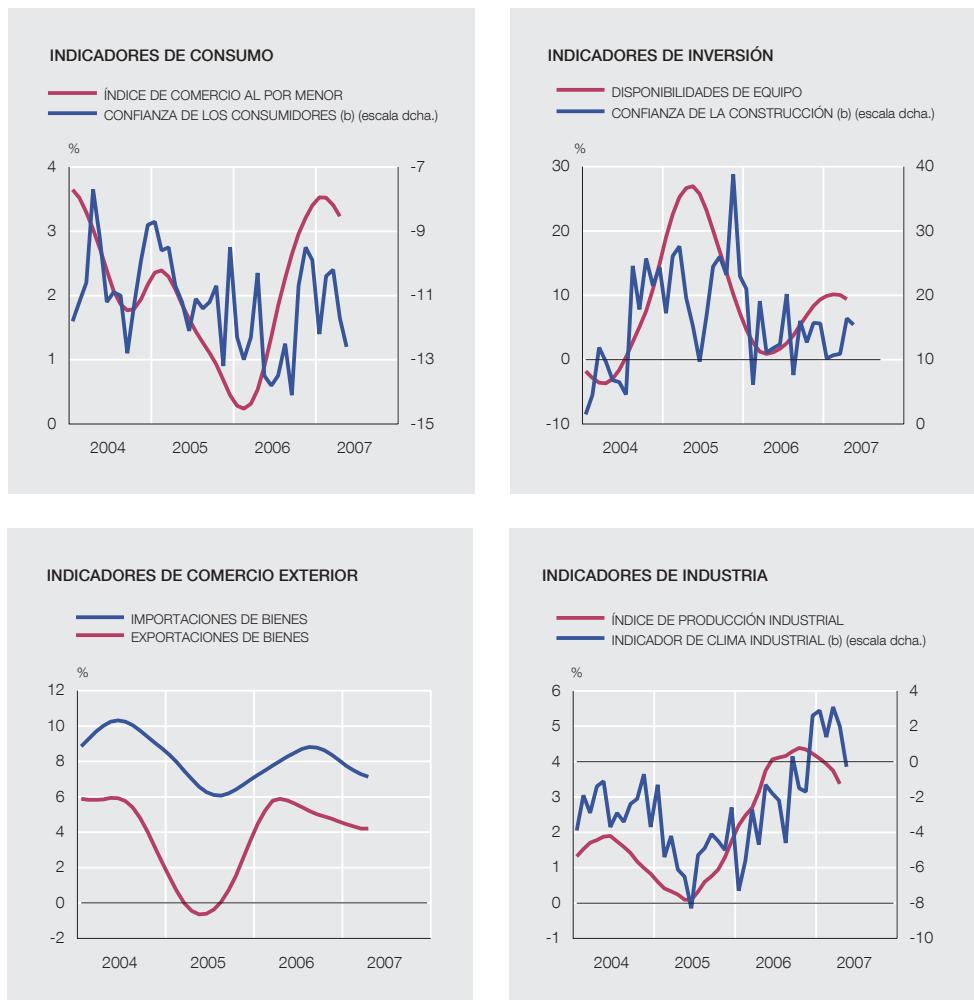
En cambio, los indicadores sobre la inversión en bienes de equipo parecen señalar una continuidad del dinamismo. A la favorable evolución de la utilización de la capacidad productiva del sector industrial —ya comentada en el anterior Boletín— se ha unido la mejoría experimentada en mayo por el indicador del clima en el sector productor de esos bienes, aunque el indicador de disponibilidades —con información parcial hasta abril— presentó una cierta desaceleración, dentro de un senda expansiva.

En el caso de la inversión en construcción, los indicadores disponibles proporcionan señales, en general, de un dinamismo algo atenuado. Así, en mayo, el número de afiliados a la Seguridad Social de esta rama mantuvo la senda de ralentización que viene mostrando en los últimos meses. Además, en dicho mes se observó un incremento en el paro registrado del sector, tras dos años de descensos continuados. La producción interior de materiales de construcción también comenzó el segundo trimestre con una mayor contención, mientras que el consumo aparente de cemento prolongó en mayo el repliegue ya observado en abril. Por su parte, en mayo, el indicador de confianza del sector retrocedió ligeramente. En cuanto a los indicadores de carácter adelantado, los visados de obra nueva de viviendas experimentaron en marzo un sustancial repunte, tras varios meses de contracción, lo que podría estar relacionado con la entrada en vigor en abril del segundo paquete de disposiciones del Código Técnico de Edificación. En este sentido, se habría anticipado a marzo la presentación de algu-

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.

nos proyectos, tal como ocurrió antes de la entrada en vigor del primer paquete de ese Código en octubre de 2006. Por otro lado, aunque el elevado número de visados aprobados a lo largo de 2006 permitiría prever un comportamiento dinámico de la edificación residencial en 2007, la moderación observada en la demanda podría ralentizar la ejecución de algunos proyectos. La licitación oficial de obra civil finalizó el primer trimestre del año con un crecimiento medio por debajo del registrado en el cuarto trimestre de 2006, aunque el fuerte empuje de la licitación en 2006 debería impulsar la actividad en este segmento a lo largo del presente ejercicio.

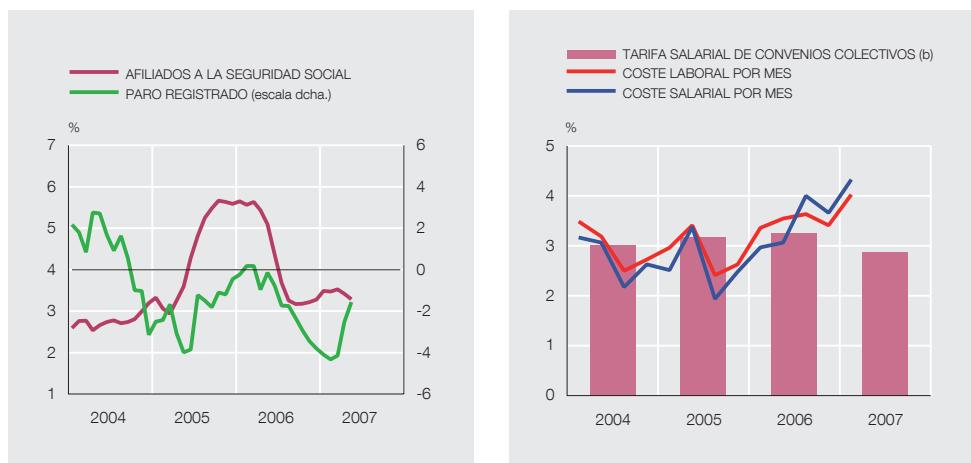
Los datos del comercio exterior siguen en la línea de mejora de la contribución de la demanda exterior neta. De acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones de bienes en términos reales aumentaron en abril a un ritmo del 6,7%, por encima de la tasa de crecimiento del 3% registrada en el primer trimestre del año. Casi todas las partidas tuvieron un mejor comportamiento que en ese período, especialmente las ventas de bienes de equipo (que avanzaron a una tasa superior al 18%) y de bienes de consumo no alimenticio (que se expandieron a un ritmo cercano al 10%). En cambio, las exportaciones de alimentos, que habían aumentado más de un 7% en el primer trimestre, solo crecieron a una tasa del 1% en abril. Por áreas

geográficas, la expansión de las ventas en abril fue menos intensa en la UE, mientras que las exportaciones dirigidas al resto del mundo se incrementaron a un ritmo del 9,4%. Asimismo, hay que señalar que las opiniones de los empresarios exportadores se han inclinado hacia una valoración algo más optimista. En particular, la valoración de la cartera de pedidos exteriores de la encuesta de la Comisión Europea reflejó señales favorables en mayo, al igual que en abril, lo que contrasta con el pesimismo de meses anteriores. Por su parte, las importaciones se aceleraron en abril de forma más acusada que las exportaciones, con un crecimiento interanual en términos reales del 12,3%, muy superior al 5,4% registrado en los tres primeros meses del año. Las compras de bienes intermedios, especialmente los no energéticos, experimentaron tasas de variación elevadas, mientras que las importaciones de bienes de consumo y de equipo mantuvieron un gran dinamismo, con un ritmo de crecimiento interanual en torno al 10% en ambos casos. El déficit comercial en términos nominales aumentó en abril a una tasa interanual del 11%, por encima del ritmo de aumento observado en el primer trimestre (5,7%), a pesar de que el déficit energético se redujo respecto al registrado en el mismo mes del año anterior.

Los principales indicadores disponibles sobre el turismo perdieron pulso en el segundo trimestre, tras la trayectoria favorable que habían presentado durante los tres primeros meses del año. Así, en abril y mayo el número de turistas extranjeros entrados por fronteras y de pernoctaciones hoteleras registraron una contracción, frente al crecimiento sostenido de los tres primeros meses del año. Esta evolución resulta compatible con lo señalado por los datos de la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR), que estima que el gasto nominal de los turistas sufrió cierto retroceso en abril, después del repunte observado en el primer trimestre. Esta caída fue consecuencia del menor número de turistas que visitaron España en ese mes, puesto que el gasto medio por turista permaneció estabilizado.

La necesidad de financiación de la economía acumulada hasta el mes de marzo se situó, según los datos de Balanza de Pagos, en 24 mm de euros, superior en casi un 13% a la contabilizada en el mismo período del año anterior. En el caso de la balanza por cuenta corriente, su déficit acumulado se situó en torno a 25 mm de euros, lo que supone un incremento del 15% en términos interanuales. Al aumento del déficit de la balanza comercial se sumó cierto retroceso del superávit de la balanza de servicios. Esta disminución del saldo positivo de los servicios se debió a que el avance en el superávit de la partida correspondiente a turismo y viajes no compensó el aumento del déficit en el resto de servicios. Asimismo, se observó un incremento de los saldos deficitarios en la balanza de transferencias corrientes y, en particular, en la balanza de rentas. Por su parte, la cuenta de capital registró un superávit de 1,5 mm de euros en el período entre enero y marzo, superior al del mismo período de 2006, debido a la ampliación de los ingresos de las AAPP en concepto de transferencias de capital de la UE.

Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial (IPI) experimentó en abril un crecimiento interanual del 4%, ajustado de efectos de calendario, algo inferior al que se observó en el primer trimestre. El resto de la información coyuntural correspondiente a la industria resulta coincidente con esa ligera moderación. En este sentido, la información correspondiente a mayo apunta a un suave empeoramiento del indicador de confianza del sector y del índice de directores de compras, al igual que ocurre con el indicador de clima industrial. También las entradas de pedidos y cifras de negocios en la industria perdieron tono en abril. Los indicadores de empleo en el sector son los que aparentemente se mantienen algo más favorables: en mayo, el número de afiliados al Régimen General de la Seguridad Social en este sector aumentó un 2,7% en términos interanuales, por encima de la tasa de abril y del primer trimestre, mientras que el paro registrado siguió disminuyendo a un ritmo relativamente acusado (-5,4%), aunque no tan pronunciado como el de los meses anteriores.



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

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.

b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta mayo de 2007.

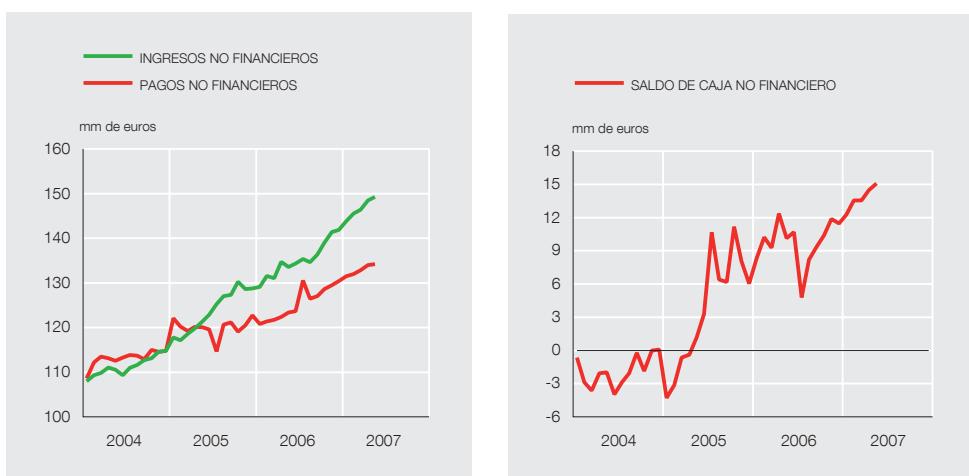
En el caso de los servicios de mercado, la información coyuntural disponible también refleja, como tónica general, una cierta moderación, si bien hay señales algo contrapuestas. Comenzando por los indicadores de opinión, aunque el indicador de confianza del comercio al por menor, como ya se ha comentado, parece que recuperó posiciones en mayo, todavía se mantiene en valores negativos y algo elevados, al tiempo que el relativo a los servicios registró un nuevo descenso en ese mes, hasta alcanzar el nivel más desfavorable en los últimos catorce meses. Por el contrario, el índice de directores de compras del sector se recuperó en mayo de gran parte de la caída sufrida un mes antes. Por otra parte, la cifra de negocios del sector servicios mostró en abril cierta pérdida de empuje. En abril y mayo, el crecimiento interanual del número de afiliados a la Seguridad Social fue inferior al del primer trimestre, mientras que el ritmo de caída del número de parados inscritos en el INEM siguió atenuándose.

En el conjunto de la economía, el empleo parece mantener en el segundo trimestre un apreciable dinamismo, si bien con signos de ligera moderación. Así, el número de afiliaciones a la Seguridad Social mostró en mayo —al igual que un mes antes— ritmos de avance interanual inferiores al del primer trimestre del año, pero en línea con lo observado al finalizar 2006. Asimismo, el ritmo de caída interanual del número de parados inscritos en el INEM está haciéndose menos pronunciado, con una tasa del -1,6% en mayo, frente al -4,2% del primer trimestre de 2007 (véase gráfico 2).

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo hasta mayo de 2007 un superávit de 14.359 millones de euros (1,4% del PIB), frente al superávit de 10.354 millones de euros (1,1% del PIB) registrado hasta mayo de 2006. Los ingresos experimentaron un incremento del 12,6% respecto al mismo período del año anterior, mientras que los gastos crecieron a una tasa del 7%. En términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta mayo del 2007 se saldó con un superávit de 11.220 millones de euros, lo que supuso una significativa ampliación del superávit de 7.602 millones de euros registrado en el mismo período del año anterior (véase gráfico 3). Los ingresos se aceleraron en el mes de mayo, hasta un crecimiento acumulado del 12,8%, mientras que los pagos atenuaron ligeramente su ritmo de aumento, hasta una tasa del 7,5%. La fortaleza mostrada por los ingresos en comparación con las tasas presupuestadas apunta a un cierre del año mejor de lo previsto, aun a pesar de

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.

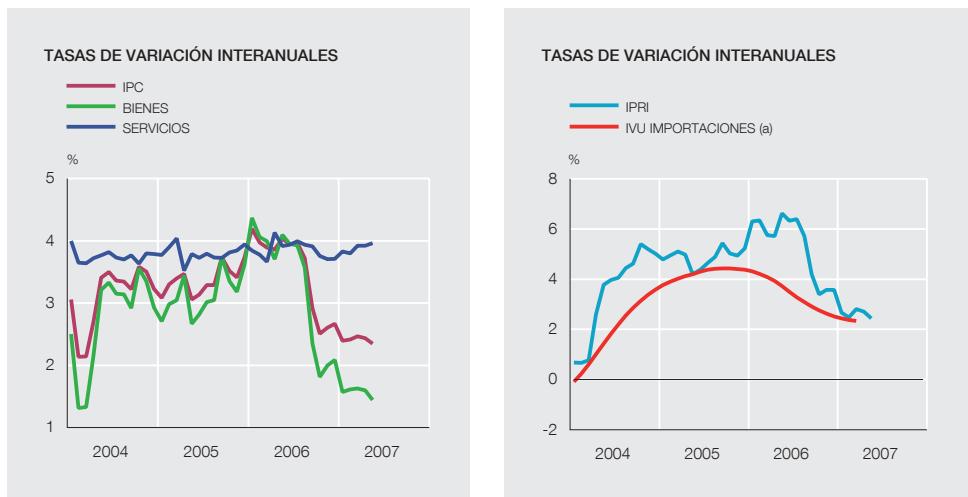
a. Último dato: mayo de 2007.

la probable desaceleración del IRPF y del Impuesto sobre Sociedades en los próximos meses, a medida que la reforma de ambos impuestos introducida a principios de año afecte más nitidamente a la recaudación.

Precios y costes

Según la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL), en el primer trimestre del año el coste laboral por trabajador y mes experimentó una notable aceleración, al crecer en tasa interanual un 4%, seis décimas más que en el trimestre precedente. Este repunte se repartió de manera uniforme tanto en su componente salarial (4,3%) como en el resto de costes (3,2%), destacando el fuerte avance registrado en los pagos extraordinarios. Este panorama contrasta con la ralentización estimada para la remuneración por asalariado en Contabilidad Nacional en ese mismo trimestre, si bien es cierto que, para el agregado de la economía de mercado no agrícola —más en línea con los sectores analizados en la ETCL—, la CNTR también estimó un ligero repunte. Por su parte, los convenios registrados hasta mayo de 2007 siguen incorporando un incremento de las tarifas salariales del 2,9%, siendo el avance de la negociación muy escaso, con un número de trabajadores afectados que no llega a los cinco millones de trabajadores. Por ramas, la estabilidad fue la tónica general, correspondiendo a la construcción el incremento más elevado, cercano al 4%. La estimación más reciente del impacto de la cláusula de salvaguarda correspondiente al año 2006 —que repercute en el salario cobrado en 2007— se mantiene en 0,3 puntos porcentuales (pp), muy por debajo del estimado para el ejercicio precedente (0,9 pp).

El índice de precios de consumo (IPC) aumentó en mayo un 0,3% con respecto a abril, de manera que su tasa interanual se redujo en una décima, hasta el 2,3% (véase gráfico 4). Por su parte, el IPSEBENE —índice que excluye los elementos más volátiles— registró un incremento del 0,2% en términos intermensuales, permaneciendo su tasa interanual en el 2,5% por tercer mes consecutivo. Dentro de los componentes del IPSEBENE, los precios de los bienes industriales no energéticos redujeron su tasa de crecimiento interanual en dos décimas, hasta el 0,7%, mientras que los precios de los servicios y de los alimentos elaborados la aumentaron en una décima, hasta el 4% y el 2,3%, respectivamente. Finalmente, los dos elementos más volátiles del IPC tuvieron un comportamiento favorable: por un lado, los precios de los alimentos no elaborados moderaron su elevado ritmo de cre-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

cimiento —en cuatro décimas, hasta el 6%—, mientras que los de los bienes energéticos acentuaron levemente —en una décima— su ritmo de caída, hasta situar su tasa interanual en el -1,6%. Asimismo, el índice armonizado (IAPC) redujo en una décima su crecimiento interanual, hasta el 2,4% en mayo, de forma que el diferencial con la UEM se estrechó en esa misma magnitud, hasta 0,5 pp.

En mayo, el índice general de precios industriales (IPRI) creció a un ritmo interanual del 2,4%, 0,3 pp menos que en el mes de abril, debido a la desaceleración de los precios de los bienes de consumo e intermedios y a la caída de los precios energéticos, mientras que los precios de los bienes de equipo repuntaron ligeramente. De esta forma, los precios de los bienes de consumo alcanzaron una tasa de crecimiento interanual del 2%, 0,2 pp menos que en abril. La desaceleración afectó por igual a los bienes de consumo duradero y no duradero. Por su parte, los precios de los bienes intermedios redujeron su tasa de variación interanual del 6,4% al 6%, mientras que los correspondientes a la producción de energía cayeron un 2,8%. Por último, los precios de los bienes de equipo aumentaron dos décimas su tasa interanual, hasta situarla en el 3,4%.

Los precios de las importaciones, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), descendieron a un ritmo interanual del 2% en abril, lo que supone 3 pp por debajo de las tasas observadas en el primer trimestre. Esta significativa desaceleración fue, sobre todo, el resultado de la disminución en los IVU de los bienes de equipo (-5,9%) y del estancamiento de los precios de los bienes intermedios no energéticos, tras haber aumentado un 3,6% en los primeros meses de 2007. Los bienes de consumo también moderaron el ritmo de crecimiento de sus precios, especialmente los alimentos. Respecto a las exportaciones, el crecimiento de los IVU en abril fue del 2,5%, 1,4 pp menos que en el primer trimestre, desaceleración que viene explicada casi totalmente por el fuerte descenso en los precios de los bienes de equipo. De acuerdo con la estadística del INE, el índice de precios de importación de productos industriales registró en abril una variación nula en términos interanuales, similar a la de los dos meses previos. Por componentes, se observaron comportamientos diferenciados que se compensaron entre sí, siendo destacable la moderación de los precios de los bienes intermedios. Los correspondientes precios de exportación continuaron reflejando un comportamiento más dinámico que los de importación, si bien recortaron su tasa de crecimiento hasta el 1,7%,

frente al 2,1% de marzo. En este caso, los precios de la energía y los de los bienes industriales de consumo siguieron mostrando tasas interanuales negativas, mientras que los relativos a los bienes de equipo permanecieron estancados.

Evolución económica y financiera en la UEM

El aspecto más notable de los mercados financieros internacionales en junio ha sido el incremento generalizado de los tipos de interés a largo plazo. En Estados Unidos, el tipo de interés a diez años alcanzó a mediados de junio niveles en torno al 5,25%, 55 puntos básicos (pb) por encima del nivel registrado un mes antes, al tiempo que en los mercados se han desvanecido las expectativas de reducción de los tipos de interés oficiales. A pesar de que en la primera semana de junio, y coincidiendo con el aumento de los tipos a largo, se produjo una ligera corrección en las bolsas y diferenciales soberanos, posteriormente se han registrado ganancias en la mayoría de las bolsas mundiales y reducciones en los diferenciales de crédito corporativos y soberanos, que han vuelto a marcar mínimos históricos. Otro elemento que cabe destacar es la batería de medidas tomadas por las autoridades chinas para frenar el ritmo de crecimiento de ciertas variables financieras. En los mercados cambiarios, el dólar se recuperó ligeramente frente al euro, al tiempo que se mantiene la debilidad del yen. Por su parte, el precio del petróleo tipo Brent registró una elevada volatilidad en el último mes y volvió a alcanzar niveles máximos del año, al superar los 72 dólares por barril durante la tercera semana de junio. Esta volatilidad estuvo condicionada por problemas en el suministro de gasolina en Estados Unidos y por elementos de tensión geopolítica y de carácter climatológico en algunos países productores.

En Estados Unidos, la segunda estimación de la contabilidad nacional revisó a la baja en siete décimas el crecimiento trimestral anualizado en el primer trimestre, hasta el 0,6%, debido a la reestimación a la baja de la acumulación de existencias y de la contribución del sector exterior. Los indicadores disponibles para el segundo trimestre fueron moderadamente positivos, si bien se mantuvo la incertidumbre en torno a la situación del sector inmobiliario. El consumo mantuvo un ritmo de crecimiento bastante robusto, aunque algo más moderado que el observado en trimestres precedentes, de acuerdo con los datos de ventas al por menor de mayo y el informe de gastos personales de abril. El mercado laboral volvió a mostrar su fortaleza, tras la aparente ralentización de abril, al crearse en mayo 157.000 puestos de trabajo. Los índices de gestores de compras (ISM) mejoraron en mayo, tanto en los servicios como en las manufacturas. La recuperación en este último, junto con el tono favorable de los pedidos en abril, apuntaría al inicio de una fase de reactivación de la producción industrial, pese al dato decepcionante de esta en mayo. Respecto al sector exterior, el saldo deficitario de la balanza comercial se redujo en abril hasta 58,5 mm de dólares, frente 62,4 en marzo, como consecuencia de la caída del volumen de importaciones. El déficit por cuenta corriente del primer trimestre ascendió al 5,7% del PIB, una décima más que el trimestre anterior. Los indicadores del mercado de la vivienda tuvieron un tono mixto: en mayo aumentaron las viviendas iniciadas, pero cayeron los permisos. El índice de precios de la vivienda más empleado (OFHEO, por sus siglas en inglés) mostró una cierta desaceleración, pero siguió mostrando tasas de variación interanual positivas (4,25% en el primer trimestre de 2007); otras medidas de precios registraron caídas interanuales. En cuanto a la inflación, la tasa interanual del IPC aumentó del 2,6% al 2,7% en mayo, pero la subyacente disminuyó del 2,3% al 2,2%. Por su parte, el deflactor del gasto en consumo personal se moderó una décima en abril, hasta el 2,2%, mientras que la inflación subyacente también se redujo en una décima, quedando fijada en el 2%.

En Japón, el crecimiento trimestral anualizado del PIB en el primer trimestre fue revisado del 2,4% preliminar al 3,3%, debido principalmente a la inversión privada en maquinaria, cuya variación trimestral anualizada se revisó desde el -3,7% al 1%. Por otra parte, los indicadores más recientes han presentado un tono mixto, con debilidad en el sector industrial y cierto di-

namismo en el consumo privado y en el mercado laboral. Los datos de producción industrial y de pedidos de maquinaria de abril y el índice de gestores de compras de manufacturas (PMI, según sus siglas en inglés) de mayo confirmaron la moderación en la actividad del sector observada en el primer trimestre. La información relativa al consumo —gasto de los hogares y ventas al por menor en abril y confianza del consumidor en mayo— fue positiva, lo que apunta a una recuperación respecto a marzo. En el mercado laboral, la tasa de paro de abril se recortó en dos décimas, hasta el 3,8%, situándose en niveles mínimos de nueve años. Sin embargo, los salarios de abril profundizaron su caída. Respecto al sector exterior, el superávit por cuenta corriente mejoró notablemente en abril. La tasa de crecimiento de los precios de consumo se acercó a terreno positivo en abril (del -0,1% al 0% interanual) y la inflación subyacente —que en Japón incluye los productos energéticos— aumentó dos décimas, hasta el -0,1%. Por su parte, los precios al por mayor crecieron un 2,2% interanual en mayo, tras el 2,3% del mes previo, muy influidos por las alzas de los precios internacionales de las materias primas. Finalmente, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial inalterado (en el 0,50%) en su reunión de junio.

En el Reino Unido, el PIB creció un 0,7% en el primer trimestre (2,9% interanual) y los indicadores recientes han mantenido registros favorables. Por el lado de la demanda, las encuestas de actividad del comercio y la industria mantuvieron un alto nivel en mayo. Por el lado de la oferta, es destacable el alto nivel de los PMI de mayo, incluso el de manufacturas, con 54,9 puntos. La tasa de paro se mantuvo el 5,5% en marzo, mientras que los salarios se desaceleraron del 4,4% al 4% interanual. En cuanto a los precios, la tasa interanual de inflación se redujo tres décimas en mayo, hasta el 2,5%, mientras que los precios de la vivienda continuaron creciendo a tasas interanuales alrededor del 10%. En su reunión de junio, el Banco de Inglaterra mantuvo el tipo de interés oficial en el 5,5%. En los nuevos miembros de la UE, los datos del primer trimestre confirman un crecimiento robusto de la región. Así, el PIB se aceleró en Polonia hasta el 7,4%, en tasa interanual, y en la República Checa mantuvo un crecimiento del 6,1%. En mayo, la inflación se moderó en los principales países. No obstante, el deterioro de las expectativas de inflación y el fuerte dinamismo de la demanda interna llevaron a algunos países (República Checa, Malta y Letonia) a elevar sus tipos de interés oficiales. En el ámbito fiscal, el nuevo Programa de Convergencia de la República Checa prevé un déficit público del 4% del PIB en 2007 y del 3,5% en 2008, excediendo así el objetivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Por último, las monedas que participan en el ERM II se mantuvieron en el centro de su banda de fluctuación, salvo la corona eslovaca, que continúa apreciada cerca del 5% respecto a su paridad central.

En China, los indicadores de mayo continuaron con la tónica de fuerte dinamismo de la actividad económica. La producción industrial y la inversión en activos fijos mantuvieron un fuerte crecimiento, mientras que las ventas al por menor continuaron su gradual aceleración. En cuanto al sector exterior, el superávit comercial mensual se expandió nuevamente en mayo, al alcanzar los 22,5 mm de dólares, pese a la mayor apreciación del renminbi respecto al dólar (un 0,8% desde finales de abril). En mayo, la inflación repuntó notablemente, hasta el 3,4% interanual, la cifra más elevada de los últimos 27 meses, debido a los precios de los alimentos. Con el fin de moderar el crecimiento de las variables financieras, el banco central volvió a aumentar el coeficiente de reservas en mayo en 50 pb, hasta el 11,5%, y se incrementaron los impuestos sobre las operaciones de valores, lo que provocó una fuerte corrección inicial de la bolsa, que cayó en torno al 15%, movimiento que prácticamente revirtió en jornadas posteriores. Por otro lado, se amplió el límite de inversión en mercados foráneos de los residentes, a través de la banca comercial china, y se dieron los primeros pasos para la inversión activa de una parte de las reservas internacionales. En el resto de Asia, la producción industrial en abril repuntó moderadamente en varias de las principales economías de la región. En mayo, la in-

flación interanual descendió en las mayores economías y los tipos de interés oficiales se mantuvieron prácticamente sin cambios, salvo en Indonesia, donde se redujo nuevamente, en 25 pb, hasta el 8,5%.

En América Latina se publicaron los datos del PIB correspondientes al primer trimestre de 2007. Así, en Chile la actividad se aceleró hasta el 5,8% interanual, frente al 4,3% previo, mientras que en Brasil y Argentina se moderó en alrededor de medio punto porcentual, hasta el 4,3% y el 8%, respectivamente. El crecimiento agregado de la región se situó en el 5,1% en el primer trimestre del año, frente al 5,8% de finales de 2006. La inflación aumentó en mayo una décima, hasta el 4,9%, principalmente debido al crecimiento de los precios en Brasil (3,2%, frente al 3% previo). En el ámbito de la política monetaria, cabe destacar una nueva subida de tipos de interés oficiales en Colombia, que se situaron en el 9%, y la reducción en 50 pb en Brasil, hasta el 12%, que supone una aceleración del ritmo de descenso, probablemente propiciado por la reciente tendencia a la apreciación del real. En el sector externo, se mantuvieron acusadas divergencias entre países, con un deterioro del saldo corriente en México y en Venezuela, mientras que en Brasil y en Chile se ampliaron o mantuvieron los superávits corrientes en el trimestre. Cabe destacar, por su parte, la modificación de la regla de superávit estructural en Chile, del 1% del PIB al 0,5%, a partir de 2008. Tanto en Colombia como en Brasil se aprobaron nuevas medidas en el ámbito de la política cambiaria, destinadas a frenar la apreciación de sus respectivas divisas, así como compensaciones a los sectores exportadores más afectados. Por último, el Congreso de Colombia ratificó el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos.

De acuerdo con la primera estimación de la contabilidad nacional, en el primer trimestre de 2007 el PIB del área del euro creció de forma sólida, un 0,6% intertrimestral. Esta tasa es, no obstante, tres décimas inferior a la del trimestre anterior, debido a la fuerte desaceleración de las exportaciones, que repercutió en una aportación muy negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del producto (-0,5 pp) y a la atonía del consumo privado, afectado por el aumento del IVA en Alemania en enero de 2007. No obstante, a pesar de la debilidad del consumo, la aportación de la demanda interna (excluyendo la variación de existencias) se mantuvo elevada (en 0,6 pp), como consecuencia, sobre todo, del dinamismo de la formación bruta de capital fijo. Finalmente, la variación de existencias contribuyó adicionalmente a sostener la expansión económica, aportando 0,5 pp al crecimiento intertrimestral del PIB. Con todo, el incremento interanual del PIB en el primer trimestre de 2007 se situó en el 3%, tres décimas inferior al del trimestre previo.

La información disponible para el segundo trimestre del año, aunque es muy incompleta, apunta al mantenimiento de un ritmo de expansión sostenido de la actividad de la zona del euro. Así, en relación con la oferta, los datos más recientes de la encuesta de directores de compras (PMI) mejoraron en junio y son coherentes con un elevado crecimiento del valor añadido, especialmente robusto en el sector servicios. Los índices de confianza de la industria y de los servicios, elaborados por la Comisión Europea, se situaron en abril y mayo en un nivel medio superior al del primer trimestre; y, en abril, la producción industrial retrocedió notablemente, posiblemente afectada por una mala corrección del efecto calendario, mientras que los pedidos industriales incrementaron su avance interanual (véase cuadro 1). Por lo que se refiere a los indicadores de demanda, su evolución reciente es, en general, favorable. Así, los índices de confianza procedentes de las encuestas de opinión de la Comisión Europea referidos al consumo, al comercio minorista y a la valoración de la cartera de pedidos exteriores mejoraron en mayo. Por su parte, las ventas al por menor crecieron a un ritmo muy moderado en abril y las matriculaciones de vehículos corrigieron en mayo el fuerte descenso del mes anterior.

		2007					
		ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial (b)	3,3	4,0	4,0	2,8		
	Comercio al por menor (b)	0,9	1,2	2,4	1,5		
	Matriculaciones de turismos nuevos (b)	-2,9	-3,7	0,8	-5,8	-0,8	
	Indicador de confianza de los consumidores	-7,0	-5,0	-4,0	-4,0	-1,0	
	Indicador de clima industrial	5,0	5,0	6,0	7,0	6,0	
	IAPC (b)	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	9,8	9,9	10,9	10,4		
	M1	6,6	6,6	7,0	6,2		
	Crédito a los sectores residentes	8,0	7,8	7,7	7,5		
	AAPP	-4,8	-4,1	-4,9	-5,6		
	Otros sectores residentes	11,3	10,7	10,7	10,7		
	<i>De los cuales:</i>						
	— Préstamos a hogares	8,0	8,1	7,9	7,6		
	— Préstamos a sociedades no financieras	13,2	12,6	12,4	12,2		
	EONIA	3,56	3,57	3,69	3,82	3,79	3,90
	EURIBOR a tres meses	3,75	3,82	3,89	3,98	4,07	4,14
	EURIBOR a un año	4,06	4,09	4,11	4,25	4,37	4,50
	Rendimiento bonos a diez años	4,10	4,12	3,98	4,25	4,37	4,64
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,70	0,68	0,63	0,50	0,42	0,52
	Tipo de cambio dólar/euro	1,300	1,307	1,324	1,352	1,351	1,340
	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	2,0	0,4	3,4	7,8	11,0	9,9

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

a. Media del mes hasta el día 21 de junio de 2007.

b. Tasa de variación interanual. Calculada sobre la serie ajustada de días laborables excepto para el IAPC.

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

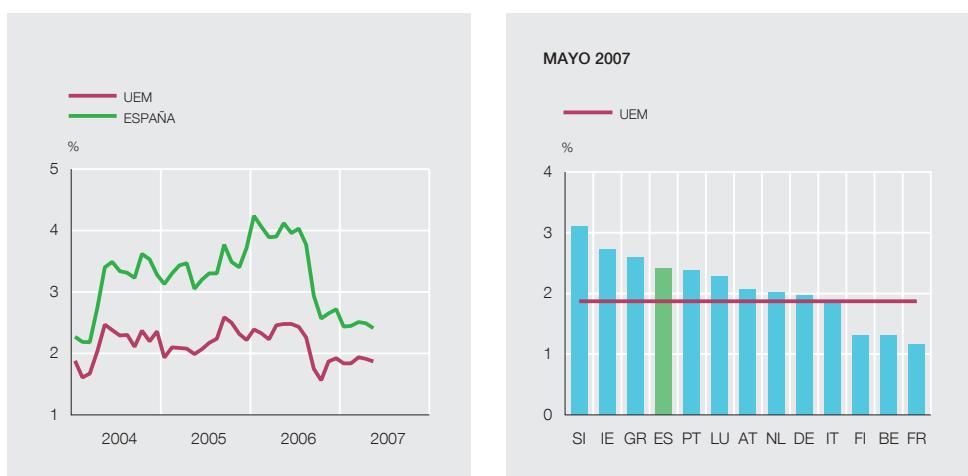
d. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 21 de junio de 2007.

En cuanto a los precios de consumo, la inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, se mantuvo en mayo en el 1,9%, ya que la ligera aceleración de los precios de los servicios fue compensada por el menor avance de los precios de los alimentos no elaborados, de los bienes industriales no energéticos y de la energía (véase gráfico 5). La inflación subyacente del área del euro, medida por el índice IPSEBENE, también se mantuvo inalterada en mayo (en el 1,9%), por cuarto mes consecutivo. Los precios de producción de la industria redujeron en abril su tasa de variación interanual en cuatro décimas, hasta el 2,4%, debido, principalmente, al abaratamiento de la energía en ese período.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió en su reunión del 6 de junio aumentar los tipos de interés oficiales en 25 pb. El tipo de interés de las operaciones principales de financiación se estableció en el 4%, el de las facilidades de depósito en el 3%, y el de las facilidades de crédito en el 5% (véase gráfico 6). Esta decisión se apoyó en la constatación de la persistencia de riesgos inflacionistas a medio plazo en el contexto de una valoración muy favorable del momento económico actual. Así, las últimas previsiones del Eurosistema, elaboradas en junio, revisaron al alza crecimiento del PIB esperado para 2007, que se sitúa entre el 2,3% y el 2,9%, y su previsión de inflación para dicho año, hasta un rango esperado de entre el 1,8% y el 2,2%. En el caso de los precios, la revisión obedeció, en buena medida, al reciente encarecimiento del petróleo. Entre los riesgos inflacionistas a medio plazo, la autoridad monetaria destacó los relacionados con crecimientos salariales desligados de la evolución de la productividad, que pueden originarse de la buena situación del mercado laboral y del alto grado de utilización de la capacidad productiva en el área del euro.

ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5



FUENTE: Eurostat.

En el mercado interbancario, las rentabilidades negociadas mantuvieron su tendencia alcista en todos los plazos, y desde finales de abril la curva de tipos continuó desplazándose al alza con una pendiente positiva. El tipo de interés del EURIBOR a un mes y a un año se situaba, a fecha de cierre de este artículo, en el 4,1% y 4,5%, respectivamente, en torno a 20 pb por encima de los valores medios de abril. Asimismo, en los mercados secundarios de deuda pública, las rentabilidades a diez años también siguieron una trayectoria ascendente en el período más reciente, con un aumento en torno al medio punto porcentual desde finales de abril. La rentabilidad de la deuda a diez años en el área del euro superaba el 4,5% a finales de junio, alrededor de unos 60 pb inferior al tipo de interés de la deuda americana, que ha tenido una evolución similar en este período.

En los mercados de renta variable europeos, las cotizaciones bursátiles siguieron una trayectoria ascendente en mayo, que se interrumpió transitoriamente a principios de junio. Tras este período de inestabilidad, los mercados retomaron la senda alcista y la revalorización anual es cercana al 10% según el índice Dow Jones EURO STOXX amplio. En los mercados de divisas, el euro se ha depreciado alrededor de un 1% desde finales de abril, en términos del tipo de cambio efectivo nominal. En la actualidad, la divisa europea cotiza en torno a 1,33 dólares por euro (véase gráfico 7).

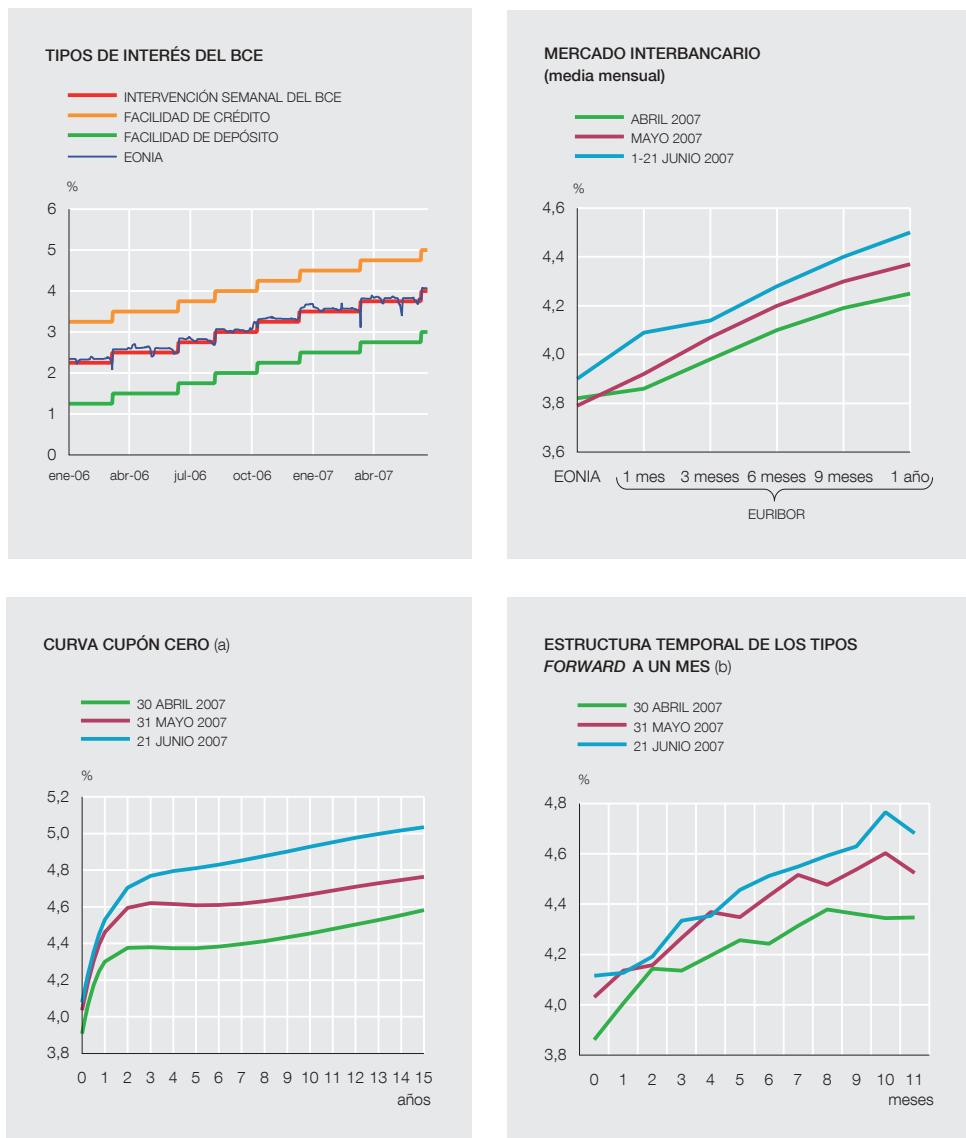
En consonancia con el aumento de los tipos de interés, la expansión de los agregados monetarios y crediticios en la zona del euro se ha moderado ligeramente, aunque continúan mostrando un crecimiento muy robusto. Así, en abril, M3 registró una tasa de variación interanual del 10,4%. Por su parte, el crédito concedido al sector privado mantuvo por tercer mes consecutivo un elevado ritmo de crecimiento interanual (del 10,7%), si bien el componente de préstamos se desaceleró en dos décimas, hasta el 10,3%. En el desglose sectorial de los préstamos, los otorgados tanto a las empresas como a los hogares redujeron ligeramente su dinamismo. En este segundo caso, los préstamos para la adquisición de vivienda y los destinados al consumo moderaron su ritmo de avance hasta el 8,6% y el 6,9%, respectivamente.

**Evolución financiera
en España**

En abril, las entidades de crédito volvieron a elevar los tipos de interés que aplican en las operaciones con su clientela. En este contexto, la deuda de los hogares y de las empresas continuó desacelerándose, aunque siguió creciendo a una tasa elevada. Por su parte, el avance inter-

TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 6



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

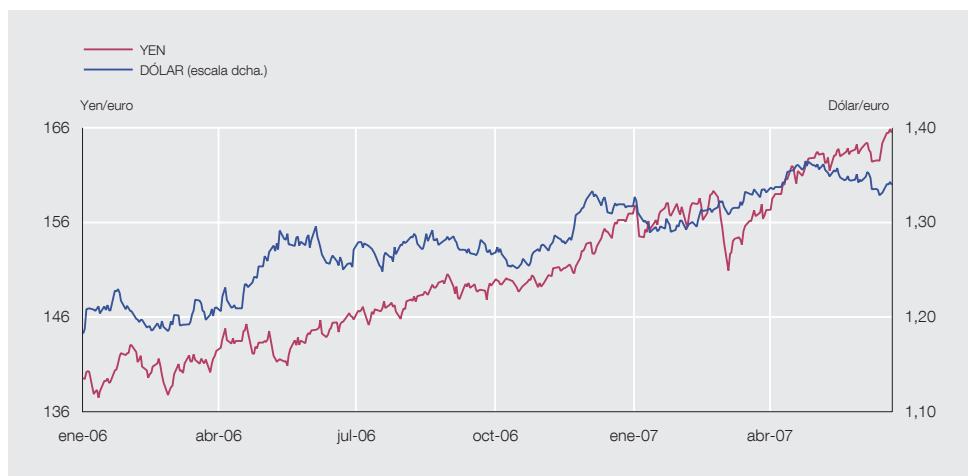
- a. Estimación con datos del mercado de swaps.
b. Estimados con datos del EURIBOR.

anual de los activos financieros más líquidos del sector privado no financiero se redujo ligeramente, tras el repunte registrado en el mes precedente. La información provisional correspondiente a mayo apunta a un nuevo descenso en el ritmo de expansión de la financiación de las familias y a un cierto incremento en el de las empresas.

En los mercados de deuda pública, durante el último mes y medio se mantuvo la trayectoria ascendente de las rentabilidades negociadas, siendo más acusados los aumentos en los plazos más largos. Así, entre el 1 y 19 de junio, los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron, en promedio, en el 4,18% y el 4,60%, respectivamente, lo que representó un incremento de 16 pb y de 39 pb en relación con los correspondientes valores de abril (véase cuadro 2). El avance de la referencia española a diez años fue similar al experimentado por la alemana, por lo que el diferencial entre ambas no registró variaciones significativas. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas descendieron ligeramente, hasta alcanzar los niveles más reducidos de los últimos ejercicios.

TIPOS DE CAMBIO DEL EURO FRENTE AL DÓLAR Y AL YEN

GRÁFICO 7



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

TIPOS DE INTERÉS Y MERCADOS FINANCIEROS NACIONALES

CUADRO 2

		2004	2005	2006		2007			
		DIC	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN (a)
TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito a vivienda	3,39	3,46	4,74	4,92	4,98	5,05
	Crédito a consumo y otros fines	6,27	6,27	7,32	7,52	7,50	7,71
	Depósitos	1,15	1,23	1,79	1,95	2,05	2,13
SOCIEDADES NO FINANCIERAS									
	Crédito (c)	3,44	3,59	4,77	4,97	5,10	5,11
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,17	2,58	3,69	3,85	3,89	4,02	4,14	4,18
	Deuda pública a cinco años	2,98	3,04	3,78	4,05	3,92	4,15	4,29	4,56
	Deuda pública a diez años	3,64	3,37	3,82	4,11	4,01	4,21	4,34	4,60
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	-0,00	-0,00	0,03	0,06	0,06	0,04	0,05	0,04
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,29	0,39	0,26	0,22	0,23	0,22	0,19	0,17
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	18,70	20,56	34,49	1,72	4,34	2,64	8,70	6,30

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 19 de junio de 2007.

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 2005.

f. Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

En los mercados bursátiles continuó la pauta creciente de las cotizaciones a lo largo del mes de mayo. Durante la parte transcurrida de junio se han producido, en cambio, descensos en los precios negociados, evolución que ha venido acompañada de un repunte de su volatilidad. Tras estos movimientos, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba en la fecha de cierre de este artículo una ganancia del 6,3% con respecto a finales de diciembre de 2006, revalorización inferior a la que presentaban el S&P 500 de las bolsas de Estados Unidos (8,1%) y el Euro Stoxx amplio de las de la UEM (10,8%).

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 volvieron a aumentar en abril, en línea con el

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

CUADRO 3

	2007	2005	2006	2007	2007	2007
	ABR (b)	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR
FINANCIACIÓN TOTAL	2.174,2	15,9	19,1	16,9	16,6	17,0
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	1.895,2	21,2	24,2	21,5	21,1	20,5
Hogares e ISFLSH	811,4	20,9	19,6	18,7	18,3	17,6
<i>De los cuales:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	598,0	24,3	20,4	19,0	18,6	18,1
– Crédito para consumo y otros fines (c)	212,1	12,5	17,5	17,7	17,5	16,3
Sociedades no financieras	1.083,8	21,4	27,9	23,7	23,3	22,8
<i>De los cuales:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	798,4	25,5	29,9	29,4	29,0	27,9
– Valores de renta fija (d)	32,0	23,7	135,1	61,5	58,9	56,6
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	279,1	-3,9	-4,8	-5,3	-5,6	-2,2
Valores a corto plazo	30,9	-10,8	-2,2	-5,4	-4,6	-5,1
Valores a largo plazo	299,9	2,7	-0,3	3,0	1,7	2,4
Créditos – depósitos (f)	-51,7	-16,3	-13,3	-23,3	-20,7	-11,6

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. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

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

f. Variación interanual del saldo.

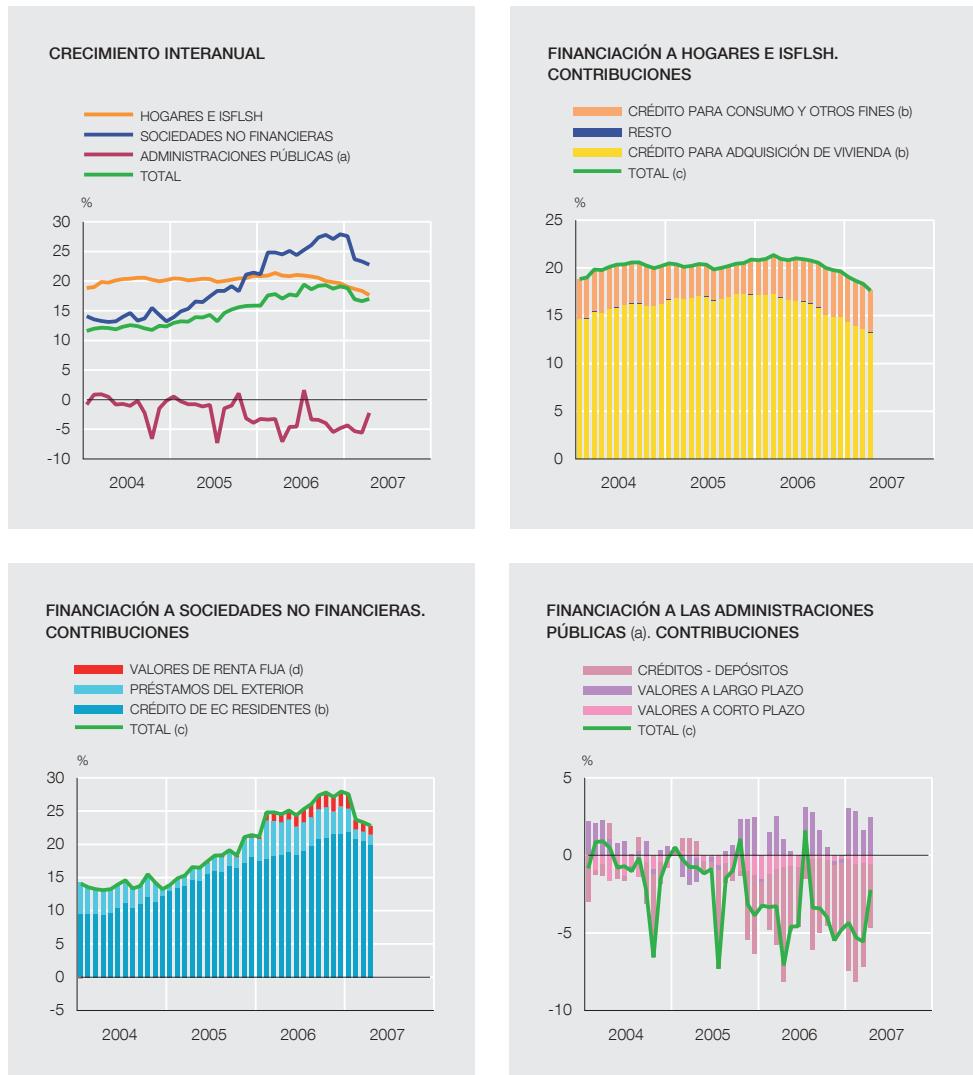
ascenso de las rentabilidades negociadas en el mercado interbancario. De este modo, el coste de los préstamos concedidos a los hogares para la adquisición de vivienda y el de los destinados al consumo y otros fines se situaron en el 5,05% y el 7,71%, respectivamente, 7 pb y 21 pb por encima del dato de marzo, al tiempo que la remuneración de sus depósitos se incrementó en 8 pb, hasta el 2,13%. Por su parte, el precio de la financiación bancaria a las sociedades no financieras alcanzó el 5,11%, nivel similar al observado en el mes precedente.

El incremento de los fondos recibidos por los sectores residentes no financieros fue en abril ligeramente mayor que en marzo, pero con un comportamiento claramente diferenciado de los distintos agentes (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Así, los recursos ajenos captados por los hogares y las empresas volvieron a desacelerarse, aunque continuaron creciendo a ritmos elevados (en torno al 18% y al 23%, respectivamente). En cambio, la deuda neta de las Administraciones Públicas experimentó una menor contracción que la registrada a lo largo del primer trimestre de 2007.

La desagregación por finalidades muestra que la moderación del avance de los pasivos de los hogares en abril se observó tanto en los préstamos para la adquisición de vivienda como en los destinados al consumo y otros fines, situándose las tasas de variación interanual en niveles cercanos al 18% y al 16%, respectivamente. Por su parte, el menor dinamismo de los fondos captados por las sociedades no financieras resultó, fundamentalmente, de la desaceleración del crédito otorgado por las entidades residentes, que, no obstante, creció en torno al 28% en relación con el mismo período del año anterior. De acuerdo con la información provisional

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.
- d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

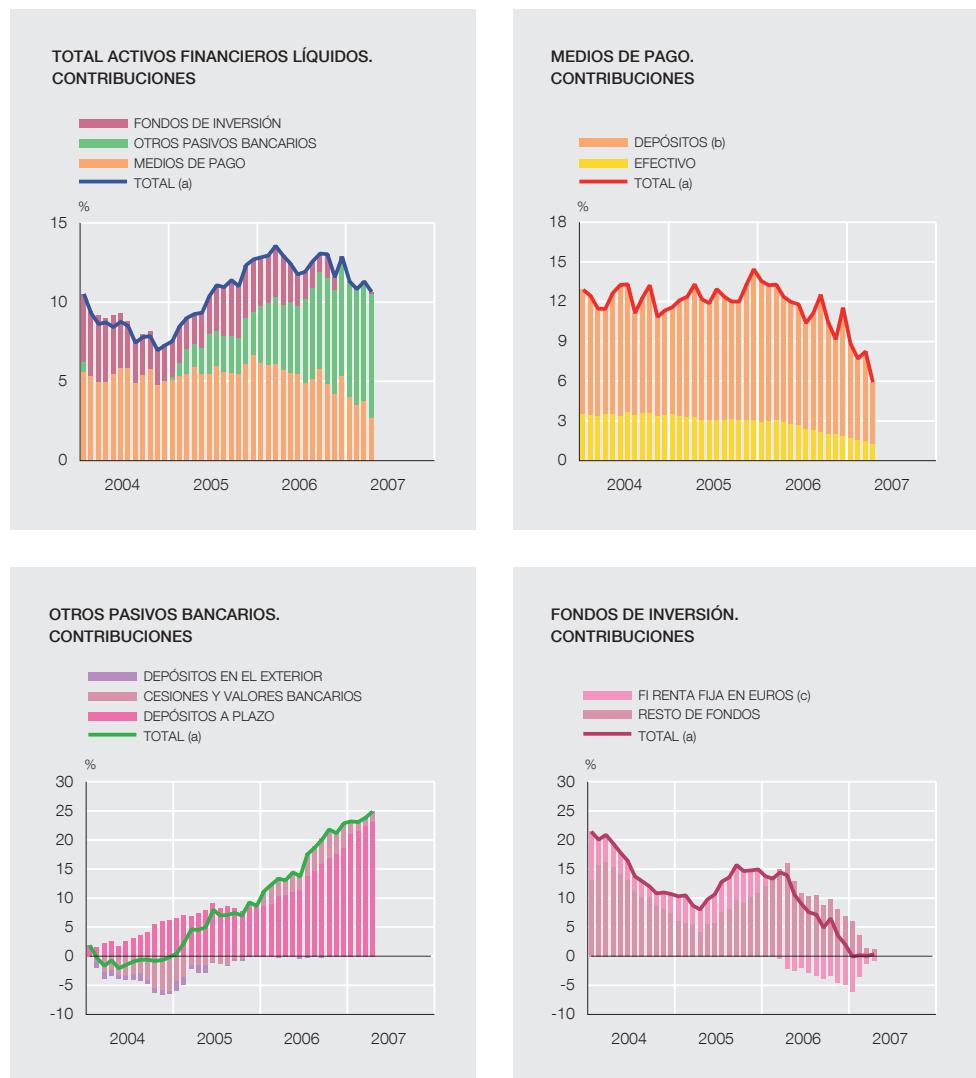
disponible, en mayo la deuda de las familias habría continuado con la misma pauta de los meses precedentes, mientras que se habría producido un ligero repunte en el ritmo de expansión de los recursos ajenos de las empresas.

La tasa de crecimiento interanual de los fondos recibidos por las Administraciones Públicas continuó siendo negativa, situándose alrededor del -2% en el mes de abril, aunque, en valor absoluto, fue inferior a la registrada en los primeros meses del año. Por instrumentos, esta evolución resultó, en términos netos acumulados de doce meses, de una disminución del saldo entre créditos y depósitos, de una amortización de valores del mercado monetario y de una emisión de deuda a largo plazo.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares se expandieron en abril a una tasa interanual ligeramente inferior a la observada en marzo. Esta desaceleración fue consecuencia del descenso del ritmo de avance de los

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.

medios de pago, que no fue compensado por el mayor dinamismo de los otros pasivos bancarios y de las participaciones en fondos de inversión (véase gráfico 9). Según la información provisional correspondiente a mayo, durante dicho mes no se habrían producido cambios significativos en el crecimiento de los activos líquidos mantenidos por el sector privado.

26.6.2007.