

## EVOLUCIÓN RECENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

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

Las últimas estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), que ya fueron comentadas con más detalle en el *Boletín Económico* de febrero, confirmaron el dinamismo de la economía española en el cuarto trimestre de 2006, elevando su ritmo de crecimiento hasta el 4%, dos décimas por encima del tercer trimestre. Esta aceleración fue resultado de un cierto repunte de la demanda nacional y de una leve mejora de la aportación del sector exterior. El consumo privado y la construcción mantuvieron tasas de avance relativamente elevadas en el cuarto trimestre, mientras que se acentuó la tendencia ascendente que venía mostrando la inversión en bienes de equipo a lo largo del año. Por el lado de la oferta, destacaron el marcado dinamismo de la actividad industrial y la fortaleza del proceso de creación de empleo. Los indicadores disponibles para los primeros meses de 2007 son todavía escasos y apuntan, en general, al mantenimiento de las tendencias observadas a finales de 2006.

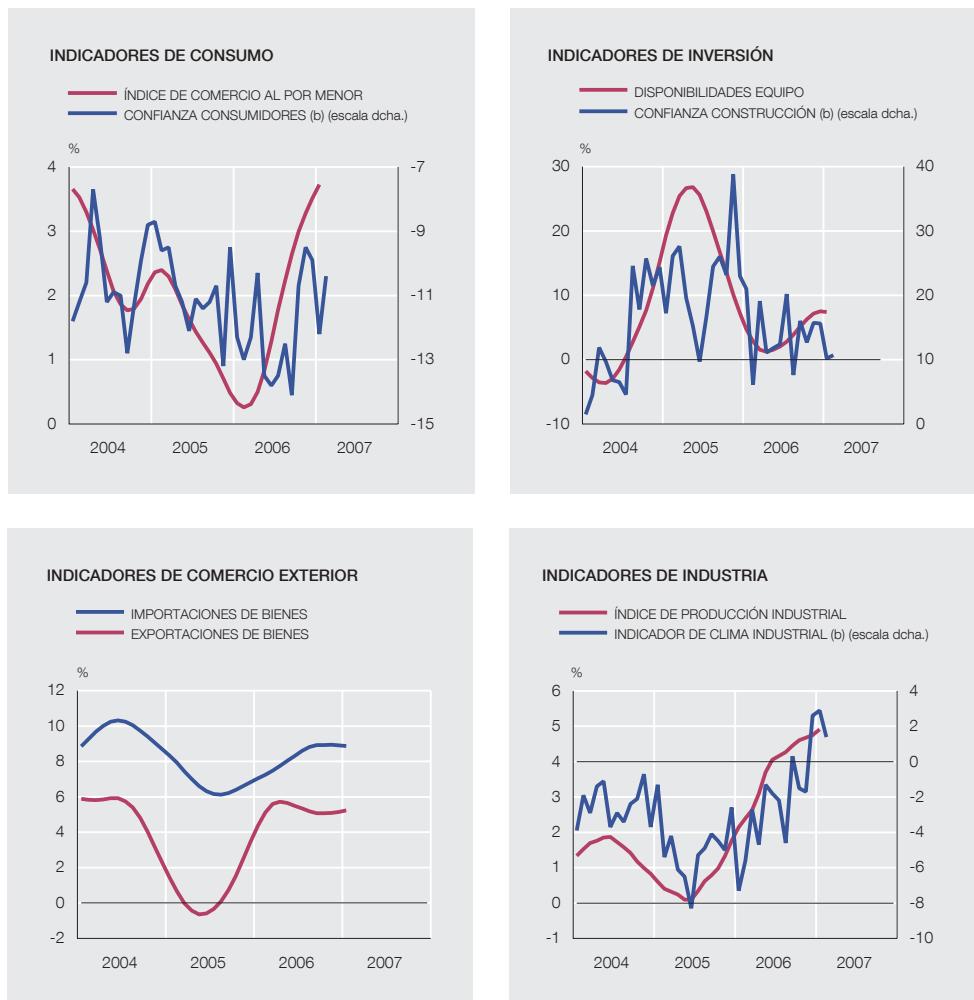
Entre los datos más recientes referidos al consumo privado, el indicador de confianza de los consumidores presenta en los dos primeros meses de 2007 un nivel ligeramente inferior al observado en el cuarto trimestre de 2006 (véase gráfico 1), retroceso que es algo más accentuado en las opiniones del comercio minorista. En esta línea, las matriculaciones de automóviles disminuyeron un 1% en el conjunto de enero y febrero, en comparación con el mismo período de 2006. También las ventas de bienes y servicios de consumo de las grandes empresas, información proporcionada por la Agencia Tributaria, registraron una desaceleración en enero. En cambio, en el primer mes del año, el índice de comercio al por menor experimentó un aumento del 5% interanual, en términos reales, superior al observado a finales de 2006 y más pronunciado en las ventas de productos no alimenticios.

Los indicadores de inversión en bienes de equipo continuaron mostrando una gran fortaleza al inicio de 2007, como apuntaba el aumento de la utilización de la capacidad productiva mencionado en el Boletín anterior. Así, la actualización del indicador de disponibilidades, con información de enero, refleja un crecimiento en este mes más elevado que el del cuarto trimestre de 2006. El indicador de clima industrial de los productores de bienes de equipo, aunque experimentó un retroceso en los dos primeros meses de 2007 en comparación con la parte final del ejercicio precedente, ha mantenido un nivel superior al del conjunto de 2006.

La información relativa a la inversión en construcción sugiere que este componente del gasto ha seguido comportándose de forma bastante dinámica. Las afiliaciones en esta rama crecieron a un ritmo elevado en enero y febrero, aunque inferior al del cuarto trimestre de 2006, mientras que el paro registrado descendió en esos meses a un ritmo más marcado que a finales del año anterior. Los indicadores de consumos intermedios mostraron un repunte en enero, tanto en el caso de la producción de materiales de construcción como en el del consumo aparente de cemento. Sin embargo, la confianza en el sector continuó en febrero en niveles inferiores a los registrados en la segunda mitad de 2006, pese a haber remontado ligeramente en dicho mes. Sobre la base de los principales indicadores adelantados —visados y licitación oficial—, también se proyecta un mantenimiento de la inversión residencial y de la obra civil. En el primer caso, sin embargo, existe incertidumbre sobre el efecto en la inversión en vivienda de los visados aprobados antes del mes de septiembre, pues su crecimiento tan abultado es el reflejo de una anticipación de visados futuros —ante la entrada en vigor del Código Técnico de Edificación—, que, por tanto, podrían ejecutarse con un perfil temporal más lento que el habitual.

## 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.

De acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes aumentaron un 6% en enero, ritmo superior al observado en el cuarto trimestre de 2006. Las ventas de bienes de consumo y de bienes intermedios no energéticos son las que más contribuyeron a ese incremento de las ventas al exterior, mientras que las exportaciones de bienes de equipo presentaron una tasa muy negativa, aunque explicada por un efecto de base, ya que en enero de 2006 se contabilizaron unas ventas en ese apartado muy cuantiosas. Por áreas geográficas, el tono más favorable de las exportaciones en enero se debió al notable incremento de las exportaciones dirigidas a los países de la zona del euro, que aumentaron a una tasa interanual de casi el 10%, frente al 3% de avance que habían mostrado las ventas a esa área en 2006. Por su parte, las importaciones reales de bienes avanzaron un 10,8% en enero, cifra también algo superior a la observada en el cuarto trimestre de 2006. El crecimiento más intenso lo experimentaron las compras de bienes de equipo y de bienes intermedios no energéticos, mientras que las importaciones de bienes de consumo retrocedieron un 8%, que era también, en gran medida, previsible, dado el fuerte incremento que había presentado esa partida en el mismo mes de 2006. El déficit comercial en términos nominales aumentó a un ritmo de casi el 16% en enero, tasa similar a la observada en el conjunto de 2006, mientras que el saldo deficitario del comercio no energético se expandió con más intensidad (25%).

En cuanto al turismo, los indicadores publicados muestran una evolución positiva en estos primeros meses del año, en comparación con el último trimestre de 2006. Los turistas extranjeros entrados por fronteras crecieron un 4,2% interanual en el acumulado de enero y febrero, mientras que las pernoctaciones en hoteles experimentaron un aumento del 4,9% durante el primer mes del año, tasas superiores, en ambos casos, a las registradas a finales del ejercicio precedente. En cuanto a la Encuesta de Gasto Turístico, el gasto nominal total de los turistas se incrementó un 2,8% interanual en enero, ritmo también más elevado que el exhibido en el cuarto trimestre de 2006. Este resultado es compatible con un descenso del 1,2% del gasto medio por turista, al reducirse la estancia media un 5,3%, ya que el gasto medio diario creció un 4,4%.

Los datos provisionales de balanza de pagos para el conjunto del año 2006 arrojan una necesidad de financiación<sup>1</sup> de la economía de 80 mm de euros, un 36% superior a la observada el ejercicio precedente. El saldo negativo de la balanza por cuenta corriente se amplió respecto a 2005 un 29%, hasta los 86 mm de euros, mientras el déficit de la balanza comercial se incrementó un 17%, hasta 81 mm de euros. Conviene resaltar, no obstante, que estos desequilibrios aumentaron en 2006 de forma más moderada que en los dos años precedentes. Todas las partidas de la cuenta corriente contribuyeron al deterioro de su saldo, al ampliarse el déficit de la balanza de rentas, transferencias corrientes y otros servicios, y contraerse nuevamente el superávit turístico (un 3,4% en el conjunto de 2006), según los datos provisionales. Sin embargo, este último saldo se revisará previsiblemente al alza con la publicación a mediados de abril de los datos definitivos de balanza de pagos de 2006, que, entre otras cosas, incorporarán los resultados de aplicar una nueva metodología para la estimación de los ingresos por turismo. La cuenta de capital se saldó con un superávit de 6.158 mm de euros, un 23% por debajo del de 2005, como consecuencia de los menores ingresos obtenidos por las Administraciones Públicas en concepto de transferencias de capital procedentes de la UE.

Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial mostró en enero un nuevo impulso, creciendo un 5,1% en tasa interanual —ajustada de efecto calendario y estacionalidad—, por encima del ritmo de avance mostrado en el último trimestre de 2006, con lo que consolida una tónica de gran fortaleza. En general, otros indicadores de la actividad industrial confirman este dinamismo en el año que acaba de comenzar. Así, el indicador de confianza en la industria presenta valores superiores a los de finales del año anterior y el índice de directores de compras permaneció estable en febrero, lo que indica que la expansión de la actividad se prolonga ya 20 meses. Las cifras de negocios siguieron creciendo a un ritmo elevado en enero, aunque las entradas de pedidos se ralentizaron. Frente a la atonía del empleo observada en este sector en 2006, las afiliaciones al Régimen General aumentaron a un ritmo interanual del 2,9% en febrero, mientras que el paro registrado cayó de forma más pronunciada, a una tasa del 7,4%.

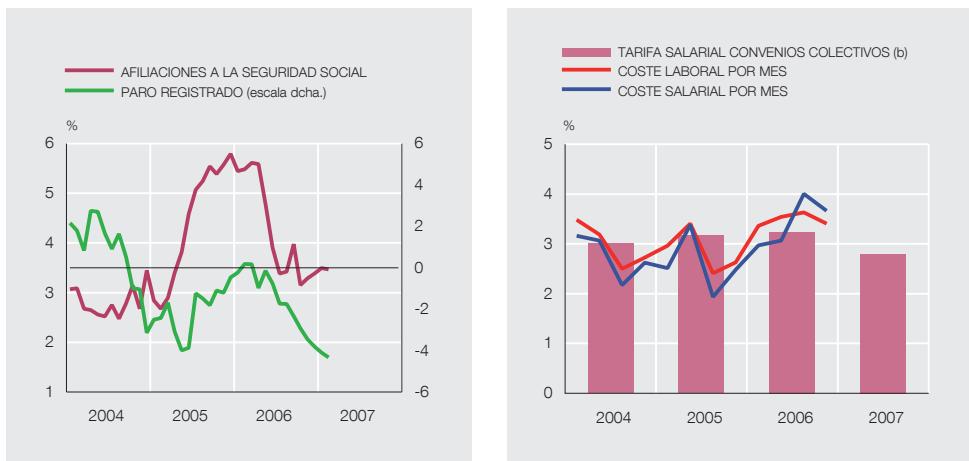
Los indicadores coyunturales sobre la actividad del sector terciario, sin embargo, presentan a principios de este año un tono algo menos dinámico que a finales de 2006. En concreto, tanto el indicador de confianza como el índice PMI de los servicios retrocedieron nuevamente en febrero, quedando en niveles inferiores a los del trimestre final del año pasado. Por su parte, en los dos primeros meses de 2007 las afiliaciones por cuenta ajena crecieron a un ritmo ligeramente inferior al del cuarto trimestre, aunque se intensificó la tasa de reducción del número de parados inscritos en el INEM.

---

1. Con la publicación de los datos de balanza de pagos correspondientes a enero de 2007 se revisarán las cifras de 2005 y 2006. Como consecuencia, principalmente, del nuevo procedimiento de estimación de los ingresos por Turismo y viajes, se revisarán a la baja las necesidades de financiación de la economía en torno a dos décimas del PIB.

## EMPLEO Y SALARIOS (a)

GRÁFICO 2

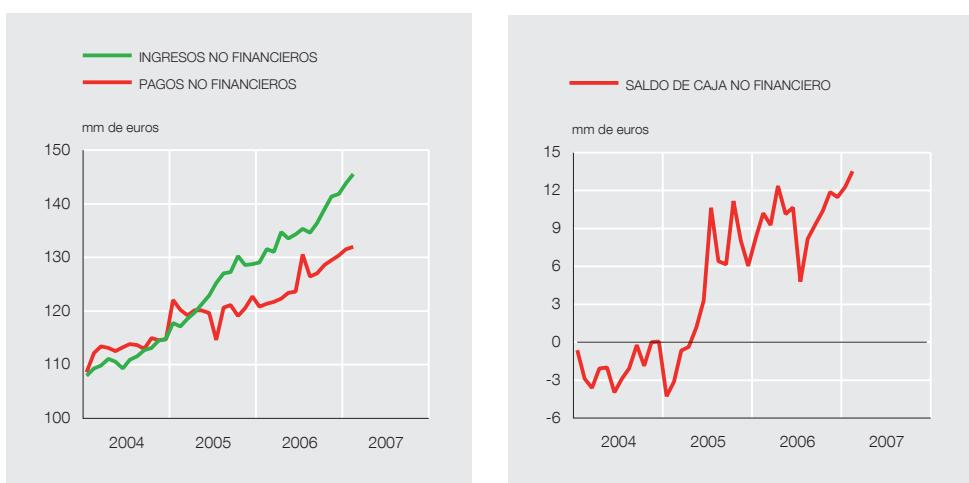


FUENTES: INE y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

- a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.
- b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta febrero de 2007.

## 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: febrero de 2007.

La creación de empleo está manteniendo una gran fortaleza al inicio de 2007, a tenor de la evolución de los indicadores más recientes del mercado laboral. Por un lado, las afiliaciones a la Seguridad Social crecieron un 3,5% en tasa interanual, tanto en enero como en febrero, por encima del incremento del 3,3% del cuarto trimestre de 2006 (véase gráfico 2). A su vez, el paro registrado disminuyó un 4,3% en febrero, prolongando la tendencia descendente iniciada en junio de 2006.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo hasta febrero de 2007 un superávit de 12.811 millones de euros (1,2% del PIB), frente al superávit de 9.690 millones de euros (1% del PIB) registrado hasta febrero de 2006. Los ingresos experimentaron un incremento del 13,9% respecto al mismo período del año anterior, mientras que los gastos crecieron a una tasa del 4,1%. En términos de caja, se amplió el superávit (véase gráfico 3) hasta una cifra de 6.231 millones de euros en febrero de 2007, frente al superávit de 4.164

millones registrado en los dos primeros meses del año anterior. Tanto los ingresos como los gastos del Estado se desaceleraron en febrero, hasta tasas acumuladas del 12,9% y del 6,6%, respectivamente. Conviene recordar, en cualquier caso, que las cifras de estos primeros meses del año son muy erráticas y podrían no ser representativas del comportamiento presupuestario del Estado en el conjunto del año.

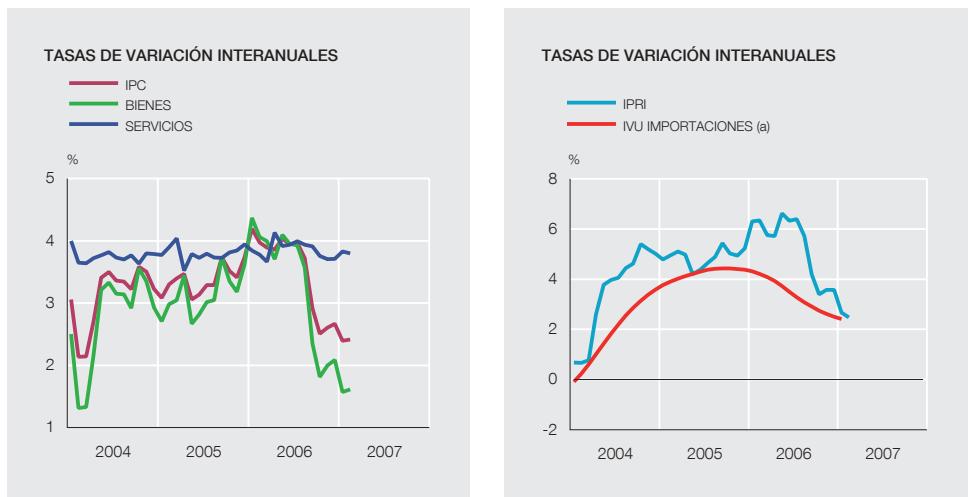
### Precios y costes

De acuerdo con la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL), el coste laboral moderó ligeramente su ritmo de avance interanual en el cuarto trimestre, al crecer un 3,4%, dos décimas menos que en el tercero, evolución compatible con las cifras brutas —sin ajustar de estacionalidad— de la CNTR. La ETCL muestra, además, que la ralentización se ha producido en el componente salarial. En el conjunto de 2006, sin embargo, el coste laboral experimentó una clara aceleración, al elevarse su tasa de crecimiento del 2,9% de 2005 al 3,5%, repunte similar al observado en el componente salarial. Los otros costes, en cambio, repitieron un incremento del 3,6%, gracias a que el recorte de cotizaciones por desempleo a los contratos indefinidos y al FOGASA que entró en vigor en julio, con la reforma laboral, compensó la aceleración observada en el primer semestre. En cuanto al inicio de la negociación colectiva para 2007, los convenios registrados en los dos primeros meses del año muestran un aumento de las tarifas del 2,8%, que afectan ya a 4 millones de trabajadores. Se prevé que la cláusula de salvaguarda frente a la inflación correspondiente a 2006, pero que se abona en el presente año, podría incrementar en torno a 0,4 puntos porcentuales (pp) los salarios, efecto que es la mitad del que se estima para la cláusula de 2005.

El índice de precios de consumo (IPC) aumentó un 0,1% en febrero, respecto al mes anterior, de forma que la tasa interanual permaneció en el 2,4% alcanzado en enero (véase gráfico 4). Sin embargo, el índice que excluye la energía y los alimentos frescos —el IPSEBENE— se aceleró una décima en dicho mes, situando su ritmo de crecimiento en el 2,8%. Dentro de sus componentes, destaca el repunte de los precios de los alimentos elaborados, que elevó 0,6 pp su tasa interanual, hasta el 3,5%. Esta aceleración debería ser transitoria, ya que es consecuencia, fundamentalmente, de un efecto de base, provocado por el abaratamiento del tabaco registrado en febrero de 2006, que fue seguido de un nuevo aumento de precios en marzo de ese año. El índice de precios de los bienes industriales no energéticos continuó su trayectoria de suave desaceleración, con un crecimiento del 1%, dos décimas menos que en enero, mientras que en los servicios la tasa de variación de los precios se mantuvo estabilizada en el 3,8%. Los dos componentes más volátiles siguieron evoluciones contrapuestas: por un lado, la energía acentuó su ritmo de caída, al pasar del -1,3% al -1,8% en febrero, mientras que, por otro, los alimentos no elaborados se aceleraron dos décimas, hasta el 3,7%. El índice armonizado de precios de consumo experimentó un leve repunte en febrero, con lo que su tasa de crecimiento se situó en el 2,5%, aunque el diferencial con el agregado de la UEM se mantuvo estable en 0,6 pp.

En febrero, la tasa de variación interanual del índice de precios industriales (IPRI) se redujo dos décimas, hasta el 2,5%, como consecuencia, sobre todo, de la disminución de los precios de la energía. El ritmo de crecimiento de los precios de los bienes de equipo también descendió, aunque mínimamente, una décima, hasta el 2,8%, mientras que el de los bienes de consumo aumentó en esa misma magnitud, hasta el 1,5%. Los bienes intermedios siguieron presentando la tasa interanual más elevada (6,6%), tres décimas por encima del registro de enero.

Los precios de las importaciones, aproximados por el índice de valor unitario (IVU), aumentaron un 0,8% en enero, ligeramente por debajo de la tasa de avance observada en el cuarto trimestre de 2006. Por componentes, destacan las caídas de casi el 6% de los precios de las importaciones energéticas y del 1,2% de otros bienes intermedios, mientras



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

que los precios de los bienes de consumo y de los bienes de equipo se aceleraron en enero. En el caso de las exportaciones, el IVU también disminuyó en enero, hasta el 3,3%, un punto porcentual por debajo de la tasa registrada el cuarto trimestre de 2006, como consecuencia, sobre todo, de una significativa ralentización de los precios de los bienes de consumo no alimenticio.

El índice de precios de importación de productos industriales moderó en enero su ritmo de avance en más de 1,5 pp, hasta el 0,7% interanual. Destaca especialmente la caída de los precios de la energía (un 9% interanual), si bien también los bienes intermedios contribuyeron en alguna medida a la desaceleración del índice general, pese a mantener los mayores ritmos de crecimiento (7,6%). En cuanto al índice de precios de exportación de productos industriales, en febrero continuó su senda de desaceleración, con un incremento interanual de precios del 2,2%, casi un punto inferior al registrado el mes precedente. La ralentización fue bastante generalizada, destacando el descenso del 13,8% de la energía y del 1,2% en los bienes de consumo.

### Evolución económica y financiera en la UEM

A finales de febrero y en las primeras semanas de marzo, los mercados financieros internacionales experimentaron un período de elevada volatilidad y de retroceso de los precios de los activos financieros de mayor riesgo, tanto en los países desarrollados como en los emergentes. Este período de volatilidad se inició el 27 de febrero, tras el desplome de la bolsa china y la publicación de indicadores negativos de inversión en Estados Unidos. En los mercados desarrollados, las cotizaciones bursátiles y los precios de los títulos de deuda corporativa de baja calificación crediticia cayeron, a la vez que se incrementaban los de los títulos de deuda pública, que actuaron como refugio. Asimismo, en los mercados emergentes se observaron pérdidas en la renta variable y un incremento generalizado de los diferenciales soberanos. Tras unos días de relativa calma, la volatilidad se reavivó a raíz de la publicación de nuevos indicadores negativos para Estados Unidos y ante las crecientes dificultades experimentadas por algunas instituciones financieras de este país muy involucradas en la concesión y titulización de hipotecas a prestatarios de elevado riesgo. El contexto de volatilidad se tradujo en una disminución del valor de metales preciosos como el oro y la plata, mientras que el precio del petróleo tipo Brent aumentó un 6%, hasta situarse por encima de los 60 dólares, debido a las inusualmente bajas temperaturas registradas en febrero y a la disminución de las existencias.

En *Estados Unidos*, la estimación del crecimiento del PIB del cuarto trimestre de 2006 fue revisada a la baja, pasando del 3,5% en tasa trimestral anualizada al 2,2% —solo dos décimas por encima de la del tercer trimestre—, como consecuencia, principalmente, de una reducción más rápida de lo inicialmente anticipado en las existencias empresariales. Tomados en su conjunto, los indicadores publicados a lo largo de marzo fueron moderadamente negativos. Así, las ventas al por menor (excluyendo automóviles) apuntaron a una ralentización en el consumo, pues se redujeron en un 0,1% en febrero. No obstante, los indicadores de confianza del consumidor en dicho mes se mantuvieron en niveles elevados, al tiempo que los buenos datos de creación de empleo y de salarios siguieron sustentando la evolución de la renta de los hogares. Los índices de gestores de compra (ISM, por sus siglas en inglés) tuvieron una evolución dispar, con un repunte en el de manufacturas y una caída en el de servicios. El informe de bienes duraderos de enero mostró una disminución de los pedidos de bienes de capital excluyendo defensa y aviones, sin que se apreciaran indicios de una posible aceleración en el gasto empresarial tras la atonía observada en el cuarto trimestre. Los indicadores del mercado de la vivienda referidos a febrero tuvieron un tono dispar, pues el índice de confianza de los constructores revirtió parte de las ganancias de meses anteriores —en parte, por el temor a posibles repercusiones de los acontecimientos en el segmento de hipotecas de baja calidad—, pero las viviendas iniciadas se recuperaron y los permisos cayeron tan solo de forma moderada. El sector exterior inició el año favorablemente, con una disminución del déficit comercial en enero, apoyada en el dinamismo de las exportaciones. El saldo deficitario de la balanza por cuenta corriente se redujo durante el cuarto trimestre de 2006, como resultado de la disminución del déficit en la balanza de bienes y servicios y del crecimiento de los dividendos por inversiones directas en el exterior, aunque en el conjunto del año el déficit por cuenta corriente aumentó en una décima, hasta el 6,5% del PIB, situándose en 857 mm de dólares. La tasa interanual de inflación repuntó tres décimas en febrero (hasta el 2,4%) y la inflación subyacente permaneció en el 2,7%, mientras que la Reserva Federal mantuvo inalterado el tipo objetivo de los fondos federales en el 5,25%, vigente desde junio de 2006.

En *Japón*, el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre fue revisado siete décimas al alza, hasta el 5,5% trimestral anualizado, por el mayor ritmo de expansión de la inversión en maquinaria. Estos datos confirman la notable aceleración de la economía japonesa en los meses finales de 2006, tras crecer un escaso 0,5% en el tercer trimestre. Los indicadores más recientes, sin embargo, presentan un tono mixto. Los datos de producción industrial y el PMI de manufacturas confirmaron cierta moderación en la actividad del sector, aunque se mantuvo el dinamismo de las compras de maquinaria. La información relativa al consumo en enero —gasto de los hogares, ventas al por menor e índice sintético de consumo— fue positiva y el índice de confianza del consumidor volvió a aumentar en febrero. En el mercado laboral, la tasa de paro de enero se mantuvo inalterada en el 4%, pero los salarios profundizaron su caída; no obstante, la elevada ratio de vacantes sobre solicitudes de empleo anticipa una recuperación de la contratación y las remuneraciones en los próximos meses. En cuanto al sector exterior, el superávit de la balanza por cuenta corriente se mantuvo en niveles elevados en enero, pues la mejora de la balanza comercial compensó el deterioro de la balanza de rentas por el pago de dividendos. La inflación volvió a reducirse en enero, como consecuencia de la desaceleración de los precios de la energía. Tanto el índice subyacente —que en Japón incluye los productos energéticos— como el IPC general registraron un crecimiento interanual nulo, mientras que en diciembre habían crecido un 0,1% y un 0,3% interanual, respectivamente. Por último, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial inalterado (en el 0,5%) en su reunión de marzo.

Según los indicadores publicados a lo largo del mes, la economía del *Reino Unido* ha mantenido el tono dinámico que ha venido mostrando desde finales de 2006. El índice de gestores de com-

pra de manufacturas experimentó un aumento notable, en contraposición al de servicios, que, no obstante, permaneció en niveles coherentes con un dinamismo elevado de la actividad en el sector. La tasa de paro se estabilizó en el 5,5%, mientras que los salarios experimentaron una aceleración significativa —del 3,9% interanual en diciembre al 4,7% en enero—, atribuible al aumento en las pagas por beneficios. En cuanto a los precios, la tasa interanual del IPC repuntó una décima, hasta el 2,8%, mientras que los precios de la vivienda continuaron su senda alcista y la tasa interanual del índice Halifax aumentó hasta el 11,1%. En su reunión de marzo, el Banco de Inglaterra mantuvo inalterado el tipo de interés oficial en el 5,25%.

En *China*, los indicadores de producción industrial, inversión en activos fijos y ventas al por menor crecieron en los dos primeros meses del año a ritmos superiores a los registrados en el final de 2006, lo que confirmó un mayor dinamismo en el inicio del primer trimestre. El superávit comercial de febrero alcanzó 23,8 mm de dólares —muy cerca de su máximo histórico—, gracias al dinamismo de las exportaciones, que crecieron un 51,7% interanual. En cuanto a los precios, el IPC se aceleró en febrero cinco décimas, hasta el 2,7% interanual. No obstante, la evolución de los indicadores de enero y febrero puede estar distorsionada por el año nuevo chino. En el plano financiero, pese a los incrementos del coeficiente de reservas bancarias recientemente aprobados, la oferta monetaria y el crédito interno han repuntado, por lo que el banco central decidió incrementar 27 pb los tipos de interés oficiales sobre préstamos y depósitos en marzo. Por otro lado, las declaraciones del gobernador del banco central, que anticiparon el endurecimiento de la política monetaria, y la preocupación mostrada por las autoridades por la especulación bursátil contribuyeron a la fuerte corrección de este mercado a finales de febrero, que fue revertida totalmente en marzo. Por último, tras la reunión anual de la Asamblea Popular Nacional, se aprobaron la salvaguardia de la propiedad privada, la unificación del tipo del impuesto de sociedades para las empresas nacionales y las extranjeras, así como la creación de un nuevo organismo estatal encargado de la gestión de las reservas exteriores bajo criterios de rentabilidad y eficiencia.

A falta de los datos de contabilidad nacional de Colombia y de Chile, el crecimiento de *América Latina* durante el cuarto trimestre se incrementó hasta el 5,4% interanual, el máximo registro a lo largo de 2006. Dicha aceleración vino impulsada, en gran medida, por la evolución favorable de Brasil, cuya economía se expandió al 3,8% interanual durante el cuarto trimestre. Pese a este buen dato, el crecimiento brasileño durante 2006 (2,9%), aun siendo mayor que el de 2005, fue uno de los más reducidos de la región. Por su parte, tanto Argentina como Perú mantuvieron elevadas tasas de crecimiento durante el cuarto trimestre (8,6% y 8,5%, respectivamente). La inflación en febrero fue del 5% para el agregado regional, dos décimas más que en el mes anterior, y se acentuó la evolución divergente entre países que ha venido siendo característica en los últimos meses. Por una parte, Brasil, Chile y Perú mantuvieron tasas de inflación reducidas, mientras que en Colombia y México se produjeron mayores presiones sobre los precios, que situaron las tasas de inflación respectivas por encima del objetivo de ambos bancos centrales. Argentina y Venezuela siguieron mostrando tasas de inflación muy elevadas, que incluso llegaron a aumentar en este último país. En este contexto, se produjeron nuevos incrementos en los tipos de interés en Colombia y Argentina —25 pb, hasta el 8% y el 7%, respectivamente—, mientras que en Brasil se reducían en 25 pb (hasta el 12,75%) y se mantenían inalterados en México y en Perú. Respecto a la política fiscal, la mayoría de países de la región mostró resultados positivos a finales de 2006 e inicios de 2007. Por último, los saldos comerciales empeoraron de forma generalizada al comienzo del año, destacando el deterioro en Argentina y en México.

De acuerdo con la primera estimación de la Contabilidad Nacional, el PIB del área del euro aumentó un 0,9% en el cuarto trimestre de 2006, superando en tres décimas el crecimiento

del trimestre anterior, debido, casi en su totalidad, al comportamiento expansivo del sector exterior. En efecto, la aceleración de las exportaciones y la desaceleración de las importaciones dieron lugar a un incremento significativo de la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB, que pasó de -0,1 pp a 0,7 pp en el cuarto trimestre. No obstante, es posible que los datos de los intercambios comerciales estén afectados por algunos problemas estadísticos, por lo que no se descarta que puedan ser revisados. Al mismo tiempo, la demanda interna, excluidas las existencias, incrementó en una décima su contribución a la expansión del producto, hasta los 0,7 pp, impulsada por la notable aceleración de todos los componentes de la formación bruta de capital fijo, que compensó el menor dinamismo del consumo público y privado. Por último, la variación de existencias detrajo 0,5 pp al crecimiento, tras la contribución nula del trimestre anterior. En términos interanuales, el PIB de la UEM registró un incremento del 3,3%, seis décimas más que en el tercer trimestre. En el conjunto del año 2006, el crecimiento se situó en el 2,8%, muy por encima del 1,5% observado en 2005, gracias a la notable mejoría experimentada por la demanda interna y por el sector exterior.

En el ámbito laboral, los datos de empleo de Contabilidad Nacional relativos al cuarto trimestre de 2006 mantuvieron la tasa de crecimiento interanual en el 1,6%. Por ello, el avance del incremento del PIB provocó que la productividad del trabajo se acelerara de forma notable, alcanzando una tasa de variación interanual del 1,7%, cinco décimas superior a la del trimestre precedente. En el conjunto de 2006, el empleo se expandió un 1,4%, casi el doble de la tasa registrada un año antes.

La información económica más reciente del área del euro apunta al mantenimiento de la fortaleza de la actividad en los primeros meses de 2007, aunque es previsible que el crecimiento del PIB se modere, debido, en gran parte, a los efectos negativos transitorios de la reforma fiscal en Alemania. Esta valoración es coherente con la actualización de las previsiones de noviembre realizadas por la OCDE y con el punto medio del intervalo de previsión estimado por la Comisión Europea, que cifran el crecimiento de la zona del euro en el primer trimestre del año en el 0,6%.

Así, por el lado de la oferta, la producción industrial se desaceleró en enero en siete décimas, hasta el 3,7%, si bien el índice experimentó una leve mejoría comparado con la media de los tres meses anteriores (véase cuadro 1). Por su parte, los indicadores de confianza del sector industrial y del sector servicios elaborados por la Comisión Europea se mantuvieron inalterados en febrero, y el basado en las encuestas de directores de compras mejoró en las manufacturas y empeoró en los servicios. En relación con el sector de la construcción, la confianza, de acuerdo con la encuesta de la Comisión Europea, cayó en el mismo mes. Desde la vertiente de la demanda, las ventas minoristas se redujeron en enero, arrastradas por el comportamiento de este indicador en Alemania, y las matriculaciones se contrajeron solo marginalmente en febrero, tras el significativo deterioro del mes precedente, relacionado también con la reforma impositiva alemana. El índice de confianza de la Comisión Europea relativo al consumidor mostró una mejora en febrero y se encuentra en el nivel más alto desde junio de 2001. En lo que respecta al sector exterior, las señales sobre las exportaciones son mixtas, ya que la valoración de la cartera de pedidos de exportación mejoró, en media, en enero y febrero con respecto al trimestre anterior, pero las expectativas de exportación se moderaron ligeramente en el primer trimestre de 2007.

La tasa de variación interanual del IAPC se mantuvo inalterada en febrero en el 1,8% (véase gráfico 5). La desaceleración registrada por los precios de los alimentos —que fue especialmente notable en los no elaborados— y de la energía compensó el mayor dinamismo de los

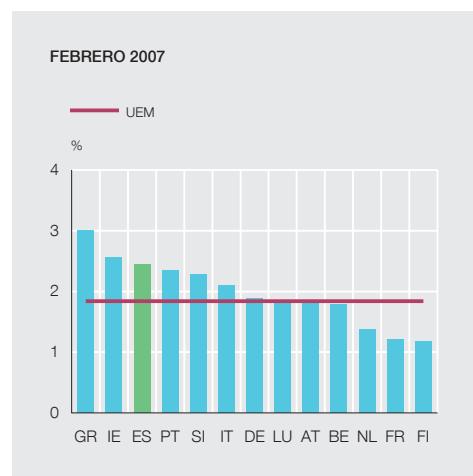
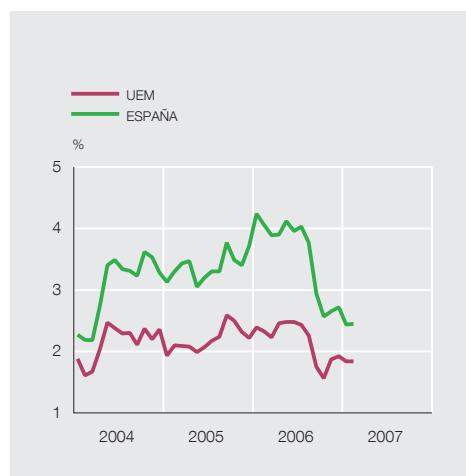
		2006			2007	
		OCT	NOV	DIC	ENE	FEB
ACTIVIDAD Y PRECIOS (b)	Índice de producción industrial	3,8	2,7	4,4	3,7	
	Comercio al por menor	2,9	3,7	4,4	0,6	
	Matriculaciones de turismos nuevos	-0,5	4,4	13,1	-2,9	-3,7
	Indicador de confianza de los consumidores	-8,0	-7,0	-6,0	-7,0	-5,0
	Indicador de clima industrial	5,0	6,0	6,0	5,0	5,0
	IAPC	1,6	1,9	1,9	1,8	1,8
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	8,5	9,3	9,7	9,9	10,0
	M1	6,3	6,6	7,4	6,5	6,6
	Crédito a los sectores residentes	9,0	8,7	8,2	8,0	7,8
	AAPP	-2,4	-3,8	-4,7	-4,8	-4,1
	Otros sectores residentes	12,0	11,9	11,5	11,3	10,7
	<i>De los cuales:</i>					
	— Préstamos a hogares	8,6	8,6	8,2	8,0	8,0
	— Préstamos a sociedades no financieras	12,9	13,1	13,0	13,2	12,6
	EONIA	3,28	3,33	3,50	3,56	3,57
	EURIBOR a tres meses	3,50	3,60	3,68	3,75	3,82
	Rendimiento bonos a diez años	3,88	3,80	3,90	4,10	4,12
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,90	0,85	0,71	0,70	0,68
	Tipo de cambio dólar/euro	1,261	1,288	1,321	1,300	1,307
	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	15,3	15,5	20,3	2,0	0,4
						2,7

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

- a. Media del mes hasta el día 27 de marzo de 2007.
  - 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 27 de marzo de 2007.

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

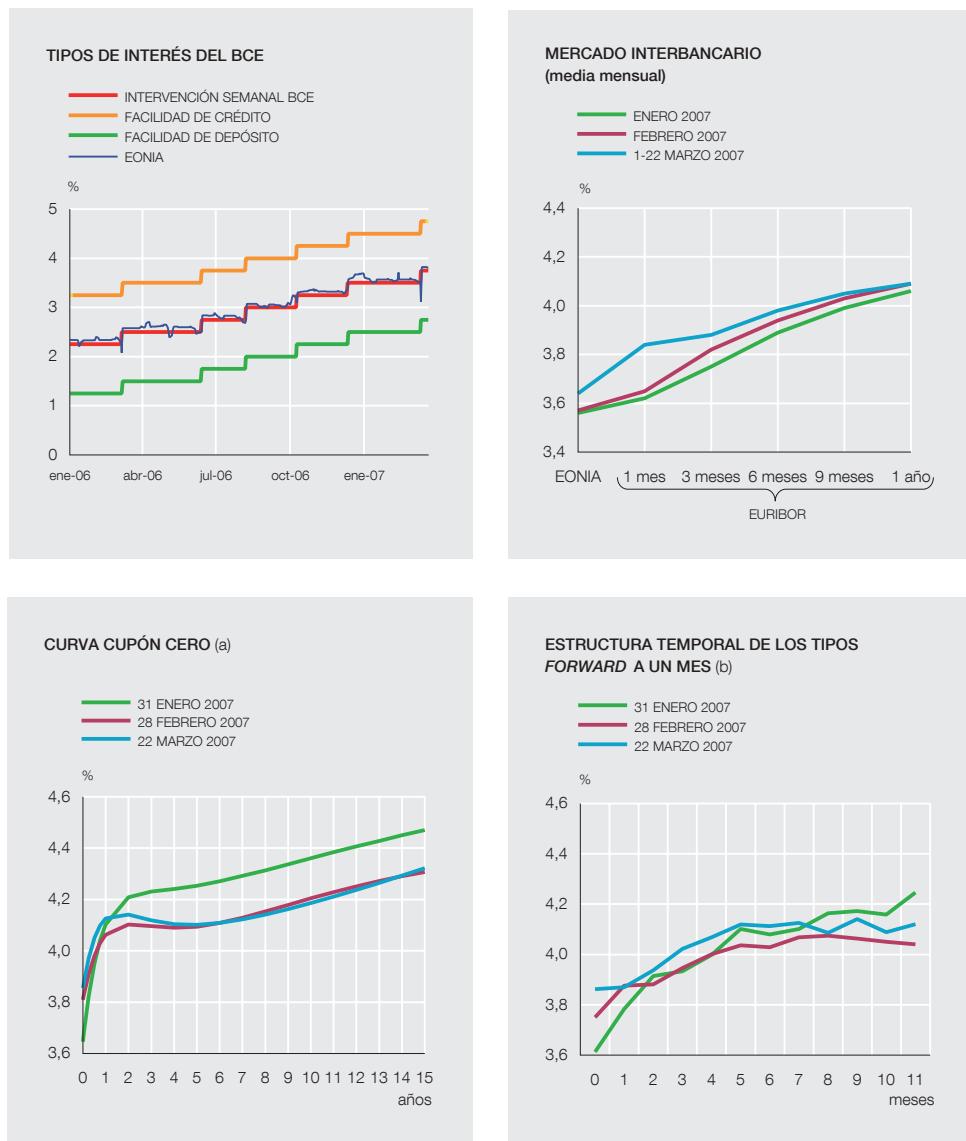
GRÁFICO 5



FUENTE: Eurostat.

## TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 6

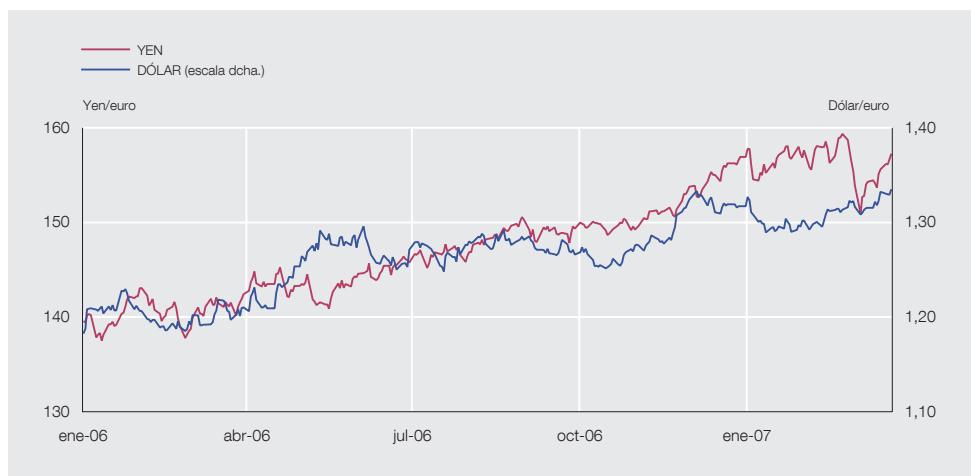


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios. De esta forma, la inflación subyacente del área del euro, medida por el índice IPSEBENE, subió una décima en febrero, hasta el 1,9%. Los precios de producción, por su parte, registraron en enero una caída de su tasa de variación interanual de 1,2 pp, hasta el 2,9%, gracias al comportamiento del componente energético.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión del 8 de marzo, aumentar los tipos de interés oficiales en 25 pb, de forma que el tipo de las operaciones principales de financiación se situó en el 3,75%, el de las facilidades de depósito en el 2,75% y el de las facilidades de crédito en el 4,75%. También resaltó que los tipos oficiales se mantienen en niveles moderados y que la política monetaria continúa siendo acomodante. Justificó la subida por la existencia de riesgos al alza en el medio plazo sobre los precios, relacionados con un mayor encarecimiento de los bienes energéticos, con ascensos adicionales de impuestos indirectos y de precios administrados, y, especialmente, con posibles subidas salariales en un contexto de robusto crecimiento económico.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

mico y de amplia liquidez. El Consejo señaló que realizará un seguimiento muy atento para evitar la materialización de estos riesgos y mantener ancladas las expectativas de inflación en niveles coherentes con la estabilidad de precios. En el mercado interbancario, en el período comprendido entre finales de enero y mitad de marzo, la curva de rendimientos sufrió un desplazamiento al alza, más acusado en los plazos más cortos (véase gráfico 6). Desde finales de febrero, las rentabilidades a diez años descendieron moderadamente, hasta situarse en niveles en torno al 4% en marzo. Dado que en Estados Unidos el rendimiento de los activos análogos siguió una trayectoria ligeramente más acentuada, el diferencial positivo entre este país y la UEM se redujo en una décima en marzo, hasta los 0,6 pp.

En los mercados de renta variable europeos, las caídas de las cotizaciones en otros mercados foráneos en los últimos días de febrero y principios de marzo, como resultado de los factores antes mencionados, arrastraron los índices europeos. No obstante, la recuperación posterior ha supuesto que el índice Dow Jones EURO STOXX amplio registrara a finales de marzo una ganancia acumulada desde principios de año próxima al 3%. En los mercados de divisas, el euro ha seguido una trayectoria alcista con respecto al dólar, hasta situarse en los últimos días en torno a los 1,32 dólares por euro (véase gráfico 7). En términos del tipo de cambio efectivo nominal, la revalorización acumulada desde enero ha sido del 0,9%.

El agregado monetario M3 se aceleró levemente en febrero, hasta el 10% interanual, una décima por encima del mes anterior, en tanto que el crédito concedido al sector privado disminuyó su tasa interanual en seis décimas, hasta el 10,7%. Por componentes, mientras que los préstamos concedidos a las sociedades no financieras disminuyeron su ritmo de expansión interanual en seis décimas, hasta el 12,6%, los préstamos otorgados a los hogares mantuvieron inalterada su tasa de crecimiento en el 8%. Entre estos últimos, los destinados a consumo perdieron dinamismo —ya que redujeron su tasa en seis décimas, hasta el 6,5%— y los destinados a vivienda conservaron su tasa en el 9,4%.

### **Evolución financiera en España**

Durante enero volvió a reducirse el grado de holgura de las condiciones de financiación del sector privado. En este contexto, prosiguió la trayectoria de suave desaceleración de la deuda de los hogares, al tiempo que los recursos ajenos de las sociedades no financieras avanzaron a una tasa elevada, similar a la de diciembre de 2006. En paralelo, los activos financieros más líquidos de ambos tipos de agentes se ralentizaron, tras el repunte registrado a finales del

		2003	2004	2005	2006		2007		
					DIC	DIC	ENE	FEB	MAR (a)
TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito a vivienda	3,46	3,39	3,46	4,71	4,74	4,85	...	...
	Crédito a consumo y otros fines	6,40	6,27	6,27	7,31	7,31	7,53	...	...
	Depósitos	1,11	1,15	1,23	1,75	1,79	1,89	...	...
SOCIEDADES NO FINANCIERAS									
	Crédito (c)	3,75	3,44	3,59	4,60	4,77	4,88	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,19	2,17	2,58	3,64	3,69	3,81	3,85	3,85
	Deuda pública a cinco años	3,47	2,98	3,04	3,70	3,78	3,97	4,05	3,89
	Deuda pública a diez años	4,34	3,64	3,37	3,75	3,82	4,07	4,11	3,98
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,00	-0,00	-0,00	0,02	0,03	0,05	0,06	0,06
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,32	0,29	0,39	0,26	0,26	0,24	0,22	0,23
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	27,44	18,70	20,56	31,57	34,49	3,68	1,72	1,62

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

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

pasado ejercicio. La información provisional correspondiente a febrero apunta a un menor dinamismo durante dicho mes, tanto de la financiación captada por las familias y las empresas como de sus tenencias de activos líquidos.

En el mercado de deuda pública continuó, en febrero, la trayectoria de ascensos en las rentabilidades negociadas. A finales de dicho mes, coincidiendo con el episodio de inestabilidad de las bolsas nacionales e internacionales, se invirtió esa tendencia en los tramos medios y largos de la curva. De este modo, en la parte transcurrida de marzo los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron, en media, en el 3,85% y el 3,98%, respectivamente, lo que representa un aumento de 4 pb y un descenso de 9 pb en relación con los correspondientes niveles de enero (véase cuadro 2). El diferencial entre la deuda española y la alemana a diez años prosiguió con la pauta ligeramente creciente iniciada a principios del cuarto trimestre de 2006, hasta alcanzar los 6 pb. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas mostraron escasas variaciones durante el mismo período.

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales se produjo un episodio de inestabilidad durante los últimos días de febrero y los primeros de marzo, que pareció reflejar un aumento de la incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento de la economía estadounidense. Las cotizaciones descendieron bruscamente durante este período, evolución que vino acompañada de un aumento de la volatilidad. Posteriormente, se inició un proceso de normalización y los precios negociados recuperaron parte de las caídas. En la fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba con respecto a finales de diciembre de 2006 una ganancia de algo más de un punto porcentual. El EURO STOXX amplio de las bolsas de la UEM y el S&P 500 de las de Estados Unidos, por su parte, se situaban también a escasa distancia de los niveles de finales del ejercicio pasado.

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

CUADRO 3

	2007 ENE (b)	2004 DIC	2005 DIC	2006 NOV	2006 DIC	2007 ENE
<b>FINANCIACIÓN TOTAL</b>	2.122,8	12,3	15,7	18,7	19,1	19,2
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	1.824,2	16,3	21,0	23,7	24,2	24,1
Hogares e ISFLSH	781,6	20,2	20,9	19,8	19,3	18,9
<i>De los cuales:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	574,1	23,7	24,3	20,5	19,9	19,3
– Crédito para consumo y otros fines (c)	206,2	12,5	12,5	17,8	17,6	17,7
Sociedades no financieras	1.042,6	13,2	21,1	26,9	28,3	28,4
<i>De las cuales:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	763,4	17,8	25,5	30,1	30,3	30,6
– Valores de renta fija (d)	31,1	-1,2	23,7	131,0	135,4	132,3
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	298,6	-0,1	-4,0	-5,5	-5,2	-4,1
Valores a corto plazo	34,2	-6,2	-10,8	-3,5	-2,2	-2,4
Valores a largo plazo	299,0	0,8	2,6	-0,2	-0,3	3,3
Créditos – depósitos (f)	-34,7	-0,1	-16,3	-14,5	-14,4	-21,6

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.

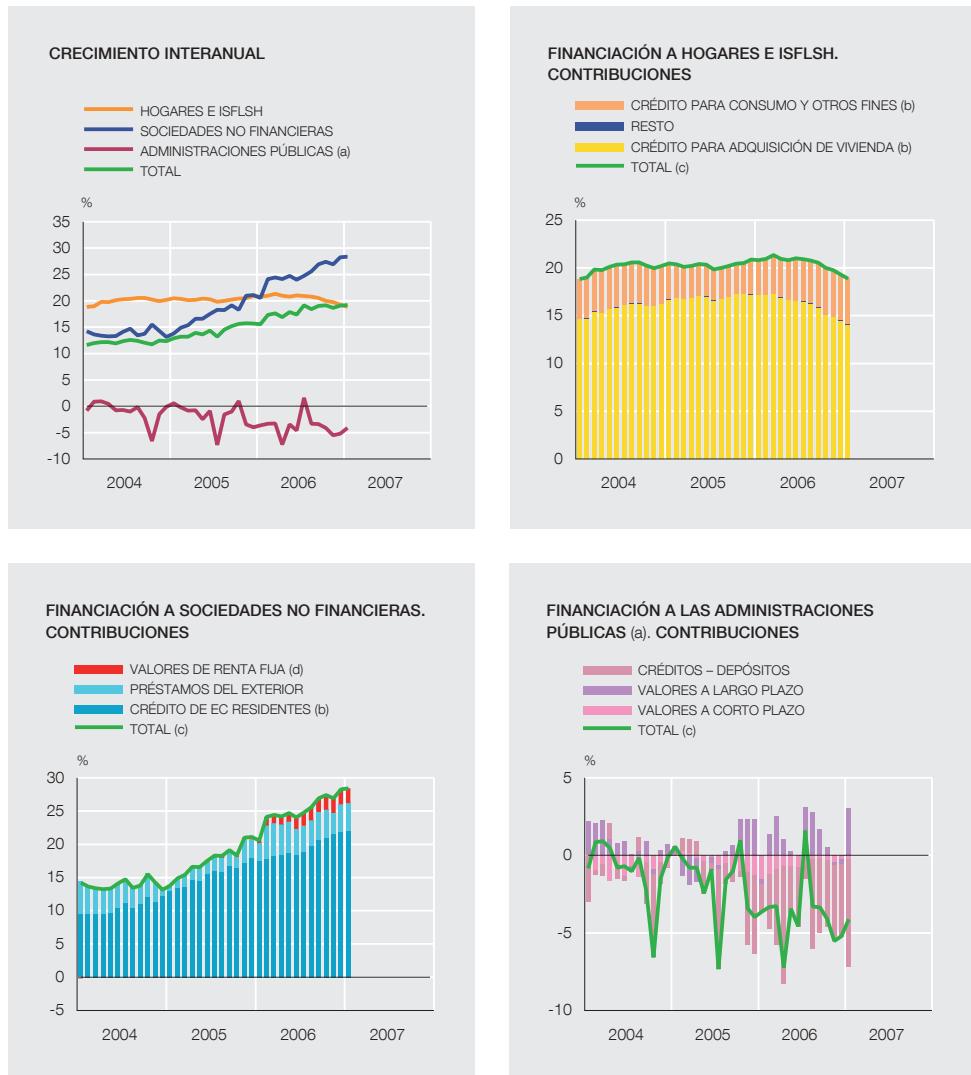
Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las empresas y a las familias en las operaciones nuevas de activo y pasivo volvieron a aumentar en enero, en línea con el ascenso de las rentabilidades negociadas en el mercado interbancario. De este modo, el coste de los préstamos concedidos a los hogares para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines se situó en el 4,85% y el 7,53%, respectivamente, 11 pb y 22 pb por encima del registro de diciembre, mientras que la remuneración de sus depósitos se incrementó en 10 pb, hasta el 1,89%. Por su parte, el precio de la financiación bancaria a las sociedades no financieras alcanzó el 4,88%, 11 pb más que en el mes precedente.

La financiación recibida por el total de los sectores residentes no financieros creció en enero prácticamente al mismo ritmo que en diciembre de 2006, evolución que resultó de un comportamiento diferenciado de los distintos agentes (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Así, la deuda de los hogares volvió a desacelerarse ligeramente, aunque siguió avanzando cerca de un 19% en términos interanuales. Por su parte, los recursos ajenos de las sociedades se expandieron a una tasa elevada, por encima del 28%, similar a la del mes precedente. Por último, los fondos captados por las Administraciones Públicas continuaron contrayéndose, aunque a un ritmo algo menor que a finales del pasado ejercicio.

La desagregación por finalidades muestra que durante enero siguió la desaceleración de los préstamos para la adquisición de vivienda, que, no obstante, crecieron por encima del 19% en relación con el mismo período del año anterior. Al mismo tiempo, se mantuvo estable la tasa de variación de los pasivos de las familias destinados al consumo y otros fines, que se situó cerca del 18%. Por su parte, el crédito bancario a las sociedades volvió a acelerarse, evolución que se

## 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.

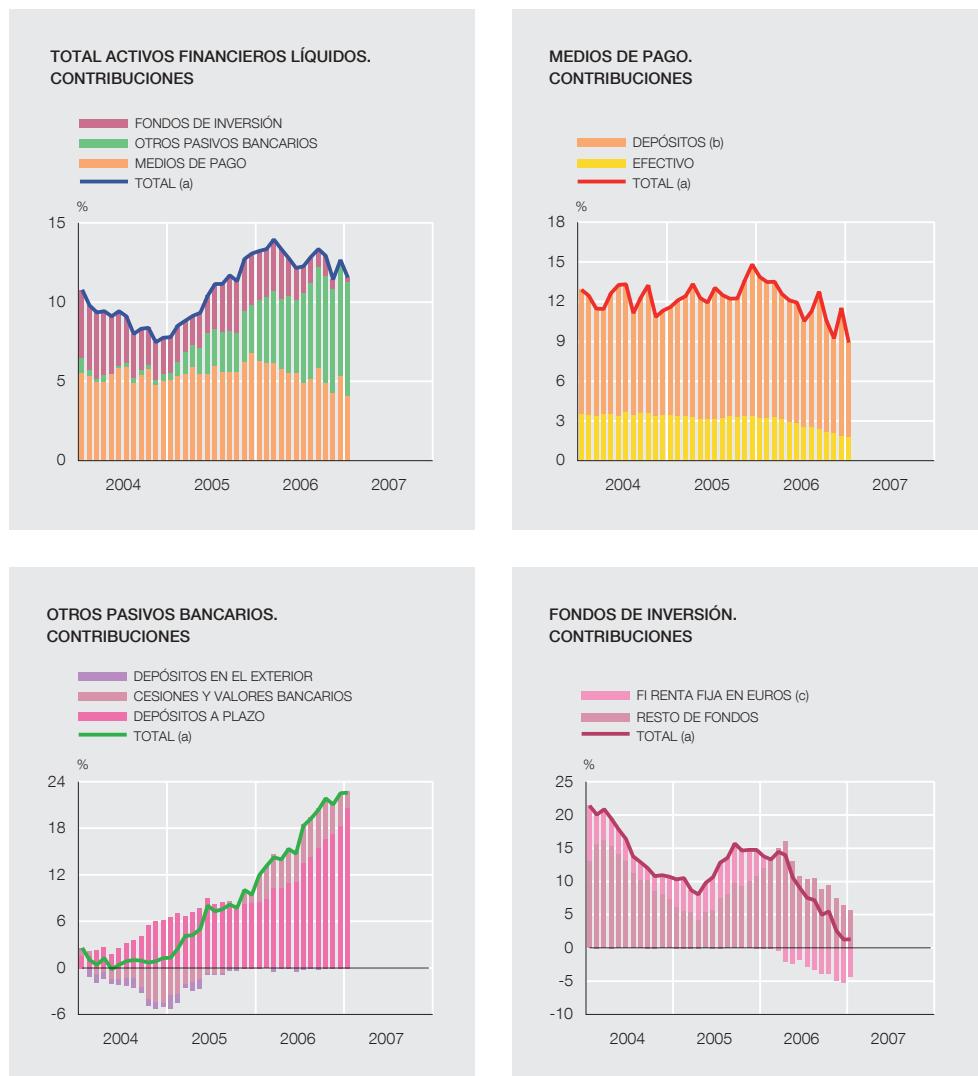
vio aproximadamente compensada por el menor dinamismo del resto de los componentes de la financiación a este sector. De acuerdo con la información provisional disponible, en febrero la deuda de los hogares habría continuado con la misma pauta de los meses precedentes, mientras que se habría reducido 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 -4% en el mes de enero, aunque, en valor absoluto, fue inferior a la registrada en diciembre de 2006. Por instrumentos, esta evolución resultó, en términos acumulados de doce meses, de una disminución del saldo neto entre créditos y depósitos, de una amortización neta de valores del mercado monetario y de una emisión neta de deuda a largo plazo.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y de los hogares se ralentizaron en enero, tras la aceleración registrada en diciembre de 2006. Por

**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.

instrumentos, la tasa de expansión de los medios de pago se redujo, mientras que la de los otros pasivos bancarios y la de los fondos de inversión se situó prácticamente en el mismo nivel del mes precedente (véase gráfico 9). Dentro de estos últimos, los de renta fija en euros siguieron contribuyendo negativamente al crecimiento del agregado, aunque en menor medida que a finales del pasado ejercicio, al tiempo que el resto de categorías volvió a desacelerarse. La información provisional correspondiente a febrero apunta a un nuevo descenso —aunque ligero— del ritmo de avance de las tenencias de activos líquidos del sector privado.

28.3.2007.