

## EVOLUCIÓN RECENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

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

De acuerdo con las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral, en el primer trimestre de 2007 se prolongó la fase de elevado dinamismo de la economía española, con una ligera aceleración de la tasa de crecimiento interanual del PIB hasta el 4,1%, una décima superior a la del trimestre anterior<sup>1</sup>. La tasa intertrimestral fue del 1,1%. El impulso experimentado por el PIB fue el resultado de la mejora de dos décimas en la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento, que compensó la suave desaceleración de la demanda nacional. El aumento de la contribución del sector exterior ha venido motivado por una ralentización más intensa de las compras al exterior que de las exportaciones. Respecto a los componentes de la demanda nacional, cabe destacar el avance de la inversión en bienes de equipo —que alcanzó un crecimiento interanual del 12,1%—, del consumo público —con un repunte de tres décimas, hasta el 5,2%— y de la inversión en otros productos —cuya tasa de variación se elevó hasta el 2,5%—. Por su parte, tanto la inversión en construcción como el consumo privado experimentaron una leve desaceleración en su ritmo de crecimiento interanual, de una décima en ambos casos, hasta el 5,6% y el 3,6%, respectivamente. Por el lado de la oferta, sobresale el empuje de las ramas energética e industrial y de las de servicios de mercado, cuyas tasas de crecimiento se estiman en el 4,1 y el 3,9%, respectivamente. Por último, la creación de empleo mantuvo un dinamismo elevado, con una tasa de avance del 3%, una décima inferior a la del año anterior, con lo que la productividad se expandió a un ritmo mayor (1%), mientras que la remuneración por asalariado recortó en tres décimas su crecimiento interanual, hasta el 3,5%.

La información sobre la evolución económica en el segundo trimestre es todavía escasa. Respecto al consumo privado, el indicador de confianza de los consumidores retrocedió en abril, aunque no se alejó del rango de valores que ha presentado últimamente (véase gráfico 1), mientras que el relativo al comercio al por menor se mantuvo al mismo nivel que en marzo. Las matriculaciones de automóviles destinados a particulares, por su parte, continuaron mostrando en abril los registros negativos de meses previos, contrayéndose a una tasa interanual del 1,8%. Aunque los últimos datos disponibles se refieren a marzo, la información de la Agencia Tributaria sobre ventas interiores de bienes y servicios de consumo de las grandes empresas señaló una gran pujanza al final del primer trimestre.

La inversión en bienes de equipo ha seguido mostrando una gran fortaleza al comienzo del segundo trimestre, según apuntan los indicadores coyunturales. En efecto, la utilización de la capacidad productiva del sector industrial se incrementó en el segundo trimestre del año, alcanzando su máximo valor desde 1989. Por su parte, aunque el clima industrial del sector de bienes de equipo retrocedió en el mes de abril, este indicador muestra un perfil ascendente a medio plazo. Finalmente, el indicador de disponibilidades de bienes de equipo con información parcial hasta marzo ha continuado experimentando un crecimiento muy intenso.

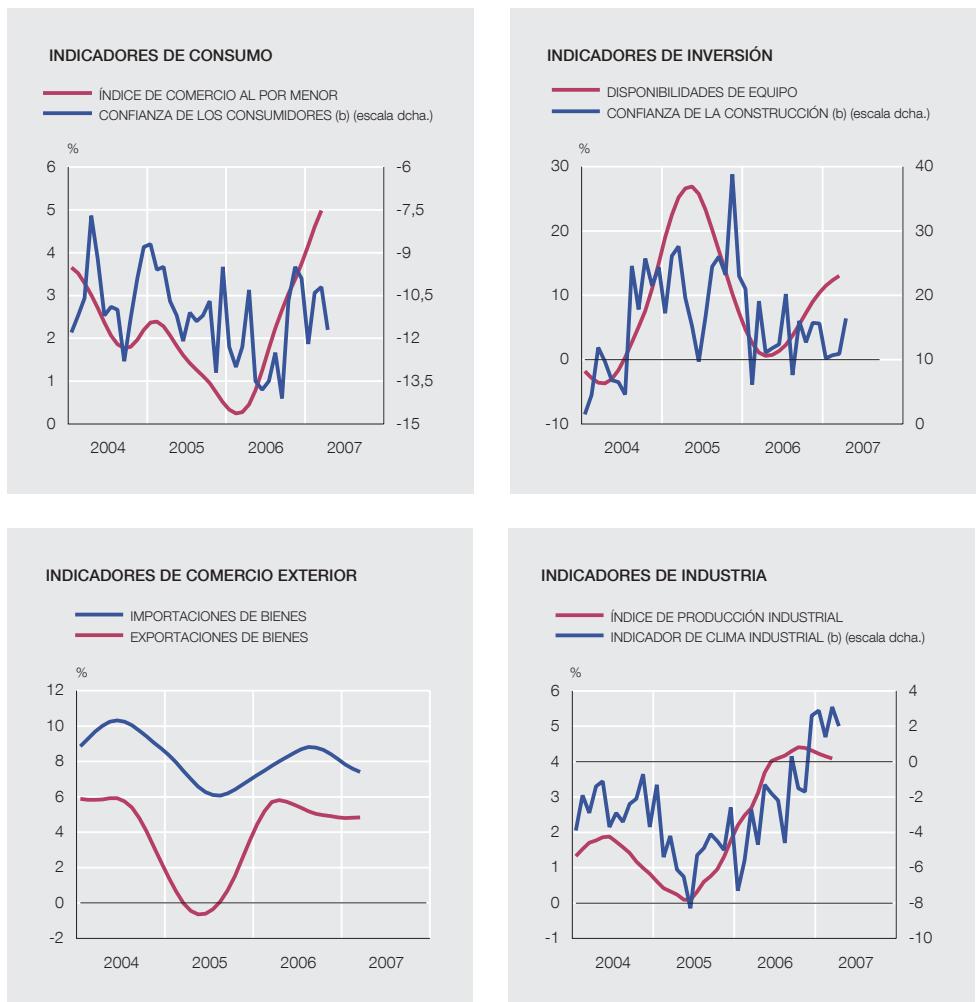
En el caso de la inversión en construcción, los indicadores disponibles sugieren, en general, una pérdida de dinamismo en los inicios del segundo trimestre del año. Así, respecto a los indicadores contemporáneos, el número de afiliados a la Seguridad Social de esta rama se desaceleró en abril, al tiempo que el ritmo de reducción del paro registrado en este sector se hizo menos pronunciado. Por su parte, la producción interior de materiales de construcción

---

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

## 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.

finalizó el primer trimestre del año marcando una senda de moderación, aunque en su conjunto presentó un dinamismo superior al de los meses finales de 2006. El indicador de confianza del sector, sin embargo, mejoró en abril, retornando a los niveles observados en el cuarto trimestre de 2006. En cuanto a los indicadores de carácter adelantado, los visados de obra nueva de viviendas registraron en el conjunto de enero y febrero un retroceso, continuando así la contracción observada a partir del cuarto trimestre de 2006. No obstante, este descenso en el número de visados está seguramente relacionado con la entrada en vigor del Código Técnico de Edificación, que originó una cierta anticipación en los proyectos visados en el tercer trimestre de 2006. En cualquier caso, el elevado número de visados aprobados a lo largo de 2006 permitiría mantener un comportamiento dinámico de la edificación residencial en 2007. Este también es el caso de la obra civil, a la vista del fuerte crecimiento de la licitación oficial.

De acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones de bienes en términos reales moderaron en marzo su ritmo de avance hasta el 1,6% de crecimiento interanual. Esta desaceleración vino determinada por los bienes energéticos, puesto que las ventas exteriores del resto de bienes aumentaron un 2,5%, 0,8 puntos porcentuales (pp) más que en febrero. Las parti-

das más dinámicas fueron las de alimentos y bienes intermedios no energéticos, que crecieron a una tasa interanual algo superior al 5%. Por el contrario, el resto de las ventas de bienes de consumo y, sobre todo, las de bienes de equipo mostraron tasas negativas en marzo, si bien esto fue debido, en parte, a un efecto de base, pues esas partidas tuvieron un comportamiento extraordinariamente dinámico en el mismo mes del año anterior. Por áreas geográficas, la expansión de las ventas en marzo fue más intensa en la UE y, más concretamente, en la zona del euro, mientras que las exportaciones dirigidas al resto del mundo prácticamente se estancaron en términos reales. Asimismo, hay que señalar que las opiniones de los empresarios exportadores han sido muy positivas en los últimos meses. En particular, el indicador sintético de actividad exportadora, procedente de la encuesta de coyuntura de la exportación, registró un fuerte impulso en el primer trimestre del año, al tiempo que la valoración de la cartera de pedidos exteriores de la encuesta de la Comisión Europea dio señales favorables en abril. Las importaciones se desaceleraron en marzo de forma más acusada que las exportaciones, con un crecimiento interanual en términos reales del 0,8%, muy inferior al de los dos primeros meses del año. Las compras de bienes intermedios, tanto los energéticos como el resto, experimentaron tasas de variación negativas, mientras que las importaciones de bienes de equipo mantuvieron un gran dinamismo, con un ritmo de crecimiento interanual cercano al 15%. El déficit comercial en términos nominales se redujo en marzo casi un 3%, de forma que en el conjunto del primer trimestre el aumento del déficit comercial fue algo inferior al 6%, la mitad de la tasa registrada en el cuarto trimestre de 2006.

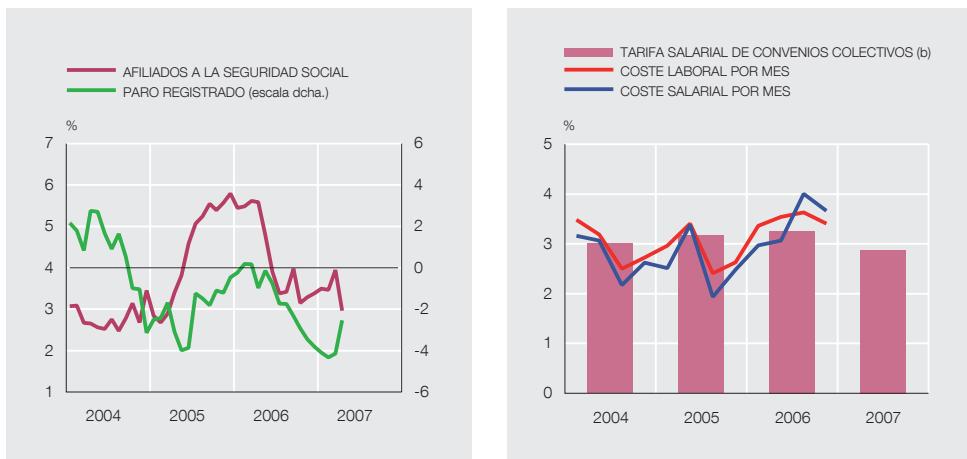
La información disponible sobre el turismo muestra unos datos relativamente favorables en el período transcurrido de 2007. Así, el número de turistas extranjeros entrados por fronteras aumentó un 5,3% en el primer trimestre, tasa muy superior a la observada en los últimos meses de 2006, si bien en abril esas entradas mostraron una tasa negativa del 3,5%. Asimismo, las pernoctaciones de extranjeros en hoteles presentaron un comportamiento muy positivo en el primer trimestre, con un aumento del 6,2%, muy por encima del contabilizado en el cuarto trimestre del ejercicio anterior, aunque, en este caso, también en abril se observó una moderación de la tasa interanual, hasta un 2%. Los datos de la Encuesta de Gasto Turístico (EGA-TUR) del primer trimestre son coherentes con esa información, pues estima que en ese período el gasto total de los turistas en términos nominales aumentó un 5,3%, frente al 1,6% del cuarto trimestre de 2006.

La necesidad de financiación de la economía acumulada hasta el mes de febrero se situó, según los datos de Balanza de Pagos, en 16,2 mm de euros, un 20% más que en el mismo período del año anterior. En el caso de la balanza por cuenta corriente, su déficit acumulado alcanzó los 17,6 mm de euros, lo que supone un incremento del 24% en términos interanuales, dado el incremento del déficit de la balanza comercial (un 7,5%), hasta alcanzar los 12,5 mm de euros, que no pudo ser compensado por el avance del superávit de la balanza de servicios (un 12,6%, hasta los 1,8 mm de euros). El positivo comportamiento de la balanza de servicios se debió tanto al aumento del superávit de la partida de turismo y viajes como al descenso del déficit de la rúbrica de otros servicios. En cambio, la balanza de rentas y la de transferencias corrientes experimentaron un incremento en sus saldos deficitarios, mientras que la cuenta de capital registró un superávit de 1,4 mm de euros en el período enero-febrero, superior al del mismo período de 2006, debido al aumento 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) registró en el mes de marzo un crecimiento interanual del 4,4% —ajustado de efectos de calendario—, con lo que el crecimiento medio del primer trimestre de 2007 siguió siendo muy intenso (4,3%), aunque algo inferior al del cuarto trimestre del año anterior. El resto de la información coyuntural disponible

## EMPLEO Y SALARIOS (a)

## GRÁFICO 2



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

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

también apunta al mantenimiento del dinamismo industrial. En este sentido, el indicador de confianza de este sector mostró en abril un nivel similar al del primer trimestre, con una apreciable mejora en la valoración de la cartera de pedidos, y el índice de directores de compras presentó un ligero repunte en ese mismo mes. Las cifras de negocios en la industria conservaron en marzo la pujanza de los meses previos, mientras que las entradas de pedidos de esta rama experimentaron en dicho mes un nuevo impulso. Finalmente, el número de afiliados al Régimen General de la Seguridad Social en este sector aumentó un 2,7% en abril, por encima del crecimiento observado en el primer trimestre del año, y el paro registrado siguió disminuyendo a un ritmo relativamente pronunciado (-6% en abril).

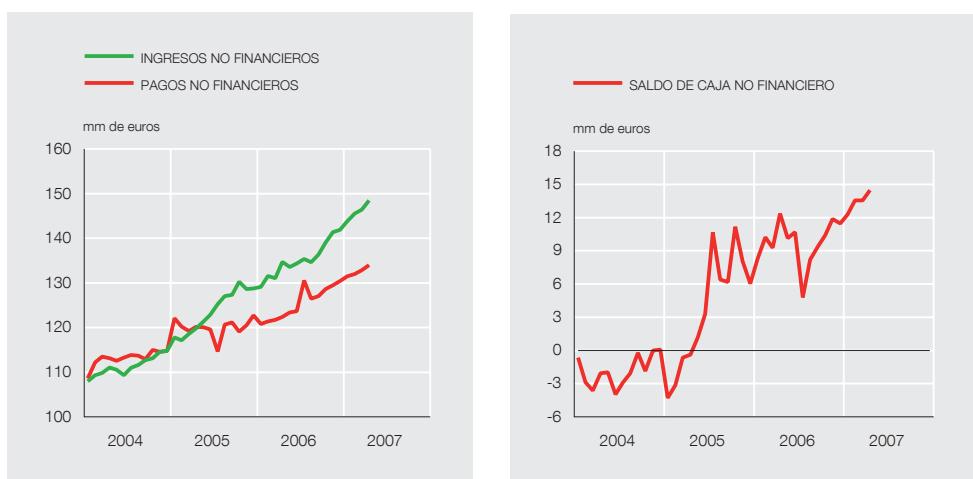
En el caso de los servicios de mercado, la información coyuntural disponible apunta a una cierta desaceleración. Comenzando por los indicadores de opinión, mientras que el indicador de confianza del comercio al por menor mostraba un comportamiento prácticamente estable en abril con respecto al primer trimestre del año, el relativo a los servicios registraba una caída en ese mes, al igual que lo hacía el índice de directores de compras del sector. Asimismo, los indicadores de empleo apuntan a una situación de dinamismo más contenido: el número de afiliados a la Seguridad Social aumentó en abril un 3,4% en términos interanuales, frente al 4,1% del primer trimestre del año, mientras que el número de parados inscritos en el INEM se redujo a un ritmo menos intenso que en los tres primeros meses del año.

En el conjunto de la economía, el empleo ha continuado mostrando un gran dinamismo en los inicios del segundo trimestre del año, aunque ha dado muestras de una ligera moderación respecto a las tasas de crecimiento anteriores. Así, el número de afiliaciones a la Seguridad Social aumentó un 3,4% en abril, en datos medios del mes, una décima por debajo de lo observado en los tres meses previos. Por su parte, el número de parados inscritos en el INEM disminuyó a un ritmo del 2,5% interanual en dicho mes, por debajo de la tasa registrada en el primer trimestre de 2007 (-4,2%) (véase gráfico 2).

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo hasta abril de 2007 un superávit de 20.842 millones de euros (2% del PIB), frente al superávit de 17.940 millones de euros (1,8% del PIB) registrado hasta abril de 2006. Los ingresos experimentaron un incremento del 11,4% respecto al mismo período del año anterior, mientras que los gastos cre-

**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.

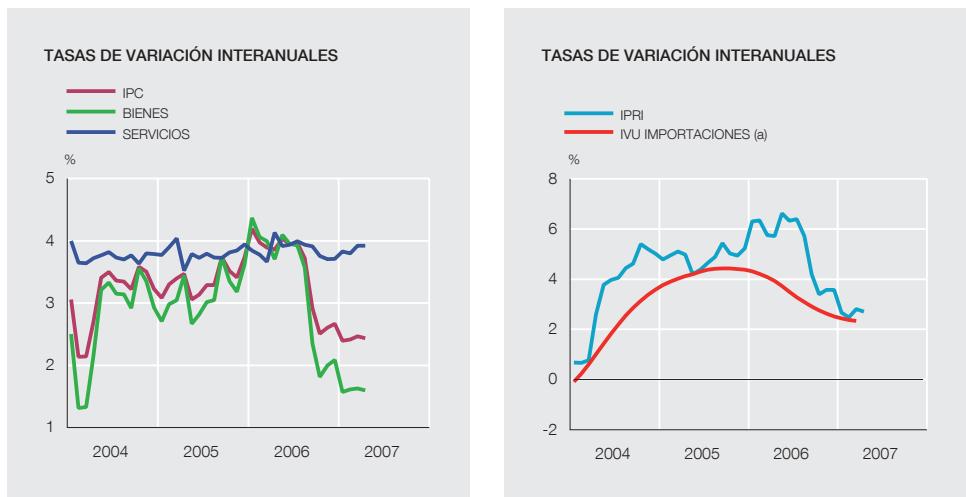
a. Último dato: abril de 2007.

cieron a una tasa del 9,2%. En términos de caja, la ejecución presupuestaria hasta abril de 2007 se saldó con un superávit de 16.505 millones de euros, también por encima del superávit de 13.492 millones registrado en los cuatro primeros meses del año anterior. Los ingresos mantuvieron un elevado dinamismo (véase gráfico 3 con datos en medias móviles), aunque se ralentizaron ligeramente —hasta un 12%—, debido principalmente a los efectos de la reforma de la imposición directa. Por el contrario, los gastos se aceleraron hasta registrar un crecimiento del 8,6%.

### Precios y costes

Los convenios registrados entre enero y marzo de 2007 incorporaron un incremento de las tarifas salariales del 2,88%, afectando a más de 4,7 millones de trabajadores. Por ramas, el incremento más elevado se ha registrado en la construcción (3,97%), seguido de la agricultura (3,54%), la industria (2,82%) y, finalmente, los servicios (2,74%). La estimación más reciente del impacto de la cláusula de salvaguarda correspondiente al año 2006 —que repercute en el salario cobrado en 2007— es de 0,31 pp, muy por debajo del estimado para el ejercicio precedente (0,88 pp).

El índice de precios de consumo (IPC) aumentó en abril un 1,4% con respecto a marzo, de manera que su tasa interanual se redujo en una décima, hasta el 2,4% (véase gráfico 4). Asimismo, el IPSEBENE —índice que excluye los elementos más volátiles— registró un incremento del 1,4% en términos intermensuales, quedando su tasa interanual en el 2,5%. Dentro de los componentes del IPSEBENE, los precios de los servicios mantuvieron estable su tasa de crecimiento interanual en el 3,9%, mientras que los precios de los bienes industriales no energéticos aumentaron a un ritmo del 0,9%, una décima superior a la registrada en marzo. Finalmente, los precios de los alimentos elaborados moderaron su ritmo de avance en una décima, por lo que su tasa interanual se situó en el 2,2%. Los dos elementos más volátiles del IPC, los alimentos no elaborados y los bienes energéticos, presentaron movimientos contrapuestos, de forma que los primeros se aceleraron en 1,2 pp, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 6,4%, mientras que los segundos recortaron su ritmo de avance en la misma cuantía, hasta un -1,5%. El índice armonizado (IAPO) mantuvo un crecimiento interanual del 2,5% en abril, de forma que el diferencial con la UEM se situó en 0,6 pp, por cuarto mes consecutivo.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

En abril, el índice general de precios industriales (IPRI) creció a un ritmo interanual del 2,7%, 0,1 pp menos que en el mes de marzo, debido a la caída de los precios energéticos y al leve recorte en el crecimiento de los precios de los bienes de equipo. De esta forma, los precios de la energía acentuaron su tasa de crecimiento negativa, pasando de un -1,6% en marzo a un -2,6% en abril. Por su parte, los precios de los bienes de equipo redujeron una décima su tasa interanual, hasta situarla en el 3,2%. Ambos movimientos compensaron la aceleración de 0,5 pp que experimentaron los precios de los bienes de consumo no duradero —cuya tasa se situó finalmente en el 2,1%— y el impulso de 0,1 pp que se produjo tanto en los precios de los bienes intermedios, que pasaron de un crecimiento interanual del 6,2% al 6,4%, como en los correspondientes a bienes de consumo duradero, cuya tasa en abril fue del 2,9%.

Los precios de las importaciones, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), aumentaron un 1,9% en el mes de marzo, superando en más de un punto porcentual las tasas observadas en los meses previos. Esta aceleración fue el resultado del mayor crecimiento de los precios de los bienes intermedios no energéticos importados (hasta alcanzar una tasa del 7,1%) y de la menor contracción de los precios de las importaciones energéticas (desde el -10,2% en febrero al -5,9% en marzo). Los bienes de consumo moderaron el ritmo de crecimiento de sus precios en una décima —hasta el 1,8%—, mientras que los IVU de bienes de equipo siguieron mostrando tasas muy negativas (-4%). Respecto a las exportaciones, el crecimiento de los IVU en marzo fue del 3,9%, 0,6 pp menos que en febrero, con una moderación de los precios de bienes de consumo y de los intermedios no energéticos, que compensó el encarecimiento de los bienes de equipo vendidos al exterior. De acuerdo con la estadística del INE, el índice de precios de importación de productos industriales moderó en marzo su ritmo de avance interanual hasta el -0,1%, gracias, principalmente, a la desaceleración de los precios de los bienes intermedios. Los precios de exportación experimentaron un movimiento similar al de las importaciones, recortando ligeramente su tasa de crecimiento hasta el 2,2%. Los precios de los bienes industriales de consumo siguieron mostrando una tasa interanual negativa (-1,4%), similar a la del mes anterior, mientras que los relativos a bienes de equipo aumentaron levemente, hasta el 1,2%.

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

Durante el mes de mayo, los mercados financieros internacionales continuaron la recuperación observada en el mes precedente, con nuevas ganancias en la mayoría de las bolsas y

reducciones en los diferenciales de crédito corporativo y de gran parte de los bonos soberanos emergentes. En este contexto de reducida volatilidad, el dólar mantuvo su debilidad frente al euro, hasta rozar cotizaciones mínimas históricas, por encima de 1,36 dólares por euro. Al mismo tiempo, disminuía la probabilidad asignada por el mercado a una reducción de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos, que se pospondría hasta finales de 2007, a pesar de alguna debilidad en los datos recientes de actividad en Estados Unidos. En términos generales, la evolución de los mercados emergentes en el último mes ha sido favorable y el empeoramiento de las variables financieras en algunos países como Turquía, Venezuela o Argentina no se ha trasladado a otras economías. En los mercados cambiarios destaca la apreciación de ciertas divisas favorecidas por las entradas netas de capitales, como el real brasileño o la rupia india. Por su parte, tras un ligero descenso a inicios de mayo, el precio del petróleo tipo Brent repuntó a finales de mes hasta superar los 70 dólares por barril —nivel máximo desde septiembre del año pasado—, en un contexto en el que se mantuvo la tensión geopolítica y se redujeron los inventarios de gasolina en Estados Unidos.

En Estados Unidos, el dato preliminar de contabilidad nacional del primer trimestre de 2007 mostró un crecimiento del PIB del 1,3%, en tasa trimestral anualizada, lo que supone una desaceleración de 1,2 pp respecto al trimestre anterior. La mayor parte de esta desaceleración fue atribuible al sector exterior, que restó 0,5 pp al crecimiento, mientras que la inversión residencial detrajo en torno a 1 pp, algo menos que en los dos trimestres anteriores. Por su parte, el consumo privado mantuvo un ritmo ligeramente inferior al de trimestres previos. En su conjunto, los indicadores publicados el último mes muestran señales mixtas. Así, los índices de gestores de compras (ISM, por sus siglas en inglés) registraron aumentos en abril, tanto en manufacturas como en servicios. En cuanto al consumo, las ventas al por menor de abril cayeron un 0,2% en tasa interanual —si bien los datos anteriores fueron revisados al alza—; la creación de empleo se ralentizó de 177.000 puestos en marzo a 88.000 en abril y la tasa de paro repuntó hasta el 4,5%. Los indicadores del mercado de la vivienda mantuvieron un tono negativo, a pesar del incremento de las viviendas iniciadas en abril, pues los permisos de construcción mostraron una notable reducción en este mismo mes, el índice de confianza de los constructores se volvió a situar en niveles mínimos de este ciclo inmobiliario y la demanda de vivienda se moderó, en un contexto de mayores restricciones al crédito inmobiliario en el segmento de baja calidad crediticia. En cambio, el gasto en construcción residencial repuntó ligeramente en abril, mientras que el componente no residencial mantuvo su dinamismo. Las tasas interanuales de inflación general y subyacente descendieron dos décimas en abril, hasta el 2,6% y el 2,3%, respectivamente, y la Reserva Federal, en su reunión de mayo, mantuvo el tipo de interés oficial en el 5,25%.

En Japón, el PIB del primer trimestre creció un 2,4% en tasa trimestral anualizada, frente al 5% del trimestre previo. A este menor crecimiento contribuyó la inesperada caída de la inversión privada, que compensó el vigor del consumo privado y el repunte de las exportaciones, principales sostenes de la actividad durante este período. Los indicadores más recientes de actividad industrial y consumo privado presentan un tono menos dinámico que en meses anteriores. Los datos de producción industrial y de pedidos de maquinaria de marzo, y el índice de gestores de compras de manufacturas de abril (PMI, según sus siglas en inglés), confirmaron cierta moderación en la actividad del sector. La información relativa al consumo en marzo —gasto de los hogares, ventas al por menor e índice sintético de consumo— fue negativa, si bien el índice de confianza del consumidor volvió a aumentar en abril. En el mercado laboral, la tasa de paro de marzo se mantuvo en el 4% por quinto mes consecutivo, pero los salarios profundizaron su caída, aunque la elevada ratio de vacantes sobre solicitudes de empleo anticiparía una recuperación de la contratación y las remuneraciones en los próximos meses. En cuanto al sector exterior, el superávit por

cuenta corriente creció un 37% interanual en marzo, gracias al aumento del superávit comercial, impulsado por la fortaleza de las exportaciones al resto de Asia, y de la balanza de rentas, por la positiva evolución de los rendimientos de las inversiones de cartera. Los precios se mantuvieron estables en abril, mientras que el índice subyacente —que incluye en Japón los productos energéticos— aumentó dos décimas, hasta el -0,1%. Finalmente, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial inalterado, en el 0,50%, en su reunión de mayo.

En el Reino Unido, la segunda estimación del PIB del primer trimestre arrojó un crecimiento del 0,7% trimestral (2,9% interanual). Los indicadores más recientes señalan un avance firme de la actividad. Así, por el lado de la demanda, destaca el repunte de la confianza de los consumidores. Los indicadores de oferta reflejaron una mejora de las perspectivas, con un avance significativo en el índice de distribución de comercio de la Confederación de la Industria Británica (CBI, en sus siglas en inglés) y en los índices de gestores de compras. El Banco de Inglaterra elevó el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos (pb) (hasta el 5,5%), en línea con lo esperado, mientras que la tasa interanual de inflación se redujo en tres décimas, hasta el 2,8%. En los nuevos miembros de la UE, los indicadores de actividad y demanda más recientes muestran, en general, la continuidad del dinamismo de estas economías en el primer trimestre de 2007. Eslovaquia registró un sólido crecimiento del PIB del 8,9% interanual durante el primer trimestre. Por su parte, el PIB de Hungría siguió desacelerándose, al disminuir tres décimas el crecimiento interanual (hasta el 2,9%) en el primer trimestre de este año. En abril, la inflación continuó su tendencia al alza en la mayoría de estos países, debido a los precios de los alimentos. Los tipos de interés oficiales se mantuvieron inalterados, salvo en Polonia, donde aumentaron en 25 pb, y en Eslovaquia, donde descendieron en 25 pb, quedando en ambos casos en el 4,25%. Las monedas que participan en el MTC II permanecieron en torno a su paridad central en el último mes, salvo la corona eslovaca, que siguió apreciada alrededor de un 5%.

En China, la mayoría de los indicadores más recientes muestra la persistencia del dinamismo de la actividad, tras el repunte del primer trimestre, lo que ha dado lugar al establecimiento de medidas de contención. La producción industrial creció con un notable vigor y los índices de gestores de compras repuntaron hasta máximos de los dos últimos años, mientras que las ventas al por menor continuaron con su tendencia a la aceleración. En cuanto al sector exterior, el superávit por cuenta corriente alcanzó los 250 mm de dólares en el conjunto de 2006, 89 mm más que en 2005, mientras que el superávit comercial de abril de este año repuntó fuertemente, hasta los 16,9 mm de dólares, gracias al renovado vigor de las exportaciones. La inflación se redujo tres décimas en abril, hasta el 3% interanual. En el plano financiero, el crédito interno se aceleró ligeramente y el banco central decidió elevar en tres ocasiones en 50 pb el coeficiente de reservas entre abril y mayo, hasta el 11,5%; los tipos de referencia de préstamos y de depósitos aumentaron en 0,18 pb y 0,27 pb, respectivamente. Pese a ello, los mercados bursátiles han profundizado su movimiento alcista. Por otro lado, continuó la gradual apreciación del tipo de cambio del renminbi respecto al dólar. En este contexto, el Banco Popular de China decidió ampliar la banda de fluctuación del renminbi frente al dólar del 0,3% al 0,5% diario, lo que permitiría un mayor ritmo de apreciación. Asimismo, las autoridades chinas flexibilizaron las adquisiciones de acciones por parte de residentes en mercados foráneos a través de la banca comercial china. En el resto de Asia, los últimos indicadores de actividad y demanda siguen mostrando un fuerte dinamismo. Así, Corea del Sur registró un crecimiento del PIB del 4% interanual en el primer trimestre de 2007, al igual que en el trimestre anterior, mientras que en Indonesia y Singapur este fue del 6%. En la India, la producción industrial se aceleró en marzo en casi un 13% interanual. En cuanto a los precios, la inflación en abril descendió en la mayor parte de economías. En este contexto, los tipos de

interés oficiales se mantuvieron inalterados, salvo en Indonesia, donde se redujeron en 25 pb, hasta el 8,75%.

En América Latina se publicaron los datos del PIB del primer trimestre en varios países. En México creció un 2,6% interanual, una fuerte desaceleración desde el 4,3% del trimestre previo, y se produjo una significativa aceleración en Chile, desde el 4,3% en el trimestre precedente al 5,8%. En Venezuela el PIB aumentó un 8,8% interanual, frente al 11,8% del trimestre anterior y en Perú el 7,5%, 1 pp menos que el trimestre anterior. La inflación en el conjunto de la región se situó en el 4,8% en abril, una décima menos que en marzo, con aumentos en Colombia y Venezuela, y descensos en México, Chile, Argentina y Perú (donde se alcanzaron registros negativos); en Brasil la inflación permanece estable en el 3%. En el ámbito de la política monetaria, cabe destacar dos subidas de tipos de interés oficiales en Colombia, que se situaron en el 8,75%; la reducción de 25 pb en Brasil, hasta el 12,5%, y la inesperada subida del tipo de interés en 25 pb en México, hasta el 7,25%, el primer movimiento desde abril de 2006, cuando se cerró el ciclo bajista. El incremento en las entradas de flujos financieros ha venido generando significativas presiones hacia la apreciación en varios casos y ha intensificado la acumulación de reservas internacionales en numerosos países. En Colombia, para paliar estos efectos, las autoridades anunciaron la aplicación de encajes bancarios y la imposición de limitaciones a las entradas de capitales y al endeudamiento externo y a la operativa en los mercados de derivados. Las agencias de calificación Fitch y Standard & Poor's elevaron la calificación crediticia de Brasil, hasta solo un escalón por debajo del grado de inversión.

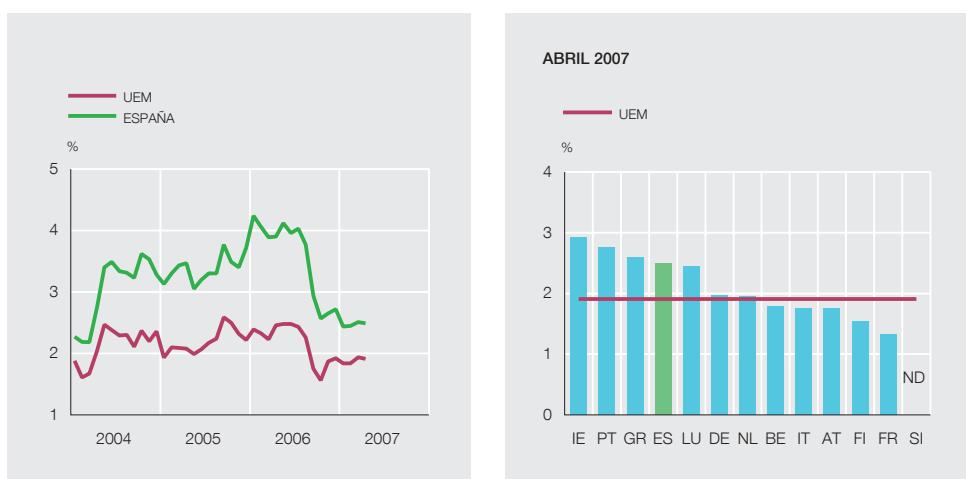
De acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, en el primer trimestre de 2006 el PIB del área del euro se incrementó un 0,6% en términos intertrimestrales, lo que supone la prolongación de la etapa de dinamismo de la actividad. No obstante, con respecto al último trimestre del pasado año, la tasa de expansión del PIB se redujo tres décimas, como resultado, en gran medida, del efecto negativo que ha tenido sobre el producto del área el incremento del IVA el 1 de enero en Alemania. En términos interanuales, el PIB aumentó un 3,1%.

La información económica más reciente avala este escenario de fortaleza y apunta a que en el segundo trimestre la actividad mantendrá su vigor. Por el lado de la oferta, el crecimiento de la producción industrial en febrero y marzo compensó la caída experimentada en enero, de forma que, en media, el IPI se aceleró en los primeros tres meses del año, comparado con el trimestre anterior. Por otra parte, las encuestas de confianza elaboradas por la Comisión Europea relativas al sector manufacturero y servicios prosiguieron en abril con su tendencia ascendente, y las dirigidas a los directores de compras continuaron señalando la expansión de la actividad en ambos sectores. Desde la óptica de la demanda, los indicadores disponibles más recientes sobre el consumo privado son menos concluyentes. De un lado, las ventas minoristas se aceleraron levemente en marzo y, de otro, las matriculaciones de automóviles sufrieron un notable retroceso en abril, mientras que la confianza entre los consumidores y los minoristas mejoraron en ese mismo mes con respecto al primer trimestre del año. Por último, en relación con la demanda externa, las expectativas de exportación se deterioraron en el segundo trimestre del año, mientras que la valoración de la cartera de pedidos externa se mantuvo inalterada en abril.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la tasa de variación interanual del IAPC se mantuvo en abril en el 1,9% (véase gráfico 5). No obstante, esta estabilidad fue el resultado de comportamientos muy dispares de los distintos componentes. Así, la desaceleración experimentada por los precios de los bienes industriales no energéticos y, especialmente, de la energía permitió compensar el mayor ritmo de crecimiento de los alimentos no elaborados y, en menor medida, de los servicios. Como consecuencia, también la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, permaneció estable en abril en el 1,9%. Los precios de producción

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

GRÁFICO 5



FUENTE: Eurostat.

industrial, por su parte, registraron en marzo un descenso de dos décimas en su tasa de variación interanual, hasta el 2,7%, debido a la desaceleración, de forma generalizada, de todos sus componentes.

El Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del 10 de mayo, decidió mantener los tipos de interés oficiales en sus niveles previos: 3,75% para las operaciones principales de financiación, 2,75% para las facilidades de depósito y 4,75% para las facilidades de crédito (véase gráfico 6). No obstante, el BCE advirtió de la necesidad de ejercer una fuerte vigilancia, con el fin de garantizar que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo no lleguen a materializarse. Dichos riesgos, de carácter alcista, están relacionados con la elevada y creciente utilización de la capacidad productiva en el área del euro, así como con la posibilidad de nuevos aumentos en el precio del petróleo y de incrementos no anticipados de impuestos indirectos y precios administrados, pero, sobre todo, con unos posibles incrementos salariales superiores a lo esperado, impulsados por la favorable evolución de los mercados de trabajo en el período más reciente. En todo caso, la política monetaria del BCE sigue mostrando un carácter acomodante, dado el actual contexto de robusto crecimiento económico. En el mercado interbancario, entre finales de marzo y los primeros días de mayo, la curva de rendimientos experimentó un desplazamiento al alza en los plazos superiores a un mes, incrementándose ligeramente su pendiente (véase gráfico 6). Por su parte, en los mercados secundarios de deuda pública, desde los últimos días de marzo, las rentabilidades a diez años han mostrado una tendencia creciente en la UEM (hasta situarse en niveles próximos al 4,4%), mientras que apenas han registrado variaciones en Estados Unidos, reduciéndose, como consecuencia, el diferencial de rentabilidad entre dicho país y la UEM en más de dos décimas, hasta situarse por debajo de los 40 pb, un nivel que no se veía desde noviembre de 2004.

Por lo que respecta a los mercados de renta variable, las cotizaciones prolongaron la senda alcista retomada a mediados de marzo, tras el episodio de turbulencias financieras, de modo que el índice Dow Jones EURO STOXX amplio acumula una revalorización, en lo que va de año, próxima al 10%. En cuanto al euro, tras la notable apreciación registrada en abril, su cotización con respecto al dólar, en los días transcurridos del mes de mayo, ha mostrado una cierta tendencia a la baja, situándose en niveles inferiores a 1,35 dólares (véase gráfico 7). En términos del tipo de cambio efectivo nominal, la apreciación del euro desde finales de marzo ha sido inferior al 1%.

## TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 6



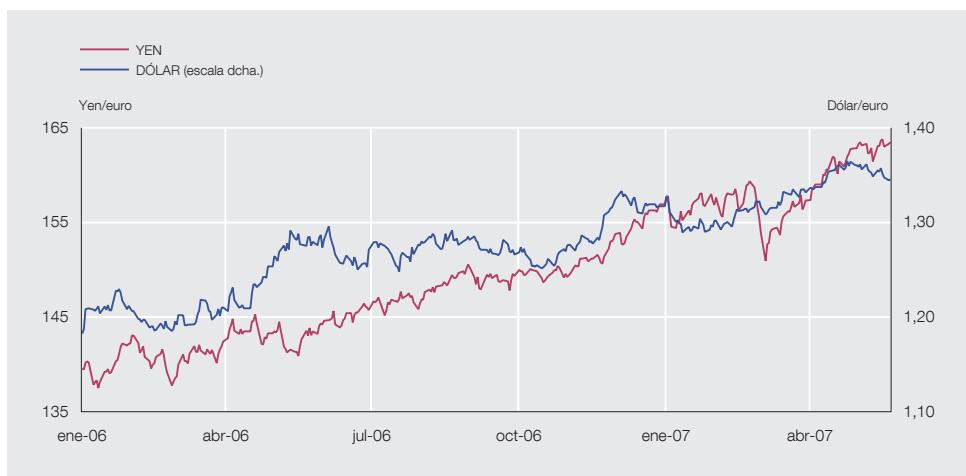
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

Con respecto a la evolución de los agregados monetarios y crediticios en la zona del euro, M3 intensificó en marzo su dinamismo, al registrar un aumento de su tasa de variación interanual de 0,9 pp con respecto al mes anterior, hasta el 10,9% (véase cuadro 1). Por su parte, el crédito concedido al sector privado mantuvo su ritmo de crecimiento interanual en el 10,8%, tras haber experimentado continuos descensos en los últimos cinco meses. Entre sus componentes, los préstamos concedidos tanto a las sociedades no financieras como a los hogares se desaceleraron en marzo, si bien la evolución dentro de estos últimos de acuerdo con su finalidad fue heterogénea. Así, mientras que los préstamos destinados a financiar la adquisición de vivienda continuaron disminuyendo su tasa de expansión, los otorgados para la compra de bienes de consumo aumentaron su dinamismo en abril, tras siete meses de desaceleración. Esta evolución se encuentra en línea con los resultados de la Encuesta de Préstamos Bancarios de abril, que señala una disminución de la demanda de los préstamos de las empresas no financieras y de los hogares para la adquisición de vivienda y un incremento de la demanda de préstamos de las familias destinados a consumo en el primer trimestre de 2007. Por últi-

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

GRÁFICO 7



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

## SITUACIÓN ECONÓMICA, FINANCIERA Y MONETARIA EN LA UEM

CUADRO 1

		2006			2007	
		DIC	ENE	FEB	MAR	ABR
ACTIVIDAD Y PRECIOS (b)	Índice de producción industrial	4,8	3,3	3,9	3,7	
	Comercio al por menor	3,0	0,9	1,2	2,5	
	Matriculaciones de turismos nuevos	13,2	-2,9	-3,7	0,8	-5,8
	Indicador de confianza de los consumidores	-6,0	-7,0	-5,0	-4,0	-4,0
	Indicador de clima industrial	6,0	5,0	5,0	6,0	7,0
	IAPC	1,9	1,8	1,8	1,9	1,9
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	9,8	9,9	10,0	10,9	
	M1	7,4	6,6	6,6	7,0	
	Crédito a los sectores residentes	8,2	8,0	7,8	7,7	
	AAPP	-4,6	-4,8	-4,1	-4,9	
	Otros sectores residentes	11,5	11,3	10,8	10,8	
	De los cuales:					
	— Préstamos a hogares	8,2	8,0	8,1	7,9	
	— Préstamos a sociedades no financieras	13,0	13,2	12,6	12,4	
	EONIA	3,50	3,56	3,57	3,69	3,82
	EURIBOR a tres meses	3,68	3,75	3,82	3,89	3,98
	Rendimiento bonos a diez años	3,90	4,10	4,12	4,02	4,25
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,71	0,70	0,68	0,59	0,50
	Tipo de cambio dólar/euro	1,321	1,300	1,307	1,324	1,352
	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	20,3	2,0	0,4	3,4	7,8
						9,8

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

a. Media del mes hasta el día 22 de mayo 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 22 de mayo de 2007.

		2004	2005	2006	2007				
		DIC	DIC	DIC	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY (a)
TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito a vivienda	3,39	3,46	4,74	4,85	4,92	5,00	...	...
	Crédito a consumo y otros fines	6,27	6,27	7,31	7,53	7,52	7,49	...	...
	Depósitos	1,15	1,23	1,79	1,89	1,95	2,05	...	...
SOCIEDADES NO FINANCIERAS									
	Crédito (c)	3,44	3,59	4,77	4,88	4,97	5,10	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,17	2,58	3,69	3,81	3,85	3,89	4,02	4,11
	Deuda pública a cinco años	2,98	3,04	3,78	3,97	4,05	3,92	4,15	4,24
	Deuda pública a diez años	3,64	3,37	3,82	4,07	4,11	4,01	4,21	4,29
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	-0,00	-0,00	0,03	0,05	0,06	0,06	0,04	0,05
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,29	0,39	0,26	0,24	0,22	0,23	0,22	0,19
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	18,70	20,56	34,49	3,68	1,72	4,34	2,64	6,87

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 18 de mayo 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.

mo, la Encuesta muestra que las entidades de crédito del área relajaron sus requerimientos en el mismo período para la concesión de nuevos préstamos a empresas, pero los endurecieron para los hogares, ya fueran para compra de vivienda o para consumo.

### Evolución financiera en España

En consonancia con el aumento de los tipos de interés en los mercados monetarios, en marzo continuó reduciéndose el grado de holgura de las condiciones de financiación del sector privado. En este contexto, la deuda de los hogares y de las sociedades no financieras volvió a desacelerarse, aunque siguió avanzando a tasas interanuales elevadas. En paralelo, se produjo un cierto incremento del ritmo de expansión de los activos financieros más líquidos de ambos agentes. La información provisional correspondiente a abril apunta a que el crecimiento de los recursos ajenos de las familias y las empresas se moderó nuevamente durante dicho período, mientras que el de sus activos líquidos se habría mantenido en niveles similares a los del mes precedente.

En el mercado de deuda pública, las rentabilidades negociadas han experimentado una pausa creciente en todos los plazos durante el último mes y medio. De este modo, en la parte transcurrida de mayo 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 4,11% y en el 4,29%, respectivamente, lo que supuso aumentos de 22 pb y 28 pb en relación con los correspondientes niveles de marzo (véase cuadro 2). El diferencial entre la deuda española y la alemana a diez años no registró variaciones significativas, tras el repunte del primer trimestre. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas descendieron ligeramente.

En el mercado bursátil nacional se produjo durante la última semana de abril un episodio de inestabilidad asociado a una cierta corrección en la valoración de algunas empresas inmobiliarias,

**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		
	MAR (b)	DIC	DIC	ENE	FEB	MAR
FINANCIACIÓN TOTAL	2.157,2	15,9	19,1	18,8	16,9	16,7
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	1.864,8	21,2	24,2	23,8	21,5	21,2
Hogares e ISFLSH	804,2	20,9	19,6	19,1	18,7	18,4
<i>De los cuales:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	592,2	24,3	20,4	19,6	19,0	18,7
– Crédito para consumo y otros fines (c)	210,7	12,5	17,5	17,5	17,7	17,6
Sociedades no financieras	1.060,6	21,4	27,9	27,6	23,7	23,5
<i>De los cuales:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	782,9	25,5	29,9	30,2	29,4	28,9
– Valores de renta fija (d)	32,5	23,7	135,1	132,0	61,5	58,9
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	292,4	-3,9	-4,8	-4,4	-5,3	-5,6
Valores a corto plazo	33,6	-10,8	-2,2	-2,4	-5,4	-4,6
Valores a largo plazo	300,3	2,7	-0,3	3,3	3,0	1,7
Créditos – depósitos (f)	-41,5	-16,3	-13,3	-22,3	-23,3	-20,8

FUENTE: Banco de España.

a. La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debido 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.

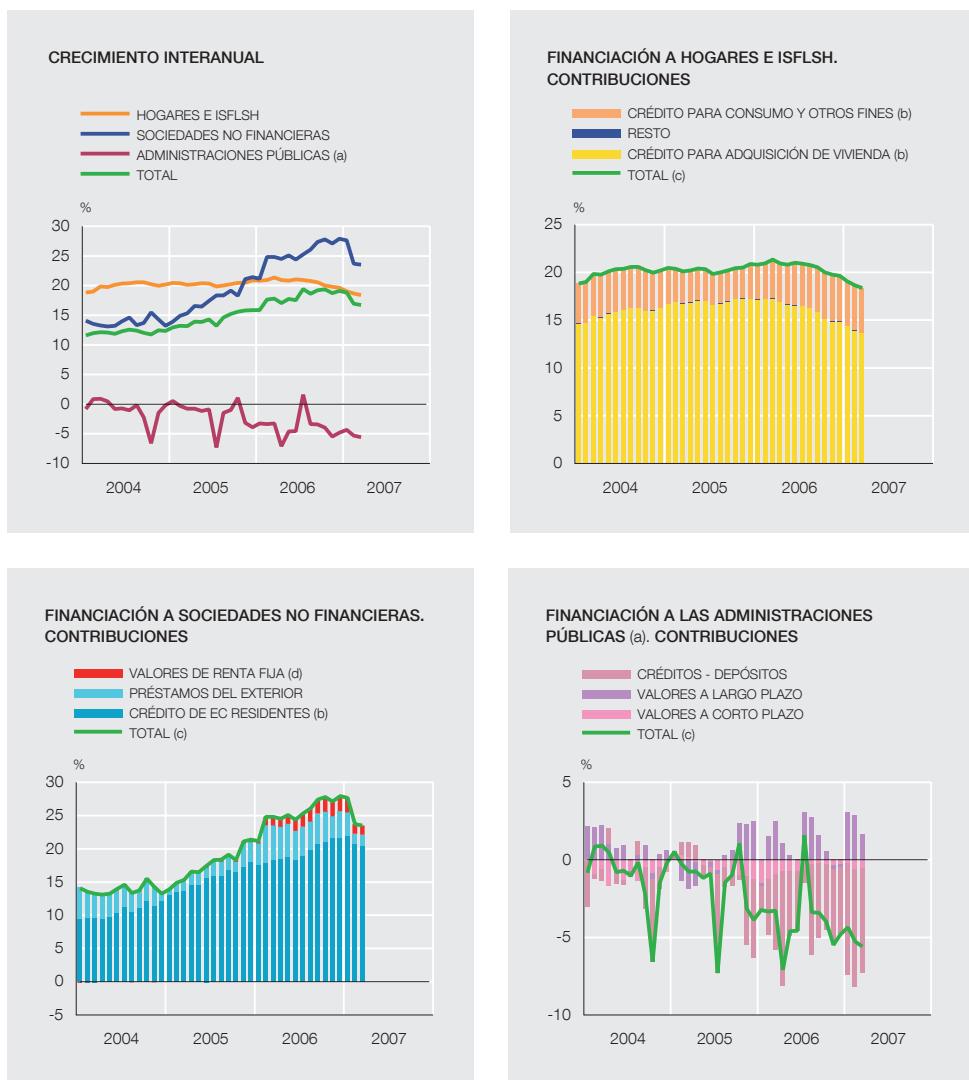
e. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

f. Variación interanual del saldo.

que interrumpió transitoriamente la trayectoria creciente de los índices. Durante el mes de mayo las cotizaciones volvieron a recuperarse, de modo que, en la fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba desde finales de diciembre de 2006 una ganancia del 6,9%, una revalorización similar a la que presentaba el S&P 500 de las bolsas de Estados Unidos (7,4%) e inferior a la experimentada por el Euro Stoxx amplio de las de la UEM (9,9%).

Durante el mes de marzo volvió a elevarse la mayoría de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito al sector privado no financiero en las operaciones nuevas de activo y pasivo, en consonancia con la evolución de los mercados monetarios. Así, el coste de los préstamos para la adquisición de vivienda, el precio de la financiación bancaria a las sociedades y la remuneración de los depósitos de las familias aumentaron en 8 pb, 13 pb y 10 pb, hasta alcanzar el 5%, 5,1% y 2,05%, respectivamente. En cambio, el tipo de interés de los créditos para consumo y otros fines de los hogares, que suele presentar una mayor variabilidad, se redujo ligeramente, hasta el 7,49%.

La financiación recibida por el total de los sectores residentes no financieros creció en marzo a un ritmo inferior al del mes precedente, continuando así la tendencia a la moderación iniciada a principios de año (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Por agentes, se desaceleraron tanto los recursos ajenos de los hogares como los de las empresas, que, no obstante, siguieron avanzando a tasas interanuales elevadas (por encima del 18% y del 23%, respectivamente), al tiempo que la deuda de las Administraciones Públicas volvió a reducirse.



FUENTE: Banco de España.

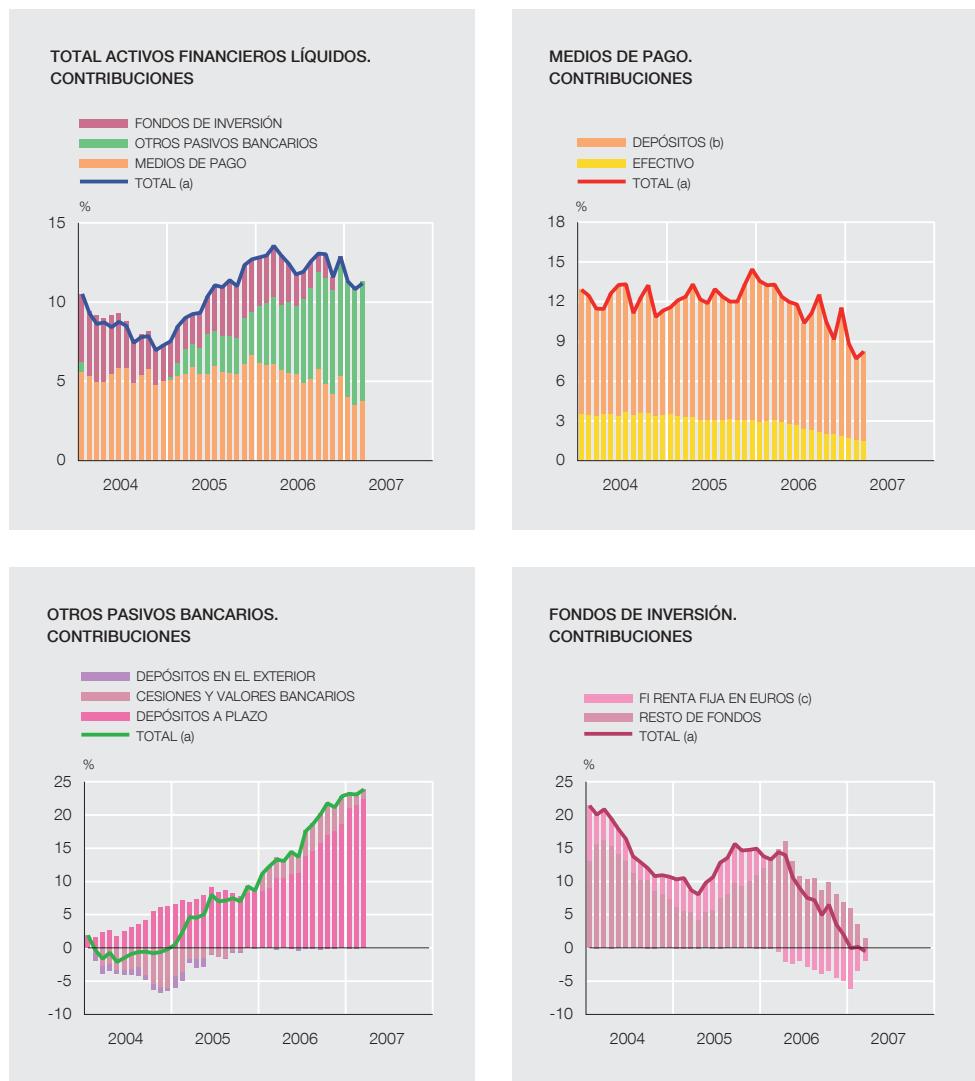
- Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- Incluye los créditos titulizados.
- Crecimiento interanual.
- Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

La desagregación por finalidades muestra que la evolución de los pasivos de los hogares en marzo vino determinada por la desaceleración de los préstamos para la adquisición de vivienda, aunque la tasa de variación interanual sigue estando próxima al 19%, y por el mantenimiento del ritmo de expansión de los recursos destinados al consumo y otros fines, que se situó en torno al 18%. Por su parte, el menor dinamismo de los fondos captados por las sociedades no financieras obedeció, fundamentalmente, a la moderación del avance del crédito otorgado por las entidades residentes, que, no obstante, creció un 29% en relación con el mismo período del año anterior. La información provisional sobre la financiación de empresas y familias durante abril evidencia una continuidad de las pautas del mes precedente.

La financiación recibida por las Administraciones Públicas volvió a registrar una tasa de crecimiento interanual negativa (-5,6%), que, en valor absoluto, fue ligeramente mayor que la observada en febrero. Este retroceso de los pasivos, en relación con el mismo mes de 2006, fue consecuencia de la amortización neta de valores a corto plazo y de la disminución del saldo

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.

entre crédito y depósitos, que no llegaron a ser compensadas por la emisión neta de títulos a largo plazo.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares se aceleraron ligeramente en marzo, tras la ralentización observada en los primeros meses de 2007. La evolución por instrumentos muestra un aumento del ritmo de expansión de los medios de pago y de los otros pasivos bancarios y una desaceleración del patrimonio de los fondos de inversión, hasta alcanzar un crecimiento interanual negativo (véase gráfico 9). La información provisional correspondiente a abril apunta a un mantenimiento del dinamismo de los activos líquidos mantenidos por el sector privado, comportamiento que resultaría del descenso en la tasa de avance de los medios de pago, que se compensaría con un incremento de la de los otros pasivos bancarios.

25.5.2007.