

## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

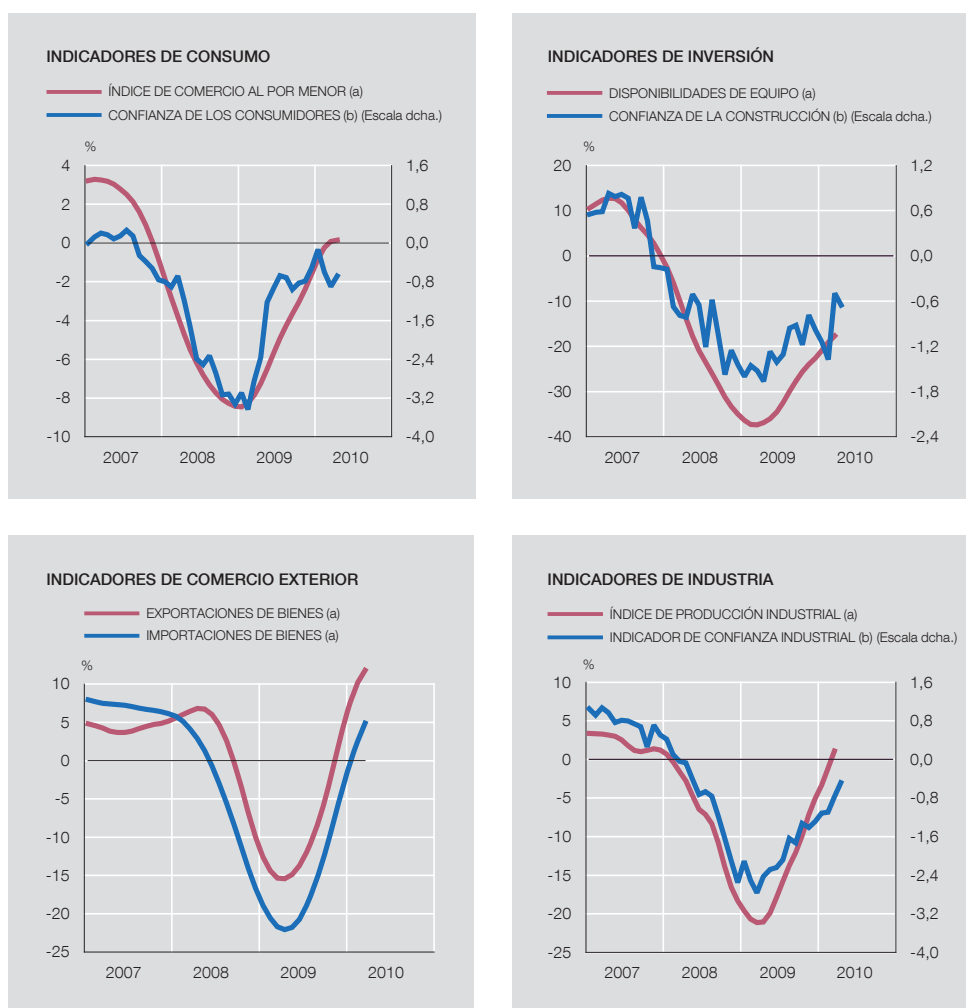
### ***Evolución del sector real de la economía española***

Según los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el PIB aumentó ligeramente en el primer trimestre de 2010 —un 0,1% respecto al trimestre anterior—, tras seis trimestres consecutivos presentando caídas en su nivel. La demanda nacional siguió disminuyendo (–0,1% en términos intertrimestrales), pero menos que en el cuarto trimestre de 2009, lo que, unido al mantenimiento de una aportación positiva de 0,2 puntos porcentuales (pp) de la demanda exterior neta, permitió que el PIB repuntara en los primeros meses de 2010. Dentro de la demanda nacional, solo el gasto en consumo presentó tasas intertrimestrales positivas, del 0,5% en el caso del consumo privado y del 1,4% en el del consumo público. En cambio, todos los componentes de la inversión retrocedieron en el primer trimestre: en el caso de los bienes de equipo, el descenso del 1,2% contrasta con las tasas positivas observadas en el segundo semestre de 2009, confirmando el carácter parcialmente transitorio que se había detectado en esos aumentos; en el caso de la construcción, la disminución —del 3,4%— fue más acusada que a finales de 2009, con una caída del 5,4% de la inversión en vivienda y del 2,3% del resto de construcciones, que se vieron afectadas por la finalización de los proyectos vinculados al Fondo Estatal de Inversión Local. La contribución positiva de la demanda exterior al crecimiento fue el resultado de una expansión del 2% en las exportaciones, que casi duplicó la que experimentaron las importaciones (1,1%). En ambos casos, el dinamismo del comercio de servicios fue muy superior al de los flujos comerciales. En términos de tasas interanuales, que reflejan la evolución de las variables con un cierto retraso, el producto disminuyó un 1,3% en el primer trimestre, retroceso inferior en 1,8 pp al observado en el cuarto trimestre de 2009. Por último, el empleo descendió a un ritmo interanual del 3,6%, de modo que el ritmo de crecimiento de la productividad se mantuvo elevado (2,4%), aunque por debajo de los registros superiores al 3% alcanzados en 2009.

Los escasos datos disponibles sobre el segundo trimestre del año —que corresponden, básicamente, al mes de abril— apuntan, en general, a la continuación del proceso de recuperación de la confianza y de mejora de las expectativas de los agentes. Sin embargo, todavía no se han recogido señales sobre el impacto en la evolución económica a corto plazo del recrudescimiento de las tensiones financieras que ha tenido lugar en los mercados de deuda en las últimas semanas y de la respuesta del Gobierno adoptando importantes medidas de ajuste fiscal, con el fin de garantizar la estabilidad presupuestaria.

En el caso del consumo privado, los indicadores de confianza de la Comisión Europea —tanto el de los consumidores como el de los comerciantes minoristas— experimentaron en abril una ligera mejora, alejándose de sus mínimos históricos (véase gráfico 1). En cuanto a los indicadores cuantitativos, se observó un fuerte avance interanual en las matriculaciones de automóviles particulares durante el mes de abril, que podría seguir reflejando los efectos beneficiosos del Plan 2000E, aunque la tasa de crecimiento fue algo menor que las registradas en los últimos meses. Finalmente, el índice de comercio al por menor retrocedió en abril un 1,1 %, en términos de su tasa interanual, tras el fuerte incremento registrado el mes anterior.

En el caso de la inversión en bienes de equipo, los indicadores más recientes apuntan al mantenimiento de un tono relativamente positivo. En este sentido, en abril se observó una mejora del indicador de clima industrial del sector productor de estos bienes, mientras que las matriculaciones de vehículos de carga registraron una tasa interanual positiva, por tercer mes consecutivo. Los indicadores relativos a la construcción indican que prosigue el intenso proceso de ajuste en este componente de la inversión, aunque a ritmos interanuales algo más contenidos. La caída



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. Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividida por su desviación estándar).

en el número de afiliados a la Seguridad Social de este sector se moderó 1,8 pp en abril, si bien su tasa interanual siguió siendo muy negativa (-13,6%). Por su parte, el indicador de confianza de los empresarios del sector retrocedió en abril más de tres puntos, según los datos de la encuesta de la Comisión Europea. En cuanto a los indicadores adelantados, los visados de viviendas nuevas continuaron presentando hasta marzo caídas interanuales, pero más modestas que las observadas en meses anteriores, mientras que los visados de rehabilitación de viviendas experimentaron tasas de avance positivas.

De acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes volvieron a aumentar con intensidad en marzo, a un ritmo interanual del 23,8%, con lo que las ventas al exterior cerraron el trimestre con un crecimiento superior al 17%. Esta tasa tan elevada es, en parte, consecuencia de un efecto base, dada la intensa contracción de los flujos comerciales que tuvo lugar en el mismo período de 2009, si bien en términos de tasas más cortas —intermensuales o intertrimestrales— la evolución de las exportaciones en marzo y en el conjunto del primer trimestre también fue claramente positiva. Por tipo de productos, destacaron en marzo los fuertes incrementos de las ventas al exterior de bienes intermedios no energéticos y de bienes de equipo, por encima del 42% interanual en ambos casos. Por áreas geográficas, se

aceleraron las ventas dirigidas tanto a la UE como al resto del mundo. También las importaciones reales de bienes repuntaron en marzo, con una tasa interanual del 22%. Por grupos de productos, las compras al exterior registraron tasas particularmente elevadas en el caso de los bienes intermedios no energéticos, con un crecimiento del 40% interanual. El déficit comercial aumentó un 17% en marzo, como resultado del notable incremento que experimentó la factura energética (43%), mientras que el déficit del comercio no energético continuó reduciéndose (-19%). En el conjunto del primer trimestre el desequilibrio comercial nominal se estrechó un 12%, gracias al recorte del 47% en el saldo no energético, que compensó el impacto en el saldo comercial del encarecimiento de la energía.

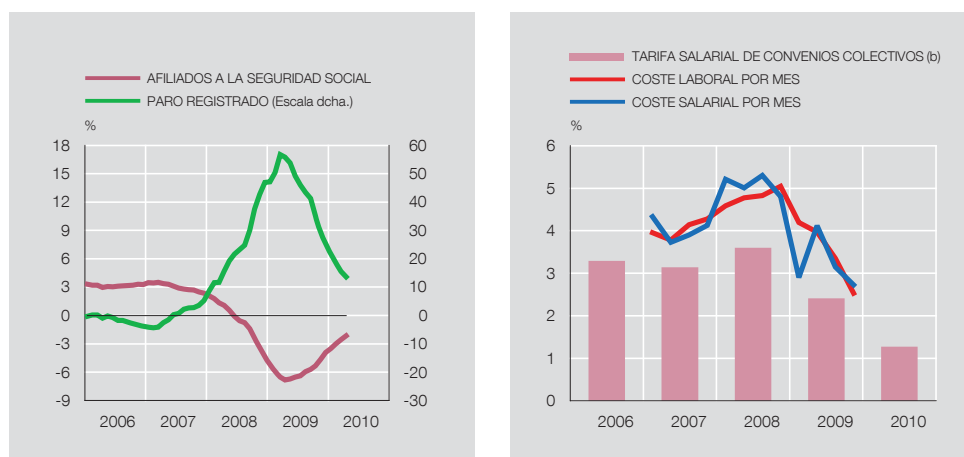
Los datos del mes de abril relacionados con el turismo se encuentran muy afectados por el cierre del espacio aéreo que tuvo lugar durante varios días a consecuencia de la nube de cenizas volcánicas. Así, la entrada de turistas extranjeros disminuyó según FRONTUR un 13,3% interanual en abril, tras el avance del 0,3% del primer trimestre, mientras que la Encuesta de Ocupación Hotelera mostró que el número de pernoctaciones hoteleras de no residentes aumentó solo un 0,1% en abril, frente al 3,3% de incremento en el primer trimestre. También, el gasto total de los visitantes extranjeros según EGATUR retrocedió en abril, con una caída en términos nominales del 11,3%.

De acuerdo con los datos de la Balanza de Pagos relativos a febrero de 2010, la necesidad de financiación de la nación disminuyó el 22% en términos interanuales en el primer bimestre del año, de modo que continúa la pauta de corrección que se inició en 2009.

En la vertiente de la oferta, el índice de producción industrial registró en marzo una notable recuperación, situándose su tasa interanual en términos de la serie corregida de efectos de calendario en el 3,8%, tras dos años de tasas negativas. Esta evolución fue resultado de un comportamiento más favorable de todos sus componentes, que alcanzaron tasas positivas o, en el caso de los bienes de equipo, redujeron su ritmo de caída. También los índices de cifra de negocios y de entradas de pedidos experimentaron en marzo, en términos reales y corregidos de efectos calendario, ritmos de crecimiento interanual intensos, por encima del 6% en ambos casos. Los indicadores referidos al mes de abril sugieren que podría continuar esta mejoría en el segundo trimestre. Así, los afiliados a la Seguridad Social recortaron casi un punto porcentual su tasa de caída interanual, hasta el -5,4%. Entre los indicadores de opinión, tanto la confianza de la industria manufacturera de la Comisión Europea como el índice PMI mejoraron en abril, en el último caso situándose, por segundo mes consecutivo, por encima de los 50 puntos, umbral que separa la contracción de la actividad de la expansión.

En el caso de los servicios, los indicadores del mercado de trabajo fueron algo más positivos en abril, con una caída interanual de las afiliaciones a la Seguridad Social de esta rama del 0,1% (-0,4% en marzo). En cambio, el índice de confianza procedente de las encuestas de la Comisión Europea retrocedió en abril, tras dos meses de mejoras consecutivas, y el índice PMI del mismo mes se redujo cuatro décimas, pero se mantuvo por encima de los 50 puntos de referencia. Aunque la última información de la cifra de negocios del sector servicios se refiere al mes de marzo, su evolución fue bastante favorable, con una significativa mejora de su crecimiento interanual, hasta colocarse en tasas positivas por primera vez desde el comienzo de la crisis.

Por lo que respecta al empleo, según los datos de la CNTR, en el primer trimestre de 2010 el ritmo de destrucción de empleo se moderó en 2,5 pp, hasta el -3,6% interanual, tasa coincidente con la proporcionada por la EPA. Este perfil de ralentización en el ajuste del mercado de trabajo también se observa en los indicadores más recientes. En particular, en abril el número

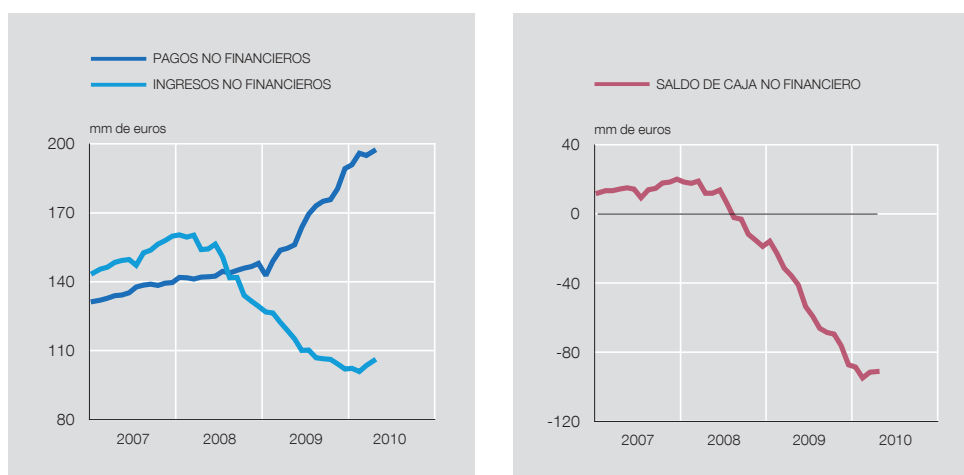


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo e Inmigración.

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.

b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta abril de 2010.

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



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a. Último dato: abril de 2010.

de afiliados a la Seguridad Social retrocedió un 2,1% interanual (frente al -2,6% de marzo), mientras que la tasa interanual de avance del número de desempleados se desaceleró en casi 2 pp, hasta el 13,7% (véase gráfico 2).

Los datos acumulados de los cuatro primeros meses del año referidos a la ejecución presupuestaria del Estado muestran un déficit de 12,4 mm de euros en términos de caja, 4 mm de euros más que en el mismo período de 2009 (véase gráfico 3). Los ingresos no financieros mantuvieron entre enero y abril su tendencia hacia la recuperación, registrando una tasa de variación interanual del 8%, mientras que los gastos no financieros han iniciado una senda de desaceleración en los últimos meses, aunque siguen manteniendo un crecimiento interanual muy elevado (del 14% en los cuatro primeros meses del año). En cambio, en términos de Contabilidad Nacional, el Estado presentó en el primer cuatrimestre un déficit de 5,7 mm de euros, inferior al registrado en el mismo período del año anterior, que fue de 6,9 mm de euros.

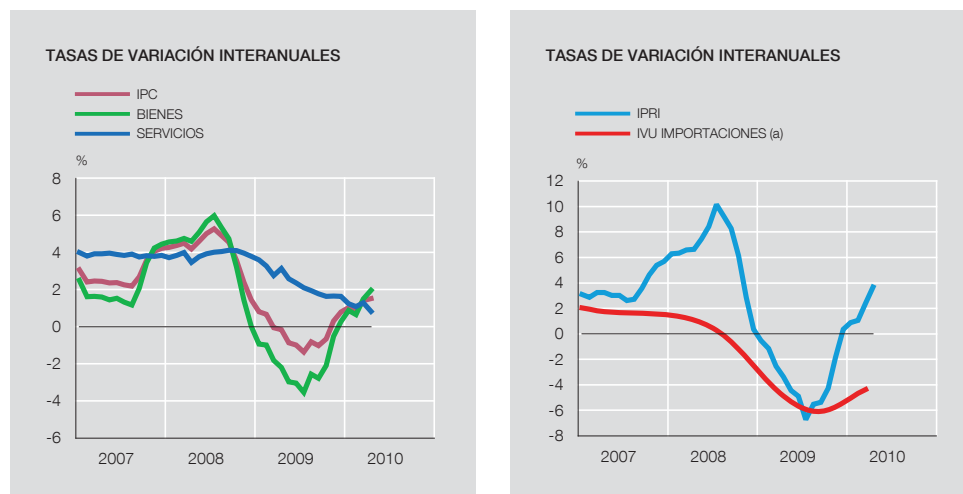
La novedad más significativa en el ámbito de la política fiscal fue la aprobación, en el Consejo de Ministros del día 20 de mayo, de un conjunto de medidas destinadas a acelerar la consolidación presupuestaria. Las medidas adoptadas incluyen, entre otras, una rebaja media del 5% de las remuneraciones de los empleados de las Administraciones Públicas a partir del 1 de junio de este año y una congelación de las mismas en 2011, la desaparición desde el 1 de enero próximo de las ayudas por nacimiento o adopción, la suspensión de la revalorización de las pensiones en 2011 y una reducción de las inversiones públicas estatales. Con estas medidas, que suponen un recorte del gasto público de 5 mm de euros en 2010 y de 10 mm adicionales en 2011, el Gobierno desea anticipar el esfuerzo de ajuste fiscal contenido en la Actualización del Programa de Estabilidad, de modo que en 2011 el déficit público se situara en el 6% del PIB, frente al déficit del 7,5% del PIB fijado como objetivo para 2011 en ese Programa. De esta forma, el objetivo de alcanzar un déficit público del 3% del PIB en 2013 se verá sustancialmente reforzado.

### **Precios y costes**

De acuerdo con la CNTR, la remuneración por ocupado moderó su crecimiento interanual en el primer trimestre, hasta el 2,5%, tasa inferior en 0,6 pp a la observada en el cuarto trimestre de 2009. Los costes laborales unitarios apenas se modificaron, dado que el aumento de la productividad aparente del trabajo fue del 2,4% en dicho período. La información más reciente relativa a los acuerdos alcanzados en el marco de la negociación colectiva hasta el mes de abril refleja un incremento medio pactado de las tarifas del 1,3% para 2010, tasa que es 1,1 pp inferior a la acordada en 2009. Al igual que ocurrió en el último ejercicio, se espera un efecto nulo de las cláusulas de salvaguarda frente a la inflación. Casi todos los acuerdos firmados en los cuatro primeros meses de este año son revisados, es decir, corresponden a pactos plurianuales firmados en años anteriores con efectos en 2010. Los convenios de nueva firma mantuvieron en abril el incremento del 1% alcanzado en marzo, con lo que se sitúan en el límite superior establecido en el pacto salarial acordado entre los agentes sociales.

En abril, el ritmo de variación interanual del IPC registró un aumento de una décima respecto al mes precedente, hasta el 1,5% (véase gráfico 4). Los dos componentes más volátiles contribuyeron a esta aceleración: en concreto, las tasas de variación de los precios de los bienes energéticos y de los alimentos no elaborados aumentaron en 2,8 pp y 0,9 pp, respectivamente, hasta el 16,7% y el -1,3%. En cambio, el IPSEBENE retrocedió tres décimas, hasta presentar una tasa interanual negativa del -0,1%, si bien esta evolución está muy influida por el comportamiento de los precios de algunos componentes de los servicios, que, tras la Semana Santa, volvieron a bajar con intensidad. Así, los precios de los servicios disminuyeron su tasa de avance en cinco décimas, hasta el 0,8%, mientras que los de los alimentos elaborados lo hicieron en una décima, hasta el 0,5%, y los precios de los bienes no energéticos mantuvieron su ritmo de descenso interanual en el -1,5%. Al igual que el IPC, el crecimiento interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) aumentó en una décima en abril, hasta el 1,6%. El indicador análogo en la zona del euro también repuntó en esa misma magnitud, hasta el 1,5%, de forma que el diferencial respecto a la UEM fue, por segundo mes consecutivo, de 0,1 pp, aunque este diferencial está muy afectado por los mayores precios de la energía en España. De hecho, en términos del IPSEBENE, el diferencial respecto a la zona del euro fue de -0,6 pp en abril.

En abril, la tasa de crecimiento interanual del índice de precios industriales (IPRI) repuntó 1,3 pp, hasta el 3,7%. Como en meses anteriores, los precios que se aceleraron más intensamente fueron los de los bienes energéticos e intermedios, mientras que los precios de los bienes de consumo y de equipo mantuvieron unas tasas prácticamente nulas. Por su parte, el IPRI sin energía se situó en el 1,4% interanual, ocho décimas más que en marzo.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

Los precios de importación, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), siguieron mostrando tasas interanuales negativas en marzo —del -1,2%—, pese al encarecimiento de los bienes intermedios energéticos, debido a las sustanciales caídas de los precios de los bienes de consumo y de los de equipo. El IVU de las exportaciones también presentó un retroceso interanual en marzo (-1,9%). En cambio, los índices de precios de importación y exportación de productos industriales elaborados por el INE experimentaron en marzo sendos repentes, hasta el 7,2% y el 3% interanual, respectivamente, como consecuencia del comportamiento más expansivo de todos sus componentes.

**Evolución económica y financiera en la UEM**

Desde finales de abril, la evolución financiera internacional ha venido condicionada por el empeoramiento de las tensiones en los mercados, relacionadas con la percepción de debilidad de las finanzas públicas en Grecia, que no llegó a aliviarse con la aprobación del programa conjunto UE/FMI para ese país. Las tensiones se extendieron a otros países del área del euro y, en los últimos días, se ha observado un fuerte y generalizado repunte de la aversión al riesgo y de la volatilidad, que se ha traducido en abultadas pérdidas bursátiles, en incrementos súbitos en las rentabilidades negociadas de la deuda pública de las economías percibidas como más vulnerables y en una depreciación del euro. Las tensiones llegaron a afectar al funcionamiento de algunos mercados clave, como el de deuda pública o, incluso, el interbancario, a lo que las autoridades europeas respondieron con un amplio paquete de medidas de apoyo financiero, incluyendo la reactivación de las líneas de *swaps* entre los principales bancos centrales y un programa de compras de deuda pública por el BCE para restablecer el funcionamiento de ese mercado. Esta reacción contribuyó a reducir la incertidumbre transitoriamente, aunque las bolsas y el tipo de cambio del euro mantienen retrocesos significativos. La huida de los inversores hacia activos considerados más seguros ha generado caídas en los rendimientos de los bonos soberanos a largo plazo en países como Estados Unidos o Alemania, mientras el dólar tendió a fortalecerse frente a las principales divisas, con la excepción del yen, destacando su apreciación frente al euro, en cerca del 9%, en las tres primeras semanas del mes. Los mercados emergentes no fueron ajenos a este deterioro y registraron ampliaciones de sus diferenciales soberanos, al tiempo que la evolución previa, caracterizada por sustanciales entradas de flujos de capitales, se vio interrumpida. Por su parte, los precios de las materias primas también han sufrido una notable corrección como consecuencia del episodio de turbulencia financiera.

Así, el precio del petróleo Brent sufrió una caída de 15 dólares, por debajo de los 70 dólares por barril, en un contexto de gran volatilidad.

En Estados Unidos, la estimación preliminar del PIB del primer trimestre mostró un crecimiento del 0,8% trimestral (3% en tasa anualizada) gracias a las contribuciones positivas del consumo privado, la acumulación de existencias y la inversión empresarial en equipos y *software*. Los indicadores disponibles confirman la evolución positiva de la actividad en abril, tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda, con un fuerte crecimiento de la producción industrial —en particular, de manufacturas— y un gran dinamismo de las ventas al por menor, donde además se revisaron al alza los datos de meses previos. El mercado laboral experimentó una fuerte recuperación en abril, con una elevada creación de empleo, aunque el aumento de la tasa de actividad supuso que la tasa de paro aumentara hasta el 9,9%. Por su parte, en el mercado de la vivienda la confianza de los constructores mejoró en abril y aumentaron las viviendas iniciadas, si bien la caída de los permisos de construcción introduce algunas dudas sobre su evolución futura. La inflación medida por el IPC se redujo en una décima, hasta el 2,2% interanual en abril, mientras que la tasa subyacente se redujo en dos décimas, hasta el 0,9%. En este contexto, la Reserva Federal ha revisado al alza sus previsiones de crecimiento para la economía de Estados Unidos, constatando la ausencia de presiones inflacionistas perceptibles, y ha iniciado las pruebas de la facilidad de depósito a plazo —uno de los instrumentos que prevé utilizar para absorber liquidez en el futuro—.

En Japón, la primera estimación del PIB del primer trimestre mostró un crecimiento del 1,2% trimestral (4,6% interanual), por encima del observado en el cuarto trimestre (1%). La expansión se basó en la fortaleza de las exportaciones, en la elevada contribución de los inventarios y en la recuperación de la inversión no residencial, mientras que el consumo privado se moderó. En consonancia, el superávit por cuenta corriente se amplió en marzo, gracias principalmente a la evolución de la balanza comercial. Los indicadores de mayor frecuencia disponibles para el mes de abril han reflejado una continua mejoría de la actividad económica, que se extiende tanto al sector manufacturas como al sector servicios. Asimismo, los precios de consumo y al por mayor han continuado cayendo en términos interanuales, aunque con menor intensidad que en meses anteriores. En este contexto, el Banco de Japón ha mantenido el tipo de interés oficial en el 0,1% y ha realizado inyecciones de liquidez en el mercado monetario a través de operaciones intradía; también estableció una facilidad temporal para estimular la concesión de crédito bancario a proyectos orientados a aumentar el crecimiento potencial.

En Reino Unido, según la revisión de la estimación preliminar, el PIB creció un 0,3% trimestral (-0,2% interanual) en el primer trimestre de 2010, frente al 0,4% del trimestre anterior. Los indicadores de actividad muestran signos ambiguos, destacando el comportamiento favorable de la producción industrial y del sentimiento empresarial, frente a la continua debilidad del consumo privado, con caídas en las ventas al por menor en abril, en un contexto de incertidumbre que afecta negativamente a la confianza del consumidor. El mercado laboral dio signos de relativa mejora, mientras que la tasa de paro se ha mantenido en el 8% en marzo. Por su parte, el mercado inmobiliario mostró signos de recuperación en abril, tras un primer trimestre negativo, afectado en parte por la eliminación de ciertas ayudas fiscales. La inflación continuó su deriva al alza, incrementándose en abril hasta el 3,7% interanual, y, según el Banco de Inglaterra, se mantendrá por encima del objetivo del 2% durante el resto del año. El déficit público del año fiscal 2009-2010 fue ligeramente inferior al presupuestado, y el nuevo Gobierno ha anunciado un presupuesto de emergencia, más restrictivo que el aprobado en marzo.



Entre los nuevos Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes a la zona del euro, el PIB del primer trimestre creció en términos interanuales en la República Checa y en Hungría, y moderó su caída anual en el resto de países (salvo Polonia, aún sin datos publicados). Esta evolución se apoyó en la recuperación de las exportaciones, mientras que todavía no hay signos firmes de reactivación en la demanda interna. La inflación ha mostrado un comportamiento mixto en la región, aumentando una décima en promedio y situándose en el 2,8% interanual en abril. La República Checa redujo por sorpresa el tipo de interés oficial, situándolo en el 0,75%, mientras que en Polonia se mantuvo en el 3,5%. En el ámbito institucional, tanto la Comisión Europea como el BCE han presentado sendos informes sobre el cumplimiento de los criterios de convergencia para adoptar el euro por parte de Estonia. La decisión será adoptada por el Consejo ECOFIN en julio.

En China, los indicadores de actividad y demanda de abril muestran que se mantiene la expansión, con fuertes avances de la producción industrial, de la inversión en activos fijos y de las ventas al por menor. En abril, el saldo comercial volvió a registrar un superávit, tras el déficit de marzo, en un contexto de elevado crecimiento de las exportaciones e importaciones. Por otra parte, la inflación de los precios del consumo aumentó cuatro décimas en abril, hasta el 2,8% interanual, en gran medida por el incremento en los precios de los alimentos. En este contexto, el banco central aumentó el coeficiente de reservas bancarias en 50 pb. Por otra parte, se estudian medidas para contener la expansión del crédito hipotecario, circunstancia que, junto con las turbulencias en Europa, está propiciando una fuerte corrección bursátil. En el resto de Asia, la actividad económica y el sector exterior continuaron mostrando un notable dinamismo, destacando la expansión del PIB en el primer trimestre en Corea del Sur, Singapur, Indonesia y Malasia. Por su parte, la inflación interanual mantuvo cierta tendencia al alza en abril en algunos países, siendo particularmente elevada en India.

En América Latina los indicadores del primer trimestre de 2010 apuntan a una aceleración de la actividad, con las excepciones de México, Chile —donde el PIB trimestral cayó en tasa intertrimestral, debido a los efectos del terremoto sufrido por ese país a finales de febrero— y Venezuela. En abril, la inflación interanual del conjunto de la región se incrementó en dos décimas, hasta el 6,6%; el repunte fue generalizado entre países, de nuevo con las excepciones de México, donde se redujo en siete décimas, y de Perú, donde se mantuvo estable. En este contexto, el banco central de Perú fue el segundo de la región, tras Brasil, en iniciar el ciclo de subidas de los tipos de interés oficiales, con un aumento de 25 pb (hasta el 1,50%), mientras que el banco central de Chile lo mantuvo, aunque dio signos de un próximo endurecimiento. Estas decisiones contrastan con la del banco central de Colombia, que redujo los tipos de interés en 50 pb (hasta el 3%) de modo inesperado. Por su parte, continuó la progresiva mejoría en las balanzas comerciales, saldos primarios y crédito bancario observado en los meses anteriores. En Argentina ha comenzado el nuevo canje de deuda para los tenedores que no accedieron al de 2005 y el Estado central reprogramó las deudas que mantienen con él las provincias. Asimismo, el FMI aprobó la prórroga de la línea de crédito flexible (FCL, por sus siglas en inglés) que tiene firmada con Colombia por un año y por un monto aproximado de 3,5 mm de dólares.

De acuerdo con la estimación *flash* de la contabilidad nacional de la UEM publicada por Eurostat, el PIB del área del euro registró un crecimiento modesto en el primer trimestre de 2010 —del 0,2%—, tras la variación nula observada en el período octubre-diciembre de 2009. El aumento de la actividad fue común a todos los países del área, si bien se observaron algunas diferencias respecto al ritmo de avance. Así, en Alemania el PIB también creció un 0,2%, como en el cuarto trimestre, mientras que en Francia se situó en el 0,1%, por de-

		2009			2010		
		DIC	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY (b)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial	-4,0	1,6	3,9	7,1		
	Comercio al por menor	0,1	-0,6	-0,1	0,0		
	Matriculaciones de turismos nuevos	19,8	8,3	2,9	10,2	-10,1	
	Indicador de confianza de los consumidores	-16,0	-16,0	-17,0	-17,0	-15,0	
	Indicador de confianza industrial CE	-16,0	-14,0	-13,0	-10,0	-7,0	
	PMI de manufacturas	51,6	52,4	54,2	56,7	57,5	55,9
	PMI de servicios	53,6	52,5	51,8	54,1	55,6	56,0
	IAPC	0,9	1,0	0,9	1,4	1,5	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS	M3	-0,3	0,1	-0,3	-0,1		
	M1	12,4	11,4	11,0	10,9		
	Crédito a los sectores residentes	2,5	1,7	1,6	1,7		
	<i>AAPP</i>	12,1	9,9	9,3	9,9		
	<i>Otros sectores residentes</i>	0,6	0,0	0,0	-0,1		
	<i>De los cuales:</i>						
	— <i>Préstamos a hogares</i>	1,3	1,6	1,8	2,2		
	— <i>Préstamos a sociedades no financieras</i>	-2,2	-2,7	-2,4	-2,4		
	EONIA	0,35	0,34	0,34	0,35	0,35	0,34
	EURIBOR a tres meses	0,71	0,68	0,66	0,64	0,64	0,69
	EURIBOR a un año	1,24	1,23	1,23	1,22	1,23	1,25
	Rendimiento bonos a diez años	3,88	4,10	4,11	3,98	4,16	3,69
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,28	-0,34	-0,39	-0,23	-0,29	-0,20
	Tipo de cambio dólar/euro	1,461	1,427	1,369	1,357	1,341	1,259
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	21,0	-6,4	-8,0	-1,2	-5,0	-11,7	

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

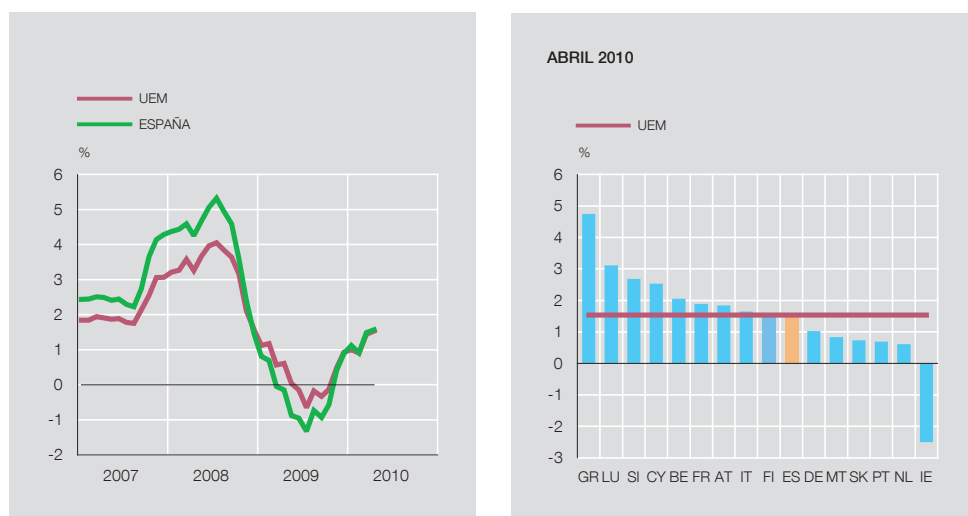
a. Tasa de variación interanual, excepto indicadores de confianza (niveles), tipos de interés y de cambio (media mensual) y bolsa.

b. Datos hasta el día 27 de mayo de 2010.

c. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes.

bajo del registrado en el período octubre-diciembre (0,5%). En Italia la variación intertrimestral de la actividad fue del 0,5%, tras el -0,1% del trimestre anterior. En términos interanuales, el PIB de la zona del euro experimentó un incremento positivo por primera vez desde el tercer trimestre de 2008 —del 0,5%—, tras el -2,2% del período anterior, perfilándose un escenario de salida de la mayor recesión en la UEM desde los años setenta. En su último ejercicio de previsión, correspondiente a mayo, la Comisión Europea ha revisado al alza ligeramente las expectativas de crecimiento del PIB en 2010, situándolas en el 0,9%, y las ha mantenido en el 1,5% para 2011.

La información disponible reciente es coherente con el tono de leve recuperación que recoge el PIB en los primeros meses del año y refleja unas perspectivas más favorables para el segundo trimestre. Así, por el lado de la oferta, la producción industrial y los nuevos pedidos industriales crecieron en marzo un 1,4% y un 5,2% respectivamente (véase cuadro 1). Entre los indicadores cualitativos, los de confianza, elaborados por la Comisión Europea y relativos a la industria y a los servicios, volvieron a mejorar en abril, y las encuestas de los directores de compras referidas a mayo avanzaron en el sector servicios, mientras que en la industria manufacturera interrumpieron su tendencia al alza de meses anteriores. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor de marzo y la confianza de los consumidores de abril se incrementaron, mientras que las matriculaciones disminuyeron en abril, tras la progresiva reducción de las ayudas públicas a la adquisición de vehículos. En cuanto a los indicadores de inversión, el grado de utilización de la capacidad productiva volvió a aumentar en el segundo trimestre del año, así como la valoración de la cartera de pedidos, que mejoró en abril.



FUENTE: Eurostat.

Finalmente, los datos nominales de la balanza comercial señalan que las ventas al exterior, en términos interanuales, mejoraron en marzo. También registraron avances la valoración de la cartera de pedidos exteriores en abril y las expectativas de exportación en el segundo trimestre de 2010.

La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, ascendió una décima en abril, hasta situarse en el 1,5% (véase gráfico 5). La evolución del índice general respondió a la acentuación del crecimiento de los precios de la energía y, en menor medida, de los bienes industriales no energéticos y alimentos, que no fue compensada por la evolución más moderada de los servicios. De esta manera, la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, descendió dos décimas, hasta el 0,7%. Los precios industriales registraron una tasa de crecimiento interanual positiva en marzo del 0,9%, frente al -0,4% del mes anterior. Este avance ha sido compartido por todos los componentes, salvo los bienes de consumo duradero, que mantuvieron su ritmo de aumento respecto al mes anterior.

El deterioro de la situación fiscal en Grecia y las tensiones financieras resultantes han seguido constituyendo el principal elemento definitorio de la evolución económica de la zona del euro en el mes de mayo. A la activación de la ayuda a Grecia, el día 2 de mayo, le sucedió un recrudecimiento extremo de las tensiones financieras en los mercados de deuda pública, bursátiles y cambiarios, que requirió que, entre el 7 y 10 de mayo, las autoridades europeas tomaran una serie de medidas sin precedentes, que se plasmaron en el establecimiento de un Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera en la reunión extraordinaria del ECOFIN celebrada los días 9 y 10 de mayo. El nuevo mecanismo prevé un sistema de garantías y avales para movilizar créditos por hasta 750 mm de euros, con dos sistemas de ayuda: un fondo de estabilidad de hasta 60 mm de euros gestionado por la CE y el FMI y sujeto a una estricta condicionalidad, y la creación de una sociedad instrumental (*Special Purpose Vehicle*, en inglés) que cuenta con la garantía de los Estados miembros y podría movilizar fondos por un total de hasta 440 mm de euros. El FMI contribuiría con fondos adicionales de, al menos, la mitad de lo aportado por Europa. Coincidiendo con estas medidas, algunos países, entre los que destacan España y Portugal, acordaron avanzar en sus procesos de consolidación fiscal.

Asimismo, el Consejo de Gobierno del BCE del 3 de mayo, en coherencia con su propia evaluación positiva del plan de consolidación fiscal griego, suspendió la aplicación del umbral mínimo de calidad crediticia a la deuda de ese país y, el 10 de mayo, con el objetivo de restaurar el mecanismo de transmisión de la política monetaria, decidió realizar intervenciones neutralizadas en los mercados de deuda pública y privada a través de un programa de mercados de valores; volver a reforzar la provisión de liquidez estableciendo las subastas con adjudicación plena durante mayo y junio a tipo fijo; y, en coordinación con otros bancos centrales, reactivar las operaciones de provisión de liquidez en dólares.

Por último, La Comisión Europea presentó el 12 de mayo una propuesta para fortalecer la cooperación y la gobernanza de la UE y la zona del euro. Así, planteó otorgar mayor énfasis a la deuda y a la sostenibilidad de las finanzas públicas y reforzar los incentivos para el cumplimiento de los compromisos presupuestarios; instaurar un procedimiento sistemático para el seguimiento y análisis de los desequilibrios macroeconómicos y de competitividad; y por último, establecer un mecanismo permanente de resolución de crisis.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del 6 de mayo, decidió mantener inalterados los tipos de interés oficiales en el 1% para las operaciones principales de financiación, y en el 0,25% y el 1,75% para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente. El Consejo consideró que los tipos de interés oficiales se encuentran en niveles adecuados, ya que apuntó que las expectativas de inflación continúan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios, y enfatizó que adoptará todas las medidas necesarias para mantener la estabilidad de precios a medio plazo. Por su parte, el BCE confirmó que el proceso de recuperación económica, está en marcha y va a continuar en el transcurso de 2010 dentro de una senda moderada, en un contexto de elevada incertidumbre.

En el mercado interbancario, los tipos de interés de los depósitos se mantuvieron estables en mayo, en el 0,7% y el 1,2% para el EURIBOR a tres y a doce meses, respectivamente (véase gráfico 6). Los tipos de operaciones con garantías —*eurepos*— a tres meses y a un año disminuyeron, por lo que el diferencial positivo entre las rentabilidades de los depósitos y los *eurepos* equivalentes aumentaron ligeramente en 7 y 15 puntos básicos (pb), respectivamente. Como ya se ha comentado, los mercados de deuda soberana se caracterizaron por una fuerte volatilidad. No obstante, tras las medidas adoptadas a mediados de mayo, los mercados reaccionaron con un recorte generalizado de la rentabilidad de la deuda a diez años, de especial intensidad en aquellos países cuyos tipos habían incrementado en mayor medida, como Grecia, Portugal e Irlanda.

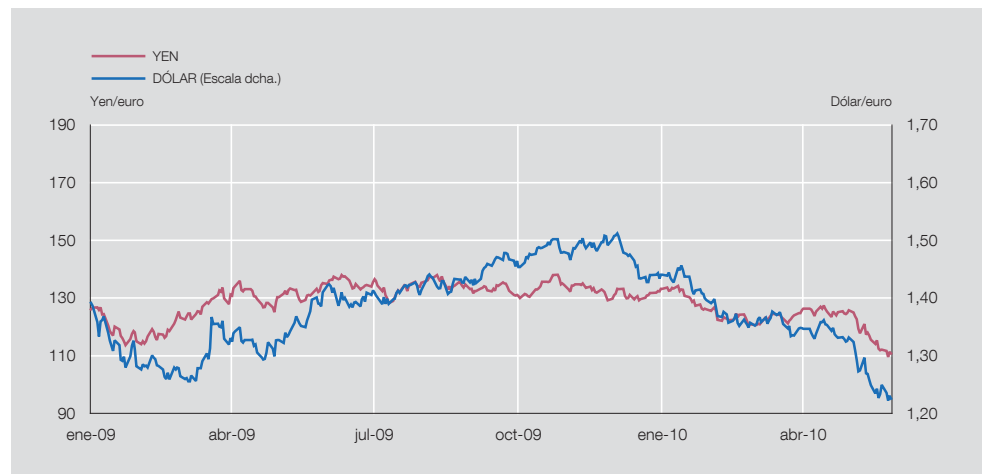
En los mercados de renta variable, las cotizaciones mostraron fuertes retrocesos en mayo, hasta situar, en la fecha de cierre de este Boletín, el valor del índice Dow Jones EUROSTOXX 50 a un nivel un 7% inferior al de finales de abril, que supone una pérdida acumulada anual superior al 11%. En los mercados de divisas, el euro se depreció un 8%, hasta los 1,23 dólares/euro, lo que ha supuesto una pérdida de valor acumulada en lo que va de año del 14,9% (véase gráfico 7).

Por último, en marzo el agregado monetario amplio M3 continuó desacelerándose, con una caída interanual del 0,1%, si bien a un ritmo menor que en abril, cuando registró una tasa negativa del -0,3%. Los componentes más líquidos siguieron manteniendo un fuerte dinamismo, aunque menor que en meses anteriores, mientras que los depósitos a mayor plazo y los valores negociables mostraron un claro retroceso.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación con datos del mercado de swaps.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

TIPOS		2007	2008	2009	2010				
		DIC	DIC	DIC	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY (a)
TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH:								
	Crédito para vivienda	5,53	5,83	2,62	2,60	2,67	2,60	...	...
	Crédito para consumo y otros fines	8,38	8,83	6,98	7,68	7,37	7,03	...	...
	Depósitos	2,72	2,79	1,39	1,35	1,27	1,37	...	...
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS:								
	Crédito (c)	5,80	4,87	2,95	2,79	2,76	2,78	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,01	2,18	0,80	0,73	0,72	0,65	0,97	0,94
	Deuda pública a cinco años	4,12	3,46	2,73	2,91	2,91	2,75	2,87	3,06
	Deuda pública a diez años	4,35	3,86	3,80	3,99	3,98	3,83	3,90	4,07
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,09	0,80	0,58	0,69	0,78	0,70	0,81	1,24
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,64	2,92	0,72	0,72	0,94	0,84	0,98	1,46
	IBEX 35 (f)	7,32	-39,43	29,84	-8,31	-13,45	-8,95	-12,13	-21,82

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 27 de mayo de 2010.

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 2008.

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

### **Evolución financiera en España**

La evolución de los mercados financieros españoles durante la parte transcurrida de mayo se ha caracterizado por la elevada volatilidad de las cotizaciones, asociada a las turbulencias desatadas a raíz de la crisis de las finanzas públicas griegas. El período de mayor tensión se registró durante la primera semana, observándose fuertes caídas de los índices bursátiles y repuntes de las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos tanto por el sector público como por el privado. Tras las medidas aprobadas el fin de semana del 8 y 9 de ese mes por el Consejo de la Unión Europea y el BCE, se produjo una cierta normalización, aunque la variabilidad de los precios continuó siendo muy alta. Por su parte, los últimos datos sobre los balances de los agentes no financieros, correspondientes a marzo, no muestran cambios significativos en el crecimiento interanual de la deuda de los hogares y las sociedades no financieras (que se mantuvo próximo a cero en el primer caso y en una cifra negativa en el segundo), al tiempo que siguen evidenciando un notable dinamismo de la financiación de las AAPP, aunque con una senda de ligera desaceleración. Los activos más líquidos de las empresas y de las familias continuaron presentando un avance positivo, aunque moderado. La información provisional correspondiente a abril apunta a una prolongación en la pauta de estancamiento del saldo de crédito de los hogares, a un ligero aumento del ritmo de caída de la financiación a las sociedades no financieras y a una menor expansión de los activos líquidos de estos dos sectores.

En los días transcurridos 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 promedio, en el 0,94% y el 4,07%, respectivamente, lo que representa un descenso de 3 pb y un aumento de 17 pb en comparación con los correspondientes niveles de abril (véase cuadro 2). El diferencial de rentabilidad entre estos últimos títulos y la referencia alemana al mismo plazo llegó a superar los 160 pb en los momentos de mayor tensión durante la primera semana del mes. Tras el anuncio de las medidas adoptadas por el Consejo de la Unión Europea y el BCE, este indicador se redujo, pero posteriormente tendió a acercarse a las cotas máximas observadas a principios de mes. Este movimiento reflejó tanto un retroceso de los tipos de interés de los valores alemanes

Crecimiento interanual (T1,12) (a)

	2010	2008	2009	2010		
	MAR (b)	DIC	DIC	ENE	FEB	MAR
FINANCIACIÓN TOTAL	2.782,5	7,5	4,2	3,7	3,2	3,3
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.205,9	6,4	-0,7	-1,0	-1,1	-1,0
Hogares e ISFLSH	900,1	4,4	-0,3	-0,1	0,1	0,2
<i>De la cual:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	679,3	4,5	0,1	0,3	0,4	0,5
– Crédito para consumo y otros fines (c)	218,2	3,9	-1,6	-1,3	-0,8	-0,5
Sociedades no financieras	1.305,8	7,9	-0,9	-1,5	-1,9	-1,9
<i>De la cual:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	907,5	6,8	-3,5	-4,3	-4,3	-4,2
– Valores de renta fija (d)	60,1	12,1	37,0	33,2	29,4	32,2
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	576,6	13,5	29,5	27,7	24,5	23,9
Valores a corto plazo	84,6	58,3	62,6	46,8	38,6	31,4
Valores a largo plazo	399,8	8,1	27,4	26,7	23,5	24,0
Créditos y resto	92,1	13,8	14,9	16,7	17,3	17,0

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.

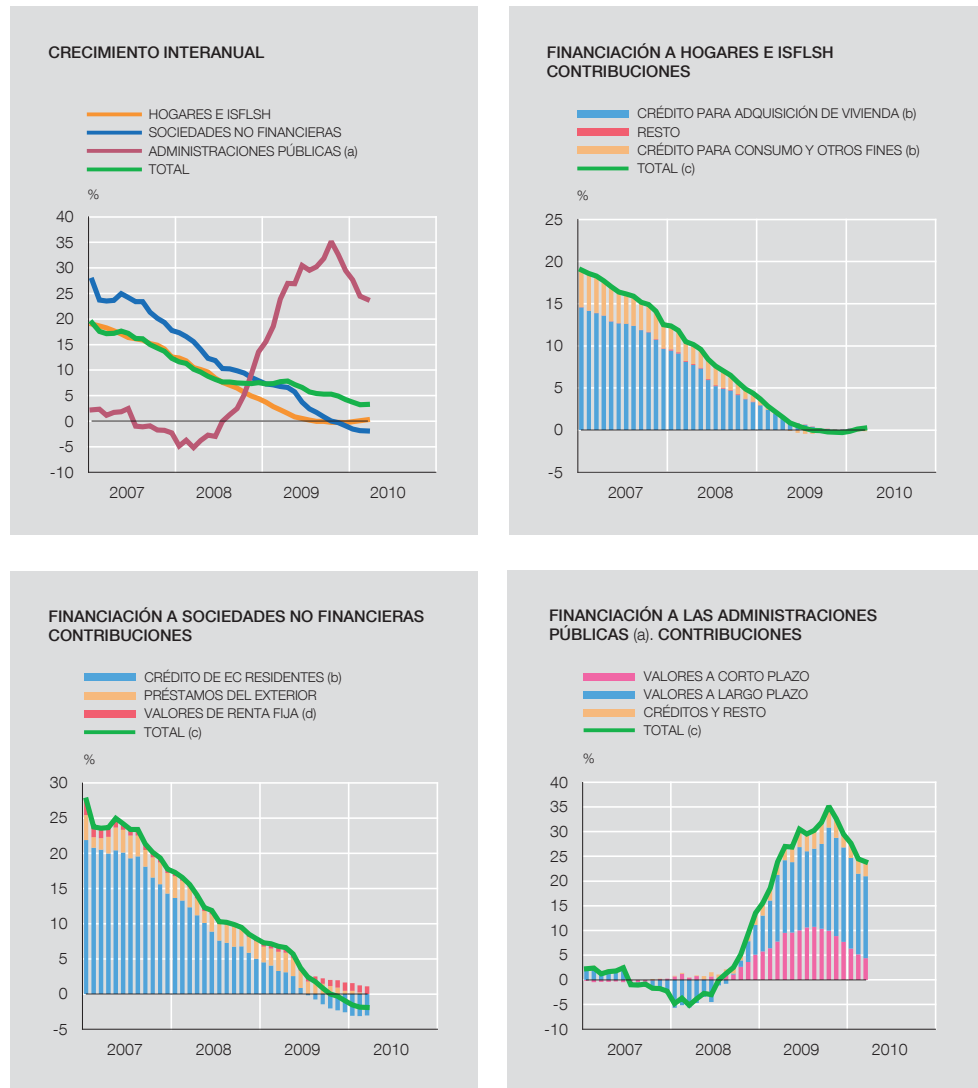
e. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

como un incremento de los de la deuda española. Las primas de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas tuvieron una evolución similar.

Por su parte, en la fecha de cierre de este artículo, el IBEX 35 se situaba un 11% por debajo del nivel alcanzado a finales de abril, un descenso más acusado que el experimentado por el EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (7%) y por el S&P 500 de las de Estados Unidos (7%). De este modo, en la parte transcurrida de 2010, el índice español acumulaba una pérdida del 21,8%, cifra muy superior al retroceso de la referencia europea (11,7%) y, especialmente, al de la estadounidense (1,1%). En todo caso, como ya se ha señalado, la variabilidad de los precios de las acciones está siendo muy elevada.

En marzo (últimos datos disponibles) disminuyeron los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los hogares en sus operaciones activas (7 pb en el caso de los créditos para la compra de inmuebles y 34 pb en el de los fondos otorgados para el consumo y otros fines), mientras que aumentó la remuneración de los depósitos de este sector en 10 pb. Por su parte, el coste medio de la financiación bancaria de las empresas no experimentó variaciones significativas.

La financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes no financieros creció en marzo prácticamente al mismo ritmo interanual del mes precedente (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Esta evolución fue el resultado del mantenimiento de las tasas de crecimiento de los recursos captados por las familias y las empresas en cifras similares a las de febrero (0,2% y -1,9%, respectivamente) y de una ligera reducción en el avance interanual de la financiación recibida por las Administraciones Públicas, que, no obstante, continuaba siendo elevado.



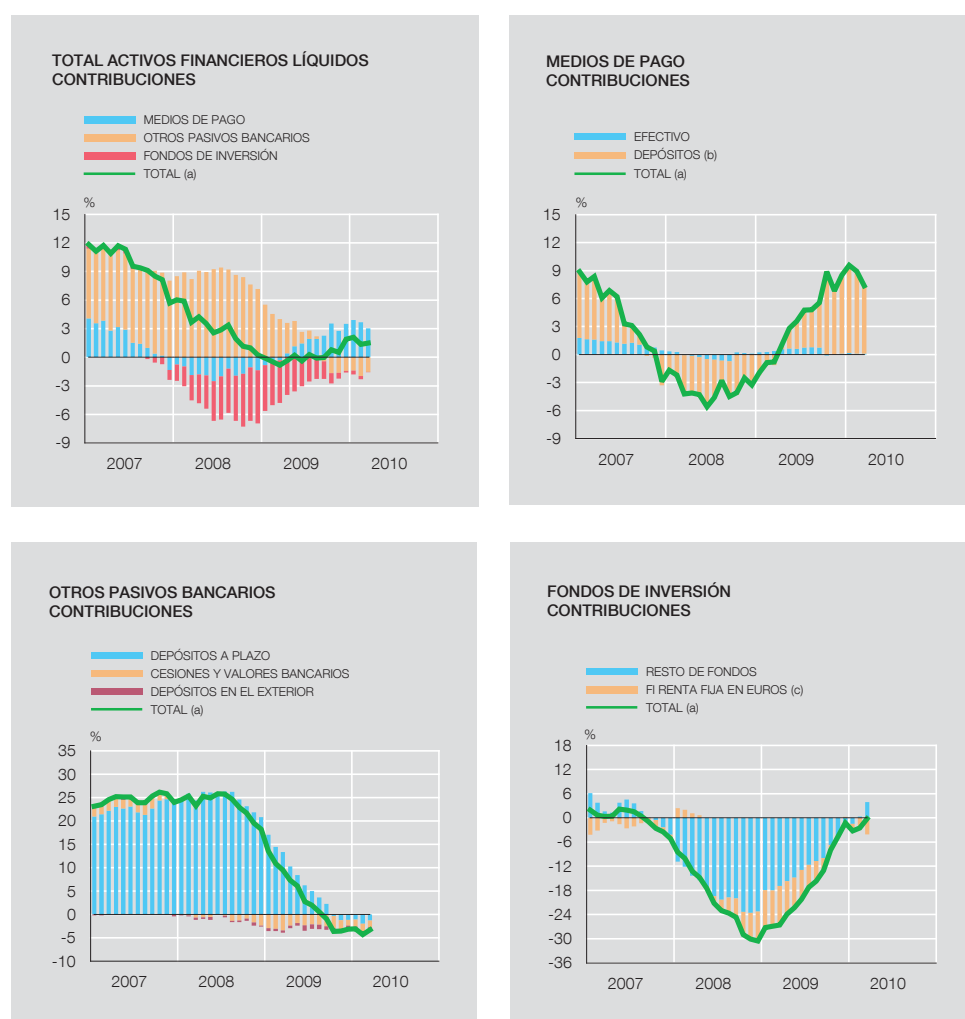
FUENTE: Banco de España.

- 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.

La desagregación por finalidades muestra que las tasas de variación interanuales de los préstamos a los hogares para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines experimentaron en marzo escasas variaciones con respecto a febrero, situándose en el 0,5% y el -0,5%, respectivamente. Asimismo, en el caso de las sociedades no financieras, la financiación procedente de las entidades de crédito residentes retrocedió a un ritmo similar al de los meses previos (4,2%), lo que sigue contrastando con el dinamismo en la captación de fondos a través de emisiones de renta fija.

En marzo, la tasa de crecimiento interanual de la financiación recibida por las Administraciones Públicas disminuyó hasta el 24%, medio punto porcentual inferior a la del mes precedente. Por instrumentos, los fondos captados a través de emisiones de valores a corto plazo se desaceleraron, mientras que los recursos obtenidos de la emisión de valores a largo plazo y vía crédito aumentaron prácticamente al mismo ritmo observado en febrero.





FUENTE: Banco de España.

- a. Crecimiento interanual.
- b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses.
- c. La serie incluye las categorías Fondos monetarios y FIM de renta fija en euros.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y de los hogares crecieron, en marzo, a una tasa interanual similar a la de febrero (véase gráfico 9). El desglose por instrumentos muestra que el ahorro materializado en fondos de inversión y otros pasivos bancarios continuaba presentando variaciones negativas, aunque cada vez menores, respecto al saldo de hace doce meses, que siguieron siendo compensadas por una expansión de los medios de pago que tendía a desacelerarse. La información provisional correspondiente a abril evidencia una ligera moderación en los ritmos de avance de todos los componentes.

27.5.2010.