

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Evolución del sector real de la economía española

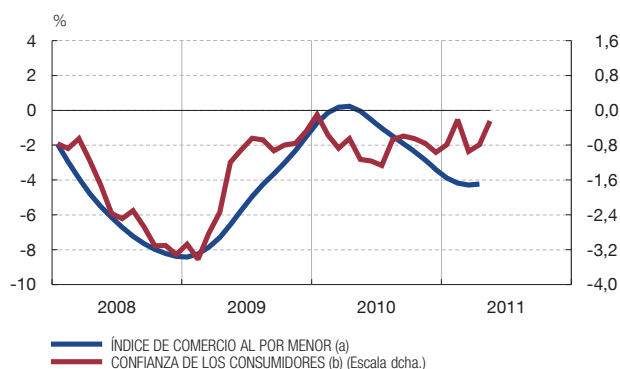
Los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) correspondientes al primer trimestre de 2011, ya comentados detalladamente en el *Boletín Económico* de mayo, mostraron una continuación de la senda de suave recuperación de la actividad económica, con un crecimiento intertrimestral del PIB del 0,3 %. La tasa de variación interanual del producto se situó en el 0,8 %, dos décimas más que en el trimestre anterior, gracias al aumento de la aportación de la demanda exterior neta [de 0,2 puntos porcentuales (pp), hasta el 1,4 %], mientras que la demanda nacional experimentó, al igual que en el cuarto trimestre de 2010, un retroceso del 0,6 %. El empleo disminuyó, de nuevo, un 1,4 % interanual y la tasa de avance de la productividad aumentó dos décimas, hasta el 2,2 %.

Los indicadores disponibles sobre el consumo privado referidos al segundo trimestre siguen mostrando una cierta atonía. Entre los indicadores cualitativos, los índices de confianza de los consumidores y de los comerciantes minoristas elaborados por la Comisión Europea mejoraron en mayo por segundo mes consecutivo, si bien el reciente cambio en la empresa encargada de esas encuestas podría afectar a la comparabilidad de los datos obtenidos a partir de mayo con los de meses anteriores (véase gráfico 1). Por lo que se refiere a los indicadores cuantitativos, el índice de comercio al por menor ralentizó en abril su ritmo de retroceso interanual en términos de la serie corregida de estacionalidad hasta el -2,6 %, con un crecimiento intermensual del 1,5 %. Asimismo, el descenso interanual del indicador de ventas interiores de bienes y servicios de consumo de la Agencia Tributaria se moderó en abril hasta el -0,5 %, frente al -3,5 % del primer trimestre. Las matriculaciones de vehículos particulares siguieron disminuyendo con intensidad en abril y mayo, con caídas interanuales superiores al 30 %, que reflejan, entre otras cosas, el efecto de comparación con las matriculaciones relativamente altas del mismo período de 2010, debido a la vigencia del Plan 2000E y al adelantamiento de decisiones de compra ante la subida del IVA en julio del pasado año. Las tasas intermensuales también fueron negativas en esos dos meses, aunque en mayo el ritmo de caída fue leve.

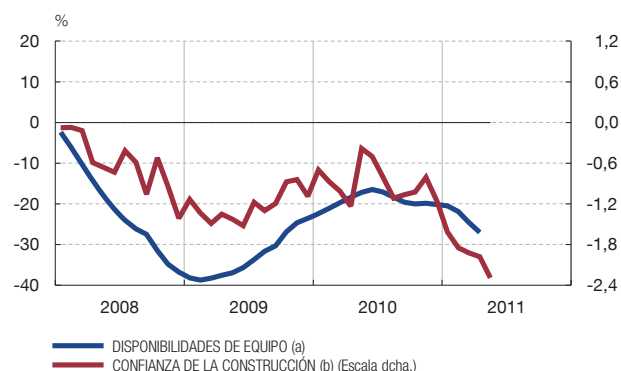
En cuanto a la inversión en bienes de equipo, los indicadores procedentes de la Encuesta de Coyuntura Industrial relativos a la evolución del clima de confianza y de la cartera de pedidos en las ramas productoras de este tipo de bienes retrocedieron en la media de los meses de abril y mayo en comparación con el promedio del primer trimestre. Además, en mayo se acentuó la caída interanual de las matriculaciones de vehículos de carga, que ya se había observado en abril. También el índice de producción industrial de este tipo de bienes moderó su tasa de avance interanual en abril. En cambio, según los indicadores de ventas de grandes empresas de la Agencia Tributaria, las ventas de bienes de equipo aumentaron en abril a una tasa interanual del 2 %, frente al fuerte descenso del primer trimestre del año.

Los indicadores referidos a la construcción siguen reflejando el intenso ajuste de este componente de la inversión. Entre los indicadores contemporáneos, la información relativa al empleo apunta a la continuación de su perfil contractivo, con un ritmo de descenso interanual de la afiliación a la Seguridad Social del -11,5 % en mayo, un punto más de caída que en abril y casi dos puntos más que en el conjunto del primer trimestre. Los indicadores de consumos intermedios reflejan un panorama similar. En concreto, el consumo aparente de cemento (con datos de abril y mayo) y la producción industrial de minerales

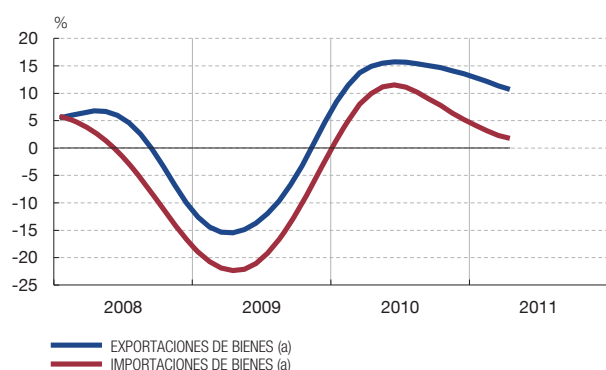
INDICADORES DE CONSUMO



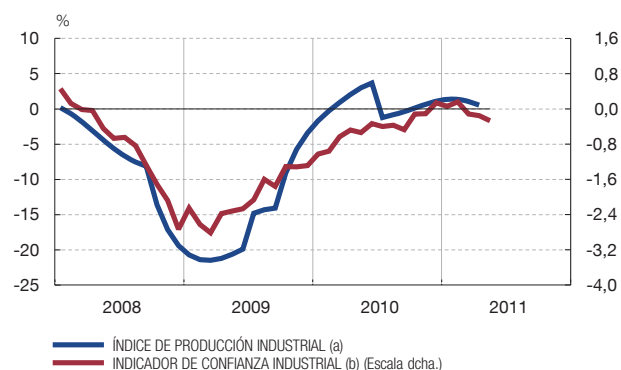
INDICADORES DE INVERSIÓN



INDICADORES DE COMERCIO EXTERIOR



INDICADORES DE INDUSTRIA



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, dividido por su desviación estándar).

no metálicos (solo con datos hasta abril) mostraron descensos interanuales más pronunciados que los del primer trimestre. El nivel medio de abril y mayo de la confianza de los empresarios de la construcción también se situó por debajo del observado en el período enero-marzo. Las ventas interiores de construcción y promoción que proporciona la estadística de grandes empresas de la Agencia Tributaria disminuyeron en abril, aunque de forma menos pronunciada que en los meses anteriores. Finalmente, la superficie visada de obra nueva en viviendas cayó un 25 % interanual en marzo y la disminución de la licitación de obra civil se intensificó, hasta reducirse a la mitad en comparación con la del año pasado. La evolución de los visados de edificación no residencial fue más favorable en marzo, pues aumentaron ligeramente, en contraste con los fuertes retrocesos observados en los últimos meses.

Según los últimos datos disponibles de Aduanas, las exportaciones reales de bienes crecieron en abril a una tasa interanual del 9,5 %, similar a la del mes anterior. Por grupos de productos, las exportaciones de bienes de equipo continuaron siendo las más dinámicas, mientras que se desaceleraron las ventas de alimentos y de bienes intermedios. Por áreas geográficas, el aumento de las exportaciones fuera de la UE volvió a superar al de las intracomunitarias. Las importaciones de bienes experimentaron en abril una reducción interanual en términos reales (-2,8 %) por primera vez en más de seis meses. Por grupos de productos, el retroceso fue bastante generalizado, destacando las caídas de las compras

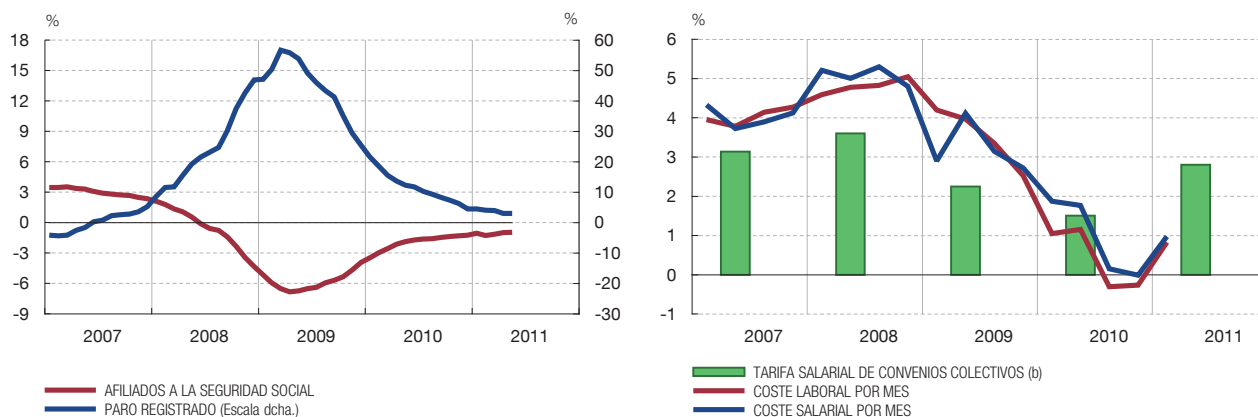
de bienes de equipo y de consumo duradero. Tan solo las compras al exterior de bienes intermedios registraron un avance interanual, si bien este fue muy leve. En abril, el déficit comercial registró un descenso de casi el 21 % en términos interanuales, mientras que en los cuatro primeros meses de 2011 el saldo comercial negativo fue un 4 % inferior al registrado en el mismo período del año anterior. Esto fue resultado de una evolución divergente de los déficits energético (que aumentó un 24 %, por el encarecimiento del petróleo) y no energético (que se redujo a menos de la mitad).

Los indicadores disponibles referidos a la evolución del turismo receptor en los dos primeros meses del segundo trimestre continuaron mostrando un elevado dinamismo. En mayo, las pernoctaciones de no residentes aumentaron un 9,3 % interanual y las entradas de turistas se incrementaron un 4,2 %. En el acumulado de los cinco primeros meses del año, las pernoctaciones y las entradas de turistas han mejorado sustancialmente, con unas tasas interanuales sobre el mismo período de 2010 del 12,6 % y del 7,3 %, respectivamente. Asimismo, el gasto total de los visitantes extranjeros registró en abril un notable avance (24,1 %), como consecuencia tanto de un significativo incremento del número de turistas como de un aumento del gasto medio por persona.

La información de Balanza de Pagos mostró en el primer trimestre del año un incremento de la necesidad de financiación de la nación cercano al 15 % con respecto al mismo período de 2010. Esta evolución fue resultado del aumento del saldo deficitario por cuenta corriente (en un 11 %), que reflejó la ampliación de los déficits de las balanzas comercial y de rentas (del 9 % y del 20 %, respectivamente). Por el contrario, en el período enero-marzo se produjeron ligeras mejoras del saldo positivo de servicios y del déficit de transferencias corrientes. Finalmente, en el primer trimestre el superávit de la cuenta de capital disminuyó un 17 %.

En la vertiente de la oferta, los indicadores más recientes relativos a la industria mostraron un tono de debilidad, pese al dinamismo de las exportaciones. Entre los indicadores cualitativos, el indicador de confianza de la industria manufacturera de la Comisión Europea empeoró en mayo por tercer mes consecutivo, como consecuencia del deterioro de la valoración de la cartera de pedidos y de las expectativas de producción en los próximos meses. También el PMI de manufacturas encadenó tres descensos consecutivos, hasta situarse en mayo en su nivel más reducido desde enero de 2010. Además, el registro alcanzado en mayo —de 48,2 puntos— ha supuesto que este índice se sitúe, por vez primera desde octubre del pasado año, por debajo de 50, que es considerado el umbral que separa la expansión y la contracción del sector. Entre los indicadores cuantitativos, el índice de producción industrial corregido de estacionalidad cayó un 0,4 % interanual en abril, frente a la mejora del 2 % del primer trimestre. En términos intermensuales se observó de nuevo un retroceso (-0,2 %). En cuanto al empleo, el ritmo de descenso interanual de la afiliación a la Seguridad Social se moderó levemente en abril y mayo, hasta el -2,5 %.

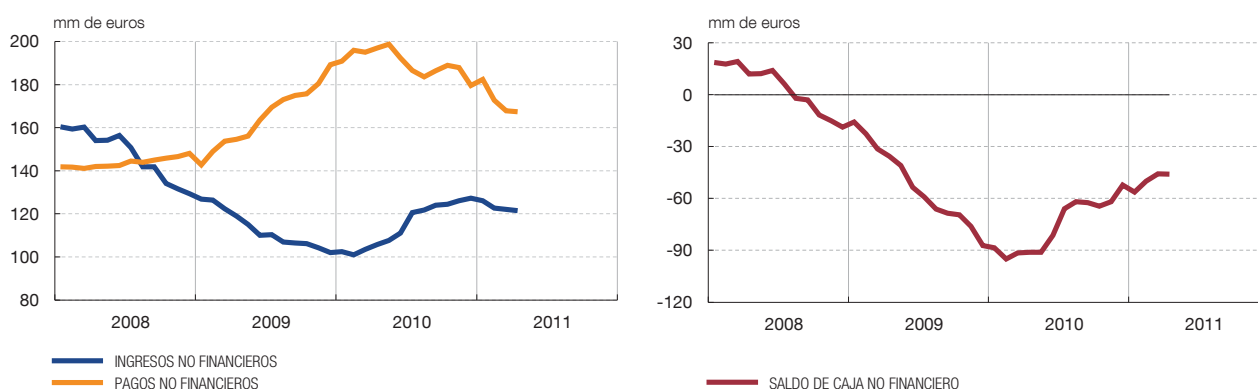
En el caso de los servicios, la mayor parte de los indicadores referidos al segundo trimestre apuntan a una cierta mejora del tono de la actividad del sector. Entre los indicadores laborales, los afiliados a la Seguridad Social crecieron en mayo, en tasa interanual, un 0,6 %, una décima más que en abril y tres más que en el conjunto del primer trimestre. El indicador de actividad del sector de servicios, en términos reales y desestacionalizados, registró en abril una ralentización de más de 2 pp de su ritmo de descenso interanual, hasta el -0,6 %, con una tasa intermensual positiva, del 1,5%. Entre los indicadores cualitativos, el PMI del sector mejoró en abril y mayo, alcanzando niveles superiores al 50 y, por tanto,



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 mayo de 2011.

INGRESOS Y PAGOS LÍQUIDOS DEL ESTADO (a). SALDO DE CAJA
Totales móviles de 12 meses



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

- a Último dato: abril de 2011.

compatibles con una fase de expansión de la actividad del sector. Entre la información proporcionada por este indicador, cabe destacar el creciente dinamismo de la rama de hostelería, lo que resulta coherente con la favorable situación de la demanda turística. Por el contrario, en abril —último dato disponible— se quebró la trayectoria de recuperación mostrada por el indicador de confianza de la Comisión Europea en los primeros meses del año.

La evolución reciente de los indicadores referidos al mercado de trabajo refleja todavía la debilidad del empleo (véase gráfico 2). En particular, en los meses de abril y mayo el número de afiliados a la Seguridad Social experimentó un retroceso interanual, en términos ajustados de estacionalidad, del 1 %, resultado que solamente mejora en una décima al obtenido en el primer trimestre. De modo análogo, la tasa de crecimiento interanual del número de parados inscritos en el Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE) se ha reducido recientemente hasta situarse en el 3 % en mayo, pero esto supone solo un pequeño avance en comparación con el primer trimestre.

En términos de Contabilidad Nacional, el Estado registró un déficit de 2.450 millones de euros (-0,2% del PIB) hasta abril del 2011, frente al déficit acumulado en el mismo período del año anterior de 5.270 millones (-0,5 % del PIB), con sendas disminuciones de los ingresos (-8,6 %) y de los gastos (-12,9 %). Con la metodología de caja, el déficit no financiero del Estado acumulado hasta el mes de abril se situó en 6,1 mm de euros, lo que supone menos de la mitad del saldo negativo acumulado en el mismo período de 2010. Calculado como una suma móvil de 12 meses, el déficit de caja del Estado mantuvo la tendencia de mejora iniciada a mediados del pasado ejercicio (véase gráfico 3). En particular, la evolución de los cuatro primeros meses del año resulta coherente con el cumplimiento de los objetivos formulados para el conjunto de 2011.

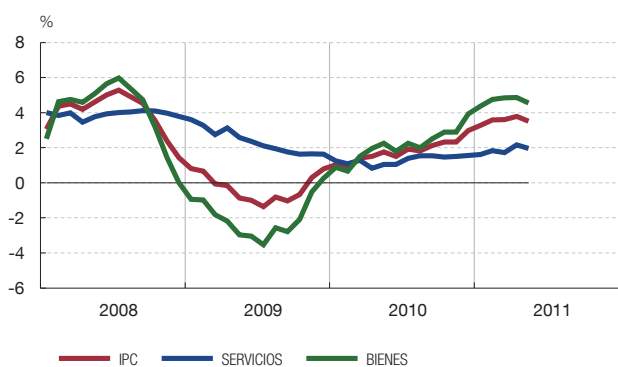
Precios y costes

De acuerdo con la Encuesta Trimestral de Coste Laboral, el coste laboral medio por trabajador y mes registró un crecimiento interanual del 0,8 % en el primer trimestre de 2011, tras dos trimestres retrocediendo a un ritmo del -0,3 %. Este repunte de los costes laborales vino determinado por el comportamiento de las ramas de mercado, en las que se incrementaron en 1,4 pp, hasta el 1,9 %, debido, entre otros factores, al pago de las cláusulas de salvaguarda. Por su parte, en la economía de no mercado los costes laborales siguieron mostrando descensos interanuales. Según la información más reciente, el incremento medio de las tarifas salariales pactadas para 2011 en los convenios registrados hasta el 31 de mayo asciende al 2,8 %, tasa inferior en dos décimas a la acumulada hasta abril. En su mayoría, los acuerdos ya pactados constituyen revisiones de convenios plurianuales con efectos en 2011 y que fueron firmados originariamente antes del Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC) 2010-2012, de febrero de 2010.

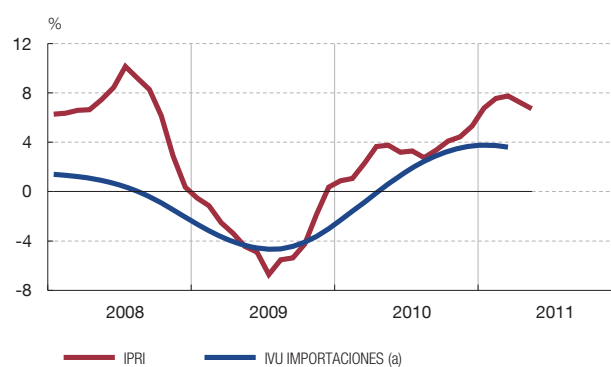
En mayo, el IPC quebró la trayectoria alcista de los últimos meses, al registrar una moderación de tres décimas en su tasa interanual, hasta el 3,5 % (véase gráfico 4). Esto se debió a la desaceleración del avance de los precios de la energía (de más de 2 pp, hasta el 15,3 %) y de los servicios (de dos décimas, hasta el 2 %). Por el contrario, se intensificó el ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos, tanto elaborados como no elaborados, que se aceleró en dos y en tres décimas, respectivamente, hasta el 4,7 % y el 2,7 %. Finalmente, la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos permaneció en el 0,9 %. Como resultado de esta evolución por componentes, el ritmo de avance del IPC sin energía se ralentizó en una décima y el del IPSEBENE se mantuvo estable, situándose en ambos casos en el 2,1 %. El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) redujo en mayo su tasa de crecimiento en una décima, hasta el 3,4 %. En el área del euro se produjo una disminución de la tasa interanual de esta variable de igual magnitud, en este caso hasta el 2,7 %, de modo que el diferencial de inflación permaneció en 0,7 pp. Asimismo, el diferencial de una décima referido al IAPC sin energía no varió en mayo.

En mayo, la tasa de crecimiento interanual del IPRI disminuyó por segundo mes consecutivo (en 0,6 pp, hasta el 6,7 %), como consecuencia, de nuevo, de la desaceleración de los precios de la energía y de los bienes intermedios. Los precios de estos dos componentes ralentizaron su ritmo de avance en 1,8 pp y 0,6 pp, respectivamente, aunque siguieron presentando tasas relativamente altas (del 15,3 % y del 6,5 %, en cada caso). El índice general sin energía presentó una tasa interanual del 4,1 %, una décima menos que en abril. Por último, los precios de exportación, aproximados mediante los índices de valor unitario (IVU), acrecentaron en abril su ritmo de avance interanual en 0,8 pp, hasta el 8,3 %. Por el contrario, en términos de los precios industriales de exportación elaborados por el INE, se observó, en ese mismo mes, una desaceleración de 0,7 pp, hasta el 7,1 %, que, además, tuvo un carácter generalizado por componentes. En la vertiente importadora, la evolución

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Tasa de variación interanual de la tendencia.

fue muy similar a la que se acaba de describir, pues, mientras que la tasa de variación interanual de los IVU volvió a repuntar (hasta situarse casi en el 12%), el ritmo de avance de los precios industriales de importación de los distintos grupos de bienes se ralentizó (hasta el 10% en términos del índice agregado).

Evolución económica y financiera en la UEM

La evolución de los mercados financieros internacionales en junio ha estado condicionada tanto por la persistencia de la incertidumbre en torno a la crisis de deuda soberana en la zona del euro como por la debilidad —mayor que la esperada— de los datos económicos en otras economías avanzadas, y en particular en Estados Unidos. Estos desarrollos negativos han dado lugar a pérdidas bursátiles prácticamente generalizadas, tanto en economías avanzadas como en emergentes, a un cierto repunte de la volatilidad y a movimientos hacia activos percibidos como seguros, como la deuda pública de Estados Unidos, lo que ha contribuido a mantener la rentabilidad del bono del Tesoro estadounidense a diez años en torno al 3%. En los mercados cambiarios, el dólar tendió a debilitarse frente a las principales monedas, incluidas las de las mayores economías emergentes, con la excepción de la libra esterlina. Por su parte, los diferenciales soberanos de las economías emergentes se ampliaron ligeramente a lo largo del mes, en un contexto de mantenimiento de las entradas de capital materializadas en bonos. Finalmente, tras las bruscas caídas de mayo, los precios de las materias primas se han mantenido relativamente estables o incluso volvieron a repuntar. El barril de Brent llegó a alcanzar los 120 dólares tras la decisión de la OPEP de no aumentar las cuotas de producción. No obstante, tras el anuncio del 23 de junio de la Agencia Internacional de la Energía de liberar una parte de las reservas estratégicas de sus miembros, el precio cayó hasta los 106 dólares.

En Estados Unidos, la estimación final del PIB del primer trimestre mostró un crecimiento trimestral anualizado del 1,9% (2,3% interanual), mayor que el 1,8% de la estimación preliminar por la aportación positiva de la demanda externa y a pesar de la menor contribución del gasto público. Los indicadores más recientes, tanto de oferta como de demanda, han reflejado un panorama de mayor debilidad. En mayo, la producción industrial siguió desacelerándose, mientras que las ventas al por menor descendieron y la confianza de los consumidores permanece en niveles muy bajos. Asimismo, el mercado inmobiliario residencial continúa muy deprimido y los precios de la vivienda han vuelto a descender. Por otra parte, en mayo se ralentizó el ritmo de creación de empleo, con la creación de

solo 54.000 empleos netos, y la tasa de paro aumentó de nuevo, hasta el 9,1 % de la población activa. La inflación aumentó cuatro décimas en mayo, hasta el 3,6 % interanual, y la subyacente experimentó un repunte, pasando del 1,3 % al 1,5 % interanual. En este contexto, la Reserva Federal ha mantenido el tono expansivo de su política, dejando el tipo de interés oficial en el rango del 0 % al 0,25 %, y manteniendo la finalización del programa de compras de activos en este mes.

En Japón, el dato revisado del PIB del primer trimestre confirmó una contracción del -0,9 % intertrimestral (-1 % interanual), reflejando el fuerte impacto del terremoto de marzo. No obstante, los indicadores del segundo trimestre apuntan a una cierta recuperación de la actividad y a una normalización relativamente rápida de la capacidad productiva y del sentimiento de los agentes, lo que indicaría un impacto temporal del terremoto. La producción industrial creció un 1 % intermensual en abril y se prevé una notable expansión en los próximos meses. Mientras que en el mercado laboral la tasa de paro aumentó una décima en abril, hasta el 4,7 %, y el empleo volvió a reducirse por segundo mes consecutivo. En cuanto al sector exterior, la balanza comercial registró un saldo negativo en mayo, también por segundo mes consecutivo, como resultado de la persistente fortaleza de las importaciones, mientras que las exportaciones retornaron a tasas intermensuales positivas. La tasa de inflación aumentó tres décimas en abril, hasta el 0,3 %, sesgada al alza por factores temporales, bajo la persistencia de presiones deflacionistas subyacentes. En este entorno, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el rango del 0 %-0,1 % y amplió en 0,5 billones de yenes (0,1 % del PIB) la facilidad de crédito para inversiones en renta variable y préstamos respaldados por activos.

En el Reino Unido, los indicadores recientes apuntan hacia una ralentización del PIB en el segundo trimestre, tras registrar un crecimiento moderado del 0,5 % intertrimestral (1,8 % interanual) en el primero. En concreto, la producción industrial se contrajo en abril y las encuestas de opinión empresarial, como los PMI, mostraron retrocesos en mayo, tanto en manufacturas como en servicios. Esta evolución estuvo en línea con la debilidad de la demanda interna, como reflejan la contracción de las ventas minoristas en mayo y la persistencia de unos reducidos niveles de confianza del consumidor. Por el contrario, la actividad exportadora mostró un notable dinamismo, lo que propició una mejora sustancial del déficit comercial en abril. En el mercado inmobiliario, la actividad siguió siendo reducida, mientras que prosigue el suave ajuste a la baja de los precios. El mercado laboral presentó un tono algo más positivo hasta abril, con la tasa de paro en el 7,7 %, aunque la creación de empleo ha perdido empuje. Ese mismo mes, la tasa de inflación se mantuvo en el 4,5 % y la subyacente se redujo cuatro décimas, hasta el 3,3 %. Las expectativas de inflación se relajaron ligeramente, según la encuesta de mayo del Banco de Inglaterra, que en su reunión de junio mantuvo inalterado el tipo de interés oficial en el 0,5 %.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes al área del euro, el PIB creció en promedio un 3,5 % interanual, cifra superior al 2,9 % del trimestre anterior, impulsado principalmente por la demanda externa y pese a la debilidad de la demanda interna —con excepciones como Polonia, donde el consumo privado sigue mostrando una notable fortaleza—. Por países, destacan el dinamismo de Lituania, la salida de la recesión de Rumanía y la solidez del crecimiento en Polonia. En el segundo trimestre, la actividad podría ralentizarse, en línea con la evolución esperada en el área del euro, sobre todo si la demanda interna no adquiere un mayor vigor. Además, los planes de austeridad fiscal y la atonía del crédito al sector privado podrían influir negativamente en el empuje de la recuperación. En mayo, la inflación volvió a aumentar generalizadamente y, en promedio,

se elevó dos décimas, hasta el 4,6% interanual. Las mayores presiones inflacionistas propiciaron el tercer aumento consecutivo del tipo de interés oficial en Polonia, hasta el 4,5%, mientras que en el resto de países se mantuvo inalterado.

En China se moderó el ritmo de expansión de la actividad económica, aunque siguió siendo robusta, coincidiendo con una política monetaria más restrictiva. Así, tanto la producción industrial como las ventas minoristas se desaceleraron ligeramente en mayo. Además, la demanda externa también se debilitó, con un crecimiento de las exportaciones del 19,4% interanual, inferior al de meses previos. Sin embargo, la inversión se mantiene boyante, gracias a la pujanza del sector inmobiliario. La tasa de inflación subió dos décimas en mayo, hasta el 5,5%, y el banco central incrementó el coeficiente de reservas bancarias en 50 pb, hasta el 21,5% para los bancos más grandes y el 19,5% para las instituciones financieras de tamaño medio y pequeño. En el resto de Asia emergente, los datos de producción industrial del segundo trimestre corroboran la relativa desaceleración del PIB del trimestre anterior. En mayo, la inflación aumentó en los principales países de la región —por ejemplo, en la India alcanzó el 9,1% interanual—, por el encarecimiento de los alimentos. Tailandia, la India y Corea del Sur elevaron sus tipos de interés oficiales en junio.

En América Latina, el crecimiento del PIB se aceleró ligeramente, hasta el 5,5% interanual, en el primer trimestre de 2011, desde el 5,2% del cuarto trimestre de 2010. Por países, destaca la desaceleración del PIB de Brasil y Perú, hasta el 4,2% y el 8,8% interanual, respectivamente, en parte por efectos base. En cambio, en Colombia el PIB se aceleró hasta el 5,1% y en Argentina creció un 9,9%. Los indicadores del segundo trimestre apuntan hacia la continuidad de una ralentización moderada, derivada, entre otros factores, de las políticas contractivas llevadas a cabo. En cuanto a los precios, la tasa de inflación en la región se mantuvo estable en el 6,6% interanual en mayo, si bien la evolución fue, en general, positiva, por el menor incremento de precios de los alimentos, que ha favorecido la estabilización de las expectativas de inflación. Por países, destacan el aumento en Chile, Colombia, Brasil (donde se mantuvo por encima del límite superior del objetivo de inflación) y Venezuela, y una ligera reducción en México y Perú. En Brasil, Chile y Colombia se prolongó el ciclo de incrementos de los tipos de interés oficiales, con aumentos de 25 puntos básicos (pb), hasta el 12,25%, 5,25% y 4,25%, respectivamente. Además, Moody's mejoró la calificación crediticia de la deuda soberana de Brasil y Colombia en un escalón. En Perú, el resultado de las elecciones presidenciales supuso una cierta reacción negativa en los mercados, que se corrigió posteriormente.

Finalmente, en la zona del euro la segunda estimación de la Contabilidad Nacional confirmó que el PIB aumentó el 0,8% en el primer trimestre de 2011, medio punto más que en el trimestre previo y por encima de las estimaciones disponibles. El fuerte incremento del PIB vino impulsado por las exportaciones, apoyadas en la continuada expansión de la economía mundial, y por la demanda interna. Dentro de esta, sobresalió el empuje del consumo público y de la formación bruta de capital fijo, reanimada por el componente tanto de bienes de equipo como de construcción, compensando en este último caso los malos resultados registrados en los meses finales del año pasado. El consumo privado mantuvo, sin embargo, un crecimiento tenue. Las importaciones aumentaron a un ritmo similar al de las exportaciones, por lo que la demanda exterior neta tuvo una aportación nula al crecimiento del PIB y de solo una décima la de la variación de existencias. En términos interanuales, el PIB experimentó una tasa del 2,5%, medio punto por encima del registro previo. En su ejercicio de previsión de junio, el Eurosistema contempla que el PIB se situará entre el 1,5% y el 2,3% en 2011, y entre el 0,6% y el 2,8% en 2012, lo que supone una revisión al alza del rango de previsiones para 2011, y se mantiene prácticamente

sin cambios el de 2012. En todo caso, persiste un nivel de incertidumbre muy elevado, asociado, entre otros factores, con las tensiones existentes en algunos segmentos del mercado financiero.

Según los datos de Contabilidad Nacional, el empleo en el área del euro registró un crecimiento nulo en el primer trimestre del año, tras el 0,2 % experimentado en los meses finales del pasado año. El empleo se comportó de forma desigual por países, con alzas del 0,4 % y del 0,3 % en Alemania y Francia, y caídas del 0,6 % y del 0,4 % en Italia y España, respectivamente. La productividad de los trabajadores aumentó en medio punto, hasta el 2,2 %, por encima de la remuneración por asalariado, que creció un 1,8%, y, como consecuencia, los costes laborales unitarios se redujeron un 0,4 %. Ello, unido al avance del deflactor del PIB, supuso una ampliación de los márgenes empresariales.

La información disponible para el segundo trimestre del año apunta a que la expansión de la actividad económica continúa, aunque a un ritmo más lento. Por el lado de la oferta, en abril la producción industrial creció un 0,2 % y los pedidos industriales un 0,7 % en relación con el mes anterior. La confianza empresarial se sitúa en niveles compatibles con un aumento de la actividad, tanto en el sector industrial como en el sector servicios, a pesar del empeoramiento registrado durante los meses de abril, mayo y junio. En la vertiente de la demanda, las ventas al por menor se recuperaron en abril, en contraste con el retroceso que experimentaron las matriculaciones de automóviles (véase cuadro 1). Por su parte, la confianza de los consumidores y la cartera de pedidos mejoraron en mayo, mientras que el grado de utilización de la capacidad productiva siguió ampliándose en el segundo trimestre. Finalmente, las exportaciones aumentaron de nuevo en abril, aunque la valoración de la cartera de pedidos exteriores de mayo y las expectativas de exportación referidas al segundo trimestre se deterioraron.

La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, disminuyó una décima en mayo, hasta el 2,7 %. El descenso de la inflación se debió a la desaceleración de los precios de los servicios y de la energía, en tanto que el ritmo de crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo y el de los alimentos aumentó. La inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, se redujo también en una décima, situándose en el 1,7 %. Los precios industriales disminuyeron en abril su tasa de crecimiento interanual marginalmente, hasta el 6,7 %, como consecuencia del comportamiento de los bienes intermedios no energéticos, ya que los precios industriales energéticos volvieron a acelerarse en abril. El último ejercicio de previsión del Eurosistema, correspondiente a junio, contempla una tasa de inflación entre el 2,5 % y el 2,7 % para 2011, y entre el 1,1 % y el 2,3 % para 2012, lo que supone una revisión al alza en 2011, debido principalmente a los mayores precios de la energía.

El 7 de junio, la Comisión Europea dio a conocer a los Estados miembros su evaluación de los Planes Nacionales de Reforma (sobre las reformas estructurales y las medidas de fomento del crecimiento), de los compromisos contraídos en el Pacto del Euro Plus y de los Programas de Estabilidad y Convergencia (sobre sostenibilidad fiscal) presentados en abril y mayo dentro del Semestre Europeo. Por primera vez, los Estados miembros y la Comisión realizan una evaluación conjunta de sus políticas económica y presupuestaria, concentrándose en lo que realmente puede lograrse en los próximos 12-18 meses en cada Estado miembro. En general, la Comisión reclama una mayor ambición en los planes de consolidación fiscal y una reforma de la imposición hacia sistemas más favorecedores para la creación de empleo. En el terreno estructural, la CE también echa en falta más medidas para aumentar la edad de jubilación efectiva y mejorar la coherencia entre los salarios y la

		2011					
		ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN (b)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial	6,3	7,8	5,8	5,2		
	Comercio al por menor	0,5	1,1	-1,5	1,1		
	Matriculaciones de turismos nuevos	-4,3	0,1	-4,5	-0,2	-1,0	
	Indicador de confianza de los consumidores	-11,0	-10,0	-11,0	-12,0	-10,0	-10,0
	Indicador de confianza industrial CE	6,0	7,0	7,0	6,0	4,0	
	PMI de manufacturas	57,3	59,0	57,5	58,0	54,7	52,0
	PMI de servicios	55,9	56,8	57,2	56,7	56,0	54,2
	IAPC	2,3	2,4	2,7	2,8	2,7	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS	M3	1,6	2,1	2,3	2,0		
	M1	3,2	2,9	3,0	1,7		
	Crédito a los sectores residentes	3,8	3,8	3,3	3,2		
	AAPP	12,0	10,8	8,0	7,4		
	Otros sectores residentes	2,0	2,2	2,2	2,2		
	<i>Del cual:</i>						
	<i>Préstamos a hogares</i>	3,1	3,0	3,4	3,4		
	<i>Préstamos a sociedades no financieras</i>	0,4	0,6	0,8	1,0		
	EONIA	0,66	0,71	0,66	0,97	1,03	1,13
	EURIBOR a tres meses	1,02	1,09	1,18	1,32	1,43	1,48
	EURIBOR a un año	1,55	1,71	1,92	2,09	2,15	2,14
	Rendimiento bonos a diez años	3,94	4,48	4,49	4,66	4,37	4,34
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,54	-0,88	-1,05	-1,18	-1,17	-1,33
	Tipo de cambio dólar/euro	1,336	1,365	1,400	1,444	1,435	1,440
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	5,8	7,9	4,2	7,8	2,5	-2,8	

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.

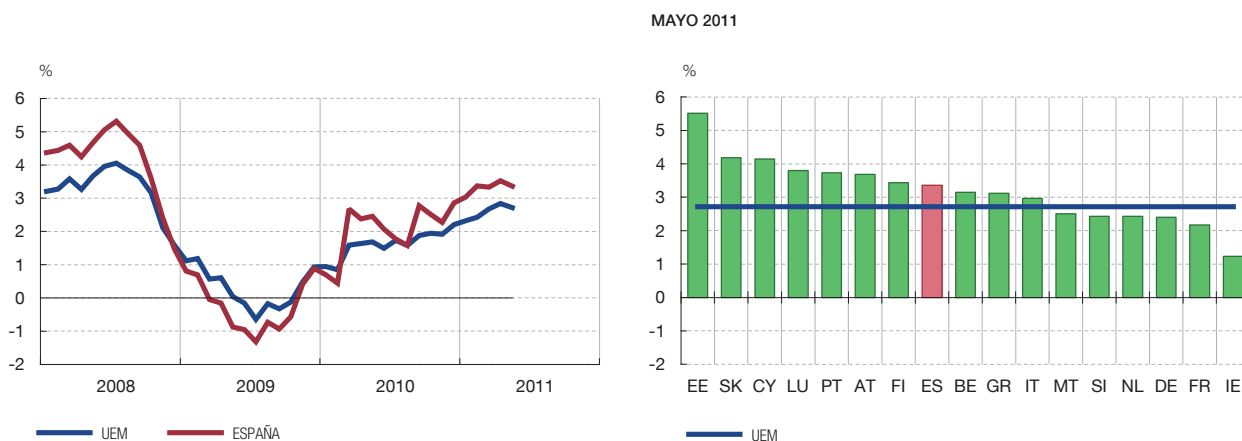
b Datos hasta el día 24 de junio de 2011.

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

productividad, la reducción de las barreras administrativas y la aplicación de la Directiva de Servicios. Estas recomendaciones fueron aprobadas en el Consejo Europeo del 23 y 24 de junio, y su aplicación será supervisada por la Comisión y por los Estados miembros en el marco de un riguroso proceso de examen entre pares.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión del 9 de junio, mantener inalterados los tipos de interés oficiales en el 1,25 % para las operaciones principales de financiación y en el 0,5 % y el 2 % para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente. El Consejo de Gobierno confirmó que los riesgos para la estabilidad de los precios siguen siendo al alza, por lo que se mantendrá una fuerte vigilancia para evitar que la evolución reciente de los precios dé lugar a presiones inflacionistas generalizadas. A su vez, el Consejo de Gobierno recalcó que todas las operaciones de financiación se seguirán realizando a tipo fijo y con adjudicación plena durante el tiempo que sea necesario y, como mínimo, hasta el final del tercer trimestre de 2011. Por su parte, el BCE no llevó a cabo compras de deuda pública dentro del Programa para los Mercados de Valores, tras las últimas adquisiciones puntuales que realizó en febrero y marzo.

En el mercado interbancario, los tipos de interés de los depósitos apenas variaron en el último mes, por lo que la curva de rendimientos mantiene su pendiente positiva entre el 1,31 %



FUENTE: Eurostat.

del EURIBOR a un mes y el 2,15 % del EURIBOR a un año (véase gráfico 6). Los tipos de operaciones con garantías —*eurepos*— tampoco experimentaron cambios significativos. Por otra parte, los préstamos concedidos a las empresas no financieras prolongaron su tendencia ascendente y crecieron un 1 %, mientras que los préstamos a los hogares conservaron su ritmo de expansión (3,4 %).

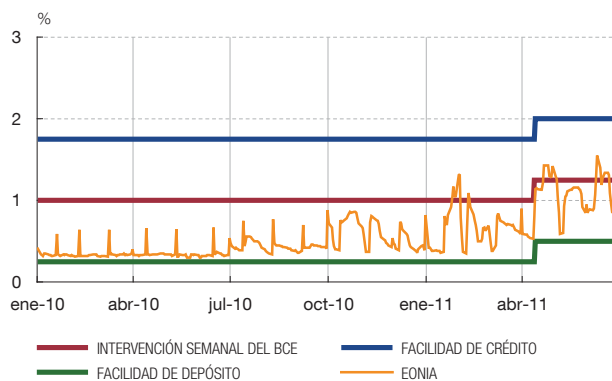
Las rentabilidades de la deuda pública de los países con programa de asistencia aumentaron a lo largo del mes y se mantienen dentro de unos niveles excepcionalmente altos, debido, en gran medida, a la incertidumbre existente sobre la crisis griega. El 3 de junio, la CE, el FMI y el BCE (la Troika) concluyeron la misión a Grecia, llegándose a un acuerdo sobre la necesidad de ampliar la ayuda financiera, condicionado al cumplimiento de un nuevo programa, ya que no parece posible que el Estado griego vuelva, tal como estaba previsto, a financiarse, parcialmente, a medio y a largo plazo en los mercados a partir de mediados de 2012. El 20 de junio, el comunicado del Eurogrupo ha condicionado el quinto tramo de asistencia bajo el programa actual a la aprobación por parte del Parlamento heleno de las medidas de ajuste y privatización acordadas recientemente con la Troika. Respecto a la ampliación del programa de asistencia, el Consejo Europeo del 23 y 24 de junio aprobó satisfactoriamente el enfoque adoptado por el Eurogrupo, que refleja que la participación del sector privado tendrá carácter voluntario e informal. Por otra parte, la rentabilidad de la deuda pública a diez años ha disminuido, tanto en Estados Unidos como en Alemania, en cerca de 20 pb, colocándose el diferencial entre una y otra en 6 pb. En Grecia, primero Moody's y luego S&P rebajaron la calificación de su deuda, que quedó situada en Caa1 y CCC, respectivamente, y en ambos casos con perspectiva negativa.

En los mercados de renta variable las cotizaciones cayeron a lo largo de junio en torno a un 5,1 %, atendiendo al índice EUROSTOXX 50. En los mercados de divisas, el euro, tras apreciarse en los primeros días de mes, revirtió esa tendencia, hasta situarse en torno a 1,42 dólares/euro en la fecha de cierre de este Boletín, ligeramente por debajo del existente al final de mayo (véase gráfico 7). Por último, en abril el agregado monetario amplio M3 registró una tasa de crecimiento interanual del 2 %, lo que representa un descenso de tres décimas respecto al mes anterior, que fue debido a la desaceleración de los depósitos a la vista.

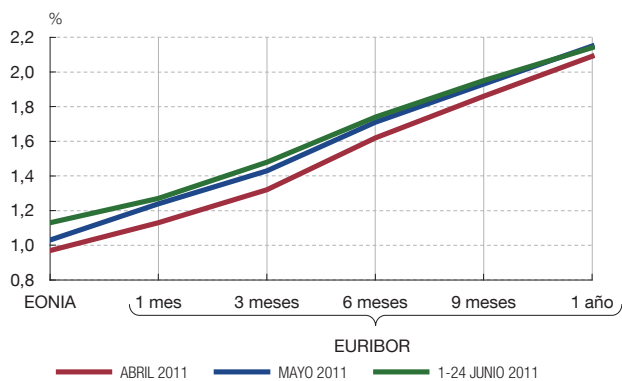
TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 6

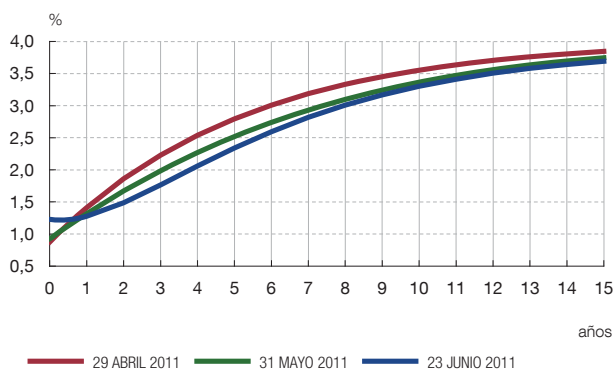
TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



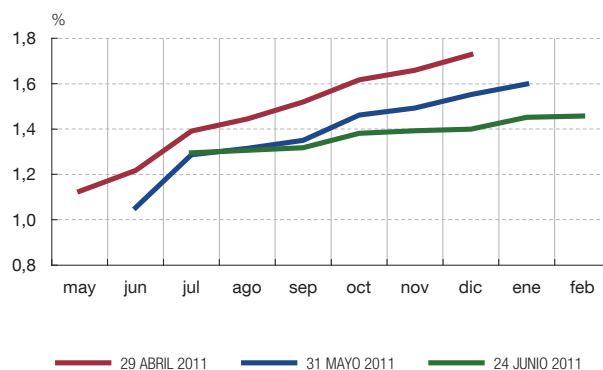
MERCADO INTERBANCARIO (media mensual)



CURVA CUPÓN CERO (a)



TIPO EONIA ESPERADO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Estimación con datos del mercado de swaps.

TIPOS DE CAMBIO DEL EURO FRENTE AL DÓLAR Y AL YEN

GRÁFICO 7



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

	2008	2009	2010					
	DIC	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN (a)
TIPOS BANCARIOS (b)								
HOGARES E ISFLSH:								
Crédito para adquisición de vivienda	5,83	2,62	2,66	3,07	3,15	3,31
Crédito para consumo y otros fines	8,83	6,96	6,35	7,09	7,04	7,12
Depósitos	2,79	1,39	1,70	1,65	1,69	1,72
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:								
Crédito (c)	4,87	2,95	3,24	3,69	3,70	3,95
MERCADOS FINANCIEROS (d):								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,18	0,80	3,05	1,90	1,77	2,08	2,24	2,27
Deuda pública a cinco años	3,46	2,73	4,64	4,37	4,30	4,51	4,57	4,66
Deuda pública a diez años	3,86	3,80	5,37	5,26	5,25	5,33	5,32	5,45
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,81	0,62	2,47	2,09	2,04	2,02	2,21	2,49
Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	2,87	0,72	1,70	1,43	1,36	1,24	1,29	1,47
IBEX 35 (f)	-39,43	29,84	-17,43	10,06	7,28	10,34	6,26	-0,47

FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Media de datos diarios hasta el 24 de junio de 2011.

b En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, lo que puede ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito para consumo y otros fines, como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito. 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 2009

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

Evolución financiera en España

Durante la parte transcurrida de junio, y en línea con lo que ha ocurrido en otros mercados internacionales, en España se ha producido un retroceso de los índices bursátiles y un repunte en las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por los sectores residentes, en un contexto de aumento de las tensiones en los mercados europeos de deuda soberana. Por su parte, los últimos datos disponibles de los balances de los agentes no financieros, correspondientes a abril, muestran una desaceleración de los pasivos de las AAPP (que, no obstante, siguen creciendo a ritmos muy elevados), una ligera contracción de la deuda de las sociedades no financieras y de los hogares, y un mantenimiento del moderado crecimiento de sus activos más líquidos. La información provisional correspondiente a mayo apunta a una cierta acentuación de la pauta de reducción de la financiación bancaria a los hogares y a las empresas, y a un menor dinamismo de sus activos financieros más líquidos.

En los días transcurridos de junio, las rentabilidades de la deuda pública han tendido a elevarse, especialmente en los tramos más largos de la curva, dentro de una pauta caracterizada por una elevada volatilidad. Esta evolución ha venido acompañada de un cierto descenso de los tipos de interés de la referencia alemana a diez años, por lo que el diferencial de rentabilidad del bono español al mismo plazo frente a estos títulos se llegó a situar puntualmente en los registros más altos de este año, aumentando, en términos de la media mensual, en unos 28 pb en relación con el promedio de mayo (véase cuadro 2). Por su parte, las primas de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas también se incrementaron, aunque en menor cuantía.

**FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, A LOS HOGARES E ISFLSH
Y A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS**
CUADRO 3
Crecimiento interanual (T1,12) (a)

	2011	2009	2010	2011		
	ABR (b)	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR
FINANCIACIÓN TOTAL	2.857,3	4,1	3,3	4,2	3,6	3,1
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.183,5	-0,8	0,6	0,4	0,0	-0,4
Hogares e ISFLSH	887,0	-0,3	0,2	-0,3	-0,5	-0,7
<i>De la cual:</i>						
<i>Crédito para adquisición de vivienda (c)</i>	676,8	0,2	0,7	0,1	-0,1	0,2
<i>Crédito para consumo y otros fines (c)</i>	206,8	-1,9	-1,3	-1,4	-1,8	-3,8
Sociedades no financieras	1.296,5	-1,2	0,9	0,8	0,3	-0,1
<i>De la cual:</i>						
<i>Préstamos de entidades de crédito residentes (c)</i>	878,8	-3,5	-1,0	-1,5	-1,6	-1,7
<i>Valores de renta fija (d)</i>	66,7	36,9	14,9	14,9	10,2	4,5
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	673,9	29,5	13,8	18,9	17,5	16,4
Valores a corto plazo	84,9	62,7	1,3	5,6	0,0	4,3
Valores a largo plazo	477,1	27,4	15,7	21,7	20,5	18,5
Créditos y resto	112,0	15,0	17,6	19,4	20,3	18,2

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.

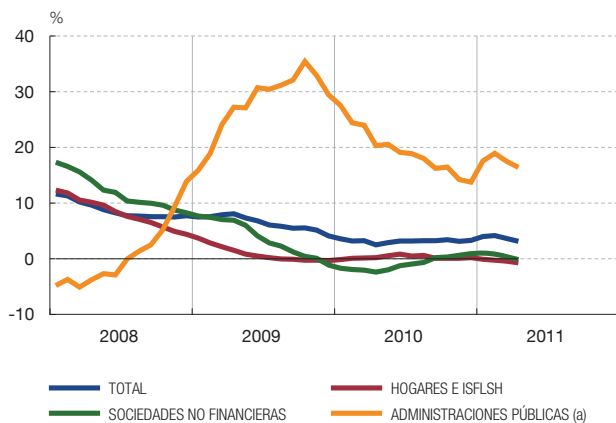
En el mercado bursátil español, al igual que en la mayoría de las principales plazas internacionales, las cotizaciones han descendido. Así, en la fecha de cierre de este artículo, el IBEX 35 caía, respecto al nivel alcanzado a finales de mayo, un 6,3 %, reducción similar a la del EURO-STOXX 50 de las bolsas de la UEM (5,1 %) y a la del S&P 500 de las de Estados Unidos (5,7 %). Estos movimientos llevaron a que, en términos acumulados del año, el índice español presentara unas pérdidas del 0,5 %, una caída algo menor que la de la referencia europea (2,8 %) y que contrasta con la ganancia que mostraba el indicador estadounidense (del 0,9 %).

Los últimos datos disponibles sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en las operaciones con su clientela, correspondientes a abril, evidencian nuevos ascensos, que en el caso de la financiación bancaria a las empresas fueron de 25 pb con respecto al mes anterior, hasta el 3,95 %, y en el de los fondos concedidos a las familias para adquisición de vivienda, de 16 pb, alcanzando el 3,31 %. Por su parte, la remuneración de los depósitos y el coste de los créditos a los hogares para consumo y otros fines experimentaron, en relación con marzo, incrementos de menor cuantía, quedando situados en el 1,72 % y el 7,12 %, respectivamente (véase cuadro 2).

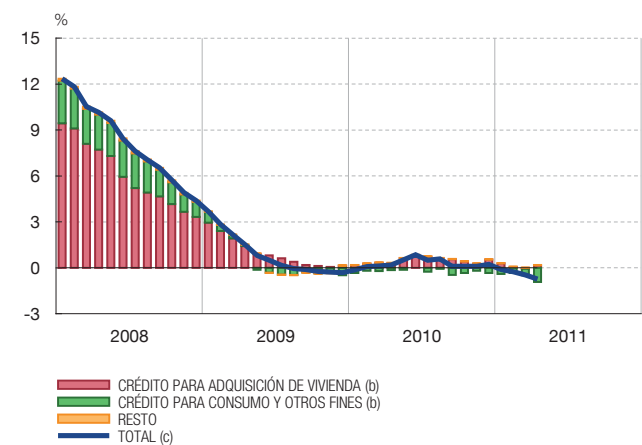
Durante abril, la financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes no financieros volvió a desacelerarse, hasta presentar un crecimiento interanual cercano al 3 % (0,5 pp inferior al del mes precedente) (véanse cuadro 3 y gráfico 8). El desglose por sectores evidencia una ligera contracción, en relación con el mismo período del año anterior, de la deuda de los hogares y de las empresas (del 0,7 % y del 0,1 %, respectivamente), y una moderación del ritmo de expansión de los pasivos de las Administraciones Públicas, aunque siguió siendo muy elevado.

La desagregación por finalidades muestra que la contracción de los pasivos de las familias se debió a la pérdida de dinamismo de los préstamos destinados al consumo y otros fines,

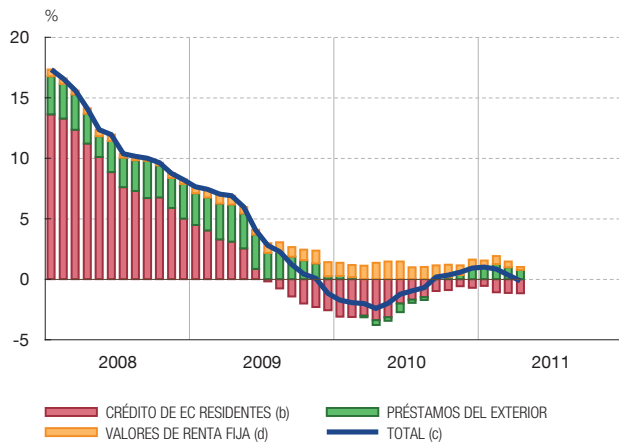
CRECIMIENTO INTERANUAL



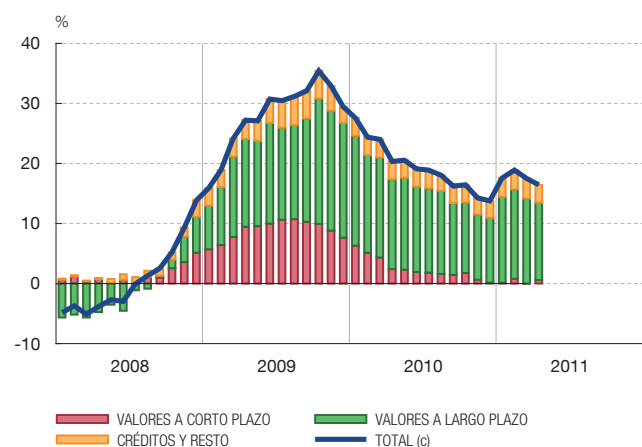
FINANCIACIÓN A HOGARES E ISFLSH. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (a). CONTRIBUCIONES

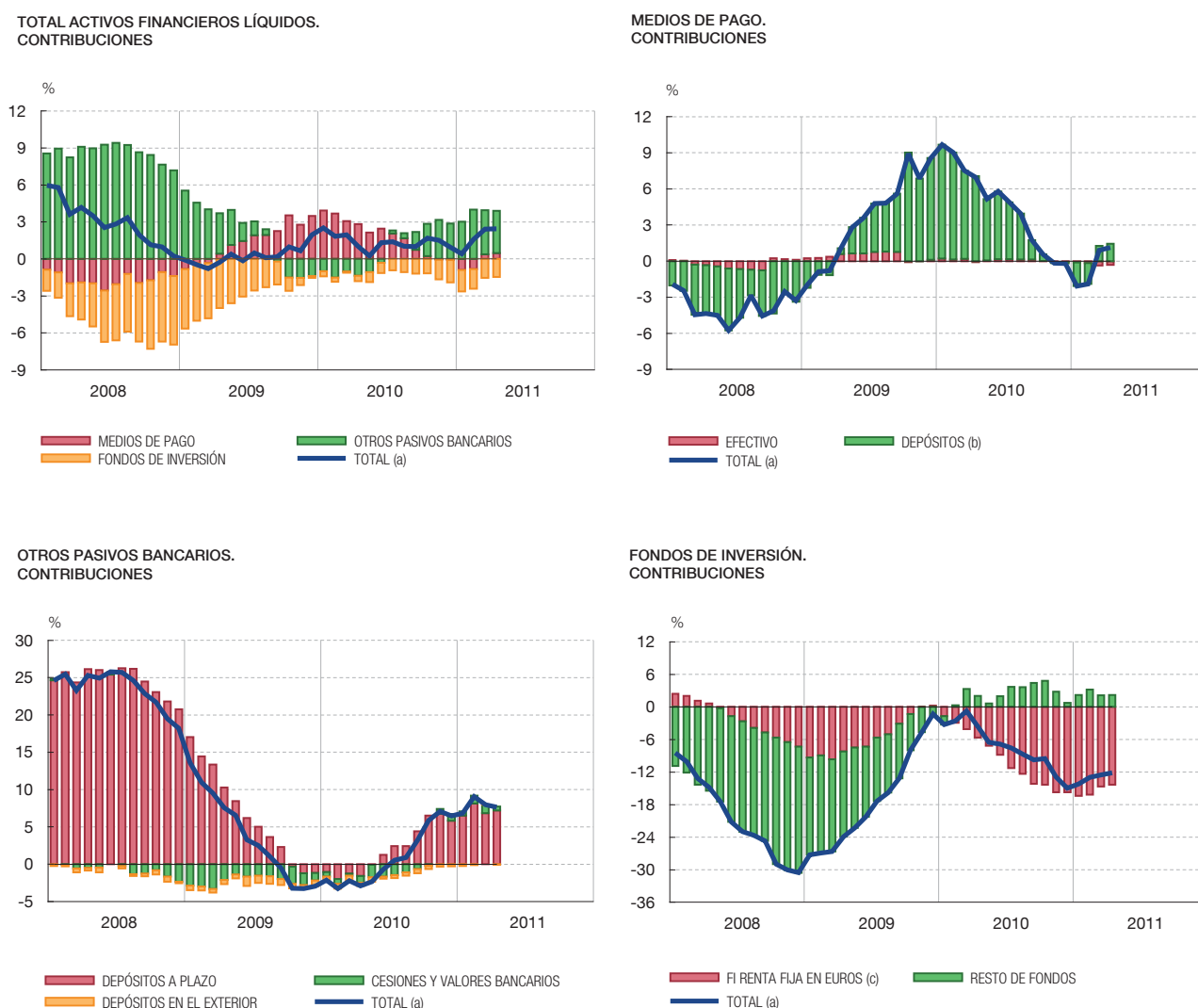


FUENTE: Banco de España.

- 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.

que presentaron una disminución interanual cercana al 4 %, ya que el crédito para la adquisición de vivienda apenas experimentó variación alguna. En el caso de las empresas, los fondos procedentes de las entidades de crédito residentes se redujeron a un ritmo interanual similar al de los últimos meses (1,7 %), mientras que el resto de la financiación se desaceleró, aunque continuó registrando crecimientos positivos. Los datos provisionales correspondientes a mayo apuntan a que en dicho mes se habría vuelto a reducir la tasa de crecimiento del crédito a las sociedades y a los hogares, afectando el descenso en este último caso tanto al concedido para la compra de inmuebles como al destinado a otros fines.

La tasa de variación interanual de la financiación recibida por las Administraciones Públicas disminuyó hasta el 16,4 % en abril, 1,1 pp por debajo del dato del mes anterior. Por instrumentos, los fondos captados a través de crédito y de la emisión de valores a largo plazo se desaceleraron, aunque continuaron presentando avances superiores al 18 % en



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.

ambos casos, mientras que los recursos obtenidos con emisiones de valores a corto plazo experimentaron una ligera aceleración.

En abril, el ritmo de crecimiento interanual de los activos financieros más líquidos de las carteras de las empresas y los hogares se mantuvo en cifras similares a las de marzo (en torno al 3 %) (véase gráfico 9). El desglose por componentes tampoco muestra cambios importantes en relación con el mes precedente, de modo que tanto los medios de pago como, en mayor medida, los depósitos a plazo continuaron registrando avances, al tiempo que siguió reduciéndose el patrimonio de los fondos de inversión. Los datos provisionales correspondientes a mayo evidencian una desaceleración de los activos financieros del sector privado no financiero, que habría resultado, fundamentalmente, del menor dinamismo de los medios de pago.

24.6.2011.