

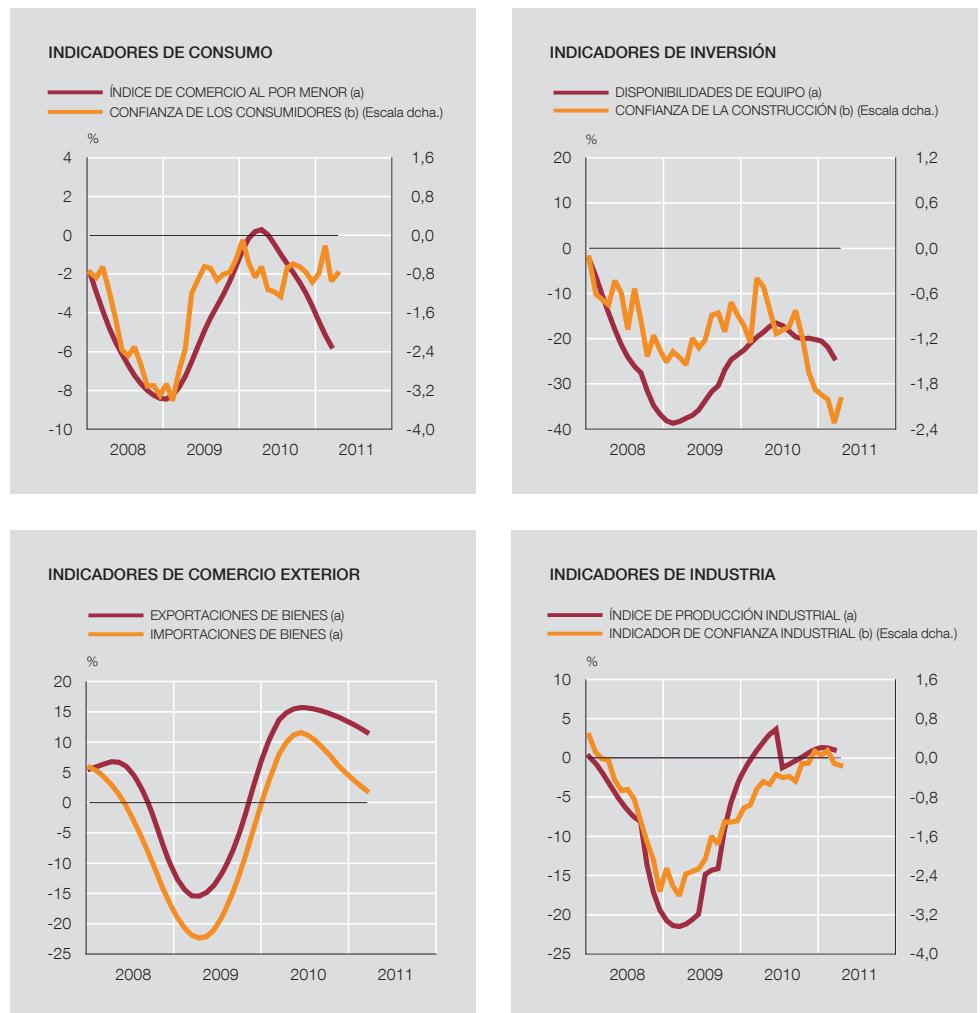
EVOLUCIÓN RECENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Evolución del sector real de la economía española

De acuerdo con las últimas cifras de la CNTR, en el primer trimestre de 2011 el PIB real prosiguió la senda de suave recuperación de los últimos trimestres, incrementando su avance intertrimestral en una décima, hasta el 0,3 %. Desde el punto de vista de la composición del crecimiento del producto, esta modesta aceleración de la actividad vino acompañada por una mejora del comportamiento de la demanda nacional, que registró un estancamiento tras haber experimentado una contracción de cuatro décimas en el trimestre anterior, en tanto que la contribución de la demanda exterior neta continuó siendo positiva, si bien su magnitud, de tres décimas, fue la mitad de la observada en el período precedente. Entre los componentes de la demanda nacional, cabe destacar el fuerte repunte del consumo público, de más de 2 puntos porcentuales (pp), hasta el 1,4 %. Por el contrario, el consumo privado y la inversión en bienes de equipo, que habían registrado tasas positivas en el trimestre final de 2010, mostraron un crecimiento nulo. Por su parte, la construcción moderó algo su ritmo de deterioro. En cuanto a la demanda exterior neta, la disminución de la aportación positiva del saldo neto exterior se explica por el mayor repunte de las importaciones de bienes y servicios (de 2,3 pp, hasta el 3,9 %) en comparación con las ventas al exterior (que se aceleraron en 1,1 pp, hasta el 5 %). En términos de las tasas interanuales, el producto aumentó un 0,8 %, dos décimas más que en el trimestre anterior, como resultado de una mejora de la aportación de la demanda exterior neta también de dos décimas, hasta el 1,4 %, y de un descenso de la demanda nacional del -0,6 % (similar a la del cuarto trimestre).

Por el lado de la oferta, el valor añadido bruto se aceleró, en tasa interanual, en las ramas de servicios y, especialmente, en las industriales (hasta el 1,2 % y 3,9 %, respectivamente), y también frenó algo su ritmo de caída en la construcción, aunque este siguió siendo muy intenso (-5,4 %). Por su parte, el ritmo de destrucción de empleo se estabilizó en el -1,4 %. Dada la evolución de la actividad, esto supuso que el ritmo de avance de la productividad aumentara en dos décimas, hasta el 2,2 %. La remuneración por asalariado repuntó hasta el 1 % (tras haber descendido un 0,4 % en el trimestre anterior), lo que hizo que los costes laborales moderaran su descenso hasta el -1,2 % (desde el -2,3 % del trimestre previo).

En un escenario internacional de fortalecimiento casi generalizado de la actividad, el crecimiento del PIB español en el primer trimestre de 2011 continuó siendo inferior al de las principales economías de nuestro entorno y, en particular, al de la zona del euro y al del conjunto de la UE, cuyas tasas de avance interanual se situaron en el 2,5 % en ambos casos. Por lo que respecta a la evolución más reciente, los indicadores disponibles sobre el segundo trimestre son escasos. En el caso del consumo privado, el índice de confianza de los consumidores de la Comisión Europea enjugó en abril parte del fuerte deterioro registrado en el mes previo, si bien se mantiene en niveles ligeramente inferiores a los del primer trimestre, destacando el juicio más negativo que mantienen los hogares acerca de las perspectivas sobre su situación financiera y su capacidad de ahorro durante los próximos doce meses, lo que probablemente está vinculado con el deterioro que las subidas de precios y el aumento del coste de las hipotecas han supuesto recientemente sobre los presupuestos familiares (véase gráfico 1). La confianza de los comerciantes minoristas también mejoró en abril, hasta situarse en niveles similares a los de la media del primer trimestre, al igual que el índice de clima de los productores de bienes de consumo, que ganó algo más de tres puntos en ese mismo mes, superando los valores medios del primer trimestre. Por el contrario, el indicador de matriculaciones de vehículos particulares intensificó su ritmo de caída en abril, hasta el -38 %, en tasa interanual, si bien esta cifra continúa afectada por la comparación con un período en el que la vigencia



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).

del Plan 2000E y el adelantamiento de compras ante la subida del IVA de julio de 2010 impulsaron transitoriamente las compras. Con todo, la tasa de variación mensual, corregida de estacionalidad, fue igualmente negativa (-3,2 %).

Por lo que respecta a la inversión en equipo, la encuesta trimestral de la Comisión Europea a los empresarios manufactureros mostró, de nuevo, un avance en el nivel de utilización de la capacidad productiva al inicio del segundo trimestre del año. Otros indicadores arrojan una lectura menos positiva, como los datos de la Encuesta de Coyuntura Industrial para las ramas productoras de bienes de equipo, que empeoraron en abril con respecto al primer trimestre. Además, las matriculaciones de vehículos de carga descendieron un 4,3 % interanual en abril, en serie ajustada de estacionalidad, superando ligeramente el ritmo de caída del primer trimestre. Los datos más recientes relativos al resto de indicadores cuantitativos referidos a este componente de la demanda corresponden aún al primer trimestre del año, período en el cual la producción industrial de estos bienes (que se incrementó un 4 % interanual en dicho período, en serie ajustada de estacionalidad) vino acompañada de una ralentización de las importaciones y un fuerte impulso de las exportaciones de este tipo de bienes.

La información más reciente relativa a la construcción sigue apuntando a una continuación del proceso de ajuste en este sector, aunque se advierten algunas señales de ligera mejoría en los indicadores contemporáneos referidos a los consumos intermedios, que han mostrado una evolución más favorable a principios del año en curso. La producción de minerales no metálicos recuperó una tasa de variación interanual positiva en el conjunto del primer trimestre, del 3,3 %. Además, la confianza de los empresarios del sector registró cierta mejora en abril, tras cinco meses consecutivos de deterioro. Sin embargo, el comportamiento reciente de los indicadores contemporáneos de índole laboral se ha deteriorado en abril, mes en el que el ritmo de caída de los afiliados a la Seguridad Social se acentuó hasta el -10,5 %, frente al -9,6 % del período de enero-marzo, y el descenso del paro registrado en el sector se moderó hasta el -2,8 % (desde el -4,3 % del primer trimestre). Finalmente, con información más retrasada, hasta febrero de 2011 el comportamiento de los principales indicadores adelantados ha sido dispar. Por un lado, la superficie visada de obra nueva en viviendas prolongó en febrero la recuperación iniciada en el mes anterior, registrando un avance interanual del 5 %. Por el contrario, la superficie visada de carácter no residencial mantuvo la tónica de fuertes caídas que muestra desde el último trimestre de 2010, al mostrar en febrero un descenso interanual del 27 %, en tanto que se intensificó la caída de la licitación oficial de obra civil, hasta situar su tasa interanual en el -38 %.

Según los últimos datos disponibles de Aduanas, las exportaciones reales de bienes crecieron un 9,7 % en marzo, en tasa interanual, lo que supone una cierta ralentización, tras el fuerte ritmo de avance de los dos meses previos. En el conjunto del primer trimestre, las ventas al exterior de bienes repuntaron hasta el 15,8 %, superando en casi 2 pp la tasa media del cuarto trimestre de 2010. Por grupos de productos, las exportaciones más dinámicas en el período de enero-marzo fueron las de bienes de equipo (tanto las relativas a la maquinaria industrial como al equipo de transporte terrestre y naval), intermedios (en especial los destinados a la industria química) y algunos bienes de consumo, como los automóviles y los alimentos. Por áreas geográficas, las ventas fuera de la UE (con un incremento real del 19 %) se expandieron en el primer trimestre más que las intracomunitarias (14 %). También las importaciones reales de bienes moderaron ligeramente su ritmo de avance interanual en marzo, hasta el 4,2 %, aunque cerraron el primer trimestre con un crecimiento medio del 6,9 %, en torno a 2 pp superior al observado entre los meses de octubre y diciembre del año anterior. Por grupos de productos, las compras de bienes intermedios no energéticos continuaron creciendo a tasas de dos dígitos en el primer trimestre, mientras que las importaciones de bienes de equipo mantuvieron un ritmo de avance moderado y las de bienes de consumo frenaron notablemente su tónica de caída. El déficit comercial aumentó un 7 % interanual en marzo y un 3,3 % en el conjunto del primer trimestre, como consecuencia del encarecimiento del petróleo, que se tradujo en un empeoramiento del saldo de la balanza energética, cuyo déficit se incrementó en casi un 30 % en el período de enero-marzo, mientras que el déficit de la balanza no energética se redujo en más del 50 % en esas mismas fechas.

Respecto al turismo, según la CNTR los ingresos reales prolongaron en el primer trimestre de 2011 la tónica positiva que mantienen desde mediados del año anterior, registrando una tasa de crecimiento interanual del 4,6 %, en un contexto de recuperación económica de las economías avanzadas, nuestros principales mercados emisores de turismo, y de inestabilidad política en algunos destinos turísticos competidores. Los primeros indicadores relativos al segundo trimestre mantienen ese dinamismo. Así, en abril las pernoctaciones de no residentes aumentaron un 20,6 % interanual. Si bien esta tasa está afectada por el hecho de que la Semana Santa se celebró este año en abril, la media de las pernoctaciones de marzo y abril

respecto a las de 2010 —que corrige ese efecto— arroja, asimismo, un ritmo de crecimiento muy elevado, del 17 %. También en abril aumentó con intensidad el número de turistas extranjeros (casi un 21 % interanual).

De acuerdo con los datos de Balanza de Pagos, en el período de enero-febrero de 2011 la necesidad de financiación de la nación ascendió a 10,5 mm de euros, frente a 10 mm en idéntico período de 2010. La balanza por cuenta corriente registró un déficit acumulado de 12 mm de euros hasta febrero. Esta evolución fue el resultado del aumento del déficit de rentas y, en menor medida, del comercial, que compensaron la mejora de los saldos de servicios y de transferencias corrientes. El saldo de la cuenta de capital acumuló un superávit de 1,4 mm de euros hasta febrero de 2011 (1,5 mm un año antes).

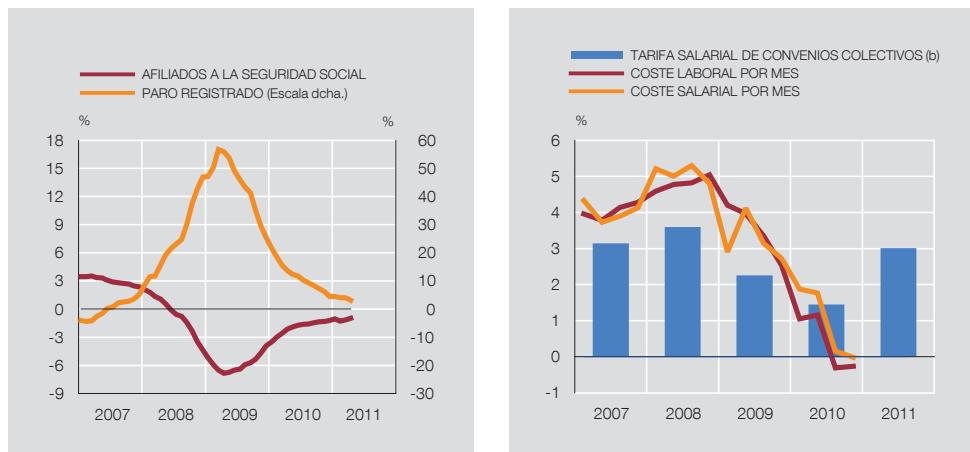
Por el lado de la oferta, la confianza de la industria manufacturera de la Comisión Europea disminuyó en abril por segundo mes consecutivo, reflejando un deterioro de las expectativas de producción en los próximos meses. Asimismo, el índice PMI empeoró ligeramente en abril, hasta el nivel de 50,6 puntos, aunque continúa situado en niveles compatibles con una expansión de la actividad, gracias, en buena medida, al significativo avance que mantienen los pedidos para la exportación. Entre las estadísticas relativas al mercado laboral, en abril los afiliados a la Seguridad Social en este sector moderaron ligeramente su ritmo de descenso interanual (−2,5 %), si bien se frenó la caída del paro registrado, cifrándose la tasa interanual en el −3,6 %. Entre el resto de indicadores cuantitativos, para los que no existe información referida al segundo trimestre, el IPI registró en marzo un descenso interanual del 0,7 % en términos de la serie corregida de calendario y desestacionalizada (frente al aumento del 2,6 % registrado en febrero). Con la excepción de los bienes intermedios no energéticos, los principales componentes del IPI se contrajeron en marzo, destacando la notable debilidad que mostraron los bienes de consumo. No obstante, en el conjunto del primer trimestre, el IPI acentuó su ritmo de avance interanual hasta el 1,8 %, desde el 0,3 % del trimestre anterior.

En cuanto a los servicios, los indicadores de opinión se comportaron de forma desigual al principio del segundo trimestre: el indicador de confianza que elabora la Comisión Europea interrumpió en abril la trayectoria de mejora que había mostrado en los primeros meses del año, mientras que en dicho mes el PMI recuperó de nuevo un nivel superior a 50 puntos, compatible con una expansión de la actividad comercial, mejora que se debió, en gran medida, al impulso que experimentó la actividad en el sector de la hostelería. Sin embargo, otras variables incluidas en esta encuesta, como el empleo o el volumen de pedidos, continuaron en niveles de contracción. La evolución reciente de los indicadores que describen la evolución laboral del sector ha sido favorable, pues, por una parte, el ritmo de avance de los afiliados a la Seguridad Social continuó aumentando, hasta el 0,5 % en abril, al tiempo que el crecimiento del número de parados inscritos en el Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE) se moderó en ese mismo mes, hasta el 4,1 %.

Según los datos de la CNTR, en el primer trimestre de 2011 el ritmo de destrucción de puestos de trabajo se estabilizó en el −1,4 % interanual, en línea con la evolución que mostraron los datos de la EPA. Los indicadores más recientes apuntan a unas tasas de descenso interanual del empleo más contenidas al comienzo del segundo trimestre. En concreto, el número de afiliados a la Seguridad Social descendió en abril a un ritmo interanual del 1 %, caída que es una décima menos pronunciada que en marzo y dos décimas inferior al retroceso observado en el conjunto del primer trimestre. Respecto al desempleo, el número de parados continuó desacelerándose en abril, hasta situar su tasa de crecimiento interanual en el 3,1 %, frente al 4 % del mes anterior y al 4,2 % del primer trimestre (véase gráfico 2).

EMPLEO Y SALARIOS (a)

GRÁFICO 2



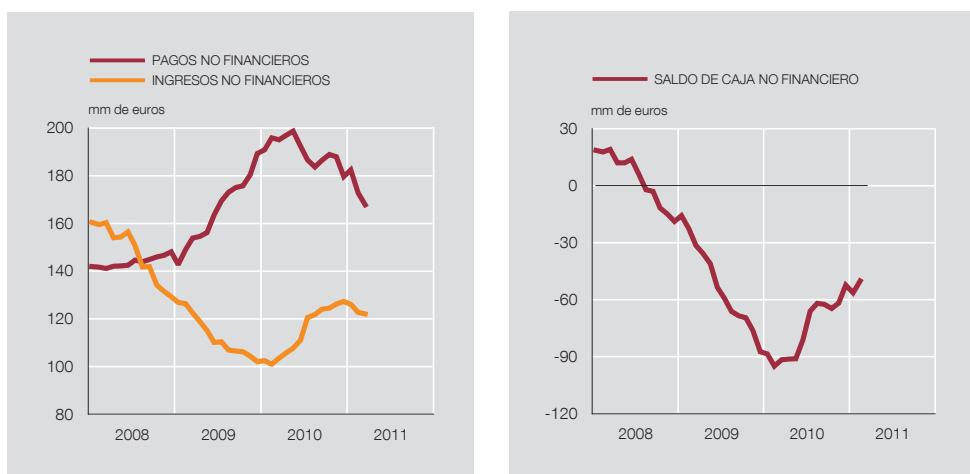
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo e Inmigración.

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.

b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta abril de 2011.

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

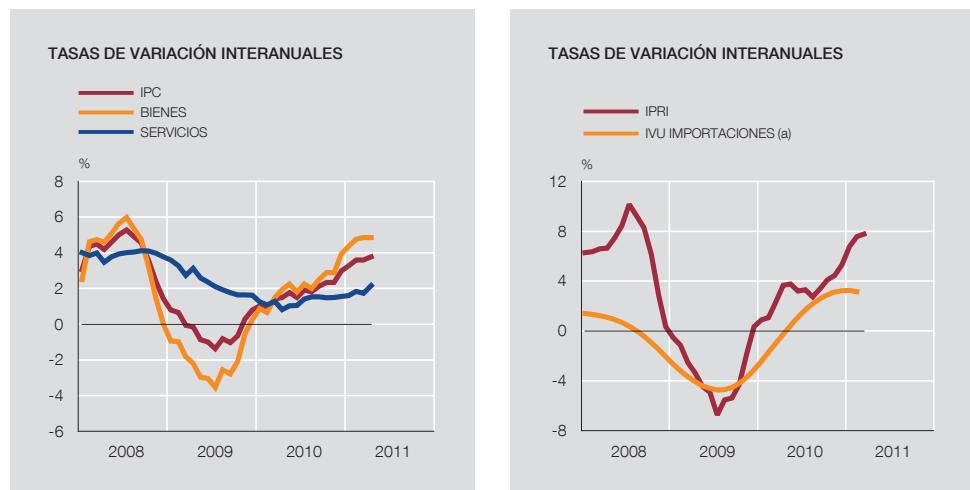
GRÁFICO 3



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a. Último dato: marzo de 2011.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado presentó hasta marzo un déficit de 6,9 mm de euros ($-0,6\%$ del PIB), frente al déficit de 8,7 mm ($-0,8\%$ del PIB) registrado hasta el mismo mes de 2010. Por su parte, en términos de caja, la ejecución presupuestaria hasta marzo se saldó con un déficit de 9,2 mm de euros, reduciendo un 40% el saldo negativo observado en los tres primeros meses del año anterior. Tanto los ingresos como los gastos del Estado disminuyeron en el período de enero-marzo, un 16,2% y un 24,2%, respectivamente, en tasa interanual, pero conviene recordar que estas cifras están influidas por la entrada en vigor del nuevo sistema de financiación autonómica, que transfiere un mayor porcentaje de la recaudación impositiva a las CCAA y, en contrapartida, disminuye el importe global de las transferencias que realiza el Estado. En términos del saldo en suma móvil de doce meses (véase gráfico 3), los pagos muestran un descenso del 13,9%, mientras que los ingresos aumentan a un ritmo del 17,9%. Esta evolución es compatible con los objetivos del Gobierno plasmados en los Presupuestos Generales del Estado para 2011.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

Precios y costes

De acuerdo con la CNTR, la remuneración por asalariado se aceleró hasta registrar una tasa de avance positiva del 1 % en el primer trimestre, frente a la caída del 0,4 % del trimestre precedente. En las ramas de economía de mercado, la remuneración por asalariado aumentó desde el 0,9 % al 2,2 %. Este repunte del crecimiento salarial se trasladó a la evolución de los costes laborales unitarios, cuyo ritmo de descenso interanual para el total de la economía se aminoró en nueve décimas, hasta el -1,2 %. La información salarial más reciente, relativa al desarrollo de la negociación colectiva hasta el 30 de abril, siguió mostrando una aceleración de las tarifas con respecto al año precedente, con un incremento acumulado hasta abril del 3 %, frente al 1,3 % de las tarifas pactadas para 2010, en ambos casos sin incluir los efectos de la cláusula de salvaguarda (véase gráfico 2). Como suele ocurrir en los primeros meses del año, casi todos los convenios registrados son revisados, es decir, representan acuerdos plurianuales de ejercicios anteriores que siguen teniendo efectos económicos en 2011. Los convenios de nueva firma pactaron un incremento de salarios inferior, del 1,6 %, aunque son, por ahora, poco representativos, pues solo afectan a una minoría de asalariados.

En abril, la tasa interanual del IPC aumentó dos décimas, hasta situarse en el 3,8 %, el mayor registro observado desde septiembre de 2008 (véase gráfico 4). Este repunte se debió al aumento de los precios de los servicios (cuya inflación se vio afectada por el calendario de la Semana Santa), los bienes intermedios no energéticos y los alimentos elaborados, que elevaron sus tasas interanuales hasta el 2,2 %, 0,9 % y 4,5 %, respectivamente (desde el 1,7 %, 0,7 % y 3,7 % de marzo). Por el contrario, los precios de los alimentos no elaborados y de la energía recortaron sus tasas de crecimiento interanual hasta el 2,4 % y 17,7 %, respectivamente (3,1 % y 18,9 % en el mes anterior). Como resultado de esta evolución por componentes, el IPC sin energía y el IPSEBENE se aceleraron cuatro décimas, hasta el 2,2 % y el 2,1 %, respectivamente. El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) incrementó también dos décimas su ritmo de variación interanual, hasta el 3,5 %. Dado que en el área del euro el avance interanual del IAPC fue del 2,8 %, el diferencial de inflación se amplió una décima, hasta 0,7 pp. Este diferencial sigue estando muy influido por los precios de la energía, al ser la inflación española más sensible a las variaciones del precio del petróleo. Así, el diferencial del IAPC sin energía respecto a la UEM fue de solo 0,1 pp.

En abril, la tasa de crecimiento interanual del IPRI disminuyó 0,5 pp, hasta el 7,3 %, como consecuencia de la desaceleración de los precios de la energía y de los bienes intermedios. El índice general sin energía presentó una tasa interanual del 4,1 %, cuatro décimas menos que en marzo. Por último, los precios de exportación, aproximados mediante los índices de valor unitario (IVU), acrecentaron en marzo su ritmo de avance interanual en 1,4 pp, hasta el 7,5 %. En términos de los precios industriales de exportación elaborados por el INE, sin embargo, se observó, en ese mes, una desaceleración de 0,6 pp, hasta el 6,9 %. En la vertiente importadora, tanto los IVU como los precios industriales situaron en marzo su tasa interanual en el entorno del 11 %.

Evolución económica y financiera en la UEM

La evolución de los mercados financieros internacionales en mayo ha estado condicionada por algunos datos económicos negativos en el entorno exterior del euro y por el recrudecimiento de la crisis de deuda soberana en la zona del euro, que se han reflejado, principalmente, en la corrección y volatilidad experimentadas por los precios de las materias primas. Estos factores también se han manifestado en flujos hacia activos percibidos como seguros —dólar y bonos públicos— y retrocesos en los índices bursátiles, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. El ligero deterioro de las perspectivas económicas en Estados Unidos ha favorecido el descenso de la rentabilidad del bono del Tesoro estadounidense a diez años hasta situarlo por debajo del 3,1 %, en un contexto de mayor aversión al riesgo y búsqueda de activos que actúen como refugio. Este entorno ha podido contribuir también al fortalecimiento del dólar frente a las principales monedas. En particular, el dólar se ha apreciado en el conjunto del mes casi un 5 % respecto al euro. En los mercados emergentes los retrocesos en las bolsas —más acusados en Europa del Este— han venido acompañados, no obstante, de una relativa estabilidad de los diferenciales de crédito. La elevada volatilidad, relacionada, en buena medida, con el comportamiento de las materias primas, las renovadas entradas de capitales en deuda, así como las cuantiosas emisiones internacionales de renta fija, explican esta evolución divergente. Los precios de las materias primas, tanto energía como alimentos y metales, han sufrido una fuerte corrección a lo largo de mayo. En particular, durante el mes el precio del petróleo tipo Brent cayó alrededor de un 9 %, hasta situarse en el entorno de los 115 dólares. Este ajuste se produce después de una fase alcista particularmente acusada, y al hilo de una rebaja en las expectativas de crecimiento de la demanda mundial, por lo que puede interpretarse que los componentes técnicos de tipo financiero —relacionados, por ejemplo, con el cierre de posiciones— han podido amplificar la corrección.

En Estados Unidos, la estimación preliminar del PIB del primer trimestre mostró un crecimiento trimestral anualizado del 1,8 % (2,3 % interanual). Esta cifra es igual a la estimación de avance, aunque con diferencias en su composición, ya que la menor contribución del consumo privado se vio compensada por una mayor acumulación de existencias y una contracción menos acusada de la inversión empresarial en infraestructuras. Los indicadores más recientes han tendido a mostrar señales algo más débiles tanto en oferta como en demanda. Así, en abril la producción industrial se estancó y la confianza de los empresarios retrocedió. Por su parte, las ventas al por menor se desaceleraron en dicho mes y, aunque la confianza de los consumidores mejoró en abril y mayo, aún no se ha recuperado de la fuerte caída de marzo. Asimismo, el mercado de la vivienda continúa deprimido y los precios han seguido descendiendo. En contraste, el mercado laboral constituye la nota más positiva, con la creación de 244.000 empleos netos en abril, y, aunque la tasa de tasa de paro aumentó hasta el 9 % de la población activa, el componente de larga duración descendió. La inflación aumentó 5 décimas en abril, hasta el 3,2 % interanual, y la tasa subyacente pasó del 1,2 % al 1,3 % 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 %.

En Japón, la primera estimación del PIB del primer trimestre mostró una caída del 0,9% trimestral (–1% interanual), bastante más pronunciada de lo esperado por el consenso de analistas, lo que refleja la intensidad del impacto del terremoto del 11 de marzo sobre la actividad. Esta contracción se fundamentó en la elevada contribución negativa de las existencias y en la fortaleza de las importaciones (ante la necesidad de contrarrestar los efectos de las interrupciones de la producción doméstica), así como en el retroceso del consumo y de la inversión productiva (en un entorno de elevada incertidumbre y deterioro de la confianza de los agentes). Los indicadores de mayor frecuencia apuntan a una cierta estabilización de la actividad en abril, si bien en niveles muy bajos. En cuanto al sector exterior, en abril la balanza comercial registró el primer dato deficitario en 2 años como consecuencia del continuo deterioro de las exportaciones, que cayeron un –5,5%, afectadas por el parón en la actividad doméstica, y el mencionado dinamismo de las importaciones. Por su parte, el IPC creció en abril un 0,3% interanual, sesgado al alza por la fortaleza de los precios de las materias primas y un efecto de base, aunque persisten las presiones deflacionistas —si bien cada vez más moderadas—. En este contexto, no se produjeron cambios en la política monetaria.

La economía del Reino Unido creció un 0,5% intertrimestral (1,8% interanual) en el primer trimestre de 2011, por la notable contribución positiva de la demanda exterior neta, apoyada en un fuerte crecimiento de las exportaciones, mientras que el gasto interno se contrajo. Los indicadores referidos a marzo y abril muestran una ralentización de la actividad industrial, en respuesta a una demanda interna débil; sin embargo, la actividad industrial mantiene un tono expansivo sostenido por las exportaciones. En este sentido, la atonía de las ventas minoristas —aunque repuntaron algo en abril— y la caída de la confianza de los hogares reflejan la fragilidad del consumo. El mercado inmobiliario sigue estancado y los precios tienden a estabilizarse, tras una fase de suave ajuste a la baja. El mercado laboral presenta un tono más positivo, con un aumento de la tasa de participación y una caída de la tasa de paro, hasta el 7,7% en marzo, al tiempo que persiste la moderación salarial. En abril, la inflación repuntó cinco décimas, hasta el 4,5%, al igual que la tasa subyacente, que se situó en el 3,7%. Pese a revisar al alza su previsión de inflación en mayo, el Banco de Inglaterra ha mantenido 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, la primera estimación del PIB del primer trimestre —a falta del dato de Polonia— muestra un comportamiento desigual por países, destacando el dinamismo de Lituania y la salida de la recesión de Rumanía, al tiempo que varios países moderaron su ritmo de crecimiento. En todos los casos, el impulso de la actividad continuó ligado a la expansión de las exportaciones y de la producción industrial, gracias al vigor que sigue mostrando la economía alemana, mientras que la demanda interna permaneció débil. En abril, la inflación registró un comportamiento heterogéneo y, en promedio, se mantuvo en el 4,4% interanual, variando en un rango entre el 1,6% de la República Checa y el 8,4% de Rumanía. Las crecientes presiones inflacionistas propiciaron un aumento de 25 puntos básicos (pb) en el tipo de interés oficial de Polonia, hasta el 4,25%, mientras que en el resto de países se mantuvo inalterado.

En China, el PIB real creció un 9,7% interanual en el primer trimestre del año, cifra ligeramente inferior a la del trimestre anterior, pero que sigue revelando un notable dinamismo, por la mayor contribución del consumo y la elevada aportación de la inversión. La inflación disminuyó en abril en una décima, hasta el 5,3%, permaneciendo de esta forma por encima de la referencia oficial (4%). En este contexto, el banco central anunció en mayo un nuevo incremento —quinto en lo que va de año— de 50 pb en el coeficiente de reservas bancarias, hasta situarlo en el 21% para los grandes bancos y en el 19% para los de menor tamaño. En el resto de Asia, el PIB de varias de las principales economías de la región se desaceleró ligeramente en el primer trimestre del año en relación con el precedente, pese a la evolución fa-

vorable de las exportaciones (con la excepción de Singapur, donde registraron una fuerte caída). En abril, la inflación aumentó, salvo en Corea del Sur e Indonesia. En este contexto, en mayo se produjeron elevaciones de tipos de interés oficiales en India, Filipinas y Malasia, incrementándose también el coeficiente de reservas bancarias en este último país.

En América Latina, el crecimiento del PIB se aceleró en Chile y Venezuela en el primer trimestre, situándose las tasas interanuales en el 9,8 % y 4,5 %, respectivamente, si bien, en ambos casos, debido en parte a importantes efectos de base; en México, por su parte, se moderó ligeramente, pese a lo cual la tasa interanual aumentó hasta el 4,6 %. En el resto de países, donde aún no hay datos oficiales del PIB, los indicadores de actividad disponibles apuntan a un mantenimiento del dinamismo en el primer trimestre del año. En el conjunto de la región, la inflación se redujo en abril en una décima, hasta situarse en el 6,6 % interanual, en gran medida como consecuencia de la importante reducción en Venezuela. Por el contrario, se registró un nuevo incremento en Brasil, México y Perú, situándose la inflación en el primer caso por encima del objetivo oficial, a pesar de lo cual las expectativas de inflación tendieron a moderarse. En este contexto, los bancos centrales de Colombia y Perú incrementaron los tipos de interés en 25 pb, mientras que el de Chile lo hizo en 50 pb. Las cuentas externas mejoraron en varios países de la región, como Chile y México, mientras que en Brasil se prolongó el deterioro de la cuenta corriente, como resultado de la evolución desfavorable de la balanza de rentas y servicios. Finalmente, se aprobó la renovación de la Línea de Crédito Flexible que mantiene Colombia con el FMI, por un período de dos años y un monto de 6.100 millones de dólares (equivalente a un 500 % de la cuota).

Finalmente, en la zona del euro, de acuerdo con la estimación provisional de Eurostat, el PIB aumentó un 0,8 % en el primer trimestre de 2011, medio punto más que en el trimestre anterior, superando las previsiones de consenso previas. Aunque todavía no se conoce la desagregación por componentes, la información disponible apunta a que las exportaciones siguen siendo el motor de la recuperación, si bien la demanda interna ha podido incrementar su contribución al crecimiento, impulsada, en parte, por la reversión de los factores que incidieron negativamente en el último trimestre de 2010, relacionados con la adversa climatología y las huelgas en Francia. En términos interanuales, la tasa de variación del PIB, ajustada de estacionalidad, se situó en el 2,5 %, tres décimas por encima del trimestre previo. Todos los países del área, excepto Portugal, registraron crecimientos positivos, destacando Alemania y Francia, con tasas intertrimestrales del 1,5 % y el 1 %, respectivamente, mientras que en Italia el crecimiento se mantuvo en un tímido 0,1 %. En su último ejercicio de previsión, correspondiente a mayo, la Comisión Europea ha revisado marginalmente al alza las expectativas de crecimiento del PIB en 2011, situándolo en el 1,6 % (y mantiene el 1,8 % para 2012).

La información reciente señala un cierto estancamiento en el proceso de avance de la mayor parte de los indicadores de coyuntura, más marcado en los de consumo que en los de actividad. Ello puede estar relacionado con la pérdida de poder adquisitivo derivada del alza del precio del petróleo, los efectos sobre la confianza de la intensificación de la crisis de deuda soberana en Portugal y Grecia y la incertidumbre sobre los efectos que finalmente puedan derivarse del *tsunami* en Japón el 11 de marzo. Por el lado de la oferta, la producción industrial y los pedidos industriales registraron en marzo el primer retroceso de los últimos seis meses, disminuyendo un 0,2 % y un 1,8 %, respectivamente, en relación con el mes anterior. Entre los indicadores cualitativos, el índice de confianza industrial elaborado por la Comisión Europea y la encuesta de directores de compras de la industria manufacturera retrocedieron en mayo, aunque permanecen en niveles muy elevados, tras haber experimentado cierta volatilidad en marzo y abril. Esta misma tendencia aparece reflejada en los indicadores equivalentes del sector servicios. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor y las matriculaciones retrocedieron en marzo y abril, respectivamente, en línea con el comportamiento

		2010			2011	
		DIC	ENE	FEB	MAR	ABR
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial	8,9	6,2	7,7	5,2	
	Comercio al por menor	-0,1	0,6	1,4	-1,7	
	Matriculaciones de turismos nuevos	-7,0	-4,3	0,1	-4,5	-0,1
	Indicador de confianza de los consumidores	-11,0	-11,0	-10,0	-11,0	-12,0
	Indicador de confianza industrial CE	5,0	6,0	7,0	7,0	6,0
	PMI de manufacturas	57,1	57,3	59,0	57,5	58,0
	PMI de servicios	54,2	55,9	56,8	57,2	56,7
	IAPC	2,2	2,3	2,4	2,7	2,8
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS	M3	1,7	1,5	2,1	2,3	
	M1	4,3	3,2	2,9	3,0	
	Crédito a los sectores residentes	3,4	3,8	3,8	3,2	
	AAPP	11,7	11,6	10,5	7,7	
	Otros sectores residentes	1,6	2,1	2,3	2,2	
	<i>De los cuales:</i>					
	— Préstamos a hogares	2,9	3,1	3,0	3,4	
	— Préstamos a sociedades no financieras	-0,2	0,5	0,6	0,8	
	EONIA	0,50	0,66	0,71	0,66	0,97
	EURIBOR a tres meses	1,02	1,02	1,09	1,18	1,32
	EURIBOR a un año	1,53	1,55	1,71	1,92	2,09
	Rendimiento bonos a diez años	4,07	3,94	4,48	4,49	4,66
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,78	-0,54	-0,88	-1,05	-1,18
	Tipo de cambio dólar/euro	1,322	1,336	1,365	1,400	1,444
	Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	-5,8	5,8	7,9	4,2	7,8
						0,3

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.

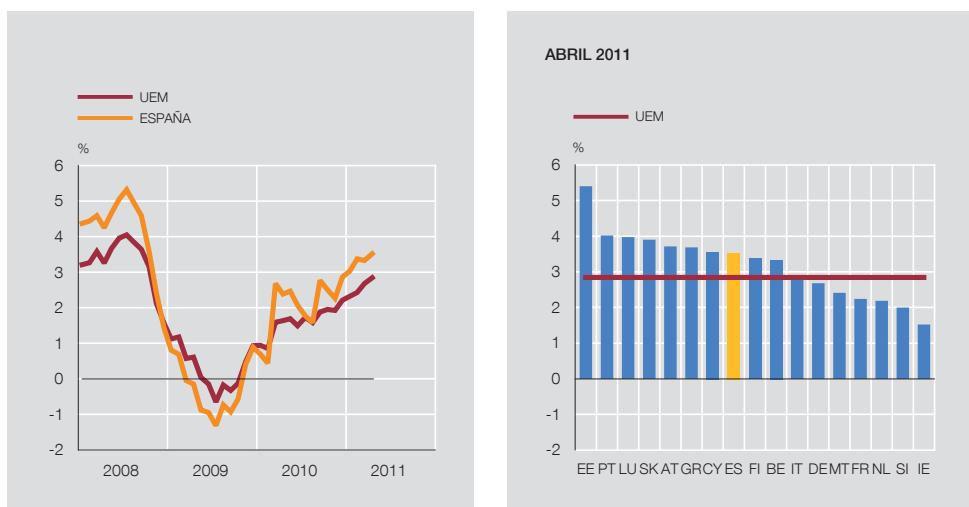
b. Datos hasta el día 26 de mayo de 2011.

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

de la confianza del consumidor en dichos meses, que, no obstante, se recuperó en mayo (véase cuadro 1). En relación con la demanda externa, tanto las exportaciones en marzo como la valoración de la cartera de pedidos de abril protagonizaron nuevos avances. Sin embargo, las expectativas de exportación registraron un descenso en el segundo trimestre de 2011.

La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, aumentó una décima en abril, hasta el 2,8% (véase gráfico 5). Esta evolución se explica, en gran parte, por el crecimiento de los precios de los componentes más estables, afectados por el efecto Semana Santa, los efectos indirectos del alza del precio del petróleo y el cambio metodológico en el tratamiento de los bienes estacionales, que fue parcialmente compensado por el retroceso de las tasas interanuales de los precios de los componentes más volátiles. Por ello, la tasa de variación del IPSEBENE, que recoge los precios de los primeros, aumentó tres décimas, hasta el 1,8%. En marzo, los precios industriales se incrementaron en una décima, situándose en el 6,7% interanual, debido al encarecimiento de los productos energéticos. La Comisión Europea, en su último ejercicio de previsión, ha incorporado el impacto del aumento del precio del petróleo y de las materias primas iniciado a finales de 2010, lo que le ha llevado a revisar notablemente al alza la inflación en 2011 (en ocho décimas, hasta el 2,6%) y, en menor medida, la inflación en 2012, que queda situada en el 1,8%.

La Comisión Europea prevé, por otro lado, una mejora sustancial de la consolidación fiscal en la zona del euro en 2011 y 2012, de tal forma que el déficit público se reduciría hasta el 4,3% del PIB en 2011



FUENTE: Eurostat.

y el 3,5% en 2012, desde el 6,3% registrado en 2009. Tras los programas de ajuste en Grecia y en Irlanda, las autoridades portuguesas solicitaron asistencia financiera el 7 de abril. El Eurogrupo y el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la UE aprobaron, el 17 de mayo, un paquete de ayuda por un importe de 78 mm de euros, de los cuales 12 mm se destinarán a cubrir las necesidades de recapitalización del sector bancario. El apoyo financiero se facilitará a condición del cumplimiento de un programa económico de tres años que considera un ajuste fiscal ambicioso pero creíble, la introducción de importantes reformas estructurales y la aplicación de medidas para garantizar un proceso de desapalancamiento equilibrado y ordenado del sector financiero. El FMI contribuye con un tercio de la ayuda (26 mm), y los dos tercios restantes son aportados a partes iguales por el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera y la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera.

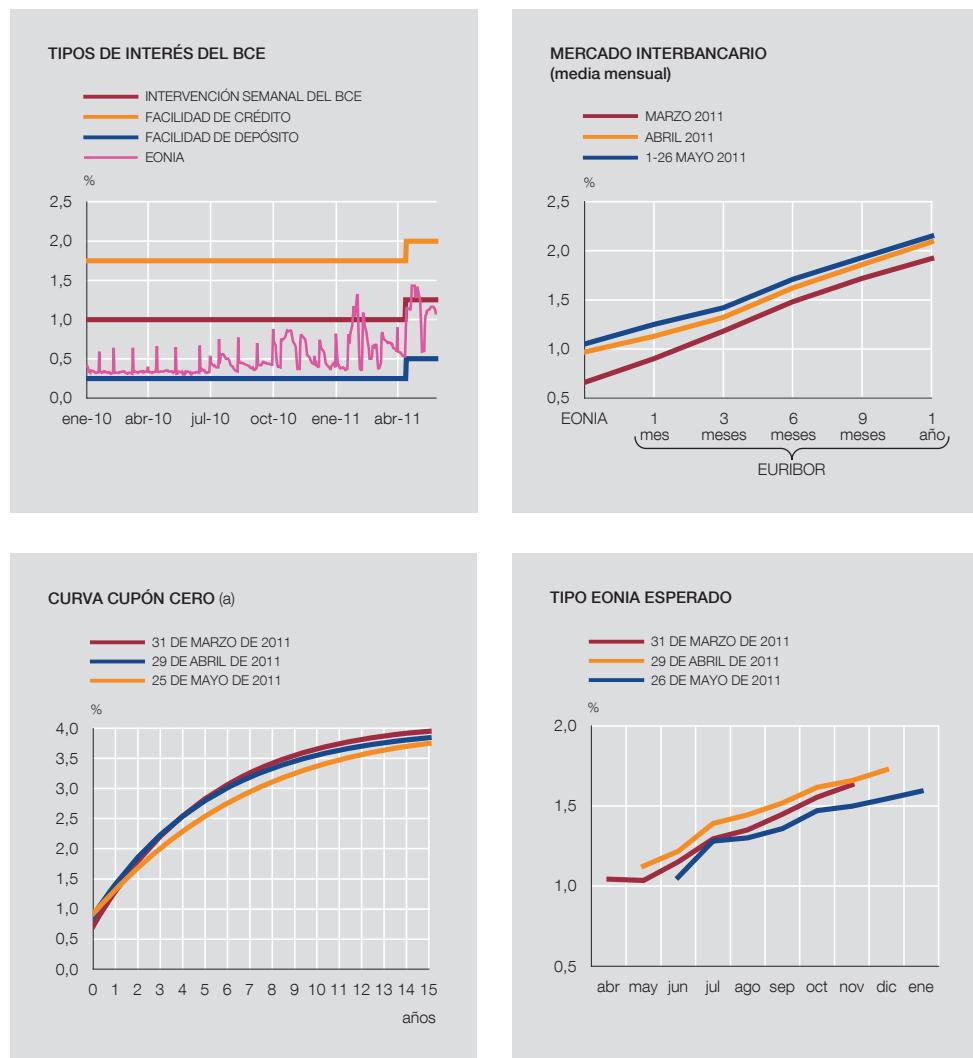
El Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión de principios de mayo, mantener inalterados los tipos de interés oficiales, tras el aumento registrado el pasado 7 de abril de 25 pb. Por lo tanto, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se sitúa en el 1,25%, en el 0,5% el de la facilidad de depósito, y en el 2% el de la facilidad marginal de crédito. El Consejo consideró que persisten las presiones inflacionistas en el corto plazo como consecuencia de la evolución de los precios de la energía y de las materias primas, evaluó la situación monetaria actual como holgada y estimó que la actividad económica mantiene la tendencia positiva, por lo que realizará un seguimiento muy atento de todos los factores que pudieran representar riesgos al alza para la estabilidad de precios.

En el mercado interbancario, los tipos de interés de los depósitos se mantuvieron relativamente estables en mayo. Los tipos EURIBOR a tres meses y a un año apenas variaron, situándose actualmente en el 1,4% y 2,1%, respectivamente (véase gráfico 6). El diferencial positivo entre las rentabilidades de los depósitos EURIBOR y de los eurepos a un mismo plazo se elevó en 11 pb. Por otra parte, tanto los préstamos concedidos a las empresas como a los hogares aumentaron en marzo, un 0,8% y un 3,4%, respectivamente, impulsados estos últimos por la expansión de los créditos para la adquisición de vivienda.

Las tensiones en el mercado de deuda pública continuaron durante el mes de mayo, especialmente en el caso de los bonos griegos, para los que el diferencial se mantiene en niveles máximos, ante las crecientes dificultades para avanzar en los ajustes fiscales y los rumores

TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 6



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación con datos del mercado de swaps.

sobre una posible reestructuración suave de su deuda. Por el contrario, el diferencial de la deuda a diez años portugués ha caído ligeramente en mayo, tras la aprobación de su plan de ayuda. Por otra parte, la rentabilidad de la deuda pública a diez años ha disminuido ligeramente tanto en Estados Unidos (en 17 pb) como en Alemania (en 20 pb), lo que ha supuesto un mínimo incremento del diferencial entre ambas, hasta los 19 pb.

Los mercados de renta variable experimentaron una tendencia descendente a lo largo de mayo, situándose actualmente el índice EUROSTOXX 50 un 7 % por debajo del nivel de finales de abril. En los mercados de divisas, el euro ha seguido depreciándose a lo largo del mes, cotizando a 1,42 \$/€ en los últimos días (véase gráfico 7).

Por último, en marzo el agregado monetario amplio M3 registró una tasa de crecimiento interanual del 2,3 %, dos décimas por encima del mes anterior. Esta ligera aceleración fue consecuencia del comportamiento expansivo experimentado por los depósitos.

Evolución financiera en España

Los nuevos brotes de tensión en los mercados europeos de deuda soberana de las últimas semanas han afectado a la evolución de los precios de los activos financieros emitidos por los sectores

TIPOS DE CAMBIO DEL EURO FREnte AL DÓLAR Y AL YEN

GRÁFICO 7



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

TIPOS DE INTERÉS Y MERCADOS FINANCIEROS NACIONALES

CUADRO 2

		2008	2009	2010	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY (a)
		DIC	DIC	DIC					
TIPOS BANCARIOS (b)									
	HOGARES E ISFLSH:								
	Crédito para vivienda	5,83	2,62	2,66	2,92	3,07	3,15
	Crédito para consumo y otros fines	8,83	6,96	6,35	7,04	7,09	7,03
	Depósitos	2,79	1,39	1,70	1,67	1,65	1,69
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:									
	Crédito (c)	4,87	2,95	3,24	3,36	3,69	3,70
MERCADOS FINANCIEROS (d)									
	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,18	0,80	3,05	2,50	1,90	1,77	2,08	2,25
	Deuda pública a cinco años	3,46	2,73	4,64	4,61	4,37	4,30	4,51	4,57
	Deuda pública a diez años	3,86	3,80	5,37	5,38	5,26	5,25	5,33	5,32
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,81	0,62	2,47	2,34	2,09	2,04	2,02	2,19
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	2,87	0,72	1,70	1,66	1,43	1,36	1,24	1,28
	IBEX 35 (f)	-39,43	29,84	-17,43	9,60	10,06	7,28	10,34	3,49

FUENTES: Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 26 de mayo 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.

residentes, produciéndose a lo largo del mes de mayo un retroceso en los índices bursátiles y un repunte de las primas de riesgo de los valores de renta fija. Por su parte, la información más reciente de los balances financieros de los distintos agentes, correspondiente a marzo, sigue mostrando un importante crecimiento de los pasivos de las AAPP, aunque algo inferior al registrado en meses precedentes, y un avance muy débil de la deuda de las empresas y las familias (que se convierte en ligero retroceso si se considera solo el crédito bancario), que ha tendido a reducirse y que ha venido acompañado de un mayor dinamismo de los activos más líquidos de sus carteras. Los datos provisionales de abril, referidos al sector privado, apuntan a una prolongación de estas mismas pautas.

	2011	2009	2010	2011		
	MAR (b)	DIC	DIC	ENE	FEB	MAR
FINANCIACIÓN TOTAL	2.870,5	4,1	3,3	4,0	4,2	3,7
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.192,0	-0,8	0,6	0,6	0,4	0,2
Hogares e ISFLSH	888,0	-0,3	0,2	-0,1	-0,3	-0,5
<i>De la cual:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	674,3	0,2	0,7	0,1	-0,2	-0,1
– Crédito para consumo y otros fines (c)	210,4	-1,9	-1,3	-0,9	-0,8	-1,9
Sociedades no financieras	1.304,0	-1,2	0,9	1,0	1,0	0,7
<i>De la cual:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	882,7	-3,5	-1,0	-0,7	-1,4	-1,5
– Valores de renta fija (d)	66,2	36,9	14,9	11,7	14,9	10,1
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	678,5	29,5	13,8	17,6	18,8	17,3
Valores a corto plazo	84,6	62,7	1,3	1,3	5,6	0,0
Valores a largo plazo	481,9	27,4	15,7	20,9	21,7	20,5
Créditos y resto	112,0	15,0	17,8	19,0	19,0	19,0

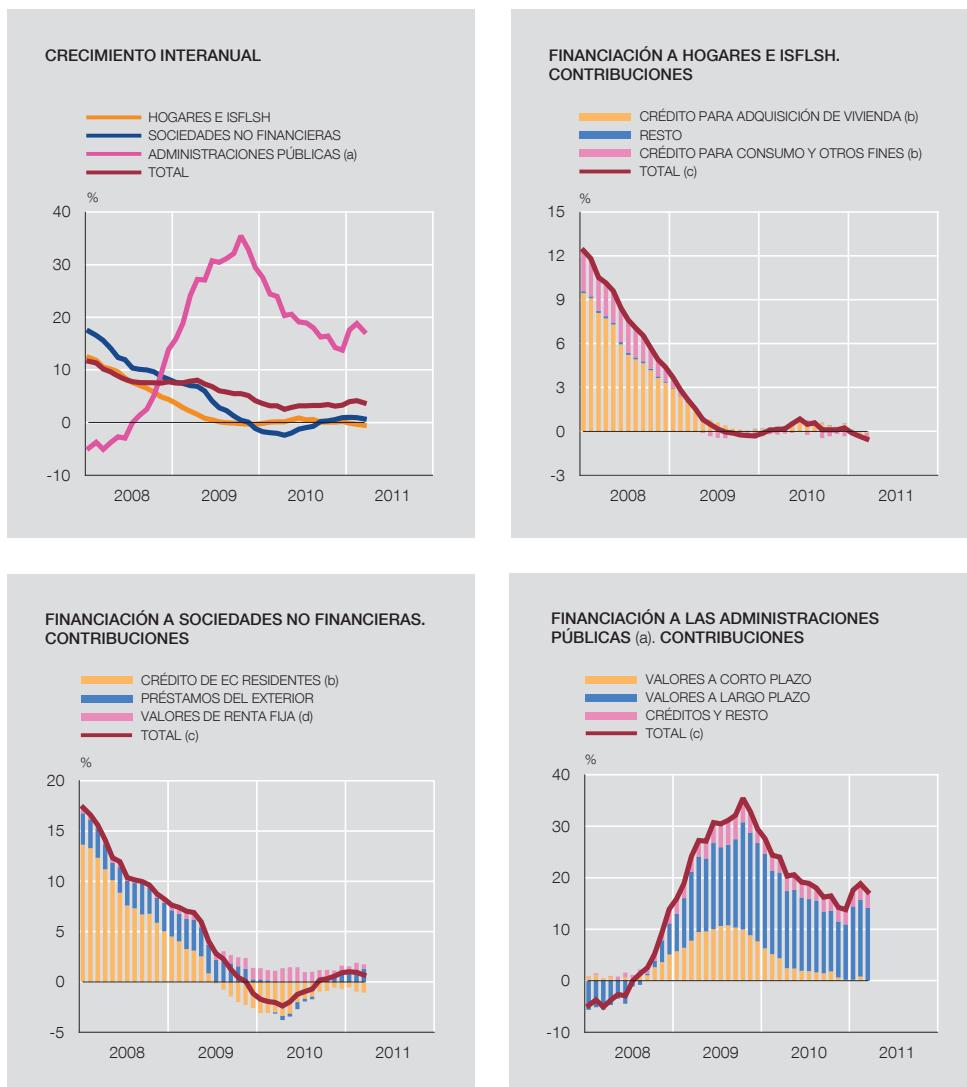
FUENTE: Banco de España.

- 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.

En los días transcurridos de mayo, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años ha tenido un comportamiento oscilante, contrarrestándose, en los últimos días, los incrementos observados en las jornadas anteriores. De este modo, en la fecha de cierre del artículo, se situaba en un valor próximo al de finales de abril, no habiendo experimentado tampoco cambios apreciables en términos de la media mensual en comparación con el mes precedente (véase cuadro 2). Por su parte, el tipo de interés de la referencia alemana al mismo plazo experimentó una reducción, por lo que el diferencial entre ambas aumentó en torno a 20 pb. Las primas de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas también se elevaron, pero de forma más moderada.

En el mercado bursátil español, las cotizaciones han experimentado un retroceso, al tiempo que se ha incrementado ligeramente la volatilidad. Así, en la fecha de cierre de este artículo, el IBEX 35 se situaba un 6,2 % por debajo del nivel alcanzado a finales de abril, una pérdida similar a la del EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (7 %) y mayor que la del S&P 500 de las de Estados Unidos (2,8 %). A pesar de estos movimientos, el índice español acumulaba, en la parte transcurrida de 2011, una ganancia del 3,5 %, lo que supone un punto intermedio de la revalorización que presentaban la referencia europea (0,3 %) y la estadounidense (5,4 %).

La financiación recibida por el conjunto de los agentes residentes no financieros creció en marzo a un ritmo interanual del 3,7 %, medio punto porcentual inferior al del mes precedente, como consecuencia del menor dinamismo de los fondos captados por todos los sectores (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Así, la deuda de los hogares y las empresas se

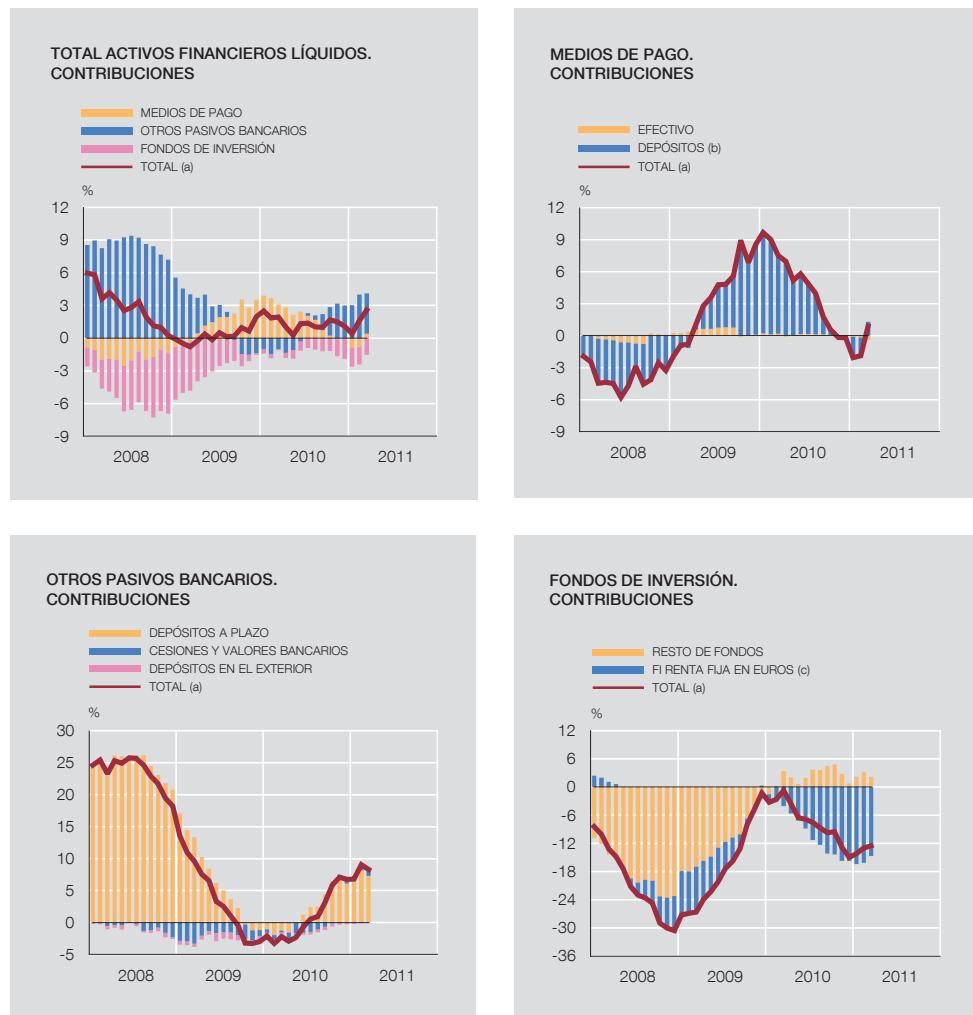


FUENTE: Banco de España.

- 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.

desaceleró, hasta presentar un avance interanual ligeramente negativo en el primer caso ($-0,5\%$) y ligeramente positivo en el segundo ($0,7\%$), al tiempo que se moderó la expansión de los pasivos de las Administraciones Públicas, aunque la tasa de crecimiento siguió siendo muy elevada.

La desagregación por finalidades de los pasivos de las familias muestra un avance prácticamente nulo, en relación con el mismo período de 2010, del saldo de crédito para la adquisición de vivienda, y una disminución del de los préstamos destinados al consumo y otros fines, con un descenso interanual cercano al 2 %. En el caso de las empresas, los fondos procedentes de las entidades de crédito residentes han seguido contrayéndose a un ritmo interanual similar al de febrero ($1,5\%$), mientras que la tasa de crecimiento del resto de la financiación se ha situado en registros positivos, aunque inferiores a los de los primeros meses del año. Los datos provisionales correspondientes a abril apuntan a que en dicho período habría continuado la pauta de suave desaceleración de la deuda de los hogares y las sociedades.



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.

En marzo, la financiación recibida por las Administraciones Públicas creció a una tasa interanual cercana al 17 %, frenándose la aceleración que había mostrado a comienzos de año. Por instrumentos, los fondos captados a través de crédito aumentaron a un ritmo similar al del mes precedente, al tiempo que los recursos obtenidos mediante la emisión de valores se desaceleraron, si bien el saldo de títulos a largo plazo continuó expandiéndose a un ritmo elevado.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares crecieron, en marzo, a una tasa interanual superior a la del mes anterior, próxima al 3 % (véase gráfico 9). Esta evolución fue consecuencia del mayor dinamismo de los medios de pago, que, junto con la importante expansión que continuaron presentando los depósitos a plazo, más que compensaron la contracción interanual que vienen registrando las participaciones en fondos de inversión. Los datos provisionales correspondientes a abril no evidencian cambios sustanciales con respecto a los movimientos señalados.

26.5.2011.