

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

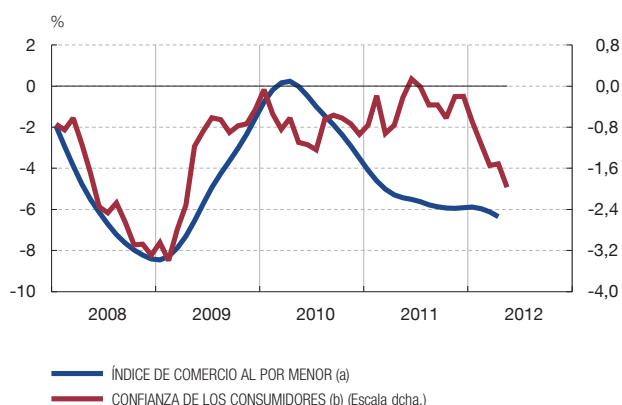
En las últimas semanas la economía española se ha visto fuertemente afectada por el recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros del área del euro. Las tensiones condujeron al acuerdo del Eurogrupo del 9 de junio, por el que se decidió atender la petición de ayuda financiera por parte de España, por un importe máximo de 100 mm de euros, con el fin de proceder al saneamiento de las instituciones financieras de nuestro país. Este préstamo —que procederá de la Facilidad Europea para la Estabilidad Financiera (FEEF) o del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE)— llevará aparejadas determinadas condiciones sobre el sistema financiero. Para evaluar esas necesidades de recapitalización se ha puesto en marcha un ejercicio de valoración independiente del sistema bancario español. En la primera etapa de este ejercicio, las consultoras Oliver Wyman y Roland Berger emitieron el pasado 21 de junio un informe que cifra entre 51 mm y 62 mm de euros las necesidades de capital que tendrían las entidades de crédito españolas en un escenario macroeconómico muy adverso. El Gobierno efectuó la solicitud formal de ayuda financiera el 25 de junio.

Los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del primer trimestre de 2012, que ya fueron objeto de un análisis más detallado en el *Boletín Económico* de mayo, reflejaron un descenso de la actividad económica a comienzos de este ejercicio, con una caída del PIB del 0,3 % en términos intertrimestrales (-0,4 % en términos interanuales). La información más reciente, referida al segundo trimestre, apunta a que la actividad ha seguido disminuyendo a un ritmo más intenso. En relación con el consumo privado, los niveles de los indicadores que miden la confianza de los hogares y de los comerciantes minoristas se han situado, en el promedio de los meses de abril y mayo, por debajo de la media del primer trimestre (véase gráfico 1). Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos particulares aceleraron en mayo su retroceso interanual hasta el 15,3 % y siguieron mostrando una caída en términos de su tasa intermensual. Por su parte, tanto el índice del comercio al por menor como el indicador de ventas de bienes y servicios de consumo de las grandes empresas elaborado por la Agencia Tributaria acentuaron su descenso interanual en abril.

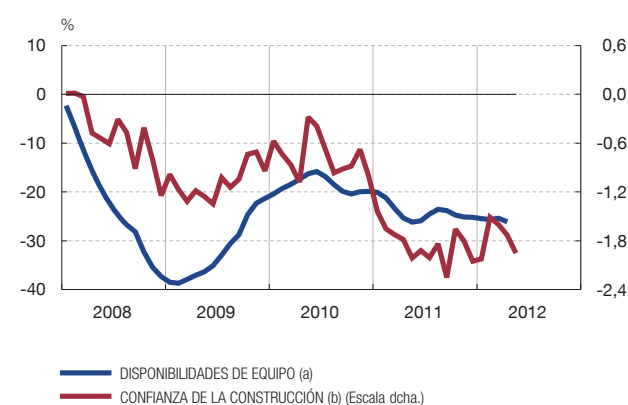
En el caso de la inversión en bienes de equipo, los indicadores disponibles confirman la debilidad de este componente de la demanda en el segundo trimestre. El ritmo de caída de la producción industrial de estos bienes se incrementó en casi cuatro puntos en abril, hasta un 13 % interanual, al tiempo que la tasa intermensual registró un retroceso del 4 % en términos de la serie ajustada de estacionalidad. Por su parte, las matriculaciones de vehículos de carga presentaron en los meses de abril y mayo un ritmo de descenso interanual muy elevado (superior al 25 %), por encima del observado en el primer trimestre, al tiempo que se intensificó su caída intermensual (hasta el -6,3 % en mayo). Finalmente, en abril y mayo se acentuaron los valores negativos de la Encuesta de Coyuntura Industrial para las ramas productoras de bienes de equipo.

El comportamiento desfavorable de la inversión en construcción se ha prolongado en el segundo trimestre del año, de acuerdo con el conjunto de indicadores contemporáneos disponibles. En concreto, la destrucción de empleo ha proseguido a un ritmo notable, con una caída en el número de afiliados a la Seguridad Social del 17,3 % interanual en mayo. Por su parte, en abril continuaron siendo muy intensas las disminuciones interanuales del consumo aparente de cemento y de la producción industrial de minerales no metálicos

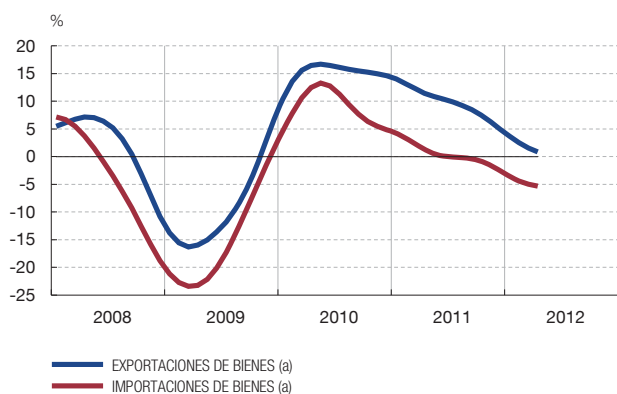
## INDICADORES DE CONSUMO



## 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).

(del 41 % y 21 %, respectivamente). Los indicadores adelantados, con información completa del primer trimestre del año, también anticipan una evolución negativa. En concreto, el ritmo de contracción interanual de la superficie visada de obra nueva en viviendas y en edificación no residencial se situó en ambos casos en torno al 30 % en marzo, al tiempo que la licitación oficial de la obra civil siguió registrando descensos abultados.

Según los últimos datos disponibles de Aduanas, las exportaciones reales de bienes cayeron un 0,5 % interanual en abril, tasa similar a la observada en el conjunto del primer trimestre. Por grupos de productos, destacó la debilidad de las ventas al exterior de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero —en concreto, automóviles—, frente al mayor dinamismo de las exportaciones de bienes intermedios no energéticos y de alimentos. Como en los meses precedentes, las exportaciones comunitarias disminuyeron significativamente, con fuertes retrocesos de las ventas a Italia, Portugal y Reino Unido. Las importaciones reales descendieron de forma más acusada (un -7,2 % interanual en abril), lo que refleja la debilidad de la demanda nacional, con caídas más intensas de las compras de bienes de consumo duradero y de bienes de equipo. En términos nominales, las exportaciones cayeron un 0,8 % interanual en abril, mientras que las importaciones retrocedieron un 3,5 %, de modo que el déficit comercial se contrajo en un 15 % interanual. El

saldo no energético fue positivo por cuarto mes consecutivo, mientras que el déficit energético se amplió apreciablemente. En el conjunto de los cuatro primeros meses de 2012, el déficit comercial nominal se redujo un 16 % interanual, gracias a que la mejora del componente no energético —que ha pasado a obtener superávit— compensó el aumento del déficit energético.

La última información disponible también señala una cierta mejora de la actividad turística. En mayo, la entrada de turistas no residentes aumentó un 5,8 % interanual, de acuerdo con FRONTUR, y el número de pernoctaciones hoteleras de viajeros procedentes del extranjero repuntó hasta el 3,5 %, de acuerdo con la Encuesta de Ocupación Hotelera.

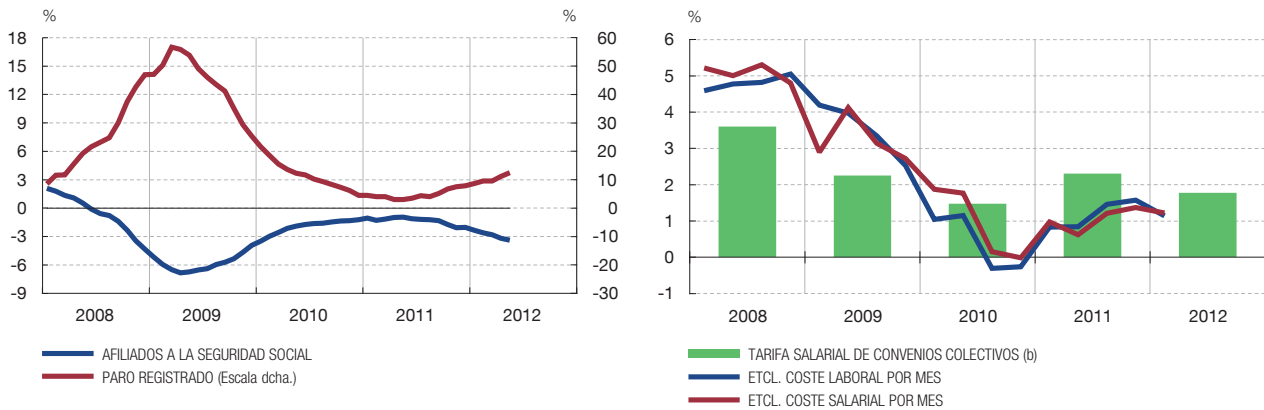
Según los últimos datos de Balanza de Pagos, la necesidad de financiación de la economía española alcanzó los 14,2 mm de euros en el primer trimestre de 2012, lo que representa un descenso del 7 % en relación con el mismo período del año anterior. Esta mejoría reflejó la disminución del 12 % del déficit por cuenta corriente, comportamiento que vino explicado por la favorable evolución de los saldos de bienes y de servicios, mientras que tuvo lugar una ampliación de los déficits de rentas y transferencias corrientes.

Por el lado de la oferta, la producción industrial experimentó en abril una caída interanual del 8,2 % en términos de la serie ajustada de calendario y de estacionalidad, lo que supone una intensificación del descenso registrado en el primer trimestre. En términos intermensuales, la contracción de la producción industrial también fue sustancial (-1,7 %). Por su parte, los afiliados a la Seguridad Social en este sector aumentaron moderadamente en mayo su ritmo de descenso interanual, hasta el 5,1 %. En cambio, el índice de confianza de la industria manufacturera elaborado por la Comisión Europea mostró una leve mejoría en mayo, frente al empeoramiento del índice PMI durante dicho mes, que alcanzó el nivel más reducido de los últimos tres años, lastrado por la evolución negativa tanto de la producción como de los nuevos pedidos.

En cuanto a los servicios, el deterioro de los indicadores del mercado de trabajo que se inició a finales de 2011 continuó en mayo, con una disminución de las afiliaciones a la Seguridad Social del 1,8 % (tres décimas de mayor caída que en abril). La cifra de negocios de este sector, en términos reales y ajustados de estacionalidad, retrocedió un 7,8 % interanual en abril, mostrando un perfil contractivo también en términos de su tasa intermensual. En cuanto a los indicadores cualitativos, durante los meses de abril y mayo se observó un empeoramiento tanto en el caso del indicador de confianza procedente de las encuestas de la Comisión Europea como en el del PMI.

Por lo que respecta al conjunto del mercado de trabajo, prosiguió la senda de intensificación de la destrucción de empleo iniciada en la segunda mitad 2011. En particular, la cifra de afiliados a la Seguridad Social disminuyó en mayo un 3,4 % (-3,2 % en abril), mientras que la tasa interanual del aumento en el número de desempleados se aceleró en 1,4 puntos porcentuales (pp), hasta el 12,5 % (véase gráfico 2).

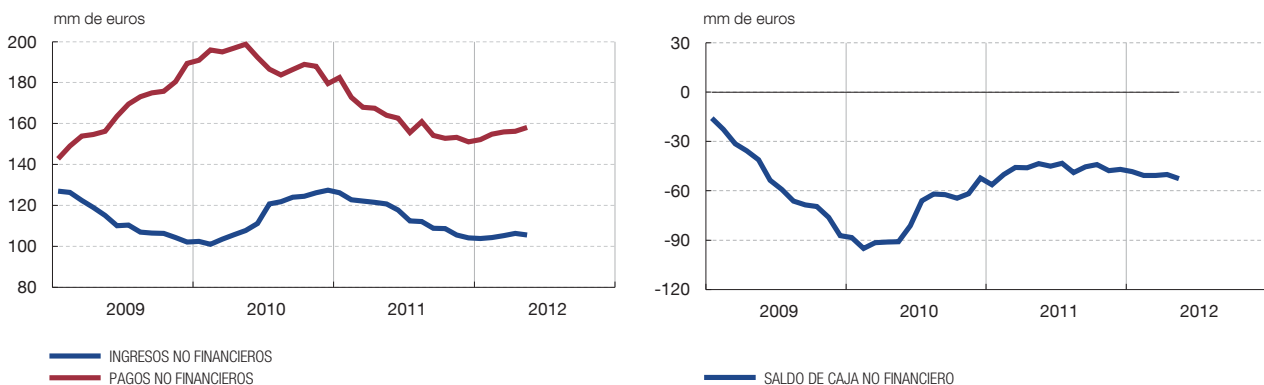
De acuerdo con la información relativa a los datos del Estado según la metodología de Contabilidad Nacional, el Estado registró un déficit de 36,4 mm de euros en los cinco primeros meses del año, lo que supone un incremento del saldo negativo con respecto al registrado un año antes (véase gráfico 3). No obstante, conviene matizar que este deterioro se explica, en su mayor parte, por los adelantos de las transferencias a la Seguridad Social y a las CCAA. Por su parte, la Seguridad Social arrojó hasta mayo un superávit de 7,9 mm, algo inferior al observado un año antes, aunque dicha cifra se encuentra condicionada



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, y Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

- a Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.
- b Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta mayo de 2012.

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



FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

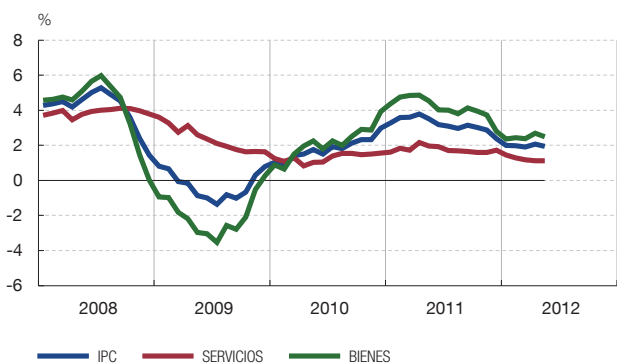
- a Último dato: mayo de 2012.

por el adelanto en las transferencias antes mencionado. Finalmente, las CCAA presentaron un saldo equilibrado en términos de Contabilidad Nacional en el primer trimestre del año, también favorecido por el adelanto de transferencias, de modo que, si se ajustara de ese factor, habrían presentado un déficit del 0,45 % del PIB, frente al 0,8 % observado el mismo trimestre del año anterior.

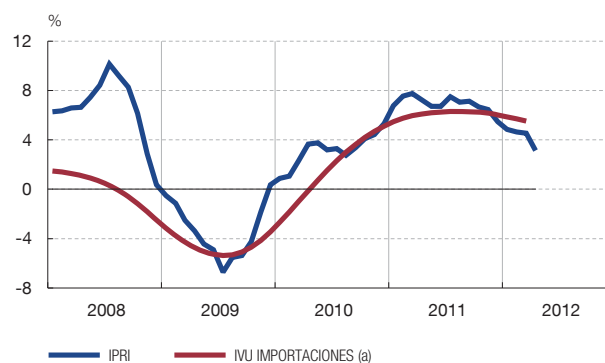
Precios y costes

La información más reciente referida al desarrollo de la negociación colectiva, correspondiente al mes de mayo, muestra una cierta moderación del crecimiento de las tarifas salariales para 2012. Así, el incremento acumulado en los cinco primeros meses del año se situó en el 1,8 %, cuatro décimas menos en comparación con las tarifas acordadas entre enero y abril. En todo caso, debe tenerse en cuenta que la negociación colectiva presenta un retraso considerable este año, afectando únicamente a unos 2,7 millones de trabajadores. En los convenios revisados, el aumento pactado es del 1,9 %, mientras que en los de nueva firma es del 0,8 %, tasa superior al 0,5 % establecido en el II Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva que firmaron los agentes sociales en enero, si bien la cifra de trabajadores que abarca es aún muy reducida (unos 350.000).

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.

En el mes de mayo, el ritmo de crecimiento interanual del IPC se redujo en dos décimas, hasta el 1,9 % (véase gráfico 4). Esta desaceleración se debió al menor empuje de los precios de los bienes energéticos y de los alimentos no elaborados, que situaron su avance interanual en el 8,3 % y el 1,1 %, respectivamente. Por el contrario, las tasas de variación tanto de los precios de los bienes industriales no energéticos como de los correspondientes a los alimentos elaborados repuntaron una décima, hasta el 0,2 % y el 3 %, respectivamente, al tiempo que el crecimiento de los precios de los servicios se mantuvo estable en el 1,1 %. Como resultado, el aumento interanual del IPSEBENE se mantuvo en el 1,1 %, mientras que el del IPC sin energía se suavizó una décima, situándose también en el 1,1 %. Por su parte, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) de España recortó en una décima su avance interanual en mayo, hasta el 1,9 %. Dado que en el área del euro el IAPC moderó en dos décimas su tasa de crecimiento, hasta el 2,4 %, el diferencial de inflación negativo respecto a la UEM se estrechó una décima, hasta -0,5 pp.

El índice general de precios industriales repuntó moderadamente en mayo, hasta aumentar un 3,2 % interanual, 0,2 pp más que el mes anterior. El incremento de los precios energéticos explicó, en gran medida, la evolución del índice general, ya que apenas se modificó el ritmo de crecimiento interanual del resto de componentes. Por su parte, durante el mes de abril los precios de las exportaciones, aproximados a través de los IVU, intensificaron su senda de moderación al retroceder un 0,4 % interanual, frente al avance del 3,6 % del primer trimestre y al mayor dinamismo que presenta el índice de precios industriales de exportación elaborado por el INE, que aumentó un 2,2 % interanual en abril. De forma similar, los IVU de importación recortaron en más de 3 pp su ritmo de crecimiento, hasta el 4 % en abril, aumento que, en este caso, se encuentra más alineado con el del índice de precios de importación elaborado por el INE (que fue del 4,5 %).

**Evolución económica y financiera en la UEM**

En el último mes, la evolución financiera internacional reflejó un notable aumento de la aversión al riesgo y una elevada volatilidad, como consecuencia, principalmente, del recrudecimiento de la crisis de la deuda soberana en Europa. En este contexto, los mercados bursátiles de los países desarrollados experimentaron descensos generalizados y un aumento de la volatilidad; el dólar continuó apreciándose con respecto a las principales monedas, con la excepción del yen; y la rentabilidad de la deuda pública a diez años descendió a mínimos, tanto en Estados Unidos como en el Reino Unido. Los mercados emergentes

mostraron un comportamiento heterogéneo. En la primera semana de junio se observaron mejorías en los indicadores de riesgo de crédito, apreciaciones cambiarias y subidas de las bolsas, pero, con posterioridad, se volvió a revertir la tendencia, tras las dudas sobre la efectividad de la ayuda financiera a España y sobre la fortaleza del crecimiento en algunas de las mayores economías emergentes, singularmente China, India y Brasil. En línea con esta evolución, en la primera quincena de junio se registraron desinversiones moderadas en las bolsas y una reducida actividad en el mercado primario de deuda. Por su parte, el precio del petróleo mostró un retroceso importante —de alrededor de un 12 % desde mediados de mayo—, situándose la cotización del barril Brent por debajo de los 100 dólares por primera vez desde inicios de 2011. Los precios del resto de materias primas mostraron caídas más moderadas, que se han corregido parcialmente en las dos últimas semanas.

En Estados Unidos, el PIB creció un 1,9 % intertrimestral anualizado en el primer trimestre (2 % interanual), tres décimas menos que en la estimación de avance. Esta revisión viene explicada, fundamentalmente, por la menor contribución positiva de las existencias y del consumo privado, así como por la mayor aportación negativa del gasto público. Los indicadores recientes mantienen un tono débil. En el mercado laboral, la creación de 69.000 empleos netos en mayo estuvo bastante por debajo de lo esperado —al tiempo que se revisaron a la baja los datos de marzo y abril— y la tasa de paro aumentó una décima, hasta el 8,2 %. La producción industrial cayó en mayo, los índices de confianza empresarial, aunque se mantuvieron en niveles expansivos, experimentaron un retroceso y las ventas minoristas apuntan a un menor dinamismo del consumo. El mercado inmobiliario residencial siguió dando muestras de una tímida mejoría. La balanza por cuenta corriente registró en el primer trimestre un déficit equivalente al 3,6 % del PIB, el mayor desde el cuarto trimestre de 2008, por el deterioro de las balanzas comercial y de rentas. La inflación se redujo seis décimas, hasta el 1,7 %, mientras que la tasa subyacente se mantuvo en el 2,3 %. En este contexto, la Reserva Federal extendió la conocida como «operación *Twist*» hasta finales de 2012, manteniendo la frecuencia mensual de compra y venta de deuda pública. En el terreno fiscal, prosigue la reducción gradual del déficit, pero se mantiene en niveles elevados (7,8 % del PIB en el acumulado de los doce meses hasta mayo).

En Japón, el PIB se expandió un 4,7 % intertrimestral anualizado en el primer trimestre, tras la revisión al alza de seis décimas con respecto a la estimación preliminar. La revisión se debió a la mayor aportación de la demanda interna (4,1 pp); en concreto, de la inversión productiva y del consumo privado. Los indicadores de mayor frecuencia, como los pedidos de maquinaria, la producción industrial y las encuestas de confianza empresarial, señalan una moderación en el crecimiento en el segundo trimestre. La tasa de paro se situó en el 4,6 % en abril, apenas una décima por encima del dato de marzo. La inflación se elevó hasta el 0,4 % en abril, por el impulso del componente energético, mientras que la tasa subyacente permanece en terreno deflacionario (-0,3 %). El superávit por cuenta corriente volvió a contraerse en abril, reflejando el aumento del déficit comercial, y en particular de su balanza energética a raíz de la interrupción de la producción de las centrales nucleares tras el terremoto de marzo de 2011. Finalmente, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el rango del 0 %-0,1 % en su reunión de junio.

En el Reino Unido, tras la contracción del PIB en el primer trimestre (-0,3 % intertrimestral), los indicadores recientes apuntan al mantenimiento de un tono débil para el segundo. La producción manufacturera y el índice PMI señalan un nuevo retroceso en el sector en abril y mayo, y la caída de los nuevos pedidos indica que esta tendencia podría persistir. Por el contrario, los PMI de servicios y construcción reflejan un ritmo de expansión

moderado. Por el lado de la demanda, se produjo una mejoría de las ventas minoristas en mayo, influidas por la climatología favorable. En el mercado laboral, las encuestas privadas indican que la mejora observada en el primer trimestre ha perdido impulso, si bien la tasa de paro se mantuvo en el 8,2% en abril. La inflación se redujo en dos décimas en mayo, hasta el 2,8%, y la tasa subyacente se elevó en una décima, hasta el 2,2%. El Banco de Inglaterra mantuvo el tipo oficial (0,5%) y el saldo de su programa de compra de activos (325 mm de libras) en su reunión de junio, si bien se incrementó la probabilidad de una ampliación más adelante. Por otro lado, ante el incremento de las tensiones en los mercados de financiación bancaria, el Banco de Inglaterra anunció la activación de una nueva facilidad de liquidez extraordinaria y la intención de crear una facilidad de financiación a largo plazo a la banca, a un tipo de interés por debajo del mercado, condicionada a la expansión de su cartera de préstamos al sector privado no financiero.

En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el PIB creció, en promedio, un 1,8% interanual en el primer trimestre, lo que supuso una desaceleración con respecto al trimestre anterior (2,8% interanual). El deterioro de la actividad fue acusado en Hungría, la República Checa y Rumanía, mientras que los países bálticos y Polonia mantuvieron un mayor dinamismo. Los indicadores recientes avanzan un debilitamiento de la actividad, afectada por las peores perspectivas de la demanda externa. Por otra parte, la tasa de inflación armonizada de la región se redujo en mayo, hasta el 3,4% interanual, favorecida por la contención de los precios de los alimentos y de la energía. En este contexto, los tipos de interés oficiales se mantuvieron sin cambios. Finalmente, la Comisión Europea ha propuesto al ECOFIN que se descongelen los fondos de cohesión a Hungría, dados sus esfuerzos por reducir el déficit público.

En China, tras la desaceleración del crecimiento hasta el 8,1% interanual en el primer trimestre, los datos recientes no son concluyentes. Mientras que la confianza empresarial, la producción industrial y las ventas minoristas fueron negativas, las exportaciones e importaciones repuntaron con fuerza, con una mejora del superávit comercial. En mayo, la inflación se moderó cuatro décimas, hasta el 3%, y el crédito bancario aumentó, influido por las medidas de política monetaria adoptadas. Ante el debilitamiento de los indicadores internos, el Banco Popular de China ha reducido en junio el tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos (pb), hasta el 6,31%, para los préstamos a un año, lo que supone el primer movimiento de tipos desde julio de 2011. En el resto de Asia emergente, la actividad en las principales economías de la región continuó mostrando cierta debilidad, que se reflejó en un deterioro de la producción industrial y de las exportaciones. Por su parte, la inflación interanual se estabilizó en mayo en la mayoría de los países de la región, pero aumentó en India, añadiendo otro elemento negativo a su coyuntura. El tono de la política monetaria de los principales países de la región no varió en junio.

En América Latina se registró un crecimiento vigoroso en el primer trimestre en gran parte de los países de la región, con las excepciones de Brasil —que registró un crecimiento modesto por segundo trimestre consecutivo, del 0,2% intertrimestral, 0,8% interanual— y Argentina —cuya economía se está desacelerando rápidamente—. En cualquier caso, los riesgos están sesgados a la baja, ante el deterioro de la situación global. La inflación promedio se mantuvo en el 6% en mayo, aunque con tendencia a moderarse en los países con objetivos de inflación. En este entorno, los bancos centrales conservan una actitud cautelosa, aunque en Brasil se redujo el tipo de interés en 50 pb, hasta el 8,5%, y en algunos casos se continúa apelando a otras medidas para ajustar las condiciones de liquidez, como en Colombia, y realizando intervenciones cambiarias para frenar la depreciación de sus monedas. Finalmente, en Argentina se han producido tensiones en el mercado informal de dólares,



		2012					
		Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun (b)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial	-1,8	-1,6	-1,5	-2,4		
	Comercio al por menor	-1,1	-2,0	-0,1	-2,7		
	Matriculaciones de turismos nuevos	-13,2	-14,8	-7,2	-7,7	-6,6	
	Indicador de confianza de los consumidores	-20,7	-20,3	-19,1	-19,9	-19,3	-19,6
	Indicador de confianza industrial CE	-7,0	-5,7	-7,1	-9,0	-11,3	
	PMI de manufacturas	48,8	49,0	47,7	45,9	45,1	44,8
	PMI de servicios	50,5	48,8	49,2	46,9	46,7	46,8
	IAPC	2,7	2,7	2,7	2,6	2,4	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS	M3	2,3	2,7	3,1	2,5		
	M1	2,1	2,6	2,8	1,8		
	Crédito a los sectores residentes	1,4	1,4	1,8	1,4		
	AAPP	4,5	5,6	7,5	7,7		
	Otros sectores residentes	0,7	0,4	0,5	0,0		
	<i>Del cual:</i>						
	<i>Préstamos a hogares</i>	1,3	1,2	0,6	0,5		
	<i>Préstamos a sociedades no financieras</i>	0,9	0,6	0,3	0,5		
	Eonia	0,38	0,37	0,36	0,35	0,34	0,33
	Euríbor a tres meses	1,22	1,05	0,86	0,74	0,68	0,66
	Euríbor a un año	1,84	1,68	1,50	1,37	1,27	1,22
	Rendimiento bonos a diez años	3,92	3,75	3,29	3,39	3,53	3,38
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-1,95	-1,79	-1,12	-1,34	-1,72	-1,78
Tipo de cambio dólar/euro	1,290	1,322	1,320	1,316	1,279	1,254	
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	4,3	8,4	6,9	-0,4	-8,5	-5,6	

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.

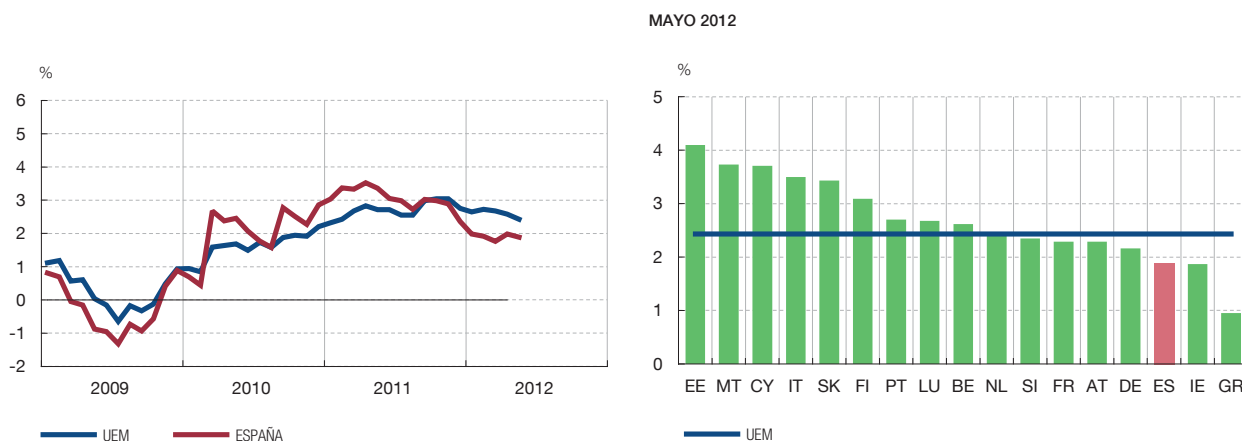
b Datos hasta el día 22 de junio de 2012.

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

tras el rumor de una posible conversión a pesos de las obligaciones en dicha moneda. En respuesta, la Administración está tratando de reducir el tipo de cambio del dólar paralelo, y el banco central, de frenar las salidas de depósitos, flexibilizando los encajes bancarios.

En la zona del euro, la segunda estimación de Contabilidad Nacional confirmó el crecimiento nulo del PIB en el primer trimestre del año, tras el retroceso del 0,3 % en el período octubre-diciembre de 2011. La demanda interna contribuyó negativamente a la evolución de la actividad en dos décimas, por el fuerte deterioro de la formación bruta de capital, que disminuyó un 1,4 %, mientras que el consumo privado se mantuvo constante y el consumo público avanzó ligeramente, un 0,2 %. Por su parte, el sector exterior contrarrestó la falta de dinamismo de la demanda interior, apoyado en una recuperación de las exportaciones a mayor ritmo que la de las importaciones, mientras que la variación de existencias retrajo dos décimas al aumento del PIB. En términos interanuales, la tasa de variación del PIB fue negativa, del -0,1 %, ocho décimas por debajo de la del trimestre anterior. En su ejercicio de previsión de junio, el Eurosistema prevé que el PIB se sitúe entre el -0,5 % y el 0,3 % en 2012, y entre el 0 % y el 2 % en 2013, lo que supone, con respecto al ejercicio de marzo, un mantenimiento de las previsiones en el primero de los casos y un estrechamiento del rango de previsión en el segundo. Sin embargo, la





FUENTE: Eurostat.

incertidumbre continúa siendo muy elevada, debido, fundamentalmente, a la prolongación de la situación de inestabilidad financiera que afecta al conjunto del área del euro.

Según los datos de Contabilidad Nacional, el empleo de la zona del euro volvió a retroceder en el primer trimestre del año, un 0,2 %. Por países, avanzó en Alemania, a un ritmo del 0,5 %; se mantuvo estable en Francia, y en España y en Italia volvió a contraerse, con caídas del 1,2 % y del 0,6 %, respectivamente. La productividad de los trabajadores, en términos interanuales, se moderó cinco décimas, avanzando a un ritmo del 0,4 %, muy por debajo del 2,1 % correspondiente a la remuneración por asalariados, con lo que los costes laborales unitarios registraron un crecimiento del 1,6 %. Ello condujo a una contracción de los márgenes empresariales, ya que el deflactor del PIB aumentó un 1,1 %.

La información disponible para el segundo trimestre apunta a un debilitamiento de la actividad económica. Por el lado de la oferta, la producción industrial disminuyó en abril. Además, la confianza empresarial, medida por los indicadores de opinión de la Comisión Europea en mayo y por las encuestas a los directores de compras en junio, continuó en un tono muy débil. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor retrocedieron a un mayor ritmo en abril y las matriculaciones avanzaron ligeramente en mayo. A su vez, la confianza del consumidor descendió en junio, tras la tenue mejora de mayo, y la valoración de la cartera de pedidos, indicador asociado a la evolución de la inversión, disminuyó en mayo. Finalmente, las exportaciones retrocedieron en abril, mientras que 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 en mayo dos décimas, hasta el 2,4 % (véase gráfico 5). Esta desaceleración fue debida a la moderación del precio de los alimentos y de la energía, mientras que el ritmo de avance de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo y el de los servicios aumentó. La inflación subyacente, medida por la tasa de variación del IPSEBENE y que excluye en su cómputo la energía y los alimentos no elaborados, disminuyó una décima en mayo, hasta el 1,8 %. Los precios industriales ralentizaron su ritmo de avance en abril, hasta el 2,6 %, como consecuencia del menor dinamismo de todos sus componentes. En el ejercicio de previsión de junio, el Eurosistema ha

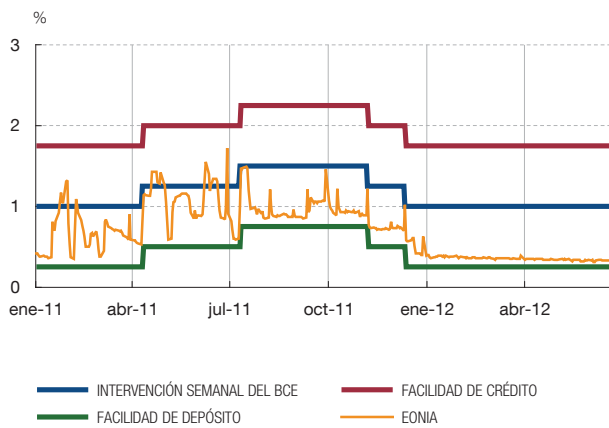
estrechado, en relación con el ejercicio de marzo, el rango de previsión de inflación, situando los límites del mismo en el 2,3 % y el 2,5 % para 2012, y en el 1 % y el 2,2 % para 2013.

El 30 de mayo, la Comisión Europea publicó el resultado de los análisis en profundidad realizados a los siete países de la UEM que previamente había señalado como aquellos que potencialmente podrían estar en riesgo de desequilibrio excesivo —Bélgica, España, Francia, Italia, Chipre, Eslovenia y Finlandia—. Los informes contienen un análisis detallado de la competitividad exterior de las distintas economías, además de un estudio más específico por país de los desequilibrios relacionados con el endeudamiento público y privado, el mercado de la vivienda y los sistemas financieros. En la mayoría de los casos, junto con el deterioro de la competitividad-coste, derivado de una insuficiente adecuación de los salarios a la productividad, se aprecian dificultades de carácter más estructural. Entre ellas destacan la especialización en los mercados europeos menos dinámicos y en segmentos de producción donde las presiones competitivas de las economías emergentes han sido más intensas, un escaso esfuerzo innovador y otras debilidades relacionadas con el tejido empresarial. En el área de los desequilibrios internos se aprecian vulnerabilidades en los sistemas financieros, en los mercados de la vivienda y en los niveles de endeudamiento privado en algunos países. Con todo, la CE no recomendó iniciar la apertura del Procedimiento de Desequilibrio Excesivo en ninguna de las economías analizadas. Asimismo, la CE publicó su propuesta de recomendaciones de política macroeconómica, fiscal y estructural para todos los países del área, que habrá de ser aprobada en el Consejo Europeo del 28 y 29 de junio. Por último, también en el marco del Semestre Europeo, la CE propuso la derogación del Procedimiento de Déficit Excesivo para Alemania, que en 2011 situó su déficit público muy por debajo del 3 % del PIB.

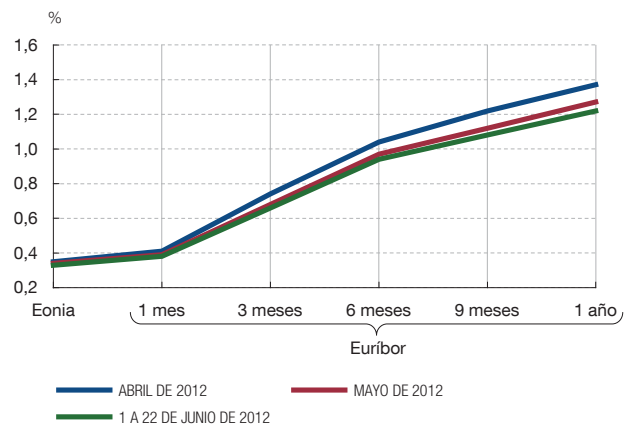
El Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión del 6 de junio, mantener inalterados los tipos de interés oficiales en el 1 % para las operaciones principales de financiación, y en el 0,25 % y el 1,75 %, respectivamente, para las facilidades de depósito y de crédito. El Consejo consideró que los riesgos para la estabilidad de los precios continúan estando equilibrados, ya que los riesgos al alza, provenientes de un crecimiento más alto de lo esperado de los impuestos indirectos o de los precios de las materias primas, están compensados por los riesgos a la baja, derivados de una mayor debilidad de la actividad económica. El Consejo también anunció el mantenimiento de la modalidad de adjudicación plena a tipo fijo en las operaciones de financiación durante el tiempo que sea necesario y, al menos, hasta enero de 2013.

En las últimas semanas se intensificaron las tensiones financieras en el área del euro, afectando de manera particular a las rentabilidades de la deuda pública de España y, en menor medida, de Italia. Los desarrollos en Grecia, donde se celebraron elecciones generales el pasado día 17 de junio, y las incertidumbres sobre la situación real del sistema bancario español, para cuya reestructuración el Gobierno ha anunciado que solicitará formalmente asistencia financiera, han sido factores que han coadyuvado a estos nuevos brotes de inestabilidad. El 9 de junio, el Eurogrupo tomó nota del anuncio del Gobierno español y declaró su disponibilidad a conceder un préstamo a España por un importe de hasta 100 mm de euros, en unas condiciones pendientes de concreción. Las rentabilidades de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y de Alemania han aumentado ligeramente, aunque de forma más pronunciada en Alemania, por lo que el diferencial positivo entre ambas se ha estrechado, situándose por debajo de los 10 pb.

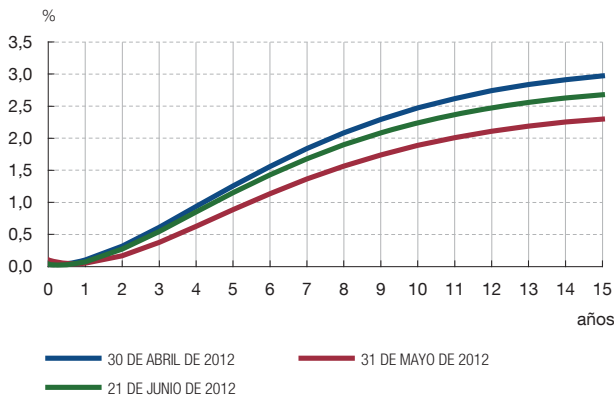
TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



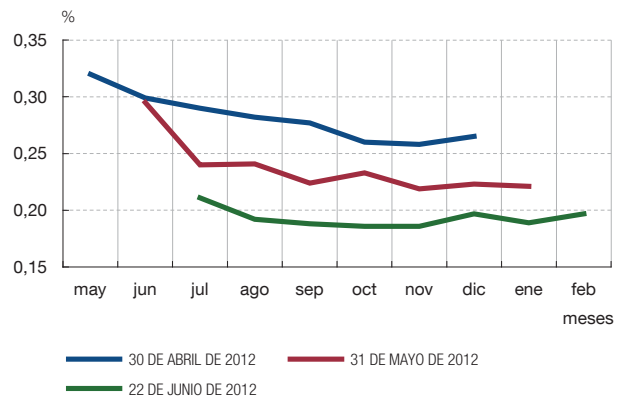
MERCADO INTERBANCARIO (media mensual)



CURVA CUPÓN CERO (a)



TIPO EONIA ESPERADO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Estimación con datos del mercado de swaps.

En el mercado interbancario, los tipos de interés de los depósitos se han mantenido estables, por lo que la curva de rendimientos mantiene su pendiente positiva entre el 0,38 % del euríbor a un mes y el 1,21 % del euríbor a un año (véase gráfico 6). Por su parte, los tipos de operaciones con garantías —*eurepos*— retrocedieron, con lo que los diferenciales positivos entre las rentabilidades de los depósitos y los *eurepos* se ampliaron, especialmente en los plazos más cortos.

En los mercados de renta variable, la cotización de las acciones, medida a través del índice EUROSTOXX 50, acumuló un incremento superior al 3 %. En los mercados de divisas el euro osciló ligeramente frente al dólar en el entorno de los 1,25 dólares/euro (véase gráfico 7).

Por último, los préstamos concedidos a las empresas y hogares mantuvieron su debilidad en abril y crecieron un 0,7 % y un 1,5 % en tasa interanual, respectivamente. El agregado monetario amplio M3 moderó también su tasa de crecimiento interanual en seis décimas, hasta el 2,5 %, debido al menor ritmo de avance de los depósitos a la vista y al retroceso de las cesiones temporales.



FUENTE: Banco Central Europeo.

## TIPOS DE INTERÉS Y MERCADOS FINANCIEROS NACIONALES

CUADRO 2

%

	2009	2010	2011	2012				
	Dic	Dic	Dic	Feb	Mar	Abr	May	Jun (a)
<b>TIPOS BANCARIOS (b)</b>								
Hogares e ISFLSH								
Crédito para adquisición de vivienda	2,62	2,66	3,66	3,82	3,74	3,53	...	...
Crédito para consumo y otros fines	6,96	6,35	7,29	7,70	7,41	7,48	...	...
Depósitos	1,39	1,70	1,72	1,66	1,58	1,49	...	...
Sociedades no financieras								
Crédito (c)	2,95	3,24	4,02	3,88	3,75	4,06	...	...
<b>MERCADOS FINANCIEROS (d)</b>								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	0,80	3,05	3,40	1,32	1,03	2,03	2,50	3,46
Deuda pública a cinco años	2,73	4,64	4,63	3,80	3,83	4,70	5,32	6,02
Deuda pública a diez años	3,80	5,37	5,50	5,11	5,17	5,79	6,13	6,56
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,62	2,47	3,43	3,25	3,31	4,11	4,68	5,22
Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,72	1,70	2,69	2,18	2,19	2,97	3,44	4,14
IBEX 35 (f)	29,84	-17,43	-13,11	-1,17	-6,52	-18,16	-28,91	-19,73

FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Media de datos diarios hasta el 12 de junio de 2012.

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 2010.

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

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

CUADRO 3

	2012	2010	2011	2012		
	Abr (b)	Dic	Dic	Feb	Mar	Abr
<b>FINANCIACIÓN TOTAL</b>	2.871,2	3,2	1,6	1,7	1,8	1,6
Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH	2.103,2	0,4	-2,1	-2,0	-1,9	-2,1
Hogares e ISFLSH	855,8	0,2	-2,4	-2,7	-2,7	-2,9
<i>De la cual:</i>						
<i>Crédito para adquisición de vivienda (c)</i>	660,1	0,7	-1,7	-2,0	-2,0	-2,2
<i>Crédito para consumo y otros fines (c)</i>	192,6	-1,3	-4,7	-5,1	-5,3	-5,5
Sociedades no financieras	1.247,4	0,6	-1,8	-1,5	-1,2	-1,6
<i>De la cual:</i>						
<i>Préstamos de entidades de crédito residentes (c)</i>	825,5	-1,0	-4,2	-3,9	-4,1	-4,0
<i>Valores de renta fija (d)</i>	68,0	10,6	7,8	9,0	11,3	8,4
Administraciones Públicas (e)	768,0	13,8	14,3	13,7	13,2	13,3
Valores a corto plazo	80,4	2,5	9,1	0,5	0,4	-6,3
Valores a largo plazo	549,0	15,4	15,4	16,4	15,2	15,2
Créditos y resto	138,6	17,7	14,0	12,7	14,4	20,1

FUENTE: Banco de España.

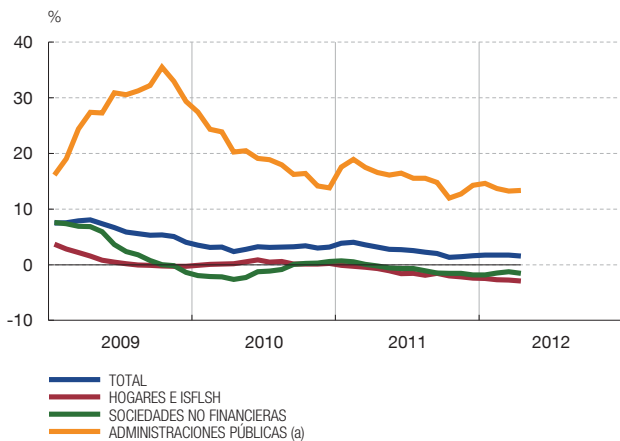
- a La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.  
b Saldo en miles de millones de euros.  
c Incluye los créditos titulizados.  
d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.  
e Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

**Evolución financiera  
en España**

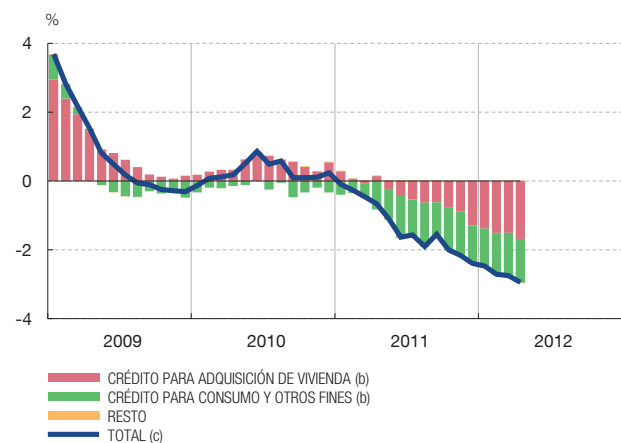
Como ya se ha dicho, el pasado día 9 de junio el Gobierno español anunció su intención de solicitar asistencia financiera a las instituciones europeas con el propósito de recapitalizar las entidades bancarias más débiles. La solicitud, que se formalizó el día 25, cuenta con el compromiso del Eurogrupo de respaldarla mediante la concesión de un crédito de hasta 100 mm de euros, que se instrumentará a través del FROB, que actuaría como agente del Gobierno español. El 21 del mismo mes se publicaron los informes de dos consultoras independientes, encargados por las autoridades españolas, en los que se estiman unas necesidades de capital del sistema bancario español, en el escenario macroeconómico adverso, de entre 51 mm y 62 mm de euros. A pesar de estos anuncios, y del resultado de las elecciones griegas (en las que los partidos favorables a respetar los acuerdos del programa de asistencia financiera a ese país han obtenido mayoría), los mercados de deuda siguieron mostrando fuertes tensiones, que se tradujeron en un mantenimiento en niveles muy altos de las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por los sectores residentes, que experimentaron una notable variabilidad. Los índices bursátiles nacionales, por el contrario, recuperaron, durante la parte transcurrida de junio, una parte de las pérdidas experimentadas en los meses anteriores, aunque en un contexto de elevada volatilidad. Por su parte, los últimos datos disponibles de los balances de los distintos agentes, correspondientes a abril, evidencian una estabilidad en el crecimiento interanual de los pasivos de las AAPP y una cierta acentuación en el ritmo de contracción de la deuda de los hogares y las sociedades y de sus activos financieros más líquidos. La información provisional para mayo apunta a una prolongación de la pauta descendente de los activos líquidos y de la financiación ajena de las familias y las empresas, a una tasa similar a la de abril.

En los días transcurridos de junio, los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se han situado, en media, en el 3,46% y en el

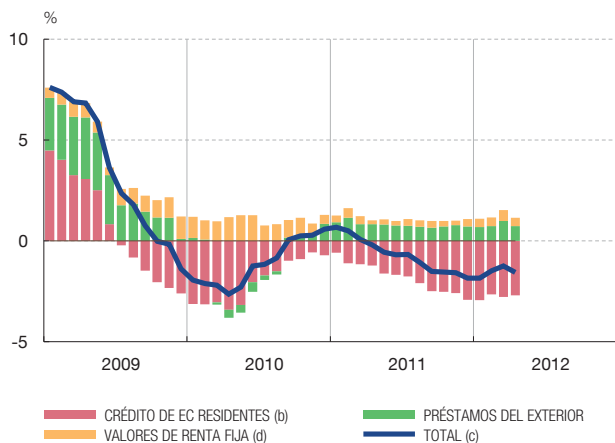
CRECIMIENTO INTERANUAL



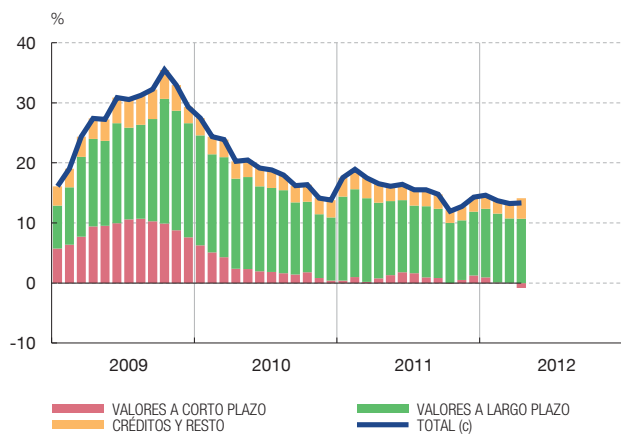
FINANCIACIÓN A HOGARES E ISFLSH. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (a). CONTRIBUCIONES



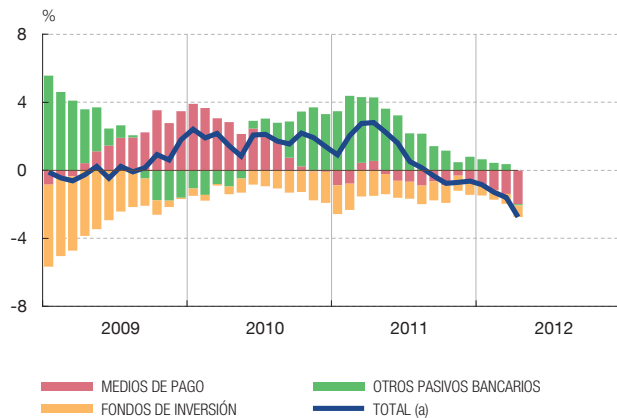
FUENTE: Banco de España.

- 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 residentes.

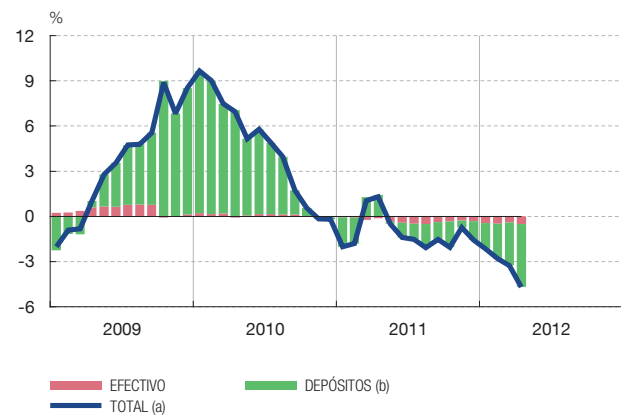
6,56 %, respectivamente, lo que supone un incremento de 96 pb y de 43 pb en relación con las correspondientes cifras de mayo (véase cuadro 2). Del mismo modo, se registraron repuntes tanto en el diferencial de rentabilidad a diez años con el bono alemán como en las primas de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras, alcanzando, en promedio, los 522 pb y 414 pb, respectivamente. De forma puntual, la rentabilidad de la deuda pública a diez años se acercó al 7,2 %, más de 570 pb por encima de la referencia alemana al mismo plazo, lo que representa los registros más elevados desde el inicio de la UEM.

En los mercados de renta variable se observó, durante la parte transcurrida de junio, una cierta recuperación de los índices. Así, en la fecha de cierre de este artículo, el IBEX 35 se situaba un 12,9 % por encima del nivel alcanzado a finales de mayo, ganancia superior a las experimentadas por el EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (3,2 %) y por el S&P 500 de las de Estados Unidos (1,9 %). Sin embargo, en términos acumulados a lo largo del

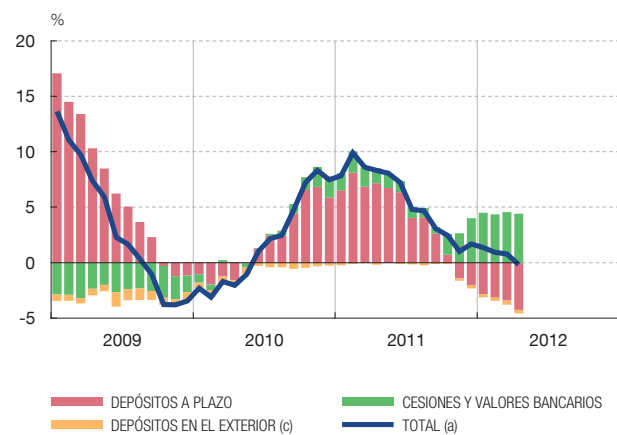
TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS LÍQUIDOS. CONTRIBUCIONES



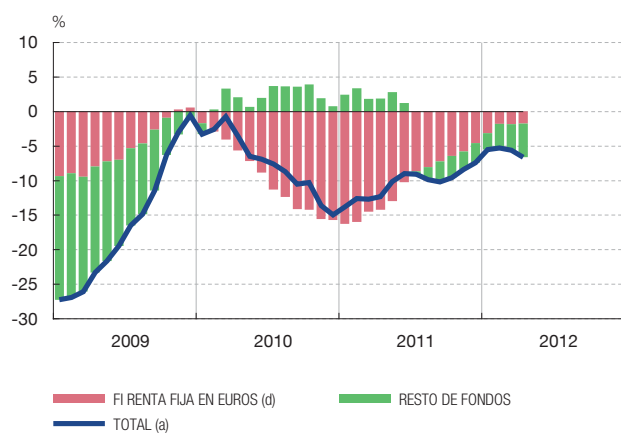
MEDIOS DE PAGO. CONTRIBUCIONES



OTROS PASIVOS BANCARIOS. CONTRIBUCIONES



FONDOS DE INVERSIÓN. CONTRIBUCIONES



FUENTE: Banco de España.

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

año, el IBEX 35 mostraba unas pérdidas del 19,7 %, frente a la minusvalía del 5,6 % que presentaba el EUROSTOXX 50 y la revalorización del 6,2 % del S&P 500.

Los últimos datos disponibles sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en las operaciones con su clientela, referentes a abril, muestran un encarecimiento, con respecto al mes anterior, de 7 pb en el coste del crédito a las familias para consumo y otros fines, y de 31 pb en el de los préstamos a las sociedades no financieras, situándose en el 7,48 % y en el 4,06 %, respectivamente. Por su parte, el tipo de interés de la financiación a los hogares para la adquisición de vivienda y la rentabilidad de los nuevos depósitos de este sector se redujeron en 21 pb y 9 pb, respectivamente, hasta alcanzar el 3,53 % y el 1,49 %.

La financiación recibida por el conjunto de agentes residentes no financieros creció, durante el mes de abril, a un ritmo interanual del 1,6 %, frente al 1,8 % del mes anterior



(véanse cuadro 3 y gráfico 8). El desglose por sectores evidencia una cierta acentuación en el ritmo de contracción de la deuda de los hogares y las sociedades, y una estabilidad de la tasa de avance de los recursos ajenos de las Administraciones Públicas.

Los pasivos de las familias se redujeron, en abril, un 2,9 % respecto al mismo período del año anterior, 0,2 pp más que el mes precedente. La desagregación por finalidades muestra una tasa de caída interanual de los créditos para adquisición de vivienda del 2,2 %, y del 5,5 % para los destinados al consumo y otros fines, lo que supone, en ambos casos, dos décimas más que las reducciones experimentadas en marzo. En el caso de las empresas no financieras, también aumentó el retroceso interanual de los fondos recibidos, hasta el 1,6 % (1,2 % en marzo), como resultado del mantenimiento del ritmo de contracción del 4 % en los préstamos otorgados por las entidades residentes y de un menor dinamismo de las emisiones de valores de renta fija, que, no obstante, se expandieron un 8,4 % en comparación con abril de 2011.

El ritmo de crecimiento interanual de la financiación recibida por las Administraciones Públicas fue, en abril, del 13,3 %, cifra similar a la del mes precedente. Por instrumentos, se observaron una desaceleración en la emisión de valores a corto plazo, un mantenimiento en el ritmo de captación de fondos a través de valores a largo plazo y un mayor dinamismo en los créditos y resto de pasivos.

La tasa de contracción de los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares también aumentó en abril (véase gráfico 9). Todos los instrumentos mostraron descensos más intensos que los observados en marzo, destacando el incremento en el ritmo de caída de los medios de pago.

25.6.2012.