

## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

## Evolución reciente de la economía española

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

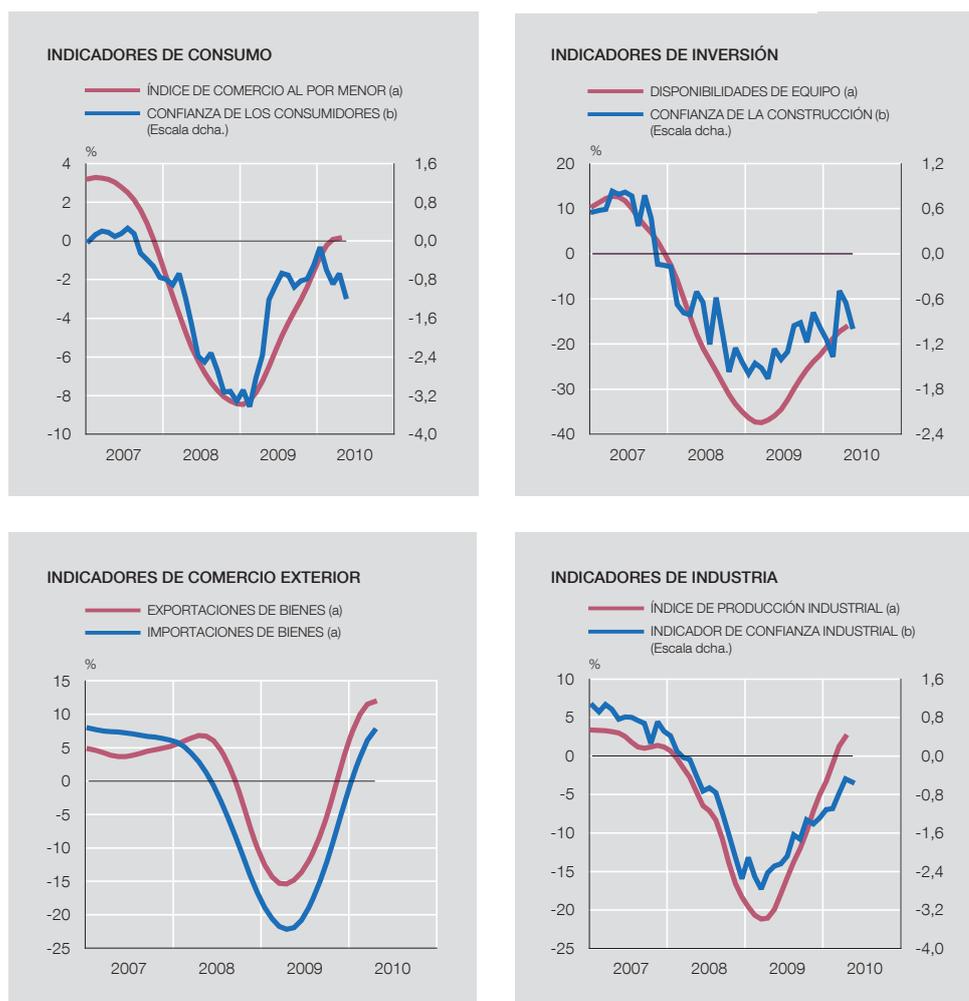
Los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), que ya fueron objeto de un comentario más detallado en el *Boletín Económico* de mayo, confirmaron la incipiente recuperación de la actividad en el primer trimestre de 2010, con un avance del PIB real del 0,1% en términos intertrimestrales. La tasa de variación interanual —que, por construcción, está sometida a un grado de inercia mayor— continuó siendo negativa (-1,3%), aunque su descenso fue más atenuado que en trimestres anteriores. Por componentes, la menor aportación de la demanda exterior neta al crecimiento interanual del PIB, que se redujo hasta 1,2 puntos porcentuales (pp), se vio compensada por la notable moderación del retroceso de la demanda nacional, hasta el -2,4%. Por último, la caída del empleo se ralentizó, hasta el -3,6%, mientras que el ritmo de crecimiento de la productividad se redujo hasta el 2,4%.

En cuanto a la información más reciente, la interpretación de los indicadores disponibles se está viendo dificultada por la incidencia de algunos elementos de naturaleza transitoria que están afectando con distinto signo a la evolución económica a corto plazo, como el posible adelanto de algunas decisiones de compra por parte de los consumidores ante la subida de los tipos del IVA el próximo 1 de julio, o los efectos sobre el turismo de las cancelaciones de vuelos en abril y mayo provocadas por la erupción volcánica. Tampoco puede descartarse que el calendario de celebración de la Semana Santa en este año esté afectando a las señales que proporcionan algunos indicadores en abril, en su comparación tanto con el mismo período del año anterior como con el pasado mes de marzo.

Los indicadores referidos al consumo privado han mostrado un comportamiento algo más débil en los últimos meses (véase gráfico 1). Aunque las matriculaciones de automóviles por parte de particulares experimentaron en mayo un crecimiento interanual cercano al 40%, impulsadas aún por los efectos positivos del Plan 2000E, el avance perdió intensidad con respecto al registrado en abril. Adicionalmente, el índice del comercio al por menor y el indicador de ventas interiores de bienes de consumo de la Agencia Tributaria, correspondientes ambos al mes de abril, se desaceleraron hasta tasas interanuales del -1,1% y del 0,6%, respectivamente. Por lo que se refiere a los indicadores cualitativos, el índice de confianza de los consumidores de la Comisión Europea acusó un retroceso de cinco puntos en mayo, algo mayor que el observado en el conjunto del área del euro, lo que podría estar reflejando el impacto de las tensiones financieras recientes. Con este dato, el promedio de abril y mayo se situó por debajo de la media del primer trimestre del año.

Por su parte, los indicadores de inversión en bienes de equipo apuntan a una cierta mejora respecto al primer trimestre del año. En mayo, el indicador de clima en las ramas productoras de estos bienes se mantuvo en niveles similares a los de abril y, en todo caso, superiores a los del primer trimestre. También la cartera de pedidos de este sector mejoró en mayo. Además, las matriculaciones de vehículos de carga acentuaron en ese mes su progresión favorable, hasta crecer a una tasa interanual del 28%. Por último, la utilización de la capacidad productiva repuntó 2 pp, hasta casi el 71%, en el segundo trimestre de 2010.

Los indicadores contemporáneos referidos a la construcción han mostrado una continuación de la tendencia a una ralentización de sus ritmos de caída, aunque esta sigue siendo intensa. Así, los afiliados de esta rama a la Seguridad Social disminuyeron un 13% interanual en mayo, un descenso seis décimas inferior al del mes anterior. Por su parte, los indicadores de consumos intermedios también reflejaron caídas menos intensas que en el primer trimestre, del



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).

–15% interanual en mayo en el caso del consumo aparente de cemento y del –4% en abril en el del índice de producción industrial de minerales no metálicos. Por el contrario, la confianza de los empresarios de la construcción empeoró en mayo por segundo mes consecutivo. En cuanto a los indicadores adelantados, los visados de viviendas moderaron en marzo su caída en comparación con los meses anteriores, al contrario de lo observado en el caso de la edificación no residencial. Respecto a la obra civil, el volumen de obra licitado en los últimos meses anticipa una peor evolución de la obra civil en la segunda mitad del año.

De acuerdo con los datos de Aduanas, las tasas de crecimiento interanual de los flujos de comercio exterior experimentaron en abril una notable desaceleración en comparación con el mes anterior. No obstante, es probable que los intercambios comerciales se encuentren entre las variables cuya evolución podría haberse visto afectada por el calendario de la Semana Santa, por lo que quizá sea preferible analizar de forma conjunta los datos de marzo y abril. En concreto, en el caso de las exportaciones, el crecimiento interanual se moderó hasta el 10,5% en abril, aunque, si se promedia con el de marzo, el aumento resultante se sitúa en el 17,1%, lo que supondría una continuación de la progresión observada desde el comienzo del año. Por tipos de productos, destacaron en abril los incrementos de las exportaciones de

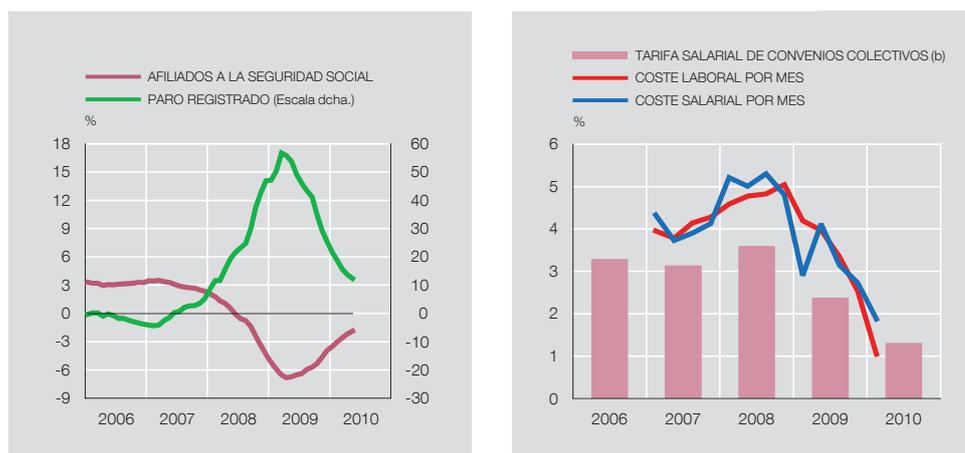
bienes de equipo y de productos intermedios industriales, mientras que las exportaciones de automóviles parecen empezar a resentirse de la retirada de las ayudas para su adquisición en otros países europeos. Por áreas geográficas, el aumento de las ventas destinadas a la UE fue muy inferior al de las realizadas al resto del mundo. Por lo que se refiere a las importaciones, su crecimiento interanual ascendió al 15,4% en abril, 7 pp menos que en marzo. En este caso, la tasa media resultante en marzo y abril (del 18,7%) fue claramente superior a las observadas en los dos primeros meses del año. Por grupos de productos, destacaron en abril las compras de bienes intermedios industriales y de bienes de consumo duradero distintos de los automóviles. Como resultado del mayor dinamismo de las importaciones, el déficit comercial se amplió en abril por segundo mes consecutivo en términos interanuales. En los cuatro primeros meses de 2010 el déficit comercial es un 2% inferior al del mismo período del año anterior, como consecuencia de un incremento de casi el 30% del déficit energético —que se explica, sobre todo, por el encarecimiento del petróleo—, más que compensado por una corrección del 33% del saldo no energético.

Respecto al turismo receptor, aunque en mayo todavía se registraron algunas cancelaciones de vuelos como consecuencia de la nube de cenizas volcánicas, los indicadores disponibles son favorables en dicho mes, con un aumento del 6,1% interanual en el número de pernoctaciones hoteleras por parte de no residentes, de acuerdo con la Encuesta de Ocupación Hotelera, y un ligero incremento del 1,1% interanual en las entradas de turistas extranjeros, según FRONTUR. Todavía no se encuentra disponible el dato sobre el gasto total de los visitantes extranjeros en mayo, que proporciona EGATUR.

Los datos de Balanza de Pagos relativos al mes de marzo de 2010 mostraron una disminución del 34% de la necesidad de financiación de la nación en términos interanuales, gracias a la disminución del déficit de rentas y a la mejora del saldo de servicios no turísticos, y a pesar del aumento del déficit comercial. En el acumulado enero-marzo, la necesidad de financiación de la nación fue un 25% inferior a la del mismo período del año anterior.

En la vertiente de la oferta, el índice de producción industrial ralentizó en abril su ritmo de crecimiento interanual hasta el 1,8% en términos corregidos de estacionalidad. La producción de las ramas de energía, bienes de consumo alimenticio y bienes de equipo disminuyó, mientras que en el caso de los bienes intermedios no energéticos y de los bienes de consumo no alimenticio se registraron avances cercanos al 7% interanual. También los índices de cifra de negocios y de entradas de pedidos experimentaron en abril crecimientos interanuales más moderados que en marzo. En cambio, los indicadores del mercado laboral correspondientes a mayo mantuvieron la trayectoria de los meses precedentes, con un recorte de 0,5 pp en la caída de los afiliados a la Seguridad Social, hasta el -4,9%. Por último, entre los indicadores de opinión, la encuesta de confianza de la industria manufacturera de la Comisión Europea frenó en mayo el impulso mostrado el mes anterior, aunque mantiene una trayectoria positiva respecto al primer trimestre. En todo caso, conviene tener en cuenta que, en el mes de mayo, el desglose sectorial de los indicadores de confianza de la encuesta de la Comisión Europea experimentó un cambio metodológico, lo que podría afectar a la comparabilidad de los datos de ese mes con los de los anteriores. Por su parte, el índice PMI de manufacturas retrocedió 1,8 puntos en mayo, aunque se mantiene desde marzo sobre el nivel de referencia de 50, que señala una expansión de la actividad.

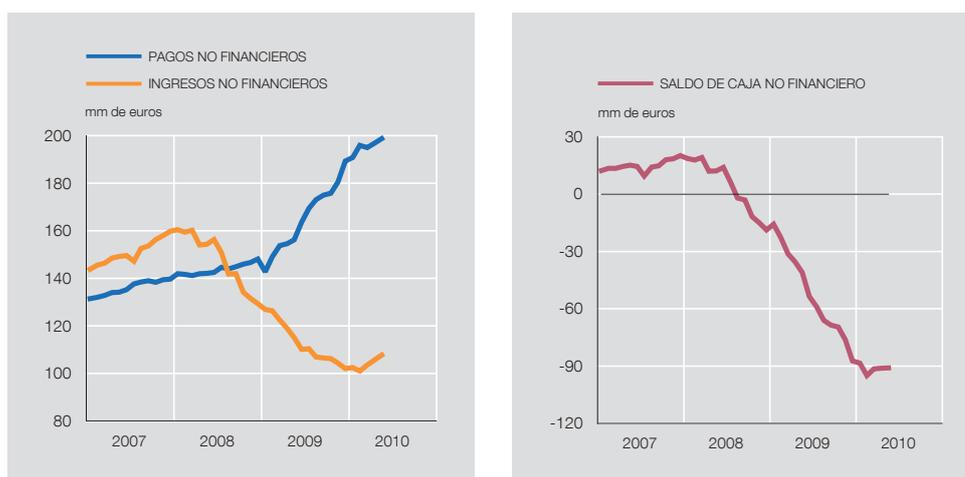
En el caso de los servicios, se han recogido algunas señales positivas, como las afiliaciones a la Seguridad Social, que crecieron en mayo en tasa interanual por primera vez en 18 meses. Sin embargo, los indicadores cualitativos, también referidos a mayo, tuvieron un comportamiento opuesto entre sí. Por un lado, el índice PMI aumentó en 1,3 puntos, hasta 52,3, el re-



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

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.  
 b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta mayo de 2010.

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



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a. Último dato: mayo de 2010.

gistro más alto desde agosto de 2007; por otro, el índice de confianza procedente de las encuestas de la Comisión Europea empeoró notablemente, si bien es posible que esté afectado por el cambio metodológico antes mencionado. Finalmente, el índice de cifra de negocios del sector servicios, en términos reales y corregidos de calendario, moderó ligeramente su ritmo de caída interanual en abril, hasta el -0,1%.

Los indicadores del mercado de trabajo referidos al mes de mayo prolongaron la tendencia observada en los meses precedentes hacia un ajuste progresivamente más moderado (véase gráfico 2). En particular, el número de afiliados a la Seguridad Social disminuyó un 1,9% (-2,1% en abril), mientras que la tasa interanual de avance del número de desempleados se desaceleró en 1,4 pp, hasta el 12,3%.

Por lo que respecta a la ejecución presupuestaria del Estado en términos de la Contabilidad Nacional, en los cinco primeros meses de 2010 el déficit acumulado fue de 18,8 mm de euros,

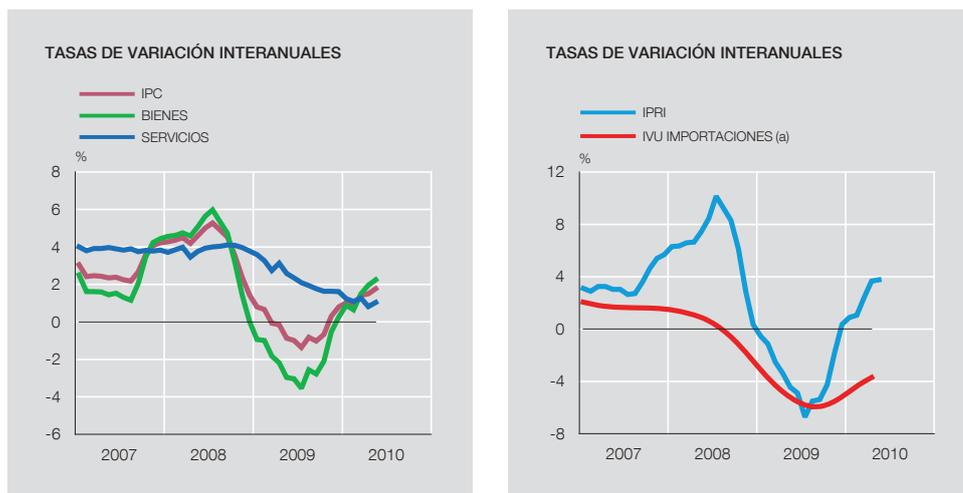
lo que supone un  $-1,8\%$  del PIB, una décima menos que en igual período del año anterior. Los recursos totales continuaron su paulatina recuperación, aumentando un  $15,6\%$  hasta mayo ( $10,1\%$  hasta abril). Por el contrario, los pagos no financieros mantuvieron una fuerte inercia, con un incremento del  $9\%$  en los cinco primeros meses del año, tasa superior a la observada entre enero y abril. Respecto al consumo público, la remuneración de asalariados de la Administración del Estado creció hasta el mes de mayo un  $2\%$  interanual, lo que supone una moderación de cierta intensidad con respecto a diciembre de 2009, en tanto que los otros gastos de consumo final descendieron algo más del  $5\%$ . En términos de caja, el déficit del Estado acumulado entre los meses de enero y mayo ascendió a  $22,9$  mm de euros, frente al déficit de  $19,1$  mm de euros registrado en los cinco primeros meses del año anterior (véase gráfico 3).

## **Precios y costes**

El coste laboral medio por trabajador y mes aumentó en el primer trimestre de 2010 un  $1\%$ , de acuerdo con la Encuesta Trimestral de Coste Laboral. Este avance, el más reducido de la serie histórica, supone una notable desaceleración —de  $1,5$  pp— con respecto a la tasa interanual observada en el trimestre final de 2009, como se aprecia en el gráfico 2. Los costes salariales moderaron su ritmo de aumento en  $0,8$  pp, hasta el  $1,9\%$ , mientras que los no salariales se desaceleraron de forma más intensa (en  $3$  pp), hasta caer un  $1,1\%$ . Según la información más reciente, las tarifas salariales pactadas para 2010 en el marco de la negociación colectiva incorporaron, hasta el 31 de mayo, un incremento medio del  $1,3\%$ ,  $1,1$  pp por debajo del aumento fijado para 2009. Casi todos los convenios registrados corresponden a acuerdos plurianuales firmados en años anteriores, a los que están acogidos  $2,9$  millones de trabajadores y que contienen un aumento salarial del  $1,3\%$ . Los de nueva firma, que aún son muy escasos y afectan solo a  $0,2$  millones de trabajadores, reflejan un crecimiento salarial del  $1,1\%$ , ligeramente por encima del límite máximo fijado en el acuerdo para el empleo y la negociación colectiva 2010-2012. Finalmente, al igual que ocurrió el año pasado, las cláusulas de salvaguarda no se han activado ni se espera que lo hagan a lo largo del ejercicio. El 18 de junio, el Gobierno aprobó un decreto ley de reforma del mercado de trabajo, que fue convalidado por el Parlamento el 22 de junio, y cuyos objetivos son, entre otros, reducir la dualidad en la contratación y reforzar los mecanismos de flexibilidad interna dentro de las empresas.

El ritmo de variación interanual del IPC aumentó tres décimas en mayo, hasta el  $1,8\%$  (véase gráfico 4). El incremento intermensual fue del  $0,2\%$ . El repunte interanual fue generalizado a todos los componentes, salvo el energético, donde se desaceleró en tres décimas. Con todo, el aumento de precios de la energía siguió siendo elevado —del  $16,4\%$ —. Las tasas interanuales del IPSEBENE y del IPC sin energía repuntaron tres décimas, abandonando, por tanto, las tasas negativas registradas en abril, hasta alcanzar en ambos casos un  $0,2\%$ . Los precios de los alimentos no elaborados y de los bienes industriales no energéticos moderaron sus ritmos de caída en cinco y cuatro décimas, respectivamente, hasta el  $-0,8\%$  y el  $-1,1\%$ . Por su parte, los precios de los servicios se aceleraron en dos décimas, hasta el  $1\%$ ; y los de los alimentos elaborados,  $0,4$  pp, hasta el  $0,9\%$ . El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) aumentó en mayo su ritmo de variación en dos décimas, hasta el  $1,8\%$ , en España. La inflación del conjunto del área del euro, en cambio, solo repuntó una décima, hasta el  $1,6\%$ , por lo que el diferencial de inflación se amplió hasta  $0,2$  pp, su mayor valor desde noviembre de 2008. En todo caso, ese diferencial se explica por el mayor impacto relativo de los precios de la energía en el IAPC español, de modo que el diferencial del IPSEBENE siguió siendo negativo ( $-0,6$  pp).

En mayo, la tasa de crecimiento interanual del índice de precios industriales (IPRI) aumentó muy ligeramente, hasta el  $3,8\%$ . Los precios que se aceleraron con mayor intensidad fueron los de los bienes intermedios y los de bienes de consumo duradero, mientras que los precios



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

de los bienes de consumo no duradero y de equipo mantuvieron unas tasas interanuales cercanas a cero. Los precios de la energía se moderaron, aunque su tasa interanual siguió siendo muy elevada, cercana al 12%.

Los precios de los flujos de comercio exterior, aproximados por los índices de valor unitario —IVU—, registraron en abril su primer crecimiento positivo, tanto en la vertiente importadora como en la exportadora, desde diciembre de 2008. En el caso de los precios de importación, la tasa observada fue del 1,1% (–1,2% en marzo). Por grupos de productos, la aceleración fue generalizada, afectando a todos los componentes, con la excepción de los bienes intermedios no energéticos. Los IVU de las ventas al exterior aceleraron su avance en 2,2 pp, hasta el 0,3%, con un comportamiento más expansivo de todos los grupos de bienes, salvo el de los bienes de consumo no alimenticio. También los índices de precios del comercio exterior elaborados por el INE aceleraron en abril sus tasas de crecimiento, que siguieron siendo mucho más altas que las que muestran los IVU. Así, el índice general de precios de importación de productos industriales incrementó en seis décimas su ritmo de avance interanual, hasta el 7,8%, mientras que la aceleración de los precios industriales de exportación fue de 1,4 pp, hasta el 4,4%. En ambos casos, los componentes que más contribuyeron a esos repuntes fueron los bienes intermedios y la energía.

**Evolución económica y financiera en la UEM**

La evolución en los mercados financieros internacionales ha seguido condicionada por la incertidumbre generada en torno a la situación de las finanzas públicas en Europa, cuyo impacto se ha extendido en el último mes al sistema bancario internacional, afectando negativamente a las condiciones de financiación bancaria. No obstante, el anuncio de nuevas medidas de consolidación fiscal en varios países europeos, incluido el Reino Unido, y en Japón, junto con las mejores expectativas de resultados empresariales en Estados Unidos, propiciaron una cierta mejoría de los indicadores financieros en las últimas semanas, a la que también ha contribuido la decisión de las autoridades chinas de flexibilizar el régimen cambiario del renminbi, a finales de mes. A pesar de esta mejora, todavía se registran retrocesos significativos en relación con los niveles alcanzados a mediados de abril, aunque hay diferencias entre mercados y áreas. Así, los mercados bursátiles —en especial, los europeos— fueron los que mostraron una recuperación más clara, mientras que a lo largo del mes de junio siguieron observándose signos de tensión en los mercados interbancarios y de crédito, reflejados en el mantenimiento de elevados diferenciales de riesgo en algunos soberanos europeos y en el sector bancario. Los

mercados de las economías emergentes han seguido una dinámica similar a la de los países desarrollados, con recuperación en las bolsas y un estrechamiento moderado de los diferenciales soberanos de la mayoría de estas economías, aunque en Europa del Este se han visto afectados por la incertidumbre generada por la situación fiscal en Hungría. Por su parte, el anuncio de flexibilización del tipo de cambio del renmimbi respecto al dólar propició una modesta apreciación bilateral de la divisa china (del 0,5% hasta finales de junio). Por último, los precios de las materias primas han tendido a mejorar, tras las bruscas caídas de mayo, pero están todavía por debajo de los niveles de marzo o abril, mientras que el precio del petróleo tipo Brent se encuentra en el entorno de los 75 dólares por barril, lo que es coherente con una menor expectativa de recuperación de la demanda.

En Estados Unidos, la estimación final del PIB del primer trimestre registró un crecimiento del 0,7% trimestral (2,7% en tasa anualizada), tres décimas menos que la estimación preliminar, por la menor aportación del consumo y la mayor contribución negativa de la demanda externa. Los indicadores de abril y mayo avalarían, en general, una evolución positiva de la actividad en el segundo trimestre. No obstante, el consumo ha mostrado cierta debilidad (pese a la mejora de la confianza), que podría estar relacionada con una evolución menos favorable del mercado laboral en el mes de mayo, caracterizada por una disminución de la fuerza laboral y una creación de empleo ligada a la contratación temporal por parte del sector público. En el mercado de la vivienda, los datos de mayo apuntan a un deterioro mayor de lo esperado tras la desaparición de las ayudas fiscales para compra de vivienda, con la fuerte caída de las ventas de viviendas, de los permisos de construcción y las viviendas iniciadas, y de la confianza de los constructores. Por su parte, la inflación medida por el IPC disminuyó dos décimas en mayo, hasta el 2% interanual, mientras que la tasa subyacente se mantuvo en el 0,9%. En este contexto, la Reserva Federal mantuvo inalterado el tipo de interés oficial en su reunión de junio —en el rango del 0% al 0,25%— y reiteró el mensaje de que lo mantendrá en niveles reducidos por un tiempo prolongado, ligado a la evolución de la economía. Finalmente, a finales del mes de junio se alcanzó un consenso sobre el texto de la reforma financiera.

En Japón, la revisión del PIB del primer trimestre confirmó un elevado crecimiento del 1,2% trimestral (4,6% interanual), con una aportación significativa del consumo, aunque las exportaciones fueron el principal motor de la actividad. Los indicadores de mayor frecuencia del segundo trimestre —como la producción industrial— apuntan a una moderación en el ritmo de crecimiento, mientras que los indicadores de consumo dan señales mixtas. En abril, los precios de consumo cayeron un -1,5% en tasa interanual, frente al -1,2% del mes anterior. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,1% y concretó la puesta en marcha de una facilidad temporal para estimular la concesión de crédito bancario. Asimismo, el nuevo Gobierno presentó el programa de consolidación fiscal, que aspira a restringir la emisión de deuda pública y a alcanzar el equilibrio presupuestario en diez años, aunque por ahora carece de medidas concretas.

En Reino Unido, los últimos datos muestran signos ambiguos para el segundo trimestre. Los indicadores de actividad y las encuestas de opinión muestran un afianzamiento de la producción industrial y de los servicios, pero se observa mayor debilidad del consumo privado. El mercado laboral mantiene su relativa estabilidad, con una tasa de paro anclada en torno al 8% desde hace un año. En cuanto al mercado inmobiliario, reaparecen ciertos signos de recuperación, tras un primer trimestre negativo. El nuevo Gobierno ha presentado un presupuesto de emergencia, que supone un ajuste fiscal rápido e intenso de 10 pp del PIB en los próximos seis años, hasta un déficit del -1,1% en 2015-2016. Entre otras medidas, se incluyen recortes de gastos sociales, una subida del IVA hasta el 20% y un nuevo impuesto sobre la banca. En el ámbito de los precios, la inflación se redujo en mayo tres décimas, hasta el 3,4%, si bien las

expectativas de inflación repuntaron notablemente. En este contexto, el Banco de Inglaterra mantuvo el tipo de interés en el 0,5%. Finalmente, el Gobierno ha perfilado una reforma de la arquitectura financiera, según la cual la actual agencia de estabilidad financiera (FSA) desaparecerá, el banco central asumirá nuevas competencias en materia de regulación y supervisión, y se crea una agencia de defensa del consumidor y de supervisión de los mercados financieros.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes a la zona del euro, el PIB creció un 0,5% interanual en el primer trimestre, frente a la caída del 2,1% en el cuarto trimestre. Por países, destaca Polonia, con un crecimiento del 3%, basado en el consumo privado. En el resto de la región, la gradual recuperación de la actividad siguió impulsada por la demanda externa. Los indicadores del segundo trimestre muestran una mejoría de la producción industrial y un estancamiento de la ventas al por menor en muchos países. En mayo, la inflación agregada disminuyó dos décimas, hasta el 2,6% interanual, por la desaceleración de los precios en Polonia y en Hungría. En este contexto, los bancos centrales dejaron inalterados los tipos de interés oficiales. En el ámbito fiscal, el nuevo Gobierno húngaro aprobó un plan de reducción del déficit público para recuperar la confianza de los mercados, tras hacer públicas sus dudas sobre la veracidad de las cuentas públicas dejadas por el anterior Gobierno.

En China, el PIB registró una nueva aceleración en el primer trimestre de 2010, creciendo al 11,9% interanual (10,7% en el trimestre anterior). Los indicadores de actividad y demanda continúan mostrando un elevado dinamismo: la producción industrial, la inversión en activos fijos y las ventas al por menor volvieron a registrar un fuerte crecimiento en mayo, registrándose también una expansión muy notable de las exportaciones. Los precios de consumo crecieron un 3,1% interanual en mayo (frente a un 2,8% en abril), situándose por encima del objetivo del 3% fijado para este año. En este contexto, el banco central anunció un manejo más flexible del tipo de cambio del renminbi frente al dólar. En el resto de Asia, la actividad económica muestra también una fuerte expansión en todas las economías, con elevados crecimientos interanuales del PIB en el primer trimestre del año en India (8,6%), Hong Kong (8,2%), Malasia (10,1%), Tailandia (12%) y Filipinas (7,3%). Los datos del segundo trimestre apuntan a un mantenimiento de ese dinamismo.

En América Latina, el PIB creció un 5,5% en tasa interanual en el primer trimestre, frente al 1,3% registrado en el trimestre anterior. Destaca el fuerte crecimiento en Brasil, un 9% interanual, impulsado por la demanda interna, que contribuyó en 3,4 pp al crecimiento regional. En Argentina, el PIB creció un 6,8% interanual, con una expansión del 3% en tasa trimestral, mientras que en Colombia creció hasta el 4,4% interanual. La inflación interanual del conjunto de la región se mantuvo en el 6,6% en mayo, repuntando en todos los países, salvo México y Brasil. Los bancos centrales de Brasil y de Perú siguieron endureciendo el tono de sus políticas monetarias, con aumentos de los tipos de interés oficiales de 75 puntos básicos (pb) y 25 pb, respectivamente; el banco central de Chile inició el ciclo de subidas con un aumento de 50 pb (hasta el 1%). En Argentina, el cierre del canje de la deuda se postergó dos semanas y se puso en marcha una reforma de la normativa cambiaria para dificultar las compras de dólares con dinero en efectivo. En Venezuela comenzó a operar un nuevo mercado paralelo para el tipo de cambio. Por último, Moody's mejoró la calificación crediticia de la deuda de Chile, hasta Aa3.

En la zona del euro, de acuerdo con la primera estimación de la Contabilidad Nacional correspondiente al primer trimestre de 2010, el PIB aumentó un 0,2% en términos intertrimestrales, tras el incremento del 0,1% del período octubre-diciembre. El crecimiento vino impulsado por el consumo público, por las exportaciones y, sobre todo, por la aportación positiva de 0,8 pp de la variación de existencias. El consumo privado y la inversión siguieron muy débiles, de tal forma que la demanda interna —excluidas las existencias— tuvo una aportación negativa, de

		ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN (b)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial	1,7	4,1	7,8	9,6		
	Comercio al por menor	-0,7	0,1	1,5	-1,8		
	Matriculaciones de turismos nuevos	8,3	2,9	10,2	-10,1	-13,1	
	Indicador de confianza de los consumidores	-16,0	-17,0	-17,0	-15,0	-17,8	-17,3
	Indicador de confianza industrial CE	-14,0	-13,0	-10,0	-7,0	-6,0	
	PMI de manufacturas	52,4	54,2	56,7	57,6	55,8	55,6
	PMI de servicios	52,5	51,8	54,1	55,6	56,2	55,4
	IAPC	1,0	0,9	1,4	1,5	1,6	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS	M3	0,0	-0,4	-0,1	-0,1		
	M1	11,5	11,0	10,8	10,7		
	Crédito a los sectores residentes	1,8	1,7	1,8	1,8		
	<i>AAPP</i>	9,7	9,2	9,8	8,7		
	<i>Otros sectores residentes</i>	0,2	0,2	0,1	0,3		
	<i>De los cuales:</i>						
	— <i>Préstamos a hogares</i>	1,6	1,8	2,1	2,5		
	— <i>Préstamos a sociedades no financieras</i>	-2,7	-2,4	-2,4	-2,6		
	EONIA	0,34	0,34	0,35	0,35	0,34	0,35
	EURIBOR a tres meses	0,68	0,66	0,64	0,64	0,69	0,72
	EURIBOR a un año	1,23	1,23	1,22	1,23	1,25	1,28
	Rendimiento bonos a diez años	4,10	4,11	3,98	4,16	3,68	3,69
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,34	-0,39	-0,23	-0,30	-0,22	-0,40
	Tipo de cambio dólar/euro	1,427	1,369	1,357	1,341	1,257	1,220
	Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	-6,4	-8,0	-1,2	-5,0	-12,0	-11,4

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.

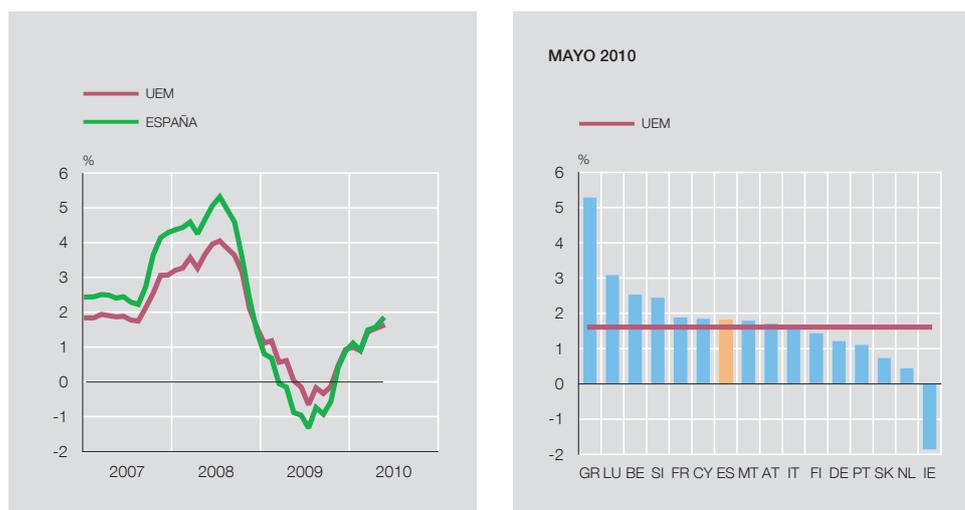
b. Datos hasta el día 25 de junio de 2010.

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

0,1 pp, al crecimiento del PIB. Por su parte, la mayor fortaleza de las importaciones frente a las exportaciones situó la contribución del saldo neto exterior en -0,5 pp. En términos interanuales, el producto aumentó un 0,6%, frente al -2,1% del trimestre precedente.

Los datos de Contabilidad Nacional del primer trimestre estimaron un crecimiento nulo del empleo, de forma que la tasa interanual se situó en el -1,3%, frente al -2,1% de los tres últimos meses del año pasado. La productividad aparente del trabajo aumentó notablemente, lo que facilitó una significativa caída de los costes laborales unitarios, a pesar de que la remuneración por asalariado mantuvo su ritmo de avance. Dado que el deflactor del PIB creció por encima de los costes laborales unitarios, los márgenes empresariales se ampliaron por primera vez desde el inicio de la crisis.

La información disponible para el segundo trimestre del año, derivada tanto de los indicadores cuantitativos como de los de opinión, avanza una nueva expansión de la actividad, probablemente mayor que la registrada en el primer trimestre. Así, la producción industrial y los pedidos industriales siguieron creciendo en abril un 0,9% en ambos casos, en relación con el mes anterior. Por su parte, los indicadores de opinión elaborados por la Comisión Europea, disponibles hasta mayo, y los procedentes de los gestores de compras de junio experimentaron algunos retrocesos, pero la media del segundo trimestre es superior a la del trimestre previo. Sin embargo, indicadores de consumo como las ventas al por menor de abril y las matriculaciones de automóviles en mayo se redujeron, afectados estos últimos por el fin de los incentivos gubernamentales para la compra de coches en varios países de la zona del euro (véase cuadro 1).

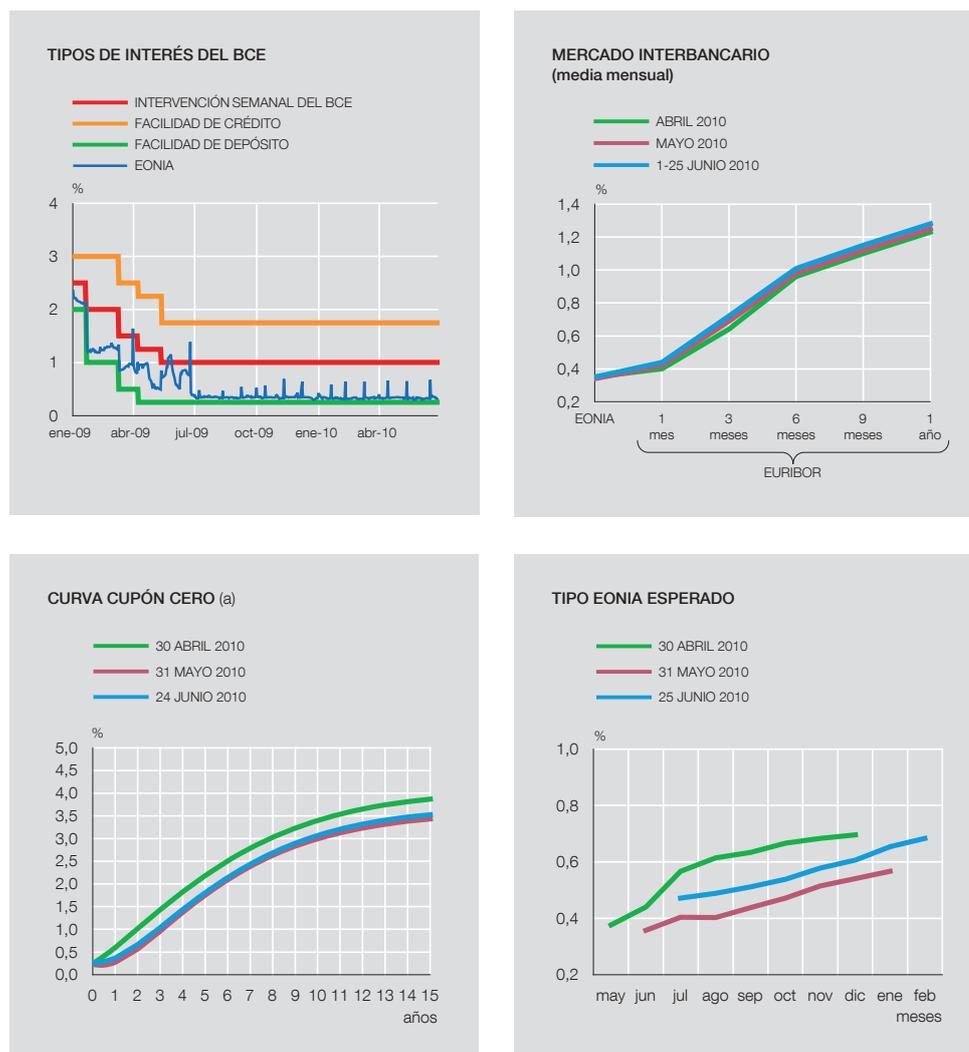


FUENTE: Eurostat.

Además, la confianza de los consumidores mantuvo en junio el empeoramiento registrado el mes anterior. En cuanto a la inversión, el grado de utilización de la capacidad productiva siguió aumentando en el segundo trimestre, y en mayo avanzó la valoración de la cartera de pedidos. Finalmente, los datos nominales de la balanza comercial señalaron que las ventas al exterior, en términos interanuales, continuaron mejorando en abril, y la valoración de la cartera de pedidos exteriores también registró avances en mayo.

La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, aumentó una décima en mayo, hasta situarse en el 1,6%. La evolución del índice general obedeció a una ligera aceleración de los precios de todos sus componentes, excepto los precios de los alimentos no elaborados, que moderaron su crecimiento (véase gráfico 5). De esta forma, la inflación subyacente, medida por el índice IPSEBENE, se elevó una décima, hasta el 0,9%. Los precios industriales aumentaron un 2,8% en abril, desde el 0,9% de marzo, debido, fundamentalmente, al encarecimiento de los productos energéticos e intermedios.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del 10 de junio, decidió mantener inalterados los tipos de interés oficiales en el 1% para las operaciones principales de financiación y en el 0,25% y el 1,75% para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente. El Consejo consideró que los tipos de interés oficiales se encuentran en niveles adecuados, ya que, aunque persiste el avance de los precios de las materias primas, se espera que las presiones de demanda interna sobre los precios sigan siendo limitadas, tal como recoge el último ejercicio de previsión del Eurosistema, correspondiente a junio, que contempla una tasa de inflación entre el 1,4% y el 1,6% en 2010, y entre el 1% y el 2,2% en 2011. Se espera igualmente un crecimiento moderado de la actividad, apoyado por la orientación acomodaticia de la política monetaria y por las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. En esta línea apunta el ejercicio de previsión del Eurosistema de junio, que contempla un crecimiento del PIB entre el 0,7% y el 1,3% en 2010, y entre el 0,2% y el 2,2% en 2011. Mientras que para 2010 el rango se ha revisado ligeramente al alza respecto a las previsiones de marzo, el de 2011 lo ha hecho a la baja, debido al impacto de las medidas adicionales de consolidación fiscal. En todo caso, se mantiene un inusualmente elevado nivel de incertidumbre, asociado, entre otros factores, a la persistencia de las tensiones en algunos segmentos del mercado financiero. El 10 de junio, en una comunicación posterior, el Consejo de Gobierno del BCE volvió a



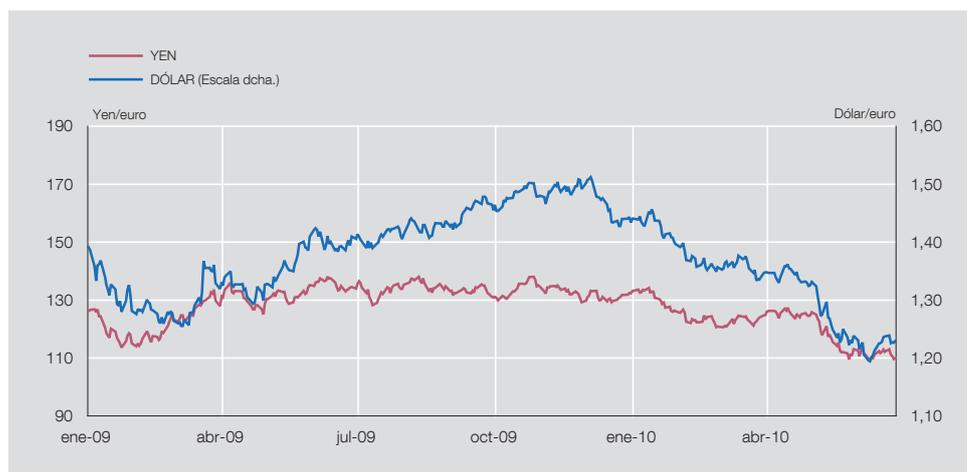
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación con datos del mercado de swaps.

reforzar la provisión de liquidez, ampliando el período de las subastas a tres meses con adjudicación plena a tipo fijo hasta el mes de septiembre. Además, desde que el 10 de mayo entrara en funcionamiento el Programa para los Mercados de Valores, el BCE está adquiriendo activos financieros por una cantidad que es posteriormente reabsorbida a través de depósitos a una semana. El Consejo recalcó también que todas las medidas no convencionales adoptadas, que, por definición, son temporales, están en plena consonancia con su mandato, y que tanto la orientación de la política monetaria como el suministro de liquidez se ajustarán siempre que sea necesario para garantizar la estabilidad de precios a medio y largo plazo.

De acuerdo con la decisión adoptada el 9 de mayo en el marco del Consejo ECOFIN de salvaguardar la estabilidad financiera en Europa, los ministros de Finanzas firmaron el 7 de junio la puesta en marcha del instrumento denominado «Facilidad Europea de Estabilidad Financiera», que podría otorgar préstamos, sujetos a una estricta condicionalidad, por hasta un total de 440 mm de euros, garantizados por parte de los Estados miembros del área, sobre una base proporcional dependiente del capital desembolsado en el BCE<sup>1</sup>. Junto con la aportación de la

1. Con la excepción de Grecia, país sujeto ya a un programa condicionado de apoyo financiero.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

Comisión Europea (60 mm de euros) y la contribución prevista adicional del FMI (hasta 250 mm de euros) se configura un esquema con una capacidad financiera de apoyo de 750 mm de euros. Desde el 10 de mayo, los Gobiernos de la zona del euro con mayor déficit han adoptado medidas adicionales de consolidación fiscal y establecido objetivos fiscales más ambiciosos, y, en general, se ha avanzado en la concreción de las medidas que permitirán reducir los déficits según los compromisos adquiridos en el marco del PEC. Además, el Consejo Europeo del 17 de junio enfatizó la necesidad urgente de reforzar la coordinación de las políticas económicas, en lo que respecta a la supervisión presupuestaria y macroeconómica, y dio su acuerdo sobre un primer conjunto de orientaciones, pendientes todavía de detallar para que se hagan operativas.

En el mercado interbancario, los tipos de interés de los depósitos y los de operaciones con garantías —*eurepos*— se mantuvieron estables en junio, situándose los primeros, en el plazo de tres y doce meses, en el 0,7% y el 1,3%, respectivamente (véase gráfico 6). El conjunto de medidas adoptadas entre el 8 y el 10 de mayo para paliar los efectos de la crisis fiscal europea permitió inicialmente una intensa reducción de los diferenciales de los tipos de bonos a diez años, especialmente entre los países en los que se centraban las mayores dudas sobre su sostenibilidad fiscal, una revalorización de las bolsas y una recuperación del tipo de cambio del euro. No obstante, con posterioridad se produjeron retrocesos y los diferenciales de tipos siguen siendo muy elevados. La deuda soberana griega sufrió una nueva rebaja de calificación por parte de Moody's, desde A3 a Ba1. Por su parte, la bolsa y el tipo de cambio del euro mostraron una gran volatilidad a lo largo de junio, con una tendencia bajista hasta el día 8. Desde entonces, el valor del índice Dow Jones EUROSTOXX 50 ha subido un 4,72% y el tipo de cambio del euro se ha apreciado un 2,85%, lo que podría estar relacionado con el impacto positivo de los avances en la elaboración y concreción de las medidas diseñadas en mayo (véase gráfico 7).

Por último, el agregado monetario M3 se redujo en abril un 0,1% interanual, si bien las tasas de crecimiento más cortas fueron positivas. Los componentes más líquidos siguieron manteniendo un fuerte dinamismo, aunque menor que en meses anteriores, mientras que los depósitos a mayor plazo y los valores negociables mostraron un claro retroceso. La mejora de los préstamos a los hogares prosiguió, mientras que los préstamos a las sociedades no financieras acrecentaron sus caídas (del 2,6% en abril), lo que refleja, en gran medida, la reducción en los préstamos a menos de un año.

La evolución de los mercados financieros nacionales durante la parte transcurrida de junio ha venido marcada por una elevada volatilidad de las cotizaciones y por un importante incremento de las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos tanto por el sector público como por el privado. Ello reflejó los problemas de confianza de los inversores a los que se han enfrentado nuestra economía y otras del área del euro, dificultades que parecen haberse atenuado algo tras la aprobación del real decreto sobre la reforma laboral en nuestro país y el anuncio de la próxima publicación de las pruebas de resistencia de las entidades financieras. La información más reciente de los balances de los agentes no financieros, correspondiente a abril, continúa evidenciando una estabilidad del saldo de deuda de los hogares, un progresivo retroceso interanual de la financiación de las sociedades y un elevado dinamismo de los pasivos de las AAPP, aunque dentro de una pauta de desaceleración. Estos desarrollos vinieron acompañados de una variación interanual prácticamente nula de los activos más líquidos de las familias y de las empresas. Los datos provisionales referidos a mayo apuntan a un cierto incremento en el crecimiento del crédito obtenido por las familias, mientras que el captado por las empresas habría seguido contrayéndose, aunque a un ritmo ligeramente inferior. En el caso de los activos más líquidos mantenidos por estos sectores, se habría producido una continuidad de las principales tendencias del mes precedente.

Durante la parte transcurrida de junio se han elevado las rentabilidades negociadas en los mercados de deuda pública. Así, hasta la fecha de cierre de este artículo, los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron, en promedio, en el 1,98% y el 4,55%, respectivamente, lo que representa un incremento de 104 pb y de 47 pb, en comparación con los correspondientes niveles de mayo (véase cuadro 2). Este aumento del rendimiento de la deuda española a diez años, unido al descenso del de la referencia alemana al mismo plazo, hizo que el diferencial entre ambos haya mostrado un notable ascenso, llegando a superarse los 200 pb a mediados de mes, reduciéndose en los días posteriores. Las primas de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas también presentaron una senda creciente, aunque algo más moderada.

En los mercados de renta variable las cotizaciones se recuperaron a lo largo de junio, aunque siguieron mostrando una elevada volatilidad. De este modo, en la fecha de cierre de este artículo, el IBEX 35 se situaba un 2,2% por encima del nivel de finales de mayo, cifra superior a la revalorización registrada durante el mismo período por el EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (0,7%) y a la caída del S&P 500 de las de Estados Unidos (-1,2%). A pesar de ello, el índice español acumulaba, en la parte transcurrida de 2010, un descenso del 20,1%, frente a la reducción del 11,4% de la referencia europea y del 3,4% de la estadounidense.

Los últimos datos disponibles, correspondientes a abril, de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los hogares y a las sociedades muestran un descenso en los costes de financiación a las empresas y a los hogares tanto para la compra de inmuebles como para consumo y otros fines, de 8 pb, 5 pb y 3 pb, respectivamente. En cambio, aumentó la remuneración de los depósitos del último sector en 8 pb.

Durante abril, la financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes no financieros se volvió a desacelerar, como resultado de una moderación en el ritmo de avance de los fondos captados por las AAPP (que se siguió situando, no obstante, en niveles muy elevados), de una nueva contracción, en términos interanuales, de la deuda de las sociedades (disminución del 2,5%) y del mantenimiento de los pasivos de los hogares en niveles similares a los de hace un año (véanse cuadro 3 y gráfico 8).

TIPOS BANCARIOS (b)		2007	2008	2009	2010				
		DIC	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN (a)
HOGARES E ISFLSH:									
	Crédito para vivienda	5,53	5,83	2,62	2,67	2,60	2,55	...	...
	Crédito para consumo y otros fines	8,38	8,83	6,96	7,37	7,04	7,01	...	...
	Depósitos	2,72	2,79	1,39	1,27	1,37	1,45	...	...
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:									
	Crédito (c)	5,80	4,87	2,95	2,76	2,86	2,78	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)									
	Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,01	2,18	0,80	0,72	0,65	0,97	0,94	1,98
	Deuda pública a cinco años	4,12	3,46	2,73	2,91	2,75	2,87	3,08	3,66
	Deuda pública a diez años	4,35	3,86	3,80	3,98	3,83	3,90	4,08	4,55
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,09	0,80	0,58	0,78	0,70	0,81	1,27	1,91
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,64	2,92	0,72	0,94	0,84	0,98	1,46	1,86
	IBEX 35 (f)	7,32	-39,43	29,84	-13,45	-8,95	-12,13	-21,61	-20,14

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

- a. Media de datos diarios hasta el 25 de junio de 2010.  
b. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.  
c. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.  
d. Medias mensuales.  
e. Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2008.  
f. Variación porcentual acumulada del índice a lo largo del año.

### FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, A LOS HOGARES E ISFLSH Y A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

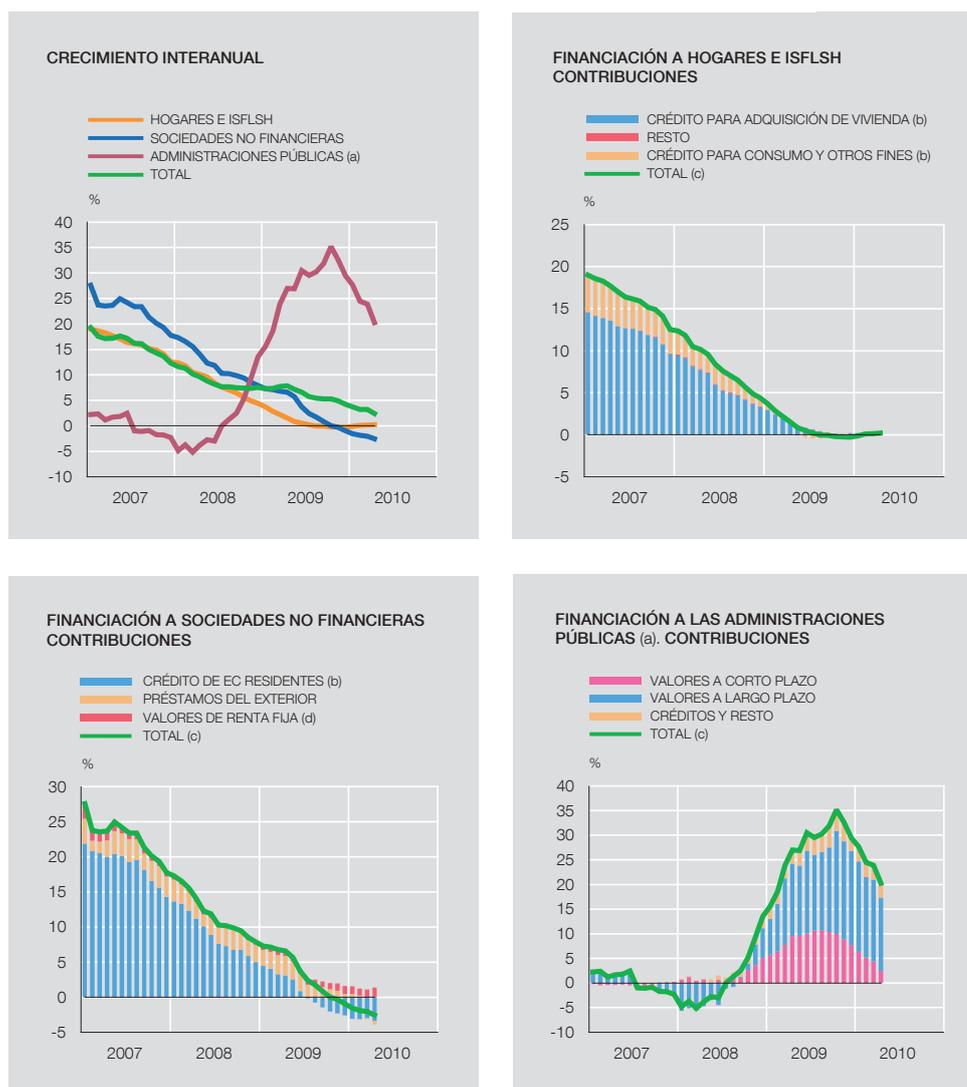
CUADRO 3

Crecimiento interanual (T1,12) (a)

	2010	2008	2009	2010		
	ABR (b)	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR
FINANCIACIÓN TOTAL	2.782,1	7,5	4,2	3,2	3,2	2,4
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.205,0	6,4	-0,7	-1,1	-1,1	-1,4
Hogares e ISFLSH	900,4	4,4	-0,3	0,1	0,1	0,2
<i>De la cual:</i>						
- Crédito para adquisición de vivienda (c)	679,0	4,5	0,2	0,4	0,4	0,4
- Crédito para consumo y otros fines (c)	218,7	3,9	-1,9	-0,8	-0,9	-0,5
Sociedades no financieras	1.304,6	7,9	-1,0	-1,9	-2,0	-2,5
<i>De la cual:</i>						
- Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	904,6	6,8	-3,5	-4,3	-4,1	-4,7
- Valores de renta fija (d)	63,9	12,1	37,0	29,5	32,3	39,5
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	577,1	13,5	29,5	24,5	23,9	20,3
Valores a corto plazo	81,4	58,3	62,6	38,6	31,4	16,7
Valores a largo plazo	402,7	8,1	27,4	23,5	24,0	21,7
Créditos y resto	93,1	13,8	14,9	17,3	17,4	17,6

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.

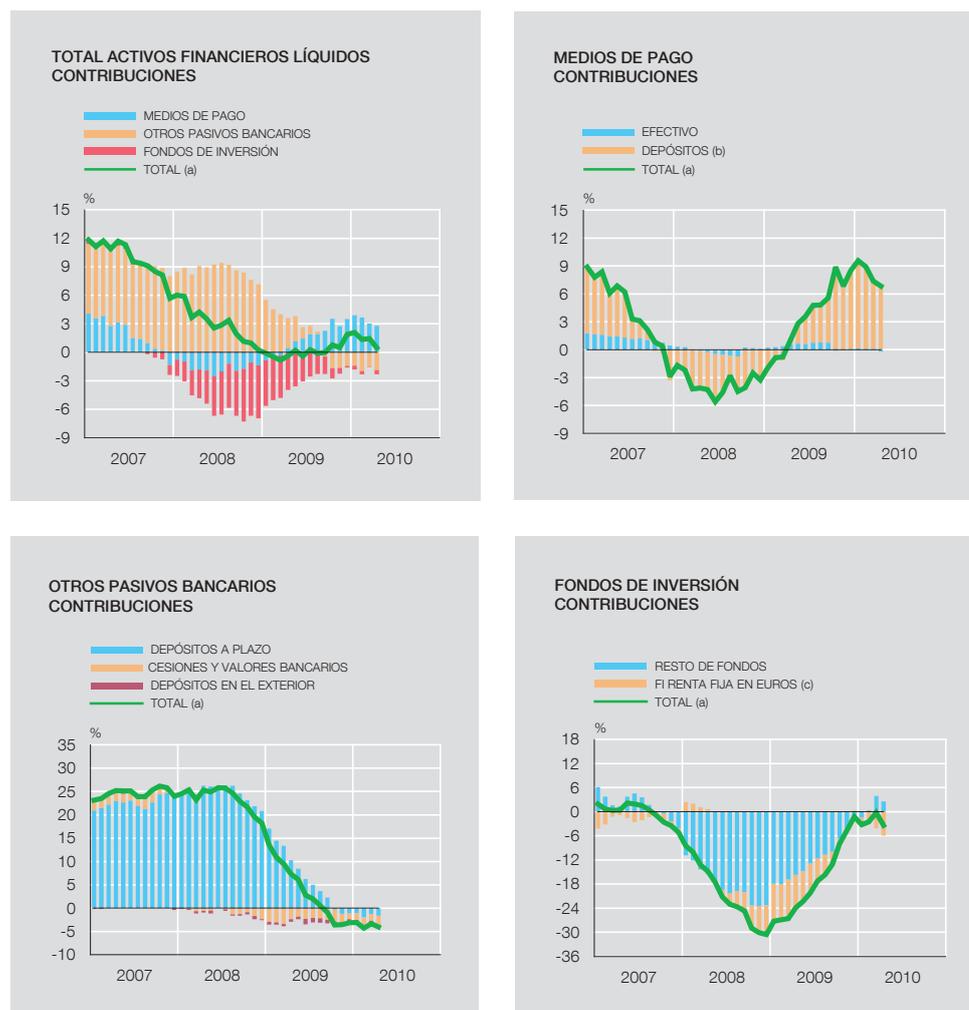


FUENTE: Banco de España.

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

La desagregación por finalidades evidencia que la tasa de variación interanual de los préstamos a los hogares para la adquisición de vivienda se situó en abril en cifras cercanas al 0,5%, prácticamente el mismo nivel de los dos meses anteriores, al tiempo que el saldo del crédito destinado a consumo y otros fines continuó contrayéndose ligeramente, habiendo retrocedido un 0,5% en relación con el mismo mes de 2009. Por el contrario, el ritmo de caída de la financiación otorgada por las entidades residentes a las sociedades no financieras volvió a aumentar (su crecimiento interanual pasó del -4,1% al -4,7%), evolución que contrasta con la notable expansión que continuaron mostrando las emisiones de valores de renta fija realizadas por estas compañías y sus filiales financieras residentes.

En abril, la tasa de crecimiento interanual de la financiación recibida por las Administraciones Públicas se redujo casi 4 pp, hasta quedar situada en niveles próximos al 20%. Por instrumentos, los fondos captados a través de emisiones de valores a corto y a largo plazo se desace-



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.

leraron, de forma más acusada en el primer caso, mientras que los recursos obtenidos vía crédito aumentaron prácticamente al mismo ritmo de marzo.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y de los hogares se desaceleraron en abril, hasta registrar un crecimiento interanual prácticamente nulo (véase gráfico 9). El desglose por instrumentos muestra un descenso generalizado de los ritmos de expansión de todos los componentes. No obstante, mientras que el ahorro materializado en medios de pago continuó aumentando, el invertido en fondos de inversión y en otros pasivos bancarios volvió a reducirse respecto al saldo mantenido hace doce meses.

25.6.2010.