

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

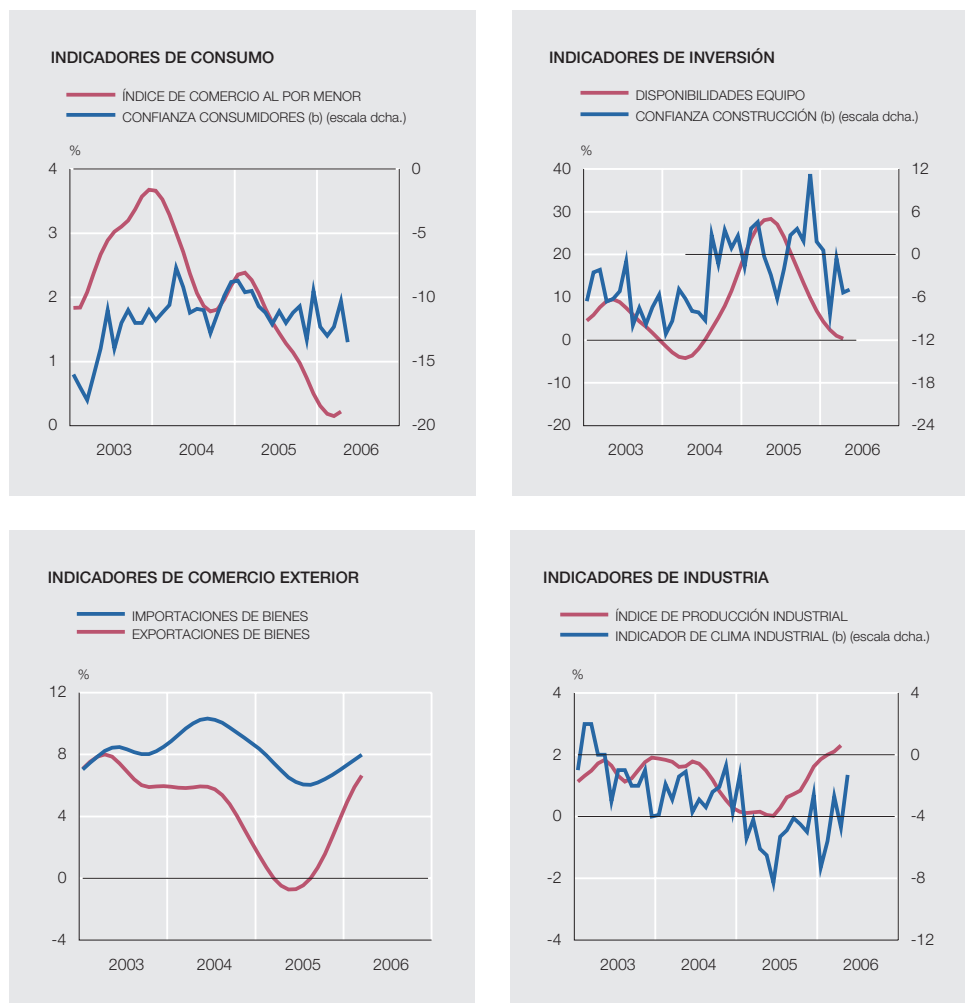
Evolución del sector real de la economía española

Como ya se comentó en el *Boletín Económico* de mayo, las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) situaron el crecimiento real del PIB español en el primer trimestre de 2006 en una tasa interanual del 3,5%, idéntica a la alcanzada en los dos últimos trimestres de 2005. La aportación de la demanda nacional fue similar a la del trimestre anterior, destacando una cierta ralentización de la inversión en bienes de equipo y el ligero repunte de la construcción. Por lo que se refiere al sector exterior, que también mantuvo estable su aportación negativa al crecimiento del producto, se observó una notable aceleración tanto de las importaciones como de las exportaciones de bienes, que, según los indicadores disponibles, no ha continuado en el mes de abril. La información correspondiente al segundo trimestre es todavía escasa para apreciar posibles cambios en los patrones de crecimiento observados en los primeros meses del año; además, el calendario de la Semana Santa —que en 2005 tuvo lugar en marzo y en 2006 en abril— ha condicionado la evolución de muchos indicadores en el inicio de este trimestre. En general, la información sobre el gasto de consumo apunta a una suave desaceleración, mientras que los indicadores de inversión muestran un mayor sostenimiento. Por el lado de la oferta, siguió observándose un notable dinamismo, que queda resumido en la mejora del indicador de sentimiento económico en abril y mayo.

Entre la información más reciente referida al consumo privado, el indicador de confianza de los consumidores experimentó un retroceso en mayo, reflejando un cierto deterioro de las expectativas, aunque en el conjunto de abril y mayo se mantuvo por encima de la media del primer trimestre (véase gráfico 1). El indicador de confianza del comercio minorista mostró un perfil similar, mejorando en el promedio de abril y mayo el registro del trimestre anterior. No obstante, el índice general del comercio al por menor experimentó en abril una caída interanual del 3,3%, en términos reales, influida en parte por el efecto de la Semana Santa, que se extendió tanto a las ventas de alimentos como al resto de bienes. Por otro lado, las matriculaciones de automóviles crecieron a una tasa interanual del 1,7% en mayo, tras la notable caída de abril, influida, asimismo, por el efecto de la Semana Santa. Por último, las disponibilidades de bienes de consumo se recuperaron en abril, si bien su crecimiento, una vez corregido del efecto calendario, es todavía ligeramente inferior al avance del primer trimestre.

En cuanto a los indicadores de inversión en bienes de equipo, el indicador de clima industrial del sector productor de estos bienes registró en mayo una mejora de tres puntos, confirmando la recuperación que viene experimentando desde febrero y mostrando, además, una situación favorable de la cartera de pedidos. Por su parte, la tasa de variación interanual del índice de disponibilidades de estos bienes, calculada sobre la serie desestacionalizada, fue prácticamente nula en abril, frente a la caída observada en el primer trimestre.

Los indicadores contemporáneos de construcción han mantenido una relativa fortaleza al inicio del segundo trimestre, aunque han tendido a crecer más moderadamente que en el trimestre anterior. El indicador de confianza, que ha mostrado un comportamiento muy volátil, se mantuvo estable en mayo, tras la significativa caída de abril. Entre los indicadores de consumos intermedios, el consumo aparente de cemento siguió creciendo a un ritmo apreciable en mayo, mientras que el índice de producción de materiales de construcción retrocedió en abril, frente a la acusada expansión de los primeros meses del año. Los indicadores de empleo en la construcción se han mantenido pujantes, con un ritmo de crecimiento de las afiliaciones a la Seguridad Social superior al 6% en mayo (tasa corregida de la regularización, según estimaciones propias). Por su parte, el descenso del paro registrado en este sector se



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. Nivel de la serie original.

moderó en mayo, hasta el -4,3%. Entre los indicadores adelantados, los presupuestos de licitación oficial hasta marzo proyectan para 2006 un descenso de la obra civil, tras un avance próximo al 4,8% en 2005. En cuanto a la inversión residencial, la superficie a construir que se deriva de la información de los visados hasta marzo proyecta un crecimiento apreciable de la edificación residencial en 2006, aunque inferior al observado en 2005.

Según los datos de Aduanas, las exportaciones e importaciones de bienes, en términos reales, retrocedieron con intensidad en abril, con tasas interanuales del -6,3% y del -6,4%, respectivamente. Estas caídas se deben, en parte, al efecto de la Semana Santa; de hecho, en términos desestacionalizados, tanto las exportaciones como las importaciones registraron tasas positivas, aunque inferiores a la cifra de dos dígitos alcanzadas en el primer trimestre. Por tipos de bienes, el descenso más acusado lo experimentaron las ventas al exterior de bienes de consumo, en términos reales (-10,1%), debido, en especial, a la fuerte caída de las exportaciones de automóviles. Por áreas geográficas, las ventas dirigidas a la UE disminuyeron un 9% real; los datos nominales indican descensos en las ventas a Alemania, Francia, Italia y Portugal. Por su parte, las exportaciones extracomunitarias ralentizaron su ritmo de crecimiento real en abril. En cuanto a las importaciones, todos los componentes se desacele-

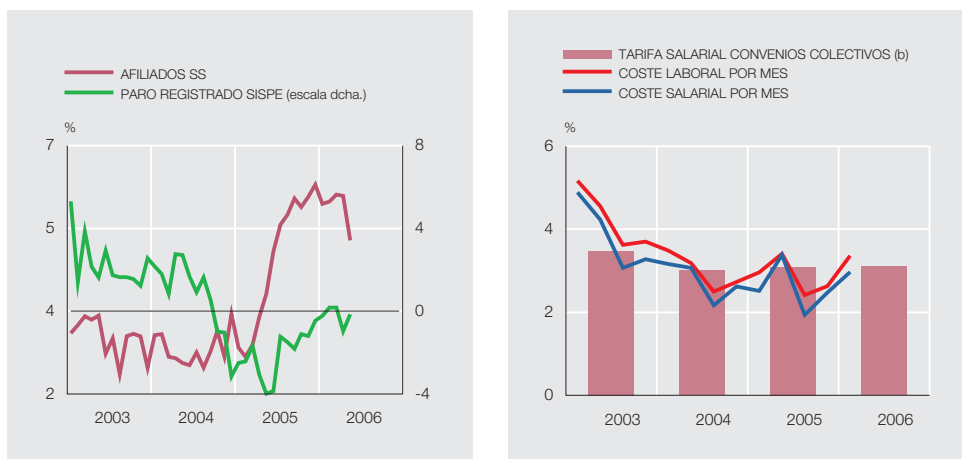
raron intensamente, si bien la pérdida de dinamismo fue más acusada en las compras de bienes de equipo. El déficit comercial, en términos nominales, redujo sustancialmente su ritmo de crecimiento en abril, hasta un 5,5%, frente al 25,7% del primer trimestre. Además, por primera vez desde 2003, el déficit comercial no energético se redujo, retrocediendo un 7,5% en relación con el mes de abril de 2005.

En abril y mayo, los principales indicadores reales de turismo mantuvieron el comportamiento positivo iniciado en marzo, en contraste con los dos primeros meses del año. No obstante, los indicadores de gasto, más retrasados, siguieron presentando tasas negativas. Así, los ingresos por turismo disminuyeron un 5,9% interanual en marzo, mientras que, según la Encuesta de Gasto Turístico, el gasto realizado por los turistas en el período enero-abril retrocedió un 4,9%, reflejando la caída del gasto medio diario y de la estancia media. Los pagos por turismo, por su parte, mantuvieron un dinamismo elevado, al incrementarse un 13,4% en marzo y un 18,2% en el promedio del primer trimestre. Los datos de Balanza de Pagos para los tres primeros meses de 2006 reflejaron un nuevo deterioro del saldo de la balanza conjunta por cuenta corriente y de capital, que acumula un déficit de 23.729 millones de euros, un 40,5% más que en el primer trimestre de 2005. El déficit por cuenta corriente se elevó hasta 24.500 millones de euros, como consecuencia del incremento del déficit comercial en esos tres meses (27,9%) y del descenso del superávit de servicios (-69%), a los que se sumó el ligero aumento del déficit de rentas. En cambio, se produjo un pequeño recorte en el déficit de la cuenta de transferencias corrientes. Por su parte, la cuenta de capital presentó un superávit de 771 millones de euros entre enero y marzo, un 30,8% inferior al alcanzado un año antes.

El índice de producción industrial (IPI) registró en abril un incremento del 1,2%, una vez corregido por las diferencias en el calendario de la Semana Santa en 2005 y 2006, algo inferior al crecimiento medio del primer trimestre de 2006 (2,6%). Por su parte, el indicador de cifra de negocios volvió a experimentar un ligero impulso en ese mismo mes, consolidando la mejora de marzo, mientras que las entradas de pedidos registraron una desaceleración, a pesar de lo cual crecieron un 2,3% en términos reales y corregidos de calendario. Entre los indicadores cualitativos, tanto el indicador de confianza de la industria como el PMI repuntaron en mayo.

En los servicios, los indicadores de confianza de la Comisión Europea continuaron en mayo la recuperación experimentada en abril, mientras que el índice de gestores de compras retrocedió, a pesar de lo cual sigue situado en la zona de expansión de la actividad. Los indicadores de empleo en esta rama de actividad han mantenido un tono de gran fortaleza, si bien la tasa de crecimiento interanual de las afiliaciones a la Seguridad Social se redujo ligeramente en mayo. Finalmente, el indicador de actividad de este sector acumuló un crecimiento real del 3,8% en los tres primeros meses de 2006, por encima del 3% alcanzado en el último trimestre de 2005.

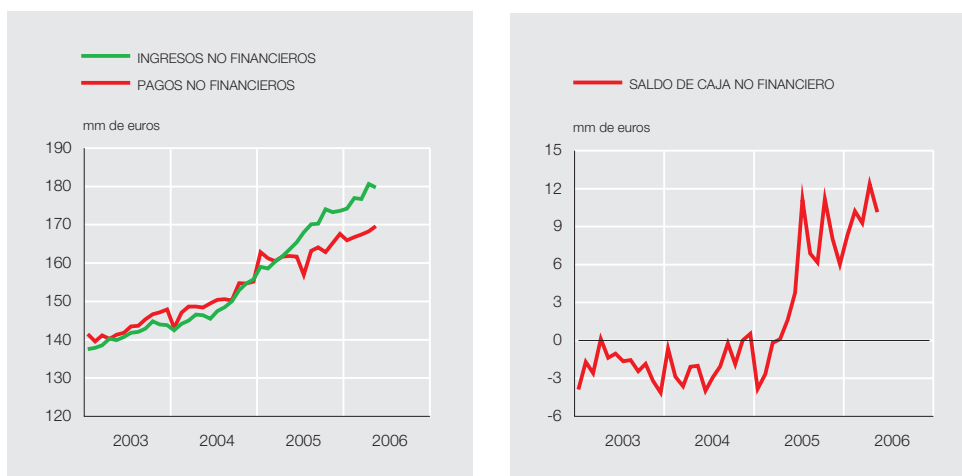
En cuanto al mercado de trabajo, los indicadores de empleo continuaron mostrando tasas elevadas de crecimiento en los primeros meses del segundo trimestre (véase gráfico 2). En mayo, las afiliaciones a la Seguridad Social crecieron un 4,8%, con datos a fin de mes, tras el 5,6% del mes anterior; si estas cifras se corrigen del impacto de la regularización de inmigrantes de 2005, la tasa de crecimiento de mayo alcanza el 2,7%, tres décimas menos que en abril. En términos de medias mensuales, que, en general, son menos volátiles, la afiliación creció un 5,1% interanual en mayo. Respecto al desempleo, los datos del INEM, correspondientes también al mes de mayo, reflejaron un descenso interanual del número de parados del 0,1%, cercano al crecimiento nulo que experimentó en el primer trimestre, tras la caída del 1% registrada en abril.



FUENTES: INE y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

- a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.
- b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta mayo de 2006.

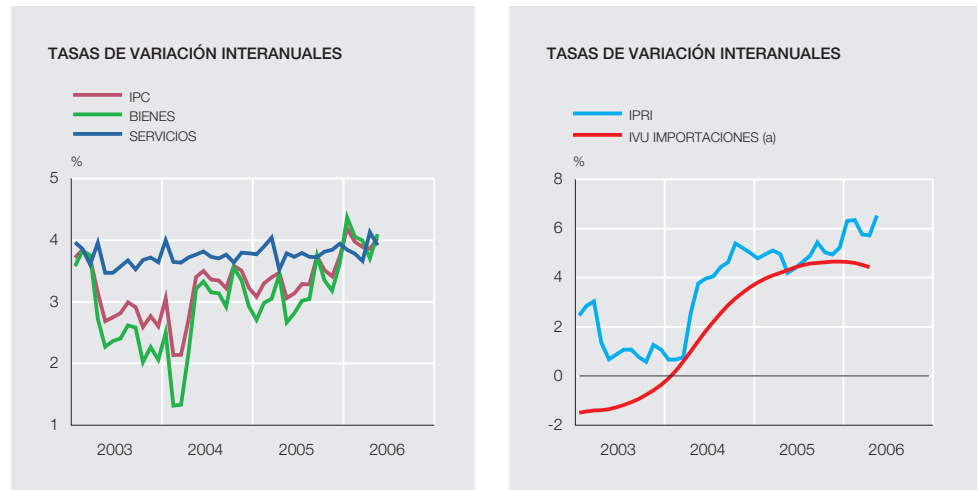
INGRESOS Y PAGOS LÍQUIDOS DEL ESTADO (a). SALDO DE CAJA
Totales móviles de doce meses



FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

- a. Tanto la serie de ingresos como la de pagos incluyen la parte de la recaudación que corresponde a las Administraciones Territoriales en virtud de sus sistemas de financiación.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo hasta mayo de 2006 un superávit de 10.369 millones de euros (1,1% del PIB), frente al superávit de 7.215 millones de euros (0,8% del PIB) registrado en los cinco primeros meses de 2005. En términos de caja, la ejecución presupuestaria hasta mayo de 2006 se saldó con un superávit de 7.602 millones de euros, frente al superávit de 3.489 millones registrado en el mismo período del año anterior (véase gráfico 3). Durante el mes de mayo, las tasas acumuladas de crecimiento de los ingresos atenuaron su dinamismo, mientras que los gastos se aceleraron, pasando a registrar tasas acumuladas de variación positivas. En el período enero-mayo, los ingresos registraron un crecimiento del 8,9%, en términos de caja, sostenidos por el dinamismo de los principales impuestos directos y del IVA, aunque los ingresos no impositivos disminuyeron notablemente. Por su parte, los pagos aumentaron un 1,3%, destacando el crecimiento de los gastos de funcionamiento, y a pesar de que tanto los pagos por intereses como por transferencias de capital registraron tasas de variación muy negativas.



FUENTES: INE y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

Precios y costes

Según la Encuesta Trimestral de Coste Laboral, el coste laboral medio por trabajador y mes aumentó un 3,4% durante el primer trimestre de 2006, ocho décimas porcentuales más que en el período precedente. Esta aceleración fue consecuencia tanto del componente salarial (que creció un 3%, frente al 2,5% del período anterior) como de los costes no salariales, que incrementaron su ritmo de crecimiento hasta el 4,4%. Parte del mayor crecimiento salarial en el primer trimestre pudo deberse al cobro de los atrasos derivados de la activación de las cláusulas de salvaguarda del año anterior. De hecho, el coste salarial ordinario, que no recoge pagos extraordinarios ni pagos atrasados, creció un 3,2%, solo dos décimas más que en el cuarto trimestre de 2005. Por ramas de actividad, el coste laboral por persona y mes alcanzó tasas de variación interanual del 4,5% en la industria, del 4,3% en la construcción y del 3,2% en los servicios. Los datos más recientes sobre negociación colectiva sitúan el aumento salarial pactado en los convenios registrados hasta el 31 de mayo en el 3,1%, en línea con la cifra observada en 2005 antes de incluir las cláusulas de salvaguarda. Los convenios registrados en estos cinco primeros meses del año afectan a algo más de 6,4 millones de trabajadores, cifra superior a la observada en ese mismo mes del año anterior. Por ramas de actividad, los mayores incrementos de tarifas corresponden a la agricultura (3,7%) y a la industria (3,2%), mientras que en los servicios (3%) y en la construcción (2,9%) los crecimientos fueron algo menores.

En mayo, la tasa interanual del IPC se elevó hasta el 4%, mientras que la del IPSEBENE alcanzó una tasa de crecimiento interanual del 3%, una décima por debajo de la del mes anterior (véase gráfico 4). El menor ritmo de crecimiento en el precio de los servicios, que recortaron dos décimas su tasa interanual, hasta el 3,9%, compensó solo parcialmente la aceleración observada en el resto de los componentes. Los precios energéticos situaron su crecimiento interanual en el 14,4%, 2,2 puntos porcentuales (pp) por encima del mes precedente, mientras que los de los alimentos se aceleraron de forma suave (0,1 pp), hasta el 3,4%, como consecuencia del repunte de los alimentos no elaborados, ya que los elaborados mantuvieron su tasa en el 3,9%. Por último, los precios de los bienes industriales no energéticos aumentaron en una décima su tasa de crecimiento interanual, hasta el 1,5%. El índice armonizado (IAPC) registró un avance interanual del 4,1% en mayo, dos décimas más que en abril, mientras que el IAPC de la UEM aumentó una décima su tasa de crecimiento, hasta el 2,5%, de forma que el diferencial de inflación se amplió una décima, a 1,6 pp.

El índice de precios industriales (IPRI) experimentó un crecimiento interanual del 6,5% en mayo, frente al 5,7% de abril. Todos los componentes del índice sufrieron una aceleración. Así, los precios de producción de la energía elevaron su tasa de crecimiento interanual en más de dos puntos, hasta el 17,8%, mientras que los de los bienes intermedios mantuvieron su trayectoria ascendente, alcanzando un incremento del 6%. Los precios de producción de los bienes de consumo y los de bienes de equipo se aceleraron en menor medida, hasta tasas del 3,1% y del 2,4%, respectivamente. Por otra parte, los precios hoteleros han venido manteniendo un comportamiento muy moderado desde el pasado verano, con un crecimiento del 0,6%, en términos interanuales, hasta abril.

Finalmente, los precios de las importaciones, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), se aceleraron en abril, hasta una tasa interanual del 7,4%, frente a un crecimiento medio del 6,1% en el primer trimestre. Por componentes, se observó un mayor ritmo de expansión tanto de los precios energéticos (30,8%) como de los IVU no energéticos (3,5%). En cuanto a las exportaciones, el índice de valor unitario aumentó un 4,8% en abril, algo por encima de la media del primer trimestre (4,2%). Esta evolución se explica por el comportamiento de los precios no energéticos, que, a pesar de desacelerarse ligeramente en abril, crecieron un 4,1%, aumento superior al del primer trimestre (3,2%).

Evolución económica y financiera en la UEM

El mes de junio se caracterizó por la persistencia de la volatilidad en los mercados financieros internacionales, tanto desarrollados como emergentes, iniciada a mediados del mes anterior, relacionada con la incertidumbre respecto a la evolución de las presiones inflacionistas y, consecuentemente, respecto a las decisiones de política monetaria en Estados Unidos. Esta mayor incertidumbre volvió a dar lugar a una caída relativamente generalizada en los precios de los activos de mayor riesgo, como las bolsas y la deuda corporativa de peor calificación crediticia, en el caso de los países desarrollados, así como un incremento en el diferencial de crédito de la deuda soberana, una depreciación generalizada de las monedas y pérdidas en las bolsas, en el caso de los mercados emergentes. No obstante, a diferencia de lo ocurrido en mayo, el dólar tendió a fortalecerse frente a las principales monedas. Así, frente al euro, el dólar se apreció hasta el entorno de 1,26 dólares a finales de junio, frente a niveles superiores a 1,29 vigentes el 12 de mayo, con un movimiento de similar intensidad y dirección frente al yen japonés en el mismo período.

El precio del petróleo tipo Brent disminuyó un 4% durante la primera mitad de junio. Este retroceso del precio del petróleo coincidió con datos favorables de inventarios de crudo, así como con una cierta moderación de la tensión geopolítica en Irán. Sin embargo, el precio del crudo recuperó a finales de mes los niveles de finales de mayo, en el contexto de algunos problemas en el sector de refino en Estados Unidos. El precio de los futuros a largo plazo evolucionó de forma paralela a los precios al contado. Por otro lado, continuó la corrección a la baja en el precio de las materias primas metálicas, especialmente el oro, la plata y el cobre.

En *Estados Unidos*, los indicadores de actividad referidos al segundo trimestre fueron algo más débiles que en el trimestre anterior. En particular, el consumo personal real aumentó solo un 0,1% en tasa intermensual en abril —pese a que la tasa de ahorro como porcentaje de la renta real disponible volvió a situarse en terreno negativo (-1,6%)—. Entre los factores que habrían contribuido a esta desaceleración en el consumo destacaría especialmente la ralentización en la creación de empleo observada en mayo, mes en el que se crearon 75.000 nuevos puestos de trabajo, la mitad que en el promedio de los dos meses anteriores, cuyos datos fueron, además, revisados a la baja. El sector inmobiliario también dio muestras de moderación, reflejada en una menor creación de empleo y una ralentización, aún muy incipiente, en

los precios de la vivienda, que pasaron a crecer un 12,5% en el primer trimestre de 2006, frente al 13,3% anterior. La producción industrial disminuyó un 0,1% en mayo respecto al mes anterior, por la menor producción manufacturera, que también provocó una caída de dos décimas en la utilización de la capacidad productiva, hasta el 81,7%. Sin embargo, los pedidos de bienes duraderos experimentaron una recuperación en mayo, tras la caída moderada en abril. Los índices de gestores de compras de manufacturas y servicios (ISM, según sus siglas en inglés), por su parte, se redujeron significativamente en mayo, pero aún se situaron en niveles coherentes con un crecimiento económico positivo en el corto plazo. La balanza por cuenta corriente experimentó una ligera mejoría en el primer trimestre de 2006, al registrar un déficit de 208 mm de dólares, en torno a 15 mm menos que el del trimestre anterior, gracias a la moderación del déficit comercial y a la recuperación del saldo positivo de la balanza de rentas. Los datos de inflación suscitaron cierta preocupación sobre su evolución futura. El índice de precios de consumo de mayo creció cuatro décimas, mientras que el índice subyacente experimentó un aumento de tres décimas, marcando así el tercer mes consecutivo en que se repite este registro. Las tasas interanuales aumentaron hasta el 4,2% y el 2,4%, respectivamente.

En *Japón* se revisó al alza el PIB en el primer trimestre, que creció un 3,8% interanual (3,1% trimestral anualizado), frente al 3,7% del trimestre anterior. La revisión proviene principalmente de la inversión privada, que se expandió un 6,9% interanual. En cuanto a los indicadores más recientes de actividad, por el lado de la oferta destaca el repunte de la producción industrial y de los pedidos de maquinaria en abril, mientras que, por el lado de la demanda, los distintos indicadores no terminan de reflejar el buen momento de la actividad, con excepción del indicador de confianza del consumidor, que en mayo se mantuvo en niveles elevados. En el ámbito externo, el repunte de las exportaciones redundó en una mejora del superávit comercial en el mes de mayo, que interrumpió así su proceso de deterioro en el último año. Con respecto a los precios, el índice al por mayor repuntó hasta el 3,3% interanual en mayo, tasa no observada en los últimos veinticinco años, por el alza en los combustibles y materias primas. En el ámbito monetario, el Banco de Japón continuó drenando liquidez, en coherencia con el cambio en la instrumentación de la política monetaria, de modo que la base monetaria se contrajo un 15,3% interanual, aunque debió realizar operaciones puntuales de inyección de liquidez a inicios de junio, para contener ciertas tensiones sobre los tipos de interés interbancarios. El crédito bancario, no obstante, mantuvo un ritmo de expansión del 1,2% interanual en mayo, similar al del mes previo.

En el *Reino Unido*, los datos más recientes, relativos a abril-mayo, confirmarían una recuperación, que abarca también al consumo, que había registrado una significativa desaceleración en el primer trimestre. Así, en mayo las tendencias de distribución de comercio fueron mucho mejores que en meses anteriores y las ventas al por menor registraron un fuerte repunte. Por el lado de la oferta, los índices de directores de compras (PMI, según sus siglas en inglés) mantienen niveles compatibles con un buen ritmo de avance. No obstante, la producción industrial de abril se contrajo. El mercado de trabajo volvió a dar signos de fortaleza en mayo, con aumento del empleo, a pesar de que el paro creció hasta el 5,3%, debido al crecimiento de la población activa. En cuanto a los precios, los de consumo aumentaron en mayo un 2,2% interanual, frente al 2% de abril; sin embargo, el índice subyacente bajó del 1,3% al 1,1%. El ritmo de incremento del precio de la vivienda estaría estabilizado, en torno al 5% interanual, o mostraría una cierta aceleración en los últimos meses, según los indicadores que se utilicen.

En *China*, los indicadores de actividad más recientes volvieron a subrayar el elevado dinamismo de la actividad económica y los riesgos de recalentamiento observados en meses previos. En mayo se intensificó el alto ritmo de expansión de la mayor parte de los indicadores de

actividad (producción industrial, inversión en activos fijos y ventas al por menor), mientras que la oferta monetaria y el crédito interno aumentaban sus ritmos de crecimiento, a pesar de las recientes medidas para contenerlos. Además, a pesar de que en mayo las importaciones registraron un repunte mayor que las exportaciones, el superávit comercial se amplió hasta 13 mm de dólares, lo que supuso un récord mensual. La inversión extranjera directa recibida mantuvo una tendencia gradual de desaceleración. Con respecto a la evolución de los precios, se produjo una nueva aceleración en mayo, tanto de los precios de consumo, que pasaron del 1,2% al 1,4% interanual, como de los precios de producción, que lo hicieron del 1,9% al 2,4% interanual. En este contexto, y como complemento a las alzas de tipos de interés de referencia sobre préstamos del mes de abril, las autoridades chinas endurecieron las condiciones de financiación hipotecaria y el tratamiento fiscal de la compraventa de viviendas en mayo, y elevaron el coeficiente de reservas bancarias 0,5 puntos —hasta el 8%— en junio.

En *América Latina* se continuaron publicando datos de contabilidad nacional del primer trimestre en distintos países de la región. Así, Brasil creció un 3,4% en tasa interanual (1,4% en el trimestre previo), Argentina un 8,6% y Chile un 5,1% (9% y 5,8% en el trimestre anterior, respectivamente). De esta forma, el PIB en la región registró un fuerte repunte en el primer trimestre, hasta el 5,3% interanual, frente al 3,8% del último trimestre de 2005. Esta evolución se fundamenta en la fuerte reactivación de la actividad en Brasil y México, los dos países más grandes del área, y una ligera ralentización en el resto, si bien con tasas interanuales de crecimiento aún muy elevadas. Durante el primer trimestre se produjo una cierta reactivación de la demanda interna, apoyada en la inversión y en la mejoría del consumo privado, mientras que la aportación del sector exterior al crecimiento fue negativa en todos los países. Cabe destacar también la corrección en los mercados financieros, de magnitud similar a otras regiones emergentes, pero que afectó con mayor intensidad a los países que mejor comportamiento habían registrado en los últimos años (Brasil y, sobre todo, Colombia). En el ámbito de los precios, en el mes de mayo las tasas de inflación continuaron moderándose, hasta alcanzar una tasa mínima histórica del 4,8% para el conjunto del área. Sin embargo, las políticas monetarias mantuvieron el tono estable o restrictivo en todos los países. Solo Brasil supuso una excepción, ya que los tipos oficiales continuaron descendiendo (hasta el 15,25%), aunque a un ritmo menor, debido a la incertidumbre en los mercados financieros. Por otro lado, el fuerte aumento de los ingresos fiscales se tradujo en una significativa expansión de los superávits primarios en la mayoría de estas economías.

De acuerdo con la estimación provisional de Eurostat, en el primer trimestre de 2006 el PIB del área del euro se incrementó un 0,6% en términos intertrimestrales, tras haber aumentado un 0,3% en los tres meses anteriores. Esta evolución ha supuesto, además, un avance de dos décimas en el ritmo de expansión interanual, que se ha situado en el 1,9%. Por componentes, cabe destacar el fuerte auge registrado en el consumo, tanto privado como público, y el dinamismo de las exportaciones. Como consecuencia de ello, las aportaciones al crecimiento del PIB, tanto de la demanda interna —excluyendo existencias— como de la demanda exterior neta, aumentaron notablemente en el primer trimestre del año (hasta 0,5 pp y 0,3 pp, respectivamente). Por el contrario, la variación de existencias contribuyó negativamente a la expansión del producto.

La información aparecida más recientemente es, en conjunto, coherente con el mantenimiento de un crecimiento sostenido de la actividad económica en el segundo trimestre del año. En la vertiente de la oferta, aunque la producción industrial de la UEM se redujo en abril, los indicadores de opinión empresarial han mostrado un buen comportamiento en la etapa más reciente. Así, el nivel medio de abril y mayo de los índices de las encuestas de la Comisión Europea y de directores de compras, tanto de la industria como de los servicios,

		2006					
		ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (b)	Índice de producción industrial	2,9	3,2	4,1	1,9		
	Comercio al por menor	1,4	1,2	-0,1	2,8		
	Matriculaciones de turismos nuevos	2,1	2,6	1,5	1,7	8,9	
	Indicador de confianza de los consumidores	-11,0	-10,0	-11,0	-10,0	-9,0	
	Indicador de clima industrial	-4,0	-2,0	-1,0	1,0	2,0	
	IAPC	2,4	2,3	2,2	2,4	2,5	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	7,7	8,0	8,5	8,8		
	M1	10,3	9,9	10,1	9,8		
	Crédito a los sectores residentes	8,4	8,8	9,4	9,5		
	AAPP	3,0	1,8	1,5	0,9		
	Otros sectores residentes	9,9	10,7	11,5	11,8		
	De los cuales:						
	— Préstamos a hogares	9,4	9,5	9,7	9,8		
	— Préstamos a sociedades no financieras	8,5	9,7	10,4	10,9		
	EONIA	2,33	2,35	2,52	2,63	2,58	2,66
	EURIBOR a tres meses	2,51	2,60	2,72	2,79	2,89	2,97
	Rendimiento bonos a diez años	3,39	3,55	3,73	4,01	4,06	4,05
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	1,06	1,06	1,05	1,03	1,11	1,08
	Tipo de cambio dólar/euro	1,210	1,194	1,202	1,227	1,277	1,266
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	4,1	7,3	10,3	10,2	3,8	1,2	

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

a. Media del mes hasta el día 27 de junio de 2006.

b. Tasa de variación interanual, excepto en los indicadores de confianza.

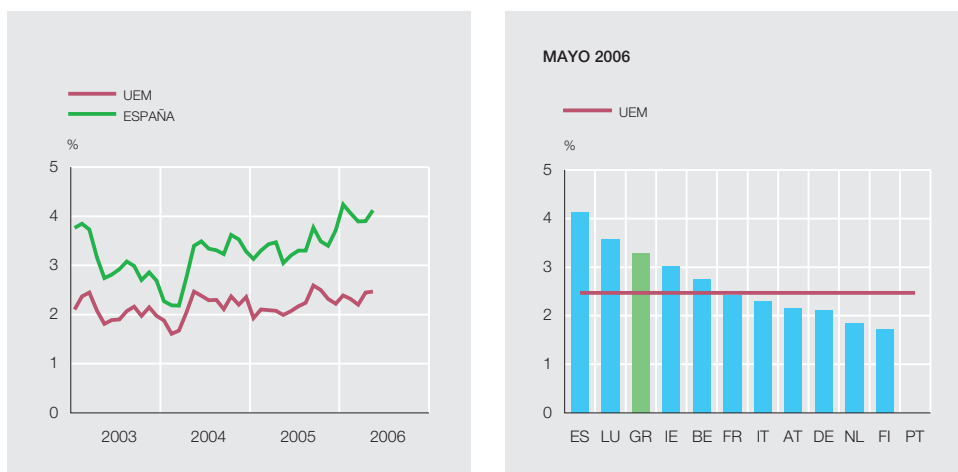
c. Tasa de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales.

d. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 27 de junio de 2006.

superó las cotas alcanzadas en el primer trimestre. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor y las matriculaciones de automóviles, disponibles hasta abril y mayo, respectivamente, experimentaron repuntes notables (véase cuadro 1), a lo que hay que añadir la ligera mejoría de la confianza de los consumidores. Respecto a la demanda externa, los indicadores de expectativas de exportación de la encuesta trimestral y de valoración de la cartera de pedidos exteriores registraron, asimismo, avances en el período más reciente.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, el IAPC de la UEM creció un 2,5% en mayo, una décima más que la tasa de abril (véase gráfico 5). Este comportamiento es atribuible a la aceleración de los precios de los alimentos no elaborados y los bienes energéticos, que constituyen los componentes más volátiles. De este modo, la tasa de variación del IPSEBENE, indicador que excluye los precios de ambos grupos de bienes, disminuyó en 0,1 pp, hasta alcanzar el 1,5%. Por su parte, el ritmo de incremento interanual del índice de precios industriales (IPRI) aumentó en abril en tres décimas, hasta el 5,4%. Con la excepción de los bienes de consumo no duradero, que siguieron creciendo a la misma tasa que en marzo, el resto de componentes del IPRI experimentó una aceleración, de mayor cuantía en el caso de los bienes intermedios no energéticos.

En su reunión del 8 de junio en Madrid, el Consejo de Gobierno del BCE decidió aumentar el tipo mínimo de las operaciones principales de financiación en un cuarto de punto, hasta situarlo en el 2,75%, al considerar conveniente retirar parte del tono acomodaticio de la política

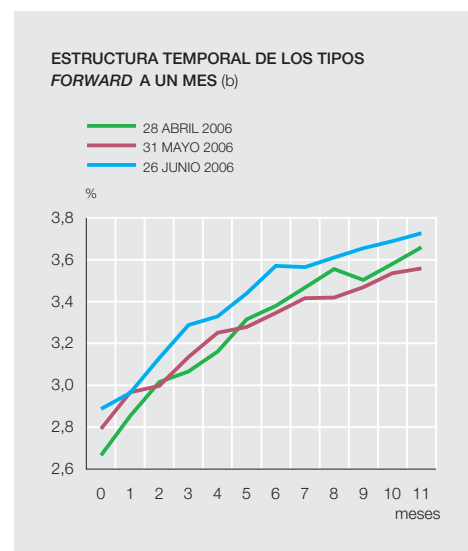
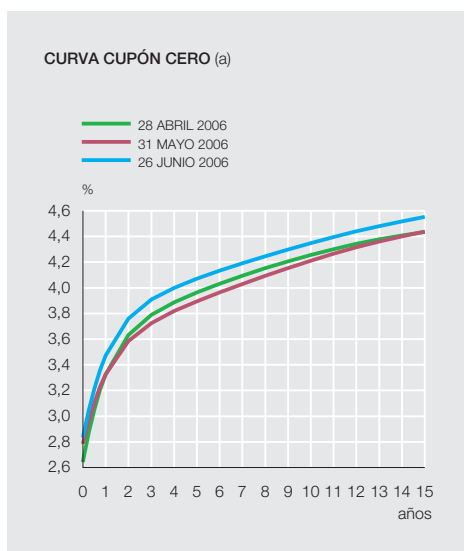
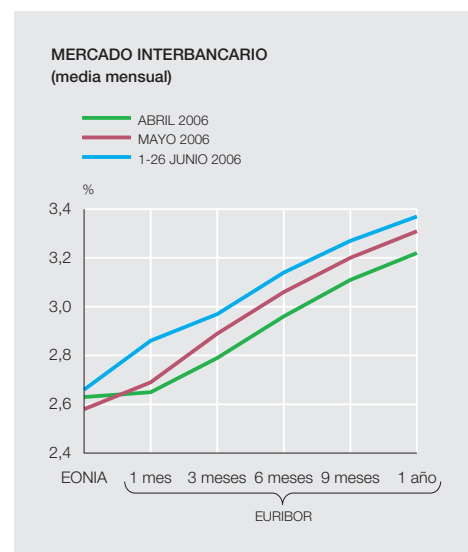
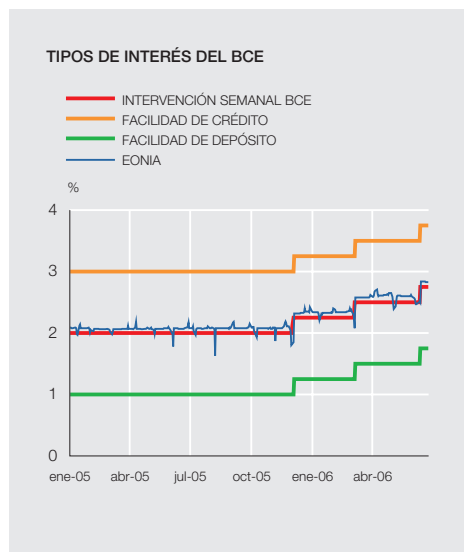


FUENTE: Eurostat.

monetaria con objeto de asegurar el mantenimiento de la estabilidad de precios. Asimismo, los tipos aplicables a las facilidades de depósito y de crédito se incrementaron en la misma cuantía, alcanzando en la actualidad el 1,75% y 3,75%, respectivamente. En los días transcurridos del mes de junio, las rentabilidades negociadas en el mercado interbancario han experimentado un moderado repunte, manteniéndose inalterada la pendiente de la curva a partir del plazo de tres meses (véase gráfico 6). Por otra parte, las rentabilidades en los mercados secundarios de deuda pública han aumentado levemente, de modo que el rendimiento del bono a diez años se ha situado por encima del 4% desde mediados de mes. En Estados Unidos, el rendimiento de los activos análogos se ha elevado algo más, por lo que el diferencial positivo entre los bonos de este país y los de la UEM se ha incrementado ligeramente, acercándose a 1,2 pp.

Desde mediados del mes de mayo, los índices bursátiles europeos —al igual que los del resto del mundo— han registrado una corrección apreciable, en un marco de mayor incertidumbre sobre las perspectivas económicas globales y sobre la evolución futura de los tipos de interés. Estas caídas han supuesto que se hayan desvanecido las ganancias acumuladas desde el comienzo del ejercicio, de modo que el índice Dow Jones EURO STOXX amplio se sitúa, a fecha de cierre de este Boletín, en niveles análogos a los correspondientes al cierre de 2005. En los mercados de divisas, el euro ha presentado una tendencia a la depreciación frente al dólar en las semanas transcurridas de junio, aunque ha permanecido por encima de la cota de 1,25 dólares por euro. En términos del tipo de cambio efectivo nominal, la moneda europea se ha mantenido estable.

En cuanto a la evolución de los agregados monetarios y crediticios en la zona del euro, tanto M3 como el crédito concedido al sector privado continuaron mostrando un creciente dinamismo en abril, situándose sus ritmos de avance en el 8,8% y en el 11,8%, respectivamente, lo que supone, en ambos casos, un aumento de tres décimas en comparación con el mes anterior, y de más de un punto porcentual respecto a diciembre de 2005. Por lo que hace referencia al desglose sectorial del crédito, los préstamos otorgados a sociedades no financieras intensificaron su ritmo de crecimiento interanual, mientras que los concedidos a los hogares —tanto para la compra de bienes de consumo como los destinados a financiar la adquisición de vivienda— registraron un comportamiento más estable.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación con datos del mercado de swaps.
 b. Estimados con datos del EURIBOR.

Evolución financiera en España

Durante el mes de abril, la financiación captada por los hogares y las sociedades continuó creciendo a ritmos elevados, al tiempo que los activos financieros más líquidos de ambos sectores se desaceleraron. Esta evolución se produjo en un contexto en el que los tipos de interés bancarios experimentaron un nuevo incremento. La información provisional correspondiente a mayo apunta a un mantenimiento de la tasa de expansión de la deuda de las familias en torno a los mismos niveles del mes precedente y a un aumento de la de las empresas.

En el mercado de deuda pública, a mediados de mayo se interrumpió la trayectoria creciente que venían manteniendo desde principios de año las rentabilidades negociadas a medio y largo plazo, como consecuencia de la mayor demanda de activos de bajo riesgo provocada por las turbulencias en las bolsas. En cambio, en el tramo corto de la curva se siguieron observando incrementos, que reflejaban las expectativas de nuevos aumentos en los tipos de interés oficiales. Tras estos movimientos, en la parte transcurrida de junio las rentabilidades medias de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a

TIPOS BANCARIOS (b)		2003	2004	2005	2006				
		DIC	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN (a)
HOGARES E ISFLSH									
	Crédito a vivienda	3,46	3,39	3,46	3,78	3,84	3,93
	Crédito a consumo y otros fines	6,40	6,27	6,27	6,30	6,36	6,69
	Depósitos	1,11	1,15	1,23	1,29	1,38	1,39
SOCIEDADES NO FINANCIERAS									
	Crédito (c)	3,75	3,44	3,59	3,79	3,92	3,97
MERCADOS FINANCIEROS (d)									
	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,19	2,17	2,58	2,69	2,88	2,97	3,04	3,09
	Deuda pública a cinco años	3,47	2,98	3,04	3,28	3,48	3,71	3,74	3,73
	Deuda pública a diez años	4,34	3,64	3,37	3,48	3,65	3,92	3,99	3,95
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,00	-0,00	-0,00	-0,00	-0,01	0,00	-0,00	0,00
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,32	0,29	0,39	0,41	0,36	0,33	0,31	0,32
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	27,44	18,70	20,56	9,94	11,33	12,05	6,72	3,95

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 19 de junio de 2006.

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 2003. El 22.6.2003 entró en vigor un cambio en las condiciones del contrato de las empresas europeas. El nuevo contrato lleva asociadas unas primas menores (en torno al 10%).

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

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

CUADRO 3

Crecimiento interanual (T1,12) (a)

	2006	2004	2005	2006		
	ABR (b)	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR
FINANCIACIÓN TOTAL	1.855,7	12,3	15,7	17,3	17,0	17,2
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	1.555,5	16,2	21,0	22,2	22,5	22,1
Hogares e ISFLSH	691,0	20,1	21,2	21,3	21,7	21,4
<i>De los cuales:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	507,2	23,6	24,5	24,3	24,3	23,9
– Crédito para consumo y otros fines (c)	182,7	12,2	13,3	13,7	15,0	14,7
Sociedades no financieras	864,5	13,2	20,8	22,9	23,1	22,8
<i>De los cuales:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	623,8	17,8	25,5	25,2	25,7	25,8
– Valores de renta fija	11,7	0,2	-0,3	-1,6	-4,0	-3,8
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (d)	300,2	0,0	-3,9	-1,2	-4,1	-3,2
Valores a corto plazo	32,5	-6,2	-10,9	-11,0	-7,9	-6,7
Valores a largo plazo	292,9	0,9	3,0	0,8	1,9	0,3
Créditos – depósitos (e)	-25,3	-0,1	-17,2	-2,1	-15,9	-8,4

FUENTE: Banco de España.

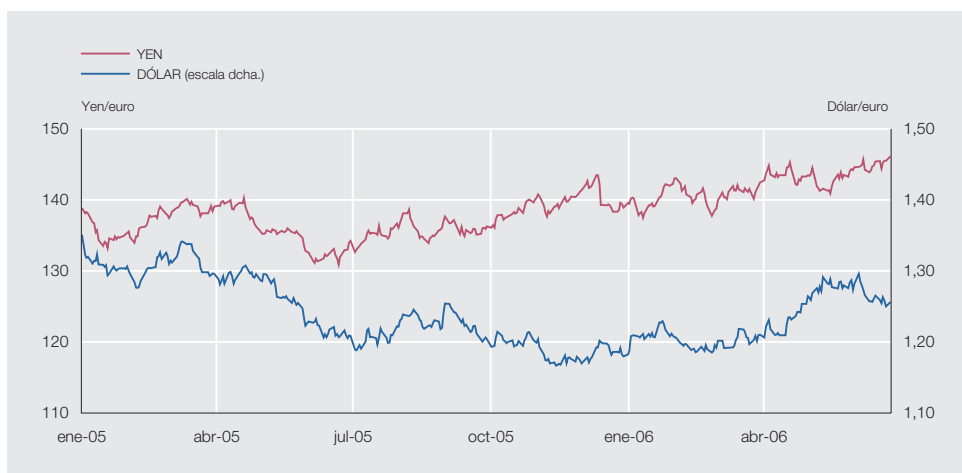
a. La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

b. Saldo en miles de millones de euros.

c. Incluye los créditos titulizados.

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

e. Variación interanual del saldo.



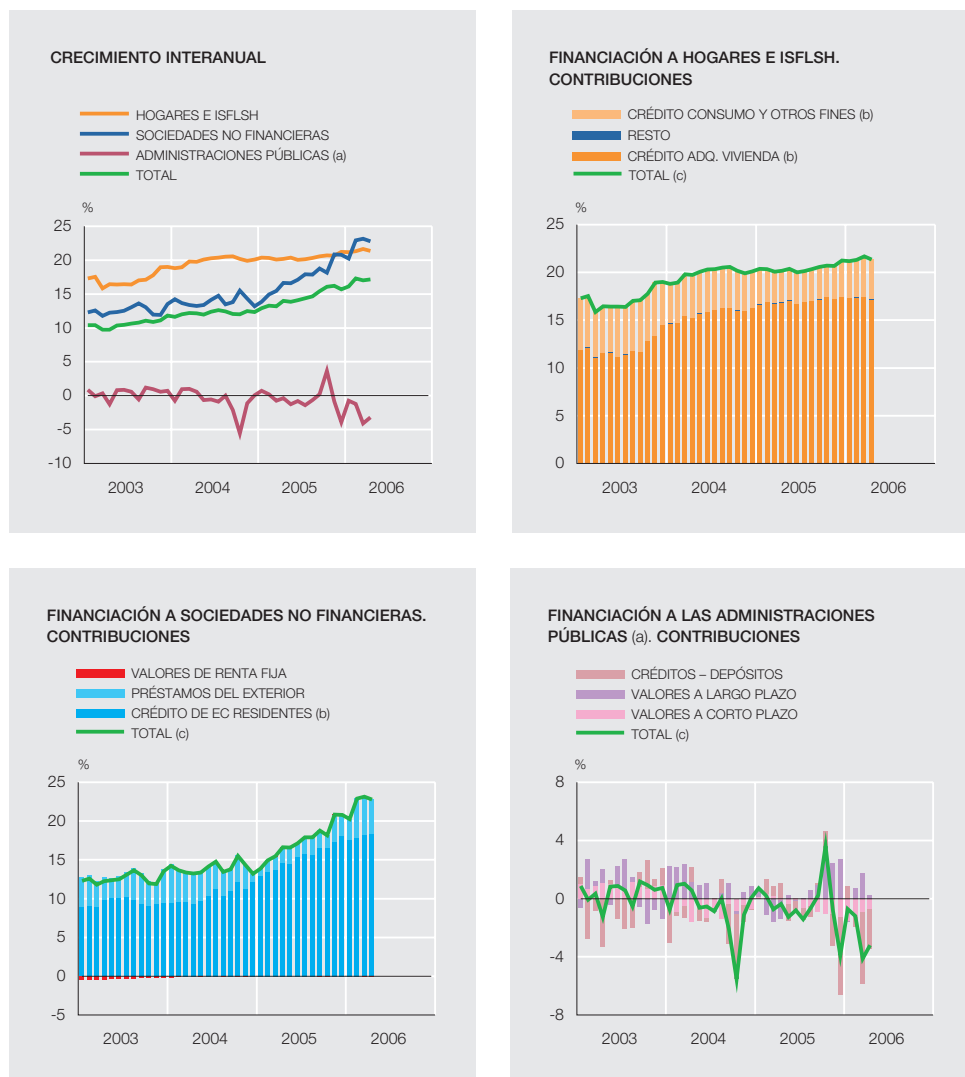
FUENTES: BCE y Banco de España.

diez años se situaron, respectivamente, en el 3,09% y en el 3,95%, lo que representa un ascenso de 12 puntos básicos (pb) y 3 pb en relación con los correspondientes niveles de abril (véase cuadro 2). La referencia española a diez años tuvo un comportamiento similar a la alemana, por lo que el diferencial entre ambas registró escasas variaciones. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas permanecieron en valores reducidos sin mostrar cambios significativos.

En los mercados de renta variable nacionales e internacionales se produjo, durante mayo y los días transcurridos de junio, un descenso acusado en las cotizaciones, que estuvo acompañado de un repunte de las volatilidades implícitas. Estos cambios parecieron responder a la mayor incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento económico mundial, asociada, en parte, a los elevados niveles alcanzados por el precio del petróleo y a la persistencia de los desequilibrios globales. Los principales índices bursátiles han perdido, así, la totalidad o una gran parte de las ganancias acumuladas desde principios de año: en la fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa de Madrid presentaba una revalorización desde finales de 2005 del 4%, al tiempo que el EURO STOXX amplió de las bolsas de la UEM y el S&P 500 de las de Estados Unidos mostraban pérdidas del 2,5% y 0,7%, respectivamente.

Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito al sector privado en las operaciones nuevas de activo y pasivo mantuvieron, en abril, la trayectoria ascendente de los meses anteriores. De este modo, el precio de la financiación bancaria a las sociedades no financieras y el coste de los préstamos concedidos a los hogares para la adquisición de vivienda alcanzaron el 3,97% y 3,93%, respectivamente, 5 pb y 9 pb por encima del dato de marzo, mientras que el de los destinados a consumo y otros fines, que presenta habitualmente una mayor variabilidad, subió 33 pb, hasta el 6,69%. Por su parte, la remuneración de los depósitos de las familias mostró variaciones menores, quedando situada en el 1,39%.

La financiación recibida por el total de los sectores residentes no financieros mantuvo, en abril, un comportamiento similar al observado durante los meses precedentes. Así, mientras que la deuda de las Administraciones Públicas continuó reduciéndose en términos interanuales, los fondos captados por las familias y las sociedades siguieron avanzando a tasas elevadas, próximas al 21% y al 23%, respectivamente (véanse cuadro 3 y gráfico 8).

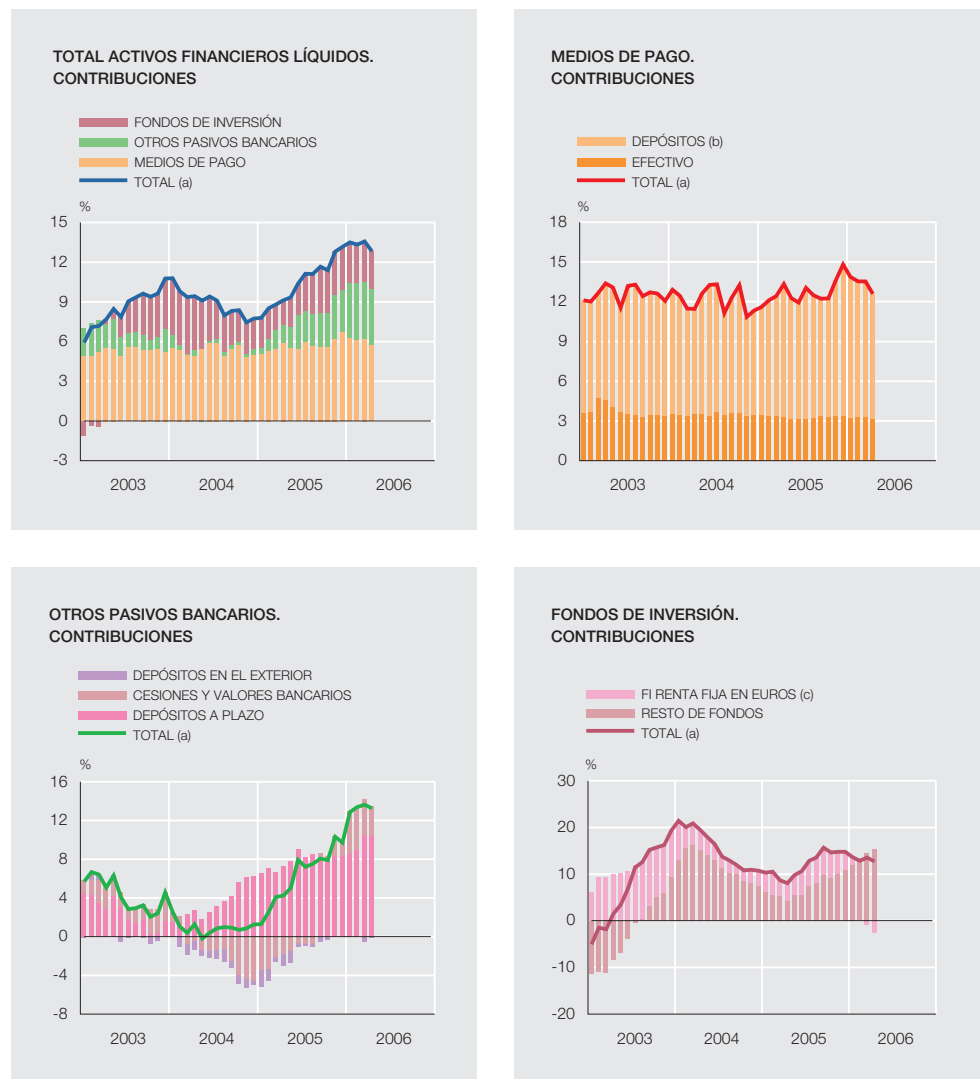


FUENTE: Banco de España.

- a. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- b. Incluye los créditos titulizados.
- c. Crecimiento interanual.

La desagregación por finalidades muestra, en el caso de los hogares, una ligera reducción en los ritmos de expansión tanto de los préstamos para adquisición de vivienda como de los fondos destinados al consumo y otros fines, que se mantuvieron, en todo caso, en valores cercanos al 24% y al 15%, respectivamente. Por el contrario, el crédito concedido por las entidades residentes a las empresas, que es el principal componente de los recursos ajenos obtenidos por este sector, continuó sin dar síntomas de desaceleración, de modo que su avance interanual se situó en niveles próximos al 26%. Por su parte, la emisión neta de valores de renta fija acumulada durante los últimos cuatro trimestres volvió a ser negativa. La información provisional correspondiente a mayo referente a la deuda de familias y sociedades apunta a una continuidad de las tendencias observadas en el mes precedente, con la excepción de la financiación para consumo, que habría mostrado cierta aceleración.

Los fondos recibidos por las Administraciones Públicas se redujeron en abril en torno al 3% en relación con el mismo período del año precedente. Esta evolución resultó nuevamente del



FUENTE: Banco de España.

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

descenso del saldo neto entre créditos y depósitos y de la amortización neta de valores a corto plazo, que más que compensaron la emisión neta positiva de instrumentos a largo plazo.

Los activos financieros más líquidos del sector privado se desaceleraron en abril, fruto de una evolución homogénea por componentes (véase gráfico 9). Así, el crecimiento interanual de los medios de pago continuó con la trayectoria descendente que viene mostrando desde comienzos de año, al tiempo que se redujeron ligeramente los ritmos de expansión de los otros pasivos bancarios y de los fondos de inversión. Dentro de estos, los de renta fija en euros volvieron a contribuir negativamente al avance del agregado, mientras que el resto de categorías tuvo un mayor dinamismo. La información provisional referente a mayo muestra un nuevo retroceso en las tasas de variación de la mayoría de los instrumentos que forman parte de la cartera de activos líquidos de empresas y familias.

26.6.2006.