

BOLETÍN MENSUAL

- ✓ El FMI, en su *World Economic Outlook* de primavera, revisa al alza la previsión de crecimiento económico mundial para este año y el próximo gracias sobre todo a las mejores perspectivas para China, Rusia e India. Advierte, además, que los precios del petróleo se mantendrán en niveles muy elevados.
- ✓ La inestabilidad geoestratégica asociada a la crisis nuclear iraní empuja el precio del crudo, por encima de los 73 \$/barril en la última semana, nivel de máximo histórico en términos nominales.
- ✓ En EEUU los datos muestran que la actividad se recuperó en el IT del año pero, según las previsiones del FMI y de la propia Fed, el crecimiento se moderará en los próximos trimestres.
- ✓ En Japón, continúa la recuperación de la economía en el IT y, aunque las expectativas empresariales se han moderado ligeramente al inicio del ejercicio, permanecen en niveles relativamente elevados, lo que apunta al mantenimiento de la expansión de la actividad en los próximos meses. El PIB de China creció un 10,2% interanual, por encima de las previsiones del Gobierno, y la inflación se mantiene baja en marzo.
- ✓ El FMI prevé que Latinoamérica crecerá en 2006 igual que el año pasado, un 4,3% interanual.
- ✓ En la Zona Euro, los datos más recientes muestran una buena evolución de los indicadores de actividad y demanda aunque no con el vigor que lo reflejan las expectativas de los agentes a través de los indicadores de confianza.
- ✓ En España la inflación continuó moderándose en marzo por segundo mes consecutivo hasta el 3,9% i.a., una décima menos que en febrero. Sin embargo, la inflación subyacente ha comenzado a incrementarse y se sitúa en el 3,1% i.a., dos décimas más que el mes anterior.
- ✓ La mejora de las perspectivas de crecimiento en la ZE, contribuyen a incrementar las rentabilidades y la pendiente de la curva de tipos. En EEUU, de las Actas del último FOMC se deduce que la finalización de las subidas de tipos de la Fed. El tipo de cambio del dólar se ha depreciado, ante las expectativas de que el elevado precio del crudo incremente el déficit por cuenta corriente norteamericano.

"You have never had it so good, but..." dice el FMI al mundo

Crecimiento previsto del PIB (%)

| | 2005 | 2006 | 2007 |
|----------------------|------------|------------|------------|
| Total mundial | 4,8 | 4,9 | 4,7 |
| Ec.avanzadas | 2,7 | 3,0 | 2,8 |
| EEUU | 3,5 | 3,4 | 3,3 |
| Zona Euro | 1,3 | 2,0 | 1,9 |
| España | 3,4 | 3,3 | 3,2 |
| Japón | 2,7 | 2,8 | 2,1 |
| Latinoamérica | 4,3 | 4,3 | 3,6 |
| China | 9,9 | 9,5 | 9,0 |

Fuente: FMI, *World Economic Outlook* (abril 2006)

Los riesgos para estas previsiones...

- ✓ Los elevados y volátiles precios del petróleo.
- ✓ Los elevados y crecientes desequilibrios externos.
- ✓ El endurecimiento de las condiciones financieras.
- ✓ La gripe aviar

... y los desafíos

- ✓ Avanzar más rápido en la corrección de los desequilibrios externos e internos.
- ✓ Asegurar balances fiscales sostenibles en el futuro.
- ✓ Aprovechar las ventajas de la globalización económica para apoyar el crecimiento mundial en el futuro.

VISIÓN DEL FMI

A pesar de los serios riesgos que amenazan a la economía (y el FMI no escatima en advertencias al respecto), el PIB mundial crecerá este año más que el pasado y en 2007 se desacelerará sólo muy ligeramente. La globalización económica y el hecho de que los agentes hayan considerado pasajera la subida de los precios del petróleo han permitido hasta ahora mantener controlada la inflación. Pero el elevado crecimiento económico mundial, las altas tasas de la utilización de la capacidad instalada, las condiciones financieras todavía favorables y el mantenimiento del crudo en niveles en buena medida ya irreversibles amenazan la evolución de los precios, de los déficit por c/c –especialmente el de EEUU- y, en definitiva, el crecimiento económico. **El Brent puede llegar a mediados de 2006 (con un 15% de probabilidad) a tocar los 80\$/b...** y eso que, en el momento del cálculo de estas previsiones, el precio todavía no había llegado a los máximos de los últimos días.

ESTADOS UNIDOS

El crecimiento económico será ligeramente menor

Según el FMI, la esperada desaceleración económica será muy ligera y EEUU continuará siendo este año la locomotora de las economías desarrolladas. Los indicadores coyunturales confirman la recuperación del dinamismo en el IT, que se moderará más tarde debido a la ralentización del consumo: el enfriamiento del mercado inmobiliario y el avance de los precios energéticos no podrán ser compensados por la buena evolución del empleo y de los salarios. Con todo, las principales amenazas son una posible caída aguda del mercado inmobiliario y, especialmente, el abultado déficit por c/c que hace a la economía estadounidense muy vulnerable y lleva a esperar una depreciación del dólar este año.

Los datos recientes de empleo (en marzo se crearon 211.000 puestos de trabajo y disminuyó la tasa de paro), producción industrial (matizada por la ligera disminución del ISM manufacturero), utilización de capacidad instalada, ventas minoristas... unidos a los ascensos de las confianzas de los consumidores reflejan el buen avance en estos primeros meses del año al que se refiere el FMI.

La Fed, según las actas de la última reunión -aumentó en 25 pb el tipo de intervención- también anticipa una desaceleración en los próximos trimestres y considera que si bien la elevada utilización de la capacidad y la baja tasa de paro son claros riesgos para la inflación, la inversión seguirá creciendo a un ritmo elevado y con ella la productividad, lo que compensará las presiones inflacionistas. Pero este mensaje, que podría hacer esperar la pronta finalización de las subidas de tipos, fue emitido antes del actual episodio de brusco aumento del precio del crudo. Además, la inflación (general y subyacente) aumentó en términos mensuales en marzo y los datos sobre el mercado inmobiliario envían señales mixtas que apoyan las expectativas de desaceleración del sector.

Algunos datos publicados:

- IPI en marzo: aumenta un 3,6% interanual (3 % rev. en febrero) y un 0,6% mensual (0,5% rev. en febrero).
- Utilización de capacidad productiva en febrero: aumenta hasta 81,3% (81,0% rev. en febrero).
- Tasa de paro en marzo: disminuye al 4,7% (4,8% en febrero).
- IPC en marzo: aumenta un 3,4% interanual (3,6% en febrero) y un 0,4% mensual (0,1% en febrero).
- IPC subyacente en marzo: aumenta un 2,1% interanual (igual que en febrero) y un 0,3% mensual (0,1% en febrero).
- Ventas minoristas en marzo: crecieron un 7,9% i.a. (6,7% en febrero) y un 0,7% mensual (-0,3% rev. en febrero).
- ISM manufacturero en marzo: disminuye hasta 55,2 (56,7 en febrero).
- ISM servicios en marzo: aumenta a 60,5 (60,1 en febrero).
- Confianza del consumidor de la Conference Board en marzo: aumenta hasta 107,2 (102,7 en febrero).
- Confianza del consumidor Univ. Michigan en marzo: el dato definitivo aumenta hasta 88,9 (86,7 en febrero).

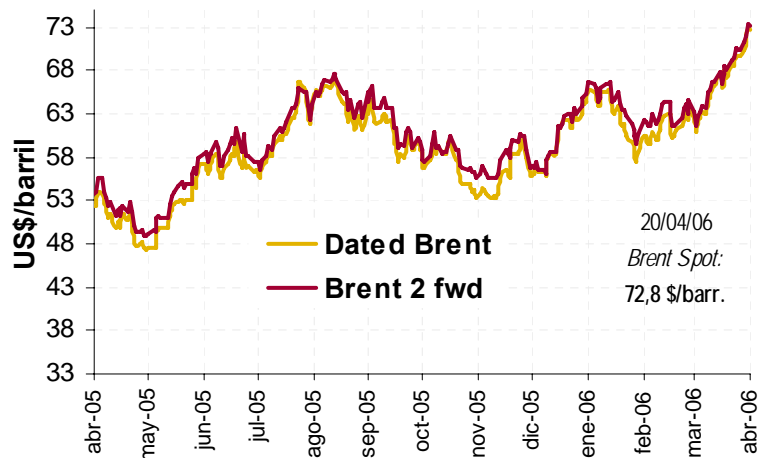
La crisis nuclear iraní impulsa el precio del crudo hasta niveles de máximo histórico en términos nominales

El precio del barril de Brent se elevó un 14,3% en el último mes (un 7,8% desde comienzos de abril) hasta los 72,8\$/barr., por la tensión geopolítica como consecuencia de la agudización de la crisis nuclear iraní en las últimas semanas, y las especulaciones sobre un ataque militar norteamericano. Esta escalada del precio de la energía sitúa el precio del barril en niveles de máximos históricos en términos nominales y ligeramente por debajo en términos reales respecto a los shocks petroleros de 1979 y 1982 (80\$/barr.).

Por otro lado, la *Agencia Internacional de la Energía* en el *Oil Market Report* de abril ha rebajado la previsión de crecimiento de la demanda mundial de crudo para 2006 hasta 1,47 mill. de barr./d desde 1,49 mill. de barr./d. Además, en marzo la oferta mundial de crudo disminuyó un 125 miles de barriles diarios hasta 84,5 mill. de b/d, debido a la interrupción de la producción en Nigeria y el descenso de las exportaciones en Iraq e Irán. En consecuencia, la subida del precio del crudo durante las últimas dos semanas es atribuible a factores reales de oferta, y a los movimientos especulativos al ritmo del desarrollo geopolítico de la crisis iraní. Esto contrasta con la senda tendencial de aumento del precio del crudo desde 2003, que venía explicada por factores asociados al incremento de la demanda mundial de crudo.

Respecto a los efectos de la subida actual del crudo sobre la inflación y el crecimiento, el *World Economic Outlook* de abril del FMI señala que serán menos pronunciados que

los correspondientes a otras crisis energéticas, debido a que su magnitud es menor en términos del PIB mundial y de otros indicadores, aunque los efectos del shock energético puede llegar a ser más prolongados en el tiempo, como consecuencia de la intensificación de los desequilibrios externos ya elevados (especialmente en déficit por cuenta corriente de EEUU) que puede llegar a ocasionar. Asimismo, el FMI estima que existe un 15% de probabilidades de que el precio del barril de crudo se sitúe en 80 dólares, pese a que esta estimación no recogía la subida de las últimas dos semanas.



Fuente: Datastream, Thomson Financial

Producción de petróleo OPEP (miles de barriles/día)

| Países | Producción marzo-06 | Δ respecto a enero-06 |
|------------------------|---------------------|-----------------------|
| Argelia | 1.380 | 0 |
| Indonesia | 920 | 0 |
| Iran | 3.850 | -50 |
| Kuwait | 2.520 | 0 |
| Libia | 1.700 | 20 |
| Nigeria | 2.030 | -250 |
| Qatar | 800 | 0 |
| Arabia Saudí | 9.550 | 100 |
| Emiratos Arabes Unidos | 2.500 | 20 |
| Venezuela | 2.640 | 20 |
| OPEP 10 | 27.890 | -140 |
| Iraq | 1.785 | -50 |
| OPEP | 29.675 | -190 |

Fuente: Bloomberg

En Japón prosigue la recuperación en el IT y el FMI eleva sus previsiones de crecimiento para 2006

Los indicadores económicos relativos al inicio del ejercicio muestran que la economía japonesa continúa en la senda de la recuperación. Según el **informe Tankan**, la confianza empresarial en las grandes empresas manufactureras permaneció en niveles elevados en el IT, aunque se moderó ligeramente respecto al IVT de 2005. Por su parte, la confianza repuntó en las medianas empresas y se mantuvo estable en las pequeñas empresas manufactureras, así como en el conjunto de las no manufactureras. Al mantenimiento del optimismo empresarial se une la evolución de otros **indicadores de oferta** (producción industrial, indicador adelantado de actividad, pedidos de maquinaria) que confirman el avance de la actividad en los primeros meses del año y, por el lado del **sector exterior**, el impulso de las exportaciones en el IT (crecieron un 11,2% i.a. en volumen). A su vez, el **mercado de trabajo** mejoró en marzo con un crecimiento del empleo del 0,8% i.a. y una reducción de la tasa de paro hasta el 4,1%, el nivel más bajo desde julio de 1998. No obstante, los **indicadores de consumo** de febrero (gasto de las familias, ventas al por menor) todavía reflejan un comportamiento muy moderado y la confianza de los consumidores ha descendido ligeramente en marzo, aunque en media del trimestre supera el nivel del IVT2005. En su último Economic Outlook el **FMI ha elevado las previsiones de crecimiento para la economía japonesa hasta el 2,8% en 2006 y 2,1% en 2007**, respectivamente, y considera que podrían revisarse al alza si el consumo privado gana dinamismo impulsado por el incremento del empleo. Este organismo también considera que se han incrementado las perspectivas sobre el final de la deflación y estima un leve incremento del IPC este año del 0,3%, y del 0,6% en 2007, aunque advierte que todavía es pronto para afirmar que haya concluido. En febrero la **inflación general** aumentó un 0,4% i.a., observándose cuatro meses consecutivos de incremento de la **inflación subyacente** (excluyendo sólo alimentación no elaborada) que creció un 0,5% i.a. Después del anuncio del Banco Central del final de su política ultra-expansiva, el mercado mantiene **expectativas sobre una próxima subida de los tipos de interés** (actualmente en el 0%), lo que se está reflejando en un incremento de las rentabilidades a largo plazo. **Últimos datos publicados:**

- Producción industrial de febrero: disminuye un 1,2% i.m. (-0,1% en enero) pero aumenta un 3,9% i.a. (2,7% en enero)
- Pedidos maquinaria (excl. los volátiles) febrero: aumentan 3,4% (cayeron un 6,2% en enero) y un 8,2% i.a. (9,0% en enero)
- Ventas al por menor en febrero: descienden un 1,4% i.m. (crecieron un 2,4% en enero) y aumentan un 1,1% i.a. (-0,4% en enero)
- Gasto total de las familias en febrero: aumenta 1,3% i.m. (cae un 1,4% en enero) y disminuye un 1,3% i.a. (- 2,7% en enero)
- Tasa de paro en febrero: disminuye hasta el 4,1% de la población activa desde 4,5% en enero
- IPC de Tokio en marzo: cayó un 0,1% (-0,1% en febrero) y permaneció invariable en tasa interanual (aumentó 0,1% en febrero)
- Informe Tankan del IT: se modera ligeramente la confianza empresarial hasta 20 desde 21 en el IVT2005
- Indicador adelantado de actividad en febrero: aumenta hasta 90,9 desde 86,4 en enero
- Confianza del consumidor de marzo: disminuye ligeramente hasta 47,9 desde 49,8

ASIA

El PIB de China creció un 10,2% en el IT de este año

En el IT de 2006 el PIB de China aceleró su ya espectacular tasa de crecimiento hasta el 10,2% interanual, liderada por el sector industrial (12,5% i.a.), seguido por los servicios (8,7%) y el sector primario (4,6%). Ese dato anticipa que **las previsiones del Gobierno de crecimiento del 8% en 2006 se quedarán cortas**. Según la nota de la Oficina de Estadísticas china, el avance del IT ha ido acompañado por mayor eficiencia empresarial, elevado crecimiento de los ingresos familiares (la renta disponible en las ciudades ha aumentado un 10,8% i.a. en términos reales y en las zonas rurales un 11,5%, pero en éstas sigue siendo un 67% inferior que en las ciudades), estabilidad de precios y un sector externo muy dinámico. Reconoce, sin embargo, que existen problemas como el excesivo crecimiento del crédito y de la inversión, o las dificultades para mantener la producción y la renta agrícola.

Más acertadas parece que serán las previsiones del FMI, que espera un crecimiento del 9,5% este año, algo menor que en 2005 porque es previsible una moderación de la demanda externa y que el gobierno endurezca las medidas de enfriamiento de la inversión en los sectores con exceso de capacidad instalada. Si las autoridades no controlan el crecimiento del crédito y de la inversión, estas previsiones pueden verse claramente superadas. A juicio del Fondo, las actuales condiciones económicas ofrecen una oportunidad ideal a las autoridades para flexibilizar totalmente el tipo de cambio del renminbi y **permitir su apreciación**, lo que **beneficiaría tanto al panorama cambiario internacional como a la economía china**: dejaría más grados de libertad a la política monetaria para dedicarse a otros objetivos internos y mejoraría el poder de compra de los consumidores que, unido a reformas en los sistemas de pensiones, sanidad, educación y financiero, animaría el consumo interno. **Últimos datos publicados:**

- PIB IT: creció un 10,2% i.a. (9,9% en el IVT).
- Producción industrial en marzo: aumentó un 17,8% interanual (20,1% en febrero).
- Inversión en activos fijos en marzo: creció un 29,8% i.a. (26,6% en febrero).
- Ventas minoristas en marzo: crecieron un 13,5% i.a. (9,4% en febrero) y cayeron un 3,4% mensual.
- IPC en marzo: creció un 0,8% interanual (0,9% en febrero).

El FMI prevé un crecimiento del 4,3% este año, igual que en 2005

- El *World Economic Outlook* del FMI ha revisado al alza el crecimiento económico previsto para la región hasta el 4,3%, que se desacelerará hasta el 3,6% en 2007. La mejora de las perspectivas se debe, principalmente, a los mejores pronósticos para las economías de Argentina y Venezuela. Detrás de estas previsiones optimistas se encuentra tanto el empuje de las demandas internas, al que está ayudando la relajación monetaria reciente en algunos países, como la fortaleza que mantendrá la demanda externa. Entre los principales riesgos para que se cumplan estos pronósticos, el Fondo señala la excesiva dependencia del sector externo en algunas economías, que les hace muy vulnerables a enfriamientos de la demanda internacional de un reducido número de productos, el esperado endurecimiento de las condiciones financieras internacionales y la incertidumbre que pueda derivarse de los numerosos procesos electorales que se celebran este año en la región.

- **Argentina** moderará su tasa de crecimiento este año hasta un 7,3% según las previsiones del FMI (estimó un 7,3% para 2005) y la inflación aumentará hasta casi un 13%. Por esta razón, el Gobierno deberá introducir las reformas demandadas en el sector energético y aumentar la inversión en infraestructuras. Según los datos nacionales publicados recientemente, la actividad ha continuado creciendo a buen ritmo, como indican el EMAE (aceleró su crecimiento en febrero hasta el 9,5% i.a.), el indicador adelantado de la producción industrial –EMI– (creció un 7,5% i.a. en marzo, aunque en el IT se moderó hasta el 7,1% frente al 8,8% del IVT) o la recaudación tributaria (se incrementó un 26,3% i.a. acumulado hasta marzo). Además, la inflación continúa desacelerándose: aumentó un 1,2% i.m. en marzo, lo que permitió que la tasa interanual continuara desacelerándose hasta el 11,1% desde 11,5% en febrero. Sin embargo, las previsiones siguen mostrando que la inflación volverá a acelerarse a medida que avance el año. *Standard & Poors* ha elevado la calificación crediticia de la deuda de Argentina desde B- a B, ante la fortaleza del crecimiento económico, el superávit presupuestario y la reducción de la deuda del país.

- La economía de **Brasil** evoluciona favorablemente. El sector exterior prosigue muy dinámico, mientras que la economía interior muestra ligeros signos de ralentización y la inflación permanece controlada. Entre los últimos datos se encuentran: el crecimiento de las ventas minoristas en febrero fue inferior al de enero (5,4% frente al 6,5%), y aumento de la tasa de paro en marzo hasta el 10,4% frente al 10,1% de febrero. Dada esta situación, el Comité de Política Monetaria del Banco Central decidió reducir en 75 pb los tipos de interés situándolos en el 15,75%.

Por su parte, el FMI considera que la demanda interna en Brasil permanecerá algo débil si bien aumentará el ritmo de crecimiento que registró en 2005 (2,3%) alcanzando tasas en torno al 3,5% tanto para 2006 como para 2007. Entre las recomendaciones de este organismo a dicha economía está la reducción de los niveles de deuda pública y aumentar a medio plazo el crecimiento a través de reformas que mejoren la política fiscal y el clima empresarial.

- En **México** el crecimiento económico se recuperará este año, según el FMI, hasta un 3,5% frente al 4% de 2005, y la inflación se moderará; el organismo sigue recomendando como fundamentales las reformas estructurales tanto tiempo retrasadas. Los datos coyunturales parecen apoyar estas previsiones: tanto el Indicador Global de Actividad Económica (el IGAE retomó tasas de crecimiento positivas y en enero creció un 2% mensual y un 5,7% i.a.) como la producción industrial (creció un 6% i.a. después del 2,7% diciembre) ponen de manifiesto un buen avance de la actividad. Por su parte, las ventas minoristas, que habían estado cayendo en el último trimestre de 2005, se recuperaron en enero (crecieron un 2% i.m. y un 3% i.a.), la confianza del consumidor aumentó en marzo (112,4 desde 108,1 en febrero) y la inflación se mantiene controlada (disminuyó en marzo hasta un 3,4% i.a. desde el 3,8% de febrero).

- Se modera ligeramente el crecimiento económico en **Chile** aunque permanece con tasas de crecimiento elevadas (el Indicador Mensual de Actividad Económica creció un 4,9% i.a. en febrero). Por su parte el sector exterior se mantiene muy dinámico y ha visto duplicada en marzo el superávit de su balanza comercial (2.198 \$) y el volumen de exportación de cobre. El Banco Central ha aumentado en 25 pb sus tipos de interés situándolos en un 5% ya que considera que siguen siendo necesarios ajustes pausados de los tipos de interés para mantener la inflación dentro del valor objetivo del 3%.

Según el FMI Chile seguirá beneficiándose de la fuerte demanda de materias primas y de unos elevados niveles de confianza del consumidor, por lo que estima un crecimiento del 5,5% en 2006 y de 5,2% en 2007. Entre las recomendaciones del Fondo se encuentran la de reducir la vulnerabilidad a la evolución de los precios del cobre y aumentar la productividad de la economía, aumentando la flexibilidad en el mercado de trabajo y la inversión en I+D que ayudaría a la expansión del sector manufacturero.,

Datos publicados

Actividad:

Se corrigió el crecimiento del **comercio minorista** en febrero en la **Zona Euro** hasta un 1% i.a (1,3% el mes anterior), mientras que la tasa de crecimiento en la UE 25 fue del 1,8% i.a. (1,7% el mes anterior). En términos intermensuales las ventas minoristas **caen** en la ZE en un 0,2% en la Zona Euro (aumentaron un 0,5% en el mes anterior) y aumentan ligeramente un 0,1% en la UE 25 frente a la caída del 0,2% el mes anterior.

Precios:

IPRI. Aumentan los **precios industriales** en febrero un 5,4% i.a en la ZE y un 7,0% en la UE 25 frente a un 5,2% y un 7,0% el mes anterior. Comparado con enero, los incrementos se moderaron y alcanzaron un 0,5% y 0,4% respectivamente en comparación con los crecimientos de 1,2% y 1% del mes anterior. Sin tener en cuenta la variación de los precios en el sector energético, las variaciones interanuales habrían sido de 1,7% en ambas zonas. Los precios en el sector energético aumentaron un 19,7% y un 26,1% respectivamente. Por países los más inflacionistas han sido el Reino Unido (15,8%), Dinamarca (13,1%) y Holanda (10,8%)

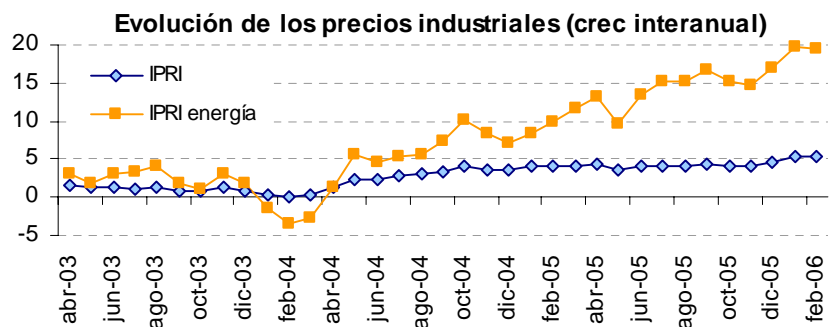
IPCA. Se ha **reducido el crecimiento del IPCA de marzo** en una décima, situándose en el 2,2% interanual respecto al crecimiento del 2,3% que registró en febrero. En términos intermensuales el IPCA aumentó un 0,6% i.m. frente a un 0,3% del mes anterior.

Por su parte, la **inflación subyacente** aumentó una décima hasta el 1,3%. Mientras, los precios energéticos desaceleraron su crecimiento en marzo, aunque persisten con unas tasas de crecimiento muy elevadas (10,5% i.a.)

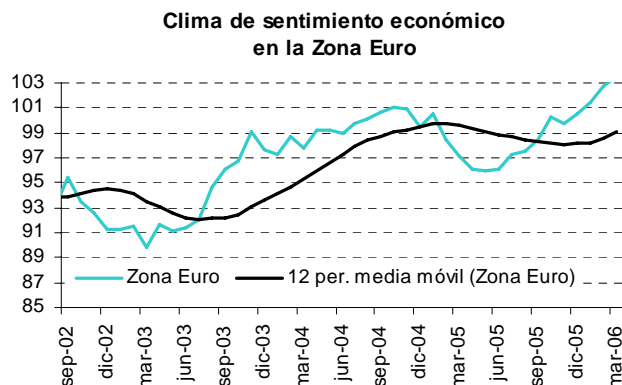
Las rúbricas (COICOP) con mayores incrementos interanuales fueron hogar (5,1%), transporte (4,1%), y alcohol y tabaco (3,0%), mientras que las tasas más bajas se observaron en comunicaciones (-3,5%) y ocio (-0,1%). Por **países de la Zona Euro**, las tasas de inflación interanuales más bajas se registraron en Finlandia (1,2%) y Austria (1,3%), siendo las más altas las de España (3,9%), Luxemburgo (3,7%) y Grecia (3,3%).

• Panorama General de la Zona Euro: panorama económico favorable.

Los datos más recientes muestran una buena evolución de los indicadores de actividad y demanda aunque no con el vigor que lo reflejan las expectativas de los agentes a través de los indicadores de confianza. En cuanto al sector interior, el comercio minorista moderó su crecimiento en febrero, mientras que las órdenes industriales de enero mostraron un más que significativo avance al compararlas con enero del año anterior (9,7% en la ZE y del 11% en la UE 25). Mientras, el sector exterior mantiene una buena evolución, como muestra el dinamismo de las exportaciones. Con este panorama, es la evolución de los precios la que muestra un comportamiento más preocupante, asociado a la subida de los precios del petróleo y al traslado a los niveles generales.



Expectativas. El Indicador de Sentimiento Económico mantiene el ritmo de mejora que comenzó el pasado verano y alcanza el máximo valor desde junio de 2001. En marzo de 2006, el indicador aumentó en 0,8 puntos en la ZE situándose en 103,5 gracias a la mejora de la percepción de los encuestados en el sector industrial, servicios, ventas minoristas y construcción, que compensaron el ligero empeoramiento de la confianza del consumidor.



En cuanto a la inflación, el BCE considera que tanto a corto como a largo plazo las tasas de crecimiento de los precios superarán el objetivo de estabilidad del 2% como consecuencia de los efectos directos e indirectos de la notable subida de los precios del petróleo, del aumento de los precios administrados y de los impuestos indirectos.

Por su parte, el FMI ha mejorado en 2 décimas su previsión de la ZE para 2006 situándola en un 2% (al mejorar las previsiones para Francia, España y Alemania), y ha rebajado 3 décimas su previsión para 2007 consecuencia de una reducción de las previsiones en Alemania, Francia e Italia.

• El uso de las nuevas tecnologías en las empresas europeas.

En el Consejo Europeo de Lisboa de marzo de 2000, los jefes de Estado y Gobierno de la UE adoptaron una estrategia para conseguir los siguientes objetivos: aumentar el crecimiento económico, mayor número de empleos de elevada cualificación y mayor cohesión social. Para la consecución de estos objetivos se puso de manifiesto el importante papel que juega el uso de las tecnologías de la información y la comunicación, por lo que la Comisión ha establecido un mecanismo de seguimiento a través de encuestas anuales que evalúa la incorporación de estas tecnologías, tanto en el día a día de las familias como en el mundo empresarial europeo. Recientemente se ha publicado la de 2005, en la que se pueden destacar las siguientes conclusiones:

- Cada vez más hogares y PYME tienen **conexión de banda ancha**. Casi un cuarto de los hogares europeos (23%) y la mayoría de las PYME (62%) disponen de ella, lo que supone un aumento de 8 y 12 pp desde enero de 2004 respectivamente. Es destacable el diferencial positivo de las empresas españolas respecto a la media europea, especialmente en lo que a las pequeñas empresas se refiere.

Proporción de empresas con conexión de banda ancha en 2005 (%)

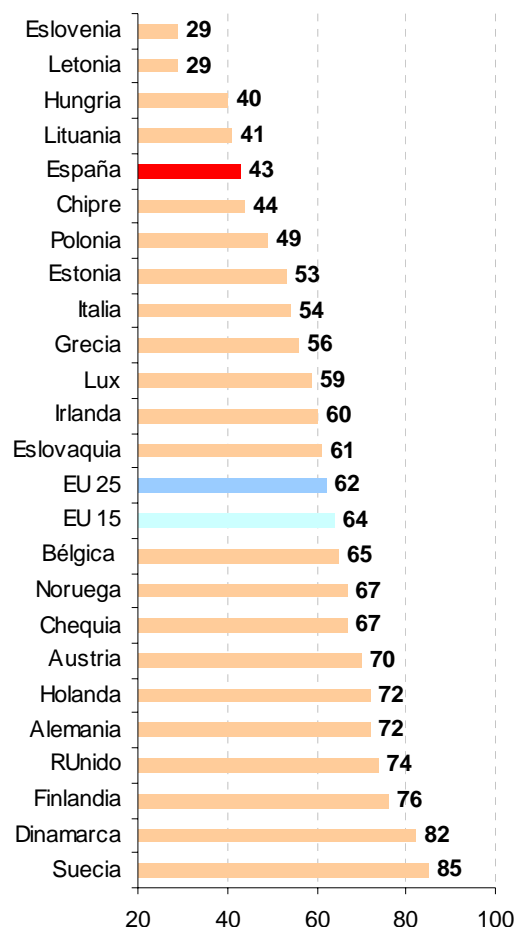
| Tamaño | UE 25 | UE 15 | Bélgica | Alemania | Estonia | Grecia | España | Irlanda | Italia | Chipre | Holanda | Polonia | Finland | Suecia | Reino Unido |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------|
| Todas | 63 | 65 | 78 | 62 | 67 | 44 | 76 | 48 | 57 | 40 | 71 | 43 | 81 | 83 | 65 |
| Grandes | 92 | 93 | 93 | 95 | 91 | 77 | 93 | 86 | 93 | 91 | 92 | 90 | 96 | 98 | 90 |
| Medianas | 79 | 83 | 89 | 82 | 79 | 59 | 86 | 62 | 79 | 60 | 84 | 65 | 90 | 94 | 84 |
| Pequeñas | 59 | 61 | 75 | 57 | 63 | 41 | 74 | 43 | 54 | 36 | 68 | 36 | 78 | 80 | 61 |

Fuente: Eurostat, *Statistics in focus* 12/2006

- Se ponen de manifiesto grandes diferencias en cuanto a la importancia del **comercio electrónico** en la UE. En el conjunto de la UE 15 éste supone un 2,7% del total de la cifra de negocios de las empresas. Por países, son las empresas irlandesas las que más ventas relativas efectúan (9,6%) y muy por encima del caso **español** con apenas un 0,5% (las empresas eslovacas son las que menor porcentaje registran: 0%).
- El 62% de las empresas en la UE 25 tienen su **propia página web**. Entre los servicios más comúnmente ofrecidos en sus páginas están: la comercialización de sus propios productos (87%), el acceso a catálogos y precios de los bienes y servicios (46%), el servicio postventa (24%) y la personalización de su página para clientes habituales (18%). Los países con mayor porcentaje de empresas con página web son Suecia y Dinamarca (que superan el 80% de total de empresas), mientras que **España** es el país de la UE 15 con menor número de empresas con página propia (43%). Por sectores, es el sector hotelero el de mayor presencia en la web con un 91% de las empresas (81% en el caso español).

Fuera del ámbito de esta encuesta, se han conocido también los datos de solicitud de **patentes en alta tecnología**. Los resultados muestran una elevadísima concentración en determinadas regiones de la UE 25. Más de la cuarta parte de las solicitudes de patente (unas 3.000) han sido solicitadas en sólo cuatro regiones: Oberbayern (Alemania), Ile de France (Francia), Noord- Brabant (Holanda) y Hétela-Suomi (Finlandia). Si se calcula un ratio entre el número de patentes y de población activa de los distintos países, observamos los mayores ratios en Finlandia, Suecia y Holanda. Es destacable el caso **español** ya que, incluso la región con el mayor ratio (Comunidad de Madrid), está por debajo de la media de la UE 25 (53 solicitudes por millón de población activa).

Proporción de empresas con su propia página web. Enero 2005



Empleo:

Se reduce una décima en febrero la **tasa de paro** en la Zona Euro hasta el 8,2% y en la UE-25 se mantiene en el 8,5%. Según el criterio ILO, que utiliza Eurostat, los países con menor tasa de paro son: Irlanda (4,3%), Dinamarca (4,4%) y Holanda (4,6%) mientras que los de mayor tasa continúan siendo Polonia (17,0%), Eslovaquia (15,8%), Grecia (9,6%) y Francia (9,1%). Desde febrero de 2005, sólo cinco países del conjunto de la UE 25 han aumentado su tasa de paro: Hungría, Malta, Luxemburgo, Reino Unido y Portugal. Eurostat estima que el número de desempleados en la Zona Euro alcanza los 12 mill y los 18,4 en toda la UE 25.

Balanza Pagos:

En enero de 2006, la balanza por **cuenta corriente** desestacionalizada de la zona del euro registró un **déficit** de 3,3 mm de euros como consecuencia de los **déficit** registrado en la balanza de **transferencias** corrientes (4,9 mm) que no fue compensados por el **superávit** de la balanza de **servicios** (2,2mm). Las balanzas de bienes y de rentas se mantuvieron prácticamente en equilibrio.

En la cuenta financiera, el conjunto de inversiones directas y de cartera contabilizó salidas netas por valor de 33 mm de euros, como consecuencia, principalmente, de las adquisiciones netas de bonos y obligaciones extranjeros por residentes en la zona del euro.

- **Italia:** la incertidumbre política podría afectar a la recuperación de esta economía.

La debilidad económica italiana se hizo patente tras conocerse los datos de cierre de 2005 con un crecimiento de sólo un 0,1% y con un volumen de deuda pública que supera el 106% del PIB. El último trimestre de 2005 el crecimiento interanual del PIB apenas fue de un 0,5%, mientras que el intertrimestral fue nulo. Tanto la demanda interna como la externa han registrado una aportación nula al crecimiento intertrimestral del PIB, siendo la demanda interna la que parece mostrar un comportamiento más preocupante: el consumo privado que se contrajo en un 0,3% i.t. y la inversión cayó un 1,7%.

Expectativas. A pesar de este panorama, las estimaciones para 2006 son optimistas y se apoyan en buenos datos macro como:

- el repunte de la producción industrial en el mes de febrero hasta el 3,1% ia desde el 2,9% del mes anterior, alcanzando con ello el mayor ritmo de crecimiento de los últimos cuatro años;
- las ventas minoristas que crecieron un 1,8% interanual, su tasa de crecimiento máxima desde enero de 2004;
- la confianza empresarial que subió en marzo alcanzando los 94,2 puntos situándose en máximos desde enero de 2001.

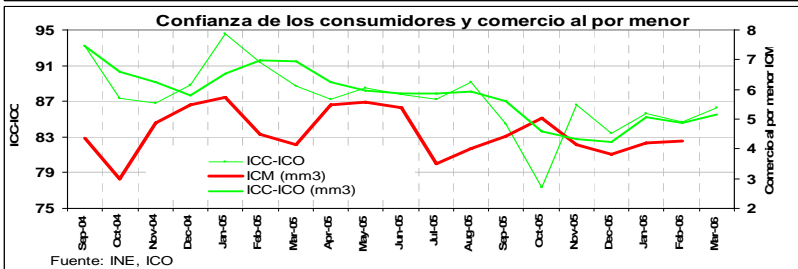
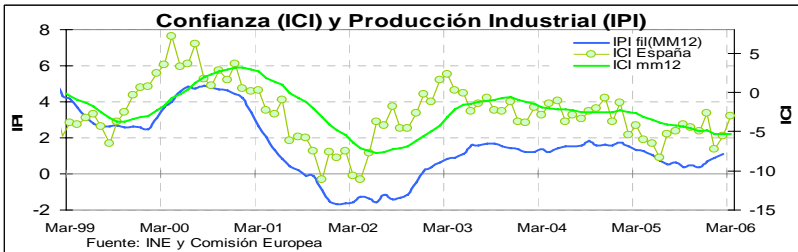
No obstante, los resultados tras las elecciones del 9 de abril han creado un grado de incertidumbre que ha debilitado ese marco y parecen haber afectado a los niveles de confianza de los agentes (la confianza del consumidor de abril ha caído hasta 106,1 que supone su menor nivel en seis meses, aunque todavía se sitúa en el terreno optimista) por lo que la previsión para 2006 podría reducirse a la baja (en la actualidad se prevé un crecimiento del 1,2%)

UNIÓN EUROPEA: INDICADORES

| (tasas interanuales) | Periodo | Zona Euro | | UE-25 | | Comentario |
|--------------------------|---------|-----------|-------------|----------|-------------|---|
| | | Anterior | Último dato | Anterior | Último dato | |
| PIB (% crec) | 4ºT 05 | 1,6 | 1,7 | 1,8 | 1,8 | CNT del IVT: aumenta el ritmo de crecimiento de la ZE y la UE-25 en términos interanuales consecuencia de la mejora de la demanda interna (principalmente la inversión). Cae el peso del sector exterior. |
| Consumo priv. (% crec) | 4ºT 05 | 1,9 | 0,8 | 1,9 | 1,2 | |
| FBCF (% crec) | 4ºT 05 | 2,7 | 3,2 | 3,3 | 3,4 | |
| Sector Exterior (% PIB) | 4ºT 05 | 1,9 | 1,1 | 0,9 | 0,6 | |
| Producc. Industrial (%) | Ene 05 | 2,8 | 2,5 | 2,7 | 2,4 | Se reduce el ritmo de crecimiento de las ventas minoristas en la ZE y en la UE. 25 Los niveles de confianza industrial mejoran y se acercan a niveles neutros, mientras que empeoran los del consumidor. |
| Ventas al por menor (%) | Feb 05 | 1,3 | 1,0 | 1,7 | 1,8 | |
| Confianza industrial | Mar 06 | -2 | -1 | -3 | -2 | |
| Conf. del consumidor | Mar 06 | -10 | -11 | -8 | -9 | |
| IPCA (%) | Feb 06 | 2,3 | 2,2 | 2,2 | 2,1 | Sin grandes variaciones en los precios al consumo. Subida de los precios industriales consecuencia del aumento de precios de la energía. |
| Precios Industriales (%) | Feb 06 | 5,2 | 5,4 | 7,0 | 7,0 | |
| Desempleo (%) | Feb 06 | 8,3 | 8,2 | 8,5 | 8,5 | La tasa de paro se reduce en la ZE y se mantienen en la UE-25. Los costes laborales aumentan levemente en la ZE y sensiblemente en la UE-25. |
| Costes laborales (%) | 4º T 05 | 2,3 | 2,4 | 2,3 | 2,9 | |

Fuente: EUROSTAT y elaboración propia.

Actualización 20-4-06



Nuestras previsiones...

La información parcial disponible relativa al IT refleja un comportamiento de la economía española similar al del IVT, caracterizado por el dinamismo de la demanda interna al tiempo que se observan algunos síntomas de mejora de las exportaciones de bienes y se mantiene el avance del empleo. Según nuestras estimaciones, el PIB crecerá en 2006 un 3,3% y un 3,2% en 2007.

El reciente repunte del precio del petróleo supone un riesgo al alza sobre la inflación prevista para este año aunque en principio, tras el dato de marzo, mantenemos nuestra previsión en el 3,4% de media de 2006, igual que en 2005, con una tendencia ligeramente descendente en los próximos meses.

La producción industrial aumentó un 2,3% i.a. en marzo

ACTIVIDAD

Los indicadores disponibles muestran el avance sostenido de la actividad en los primeros meses del año

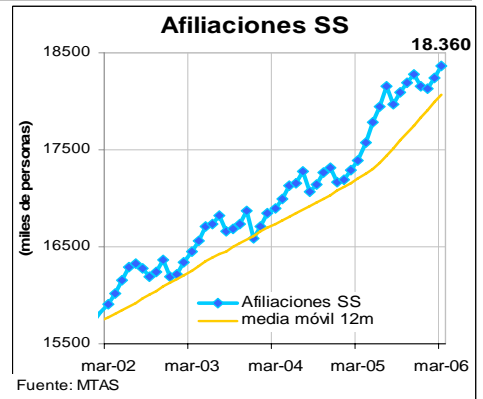
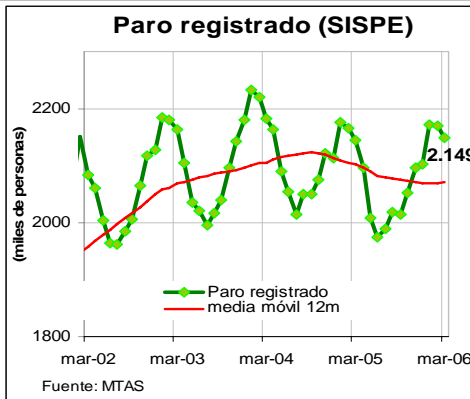
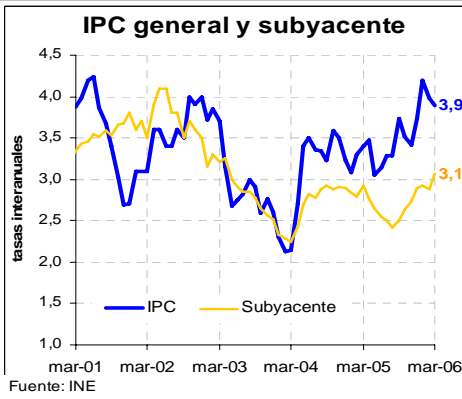
- La información disponible sobre la evolución de la actividad refleja una suave aceleración de la producción industrial en términos acumulados de enero-febrero, especialmente de la producción de bienes de equipo, en línea con la mejora de las exportaciones al inicio del año. Por el lado de la demanda, se observan algunas señales mixtas: las ventas minoristas en términos reales hasta febrero han continuado desacelerándose levemente respecto al IVT2005, mientras que las ventas de automóviles se han recuperado finalmente en media del IT tras el significativo repunte de marzo, después de la caída del trimestre anterior. Por último, los indicadores de confianza han mejorado en marzo, aunque se sitúan por debajo de los niveles de un año antes.
- El índice de **producción industrial** (con datos filtrados de calendario) se incrementó un 2,3% en marzo después de un aumento del 3,4% en enero. El comportamiento más dinámico correspondió a la producción de bienes de equipo, aunque se moderó respecto al mes previo (creció un 4,5% i.a. comparado con 10,2% en enero). La producción de bienes de energía aumentó un 2,9% i.a. (3,2% en enero) y la de bienes intermedios un 2,3% i.a. (2,8% en enero). La producción de bienes de consumo se aceleró ligeramente hasta el 0,8% i.a. desde 0,3% en enero debido al ligero repunte de la producción de bienes de consumo no duradero (se incrementó un 0,8% después de una caída del 0,6% en enero) y al avance del 1,1% i.a. de la producción de bienes de consumo duradero (5,9% en enero). En términos acumulados de los dos primeros meses del año, el crecimiento del IPI filtrado de calendario se acelera hasta un 2,8% i.a. desde 1,6% en media del IVT2005.
- El **índice de comercio al por menor** se moderó en febrero hasta un 3,7% i.a. desde 4,6% i.a. en enero debido tanto al menor crecimiento de las ventas alimenticias (2,6% i.a. comparado con 3,8% i.a. en enero) como a la ligera desaceleración de las ventas no alimenticias (4,4% i.a. frente a 4,7% en enero). Con datos **deflactados**, las ventas al por menor cayeron un 0,4% i.a. después de un leve aumento del 0,1% en enero. Este debilitamiento se produjo por el descenso de las ventas de alimentos del 1,1% i.a. (-0,5% en enero) mientras que las ventas no alimenticias permanecieron sin cambios en términos interanuales (0,2% i.a. en enero). Por el contrario, las **ventas en grandes superficies** se aceleraron hasta un 5,8% i.a. desde 4,2% i.a. (1,6% deflac.): las ventas de alimentos crecieron un 4,9% (1,0% deflac.) y las ventas no alimenticias un 6,3% (1,9% deflac.). En **media de enero-febrero**, las **ventas minoristas** aumentaron un 4,1% comparado con 3,8% en el IVT2005 aunque con cifras deflactadas la tendencia es de moderación con una caída del 0,1% en los dos primeros meses del ejercicio tras un aumento del 0,4% en el IVT.
- Otros indicadores de actividad: el **consumo de energía** eléctrica, corregido de calendario y temperatura, creció un 1,6% i.a. en marzo (3,6% i.a. en febrero) y un 2,8% i.a. en media del IT (3,7% en promedio del IVT2005). La **matriculación de automóviles** (Anfac) se recuperó en marzo al crecer un 8,3% i.a. después de cinco meses de caídas consecutivas, lo que permitió que en el conjunto del IT aumentaran un 2,5% i.a. tras un descenso del 4,5% en el IVT2005. En cuanto a los indicadores de confianza, el **indicador de confianza del consumidor ICC-ICO** aumentó 1,6 puntos en marzo hasta situarse en 86,3, debido a la mejor valoración que realizan los consumidores sobre la situación actual. En cuanto a los **indicadores de confianza que elabora la Comisión Europea** para la economía española, mejoraron en marzo la confianza de los consumidores, en la industria, la construcción y los servicios, mientras se mantuvo invariable en el comercio minorista.

PRECIOS

El IPC se sitúa en el 3,9% i.a. en marzo y la inflación subyacente en el 3,1% i.a.

El IPC se modera en marzo, pero se acelera la inflación subyacente

- La tasa interanual del IPC continuó desacelerándose en marzo hasta el 3,9% i.a. gracias a la desaceleración de los precios de la energía y de la alimentación no elaborada. Sin embargo, la **inflación subyacente**, tras permanecer estable los tres meses anteriores en tasa interanual, repuntó en marzo dos décimas y se situó en el 3,1%. Esta **aceleración de la inflación de carácter más estructural en marzo se explica por la alimentación elaborada**, especialmente por el aumento de los precios del tabaco y el aceite de oliva.
- El IPC aumentó en marzo un 0,7% i.m. (0,8% en marzo 05) y situó la tasa interanual en el 3,9% (4,0% en febrero). La **inflación subyacente** (excluyendo energía y alimentación no elaborada) se incrementó un 0,9% lo que se reflejó en un repunte de la tasa interanual hasta el 3,1% desde el 2,9% del mes anterior. El **IPCA** aumentó un 3,9% i.a., dos décimas menos que en febrero. Según Eurostat, la inflación de la zona euro se moderó en marzo hasta el 2,2% i.a. desde el 2,3% de febrero, por lo que el diferencial con la Zona Euro se redujo una décima hasta 1,7 puntos.
- Por **grupos especiales**, los **alimentos no elaborados** cayeron un 0,9% i.m. (crecieron 0,3% en marzo 05) lo que permitió una moderación de la tasa interanual hasta situarse el 3,3% (4,5% en febrero); los **alimentos elaborados** subieron un 1,4% i.m. (0,4% en marzo 05) y un 4,5% i.a. (3,4% en febrero); Los precios de los **bienes industriales no energéticos** aumentaron un 1,0% i.m. (1,0% en marzo 05), permaneciendo estable la tasa interanual en el 1,5%; los **productos energéticos** subieron un 0,6% i.m. (1,9% en marzo 05) pero se moderaron hasta el 11,8% i.a. (13,3% en febrero) gracias al menor crecimiento de los precios de los **carburantes y los combustibles** que tras un incremento del 0,7% i.m. (2,7% en marzo 04) se situaron en el 14,4% i.a. comparado con 16,6% en febrero. Los precios de los **servicios** se incrementaron un 0,5% (0,6% en marzo 05) desacelerándose una décima hasta el 3,7% i.a..

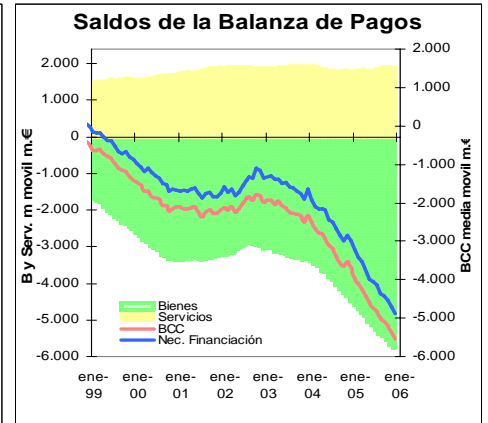
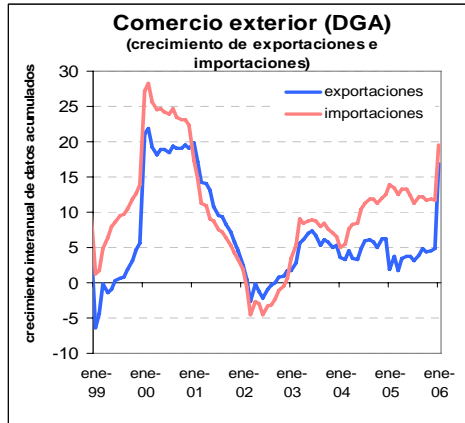
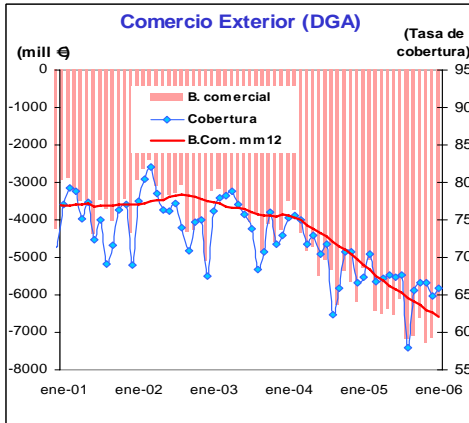


En marzo vuelve a descender el paro, aunque aumenta en términos interanuales

MERCADO de TRABAJO

Los datos del mercado laboral indican una evolución favorable de los afiliados a la SS en el IT

- Las cifras sobre el mercado de trabajo referentes a marzo siguen mostrando un elevado dinamismo del número de afiliados a la Seguridad Social, lo que pone de manifiesto el buen comportamiento del empleo. Mientras, el paro registrado ha caído en los meses de febrero y marzo, aunque registra un incremento en términos interanuales por segundo mes consecutivo.
- En marzo disminuyó el **número de parados registrados** en las oficinas de los Servicios Públicos de Empleo en 20.747 personas hasta situarse en un total de 2.148.530. A excepción del colectivo sin empleo anterior, el paro descendió en marzo en todos los sectores en relación al mes anterior. En tasa anual, el desempleo aumentó en 3.695 personas, un 0,2%, que se concentró en la agricultura, los servicios y el colectivo sin empleo anterior, mientras descendió en la industria y la construcción. Por su parte, los **contratos registrados** aumentaron en marzo en 188.852 alcanzando 1.555.516 contratos, un 19% más que en marzo de 2005. Del total, 176.266 contratos fueron indefinidos, un 25,3% más que en 2005, y 1.379.250 temporales, de forma que la participación de los contratos indefinidos supera el 11% por segundo mes consecutivo.
- Las **afiliaciones a la Seguridad Social** en marzo sumaron un total de 18.360 miles de personas, lo que supone un aumento intermensual de 121,1 mil afiliados. En los doce últimos meses, los afiliados han aumentado en 976,2 mil personas, un incremento del 5,6% i.a. (5,5% en febrero). En media del IT, el número de afiliados aumentó un 5,5% i.a. comparado con 5,6% en el IVT 2005.



SECTOR EXTERIOR

Las exportaciones toman impulso en enero, mientras el vigor de las importaciones sigue reflejando la fortaleza de la demanda interna

El déficit comercial se incrementa un 24,7% i.a. en enero

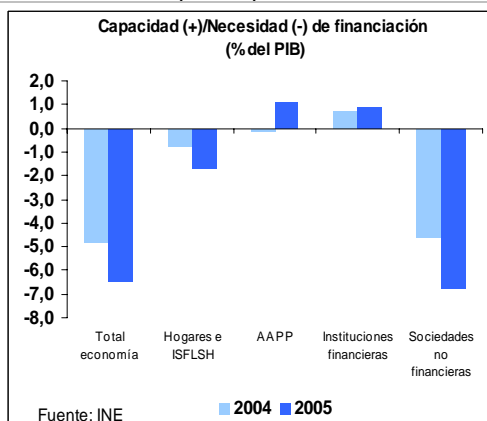
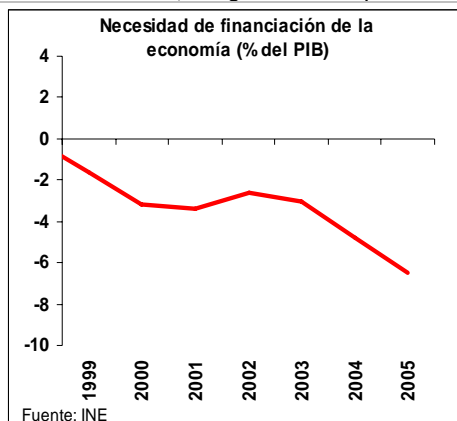
- El saldo comercial ha continuado deteriorándose en enero en la medida en que el crecimiento de las importaciones sigue superando el de las exportaciones, si bien las ventas al exterior de bienes muestran un comportamiento más dinámico en enero. No ocurre igual con los ingresos por turismo que han caído al inicio del año lo que unido al fuerte aumento de los pagos ha incidido en una reducción del superávit por turismo en dicho mes. No obstante, el déficit de la balanza por cuenta corriente se ha reducido en enero gracias al menor déficit por rentas y transferencias corrientes.
- Según datos de **Aduanas**, los intercambios comerciales se intensificaron significativamente en enero. Las exportaciones se aceleraron hasta un 17% i.a. al inicio del año comparado con 7,6% en diciembre, continuado la tendencia de recuperación de los últimos meses y las importaciones crecieron un 19,5% frente a un incremento del 10,4% en diciembre. Como resultado, la **balanza comercial** arrojó un déficit en enero de 6.584 millones de €, lo que supone un incremento interanual del 24,7%, inferior a la tasa de aumento del mismo mes de 2005 del 50,4%. La **tasa de cobertura** se incrementó 1,1 puntos respecto al mes previo hasta situarse en 66%, todavía por debajo de los niveles de un año antes (67,4%). En **términos reales**, las exportaciones aumentaron un 12,2% y las importaciones un 17,7%.
- Por **áreas geográficas**, las exportaciones a la UE-25, donde se dirigen el 71% del total de las exportaciones españolas, se incrementaron un 7,6%, destacando la recuperación de las ventas a Alemania, Francia, Italia y, especialmente a Reino Unido en contraste con el descenso que experimentaron las exportaciones a Portugal. También se intensificó significativamente el crecimiento de las ventas a los países no pertenecientes a la UE que aumentaron un 48,7% (15% en media del IVT2005). Por su parte, las importaciones desde la UE-25 (57,7% del total) y las destinadas a los países no comunitarios avanzaron significativamente a tasas del 13,8% y del 28,2%, respectivamente.
- Por **productos y en términos reales**, resulta destacable el impulso de las exportaciones de bienes de capital que crecen un 56,4% i.a., así como la recuperación de las de bienes de consumo (8,7% i.a.) ante el avance de las ventas de consumo no alimenticio y, en menor medida, de consumo alimenticio, y el impulso de las exportaciones de bienes intermedios que aumentan un 8,3% en enero. En cuanto a las importaciones, el avance más notable corresponde a las compras de bienes de consumo (40,4% i.a.), especialmente de consumo no alimenticio, seguido del crecimiento de las importaciones de bienes de capital (20,8% i.a.) y de bienes intermedios (7,0% i.a.).
- En términos de **Balanza de Pagos**, el déficit comercial se incrementó un 27,6% i.a. hasta situarse en 5.915,7 millones de €. También se redujo significativamente el superávit de servicios en un 90,8% como resultado de los menores ingresos netos por turismo (-36,8%) y de la ampliación del déficit por otros servicios. A pesar de lo anterior, el déficit de la balanza por cuenta corriente disminuyó en un 1,2% i.a. y se situó en 6.774,1 millones de €. A ello contribuyó la reducción del déficit de la balanza de rentas en un 74,1% así como del déficit de la balanza de transferencias corrientes en un 71,1%. Por su parte, la **balanza de capital** anotó un superávit por importe de 330,1 mill. de €, inferior en un 32,8% a la cifra contabilizada en enero de 2005.
- Como resultado de lo anterior, la **necesidad de financiación de la economía** se situó en enero en 6.443,9 millones de euros, un 1,3% superior al saldo contabilizado en enero de 2005.

CUENTAS NO FINANCIERAS DE LOS SECTORES INSTITUCIONALES

Las AA.PP. registraron capacidad de financiación en 2005

Se incrementa la necesidad de financiación del conjunto de la economía en 2005

- Según cifras del INE, en 2005 la **necesidad de financiación de la economía nacional** ascendió a 58.462 millones de €, lo que supone un incremento del 45,9% respecto a 2004 hasta representar el 6,5% del PIB (4,8% del PIB el año anterior). La distribución por sectores institucionales muestra el incremento de la necesidad de financiación de las sociedades no financieras y el sector hogares e ISFLSH, frente a la capacidad de financiación de las instituciones financieras y las AA.PP.
- Las **sociedades no financieras** alcanzaron una necesidad de financiación de 61.197 millones de € (un 6,8% del PIB) comparado con 38.516 millones de € en 2004 (un 4,6 del PIB) lo que se explica por la reducción de su renta disponible (-1,9%) y el notable crecimiento de su inversión (15,7%).
- Los **hogares e ISFLSH** incrementaron su necesidad de financiación hasta 15.373 millones de € (1,7% del PIB) desde 6.370 millones de € (0,8% del PIB). Durante 2005, este sector redujo su **tasa de ahorro** en seis décimas hasta el 10,4% de su renta disponible al tiempo que aumentó significativamente su volumen de inversión (9,2%).
- Por su parte, las **instituciones financieras** mostraron una capacidad de financiación que ascendió a 8.307 millones de € lo que representa el 0,9% del PIB, dos décimas más que en 2004, y las **AA.PP.**, registraron capacidad de financiación por importe de 9.801 millones de euros, el 1,1% del PIB.



EMPRESAS

El informe trimestral de la Central de Balances muestra unos resultados favorables de las empresas en 2005

En 2005 se moderó ligeramente la actividad productiva de las empresas

- Según los datos de la Central de Balances Trimestral (CBT) del Banco de España que proporciona un primer avance sobre los resultados de las empresas no financieras en el año 2005, la actividad empresarial se moderó durante el pasado ejercicio pero continuó el avance del empleo, al tiempo que el crecimiento del resultado ordinario neto, inferior al de 2004, permitió el mantenimiento de elevados niveles de rentabilidad.
- Actividad** ⇒ La actividad productiva de las empresas mantuvo en 2005 un crecimiento ligeramente inferior al de 2004 del 4,6% comparado con 5,8% un año antes. El sector más dinámico fue la energía, en un contexto de elevado precio del petróleo y, en menor medida, el comercio ante el vigor del consumo privado. El resto de sectores se vio afectado por la subida del precio del crudo al incrementarse sus costes intermedios y moderarse el crecimiento de su VAB. Mientras, la atonía de la demanda de la Zona Euro se reflejó en la debilidad del sector industrial al afectar negativamente a las exportaciones.
- Empleo** ⇒ Durante el pasado año el empleo aumentó un 0,8% tras permanecer sin cambios en 2004, siendo el más dinámico el sector comercio con un aumento del empleo del 2,6%.
- Resultados** ⇒ La desaceleración de la actividad productiva se reflejó en una moderación del *resultado económico bruto* que creció un 5,2% i.a. en 2005, casi tres puntos por debajo del crecimiento alcanzado en 2004. Al mismo tiempo, se observó un cambio de tendencia en la evolución de los *gastos financieros* que aumentaron un 7,8% i.a. después de una caída del 7,4% en 2004. Debido a lo anterior, el *resultado ordinario neto* se moderó aunque siguió creciendo a un ritmo elevado del 12,5% (17,7% en 2004) permitiendo que la *rentabilidad ordinaria del activo* se elevara hasta el 9,5%, más de un punto por encima del nivel de 2004.

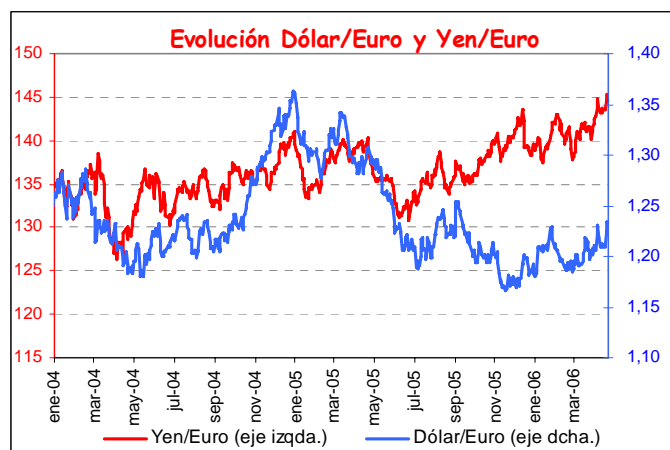
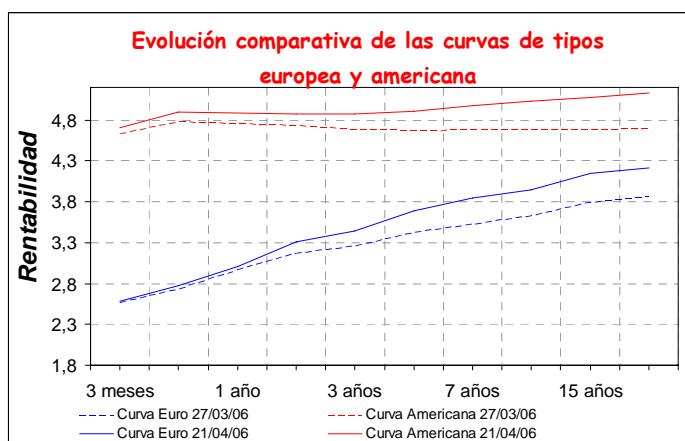
PREVISIONES TIPOS DE INTERÉS Y CAMBIO

| TIPOS DE INTERÉS | Último dato | mar-06 | abr-06 | jun-06 | dic-06 |
|---------------------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| REFERENCIA (BCE) | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,75 | 3,00 |
| EURIBOR 1 MES | 2,64 | 2,63 | 2,70 | 2,85 | 3,10 |
| EURIBOR 3 MESES | 2,78 | 2,72 | 2,85 | 3,05 | 3,25 |
| EURIBOR 1 AÑO | 3,20 | 3,10 | 3,25 | 3,35 | 3,50 |
| BONOS 3 AÑOS | 3,49 | 3,48 | 3,55 | 3,70 | 3,85 |
| BONOS 5 AÑOS | 3,62 | 3,61 | 3,70 | 3,90 | 4,05 |
| BONOS 10 AÑOS | 3,85 | 3,84 | 3,95 | 4,15 | 4,30 |
| TIPO DE CAMBIO \$/€ | 1,23 | 1,20 | 1,24 | 1,25 | 1,25 |

Último dato y previsiones a 21/04/06 (las previsiones son tipos medios en el mes)

Nuestras previsiones...

- En EEUU estimamos que un incremento de 25 pb del tipo de los *Fed funds* hasta el 5,0% daría por finalizada la retirada del estímulo monetario por parte de la Fed. En la Zona Euro, el BCE, apoyado en las mejoras de las perspectivas de crecimiento, podría decidir nuevos incrementos en el repo.
- En el mercado de divisas, el efecto de la subida del precio del petróleo y del final de las subidas de tipos, introducen un sesgo depreciatorio en el dólar, por lo que estimamos que el tipo de cambio se situará en niveles próximos a 1,25\$/€.



UEM

Elevación de la curva de rendimientos por la mejora relativa de las perspectivas en la ZE

La mejora de las expectativas de crecimiento en la Eurozona (tanto el BCE como el FMI han revisado al alza sus previsiones de crecimiento hasta hacerlas próximas al 2%), y las perspectivas de que el reciente incremento de los precios de la energía repercute finalmente en las tasas de inflación ha aumentado las rentabilidades. Este incremento de rentabilidades ha estado acompañado con un incremento de la **pendiente 2-10 años** hasta los **62,90 pb.**

EEUU

Incremento de la pendiente de la curva de tipos

En el último mes se ha producido un incremento de las rentabilidades en todos los plazos de la curva, que es atribuible al aumento de las expectativas de inflación por el notable incremento del precio del crudo en las últimas semanas (en este sentido, la inflación de marzo se ha situado por encima de las previsiones del mercado). El aumento ha sido más intenso en los tramos largos ocasionando que la **pendiente 2-10 años** repuntase hasta los **16,40 pb.**, revirtiendo la tendencia a la baja de la pendiente y la inversión, que la curva mostraba desde finales de 2005.

Mercado de Bonos

Tipo de cambio

Debilidad del dólar ante el mayor tensionamiento monetario en la ZE y la subida del precio del crudo

En términos netos, durante el último mes el tipo de cambio del euro frente al dólar se ha apreciado **sensiblemente** (un 1,32% hasta los 1,23 \$/€). Esta mayor debilidad del dólar es atribuible a la esperada finalización del proceso de subidas de tipos EEUU a medio plazo en un contexto de mayor tensionamiento monetario en la ZE y Japón; la revisión al alza del crecimiento en la ZE por parte del BCE (apoyada en una mejora relativa de la confianza empresarial); a que los últimos indicadores de confianza industrial en EEUU dan muestras de una relativa moderación; y a que, pesar de la reducción del déficit comercial en febrero, éste continúa situándose en niveles de máximos históricos. En este sentido, la escalada del precio del crudo de las últimas semanas y un mayor reciclaje de petrodólares (que mantendría reducidos los tipos e intensificaría el consumo en EEUU), ante las expectativas de que exacerbe el desequilibrio de la balanza por cuenta corriente norteamericana, incrementarían la tendencia depreciatoria del dólar.

Política Monetaria

UEM

El BCE decidió mantener el tipo referencia

El 6 de abril el Consejo de Gobierno del BCE decidió **mantener en el 2,50%** el tipo de interés de referencia de la Eurozona. En el último Boletín Mensual, el BCE considera que se ha producido una mejora de las perspectivas de crecimiento en la ZE, que muestran los indicadores de confianza, al tiempo que la actividad se vería favorecida por el alto dinamismo de la economía mundial vía exportaciones. No obstante, el Banco emisor se continúa mostrando vigilante ante la evolución de los precios, a pesar de la moderación del IPCA en marzo (2,2% frente a 2,3% y 2,4% registrados en febrero y enero respectivamente), que atribuye a la moderación salarial, aunque persisten los riesgos alza en los precios derivados de los elevados precios del crudo. Asimismo, el alto crecimiento de los agregados monetarios y la holgura de liquidez en la Eurozona, combinada con la reactivación de la actividad, constituyen, a juicio del BCE, un riesgo adicional para la estabilidad de precios a medio plazo. En consecuencia, se mantienen las perspectivas de progresivo tensionamiento monetario por parte del BCE.

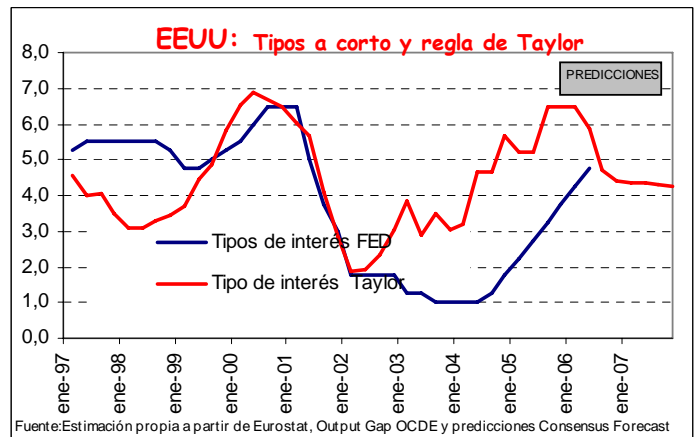
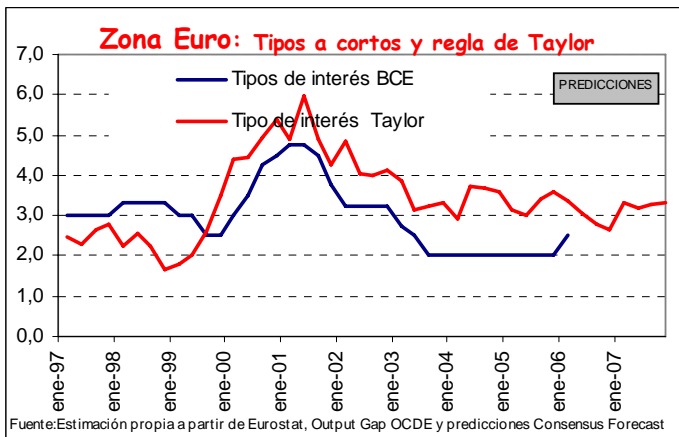
Próxima reunión del Consejo de Gobierno del BCE en la que se pueden modificar tipos: 4 de mayo.

EEUU

En línea con las previsiones, la Fed aumentó el tipo de los Fed funds hasta el 4,75%

La Fed incrementó el tipo de interés de los Fed funds en **25 pb hasta el 4,75%** en la reunión del FOMC del 28 de marzo. La ralentización del crecimiento en el IVT de 2005 ha tenido un carácter temporal, según el comunicado y las Actas del FOMC, y por el contrario se aprecia un mantenimiento del dinamismo de la actividad hacia una senda más sostenible. Por otra parte, la escalada del precio del crudo no ha tenido por ahora efectos sustanciales sobre el componente subyacente de la inflación, debido en buena medida a la evolución de la productividad, que mantiene moderado el crecimiento de los costes laborales unitarios. Sin embargo, tanto el aumento de la presión de la demanda vía incremento del *output gap*, como la transmisión a la inflación de los elevados precios de la energía añade riesgos de mayor presión inflacionista. Todo ello justificaría esta última elevación del tipo de referencia, que según las expectativas del mercado podría continuar hasta niveles en torno al 5%, poniendo fin a la senda de progresiva restricción de la expansión monetaria que inició la Fed a mediados de 2004.

Próxima reunión del FOMC: 10 de mayo.



Zona Euro

Las expectativas de subidas de tipos se confirman a medio plazo

De acuerdo con las últimas previsiones para 2006 y 2007, el tipo de interés neutral según la Regla de Taylor según se ha elevado tras su estancamiento de los últimos meses. Aunque a corto plazo no experimenta un repunte, a medio y largo (ya entrado 2007) la recuperación de los indicadores de confianza y expectativas, que recogen las previsiones, amplían el margen de subidas del repo del BCE hasta por encima del 3%.

EEUU

Perspectivas de finalización de las subidas de tipos por parte de la Fed

La práctica igualdad entre tipo de interés según la Regla de Taylor y el tipo de los Fed funds implica que ha finalizado lo que la Fed identificaba como disminución de las condiciones monetarias expansivas. Así, un incremento superior al 5% del tipo de los Fed funds (que no parece probable como se deduce de las últimas Actas del FOMC), que dependería únicamente de una aceleración de la inflación por los precios energéticos, implicaría una restricción monetaria respecto al nivel neutral de tipo de interés según la Regla de Taylor.

Condiciones Monetarias