

---

# Evolución reciente de la economía española

## 1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Según las últimas estimaciones de la CNTR, el PIB aumentó un 0,7% (1), en términos reales, en el tercer trimestre de 2003, incrementando en una décima su tasa de crecimiento interanual, que se situó en el 2,4%. La demanda nacional elevó tres décimas su ritmo de variación interanual, hasta el 3,4%, como consecuencia de la aceleración del consumo privado, del continuado dinamismo del gasto en construcción y de la aportación de la variación de existencias. En cambio, el consumo público se desaceleró ligeramente, mientras que la inversión en bienes de equipo mostró un perfil mucho menos dinámico que en el trimestre anterior, al crecer un 1,5% interanual, frente al 3,1% del segundo trimestre. Por su parte, la demanda exterior neta intensificó en dos décimas su aportación negativa al crecimiento del producto, al desacelerarse las exportaciones (que crecieron un 2,5%) en mayor medida que las importaciones (que se elevaron un 5,7%). Por el lado de la oferta, la industria registró un debilitamiento, a pesar de la recuperación de la actividad energética. Entre las restantes ramas, cabe destacar la aceleración de la agricultura y de los servicios de mercado, mientras que la construcción, que se fortaleció en menor medida, siguió siendo la actividad más dinámica. Por último, el ritmo de creación de empleo aumentó dos décimas, hasta el 1,9%.

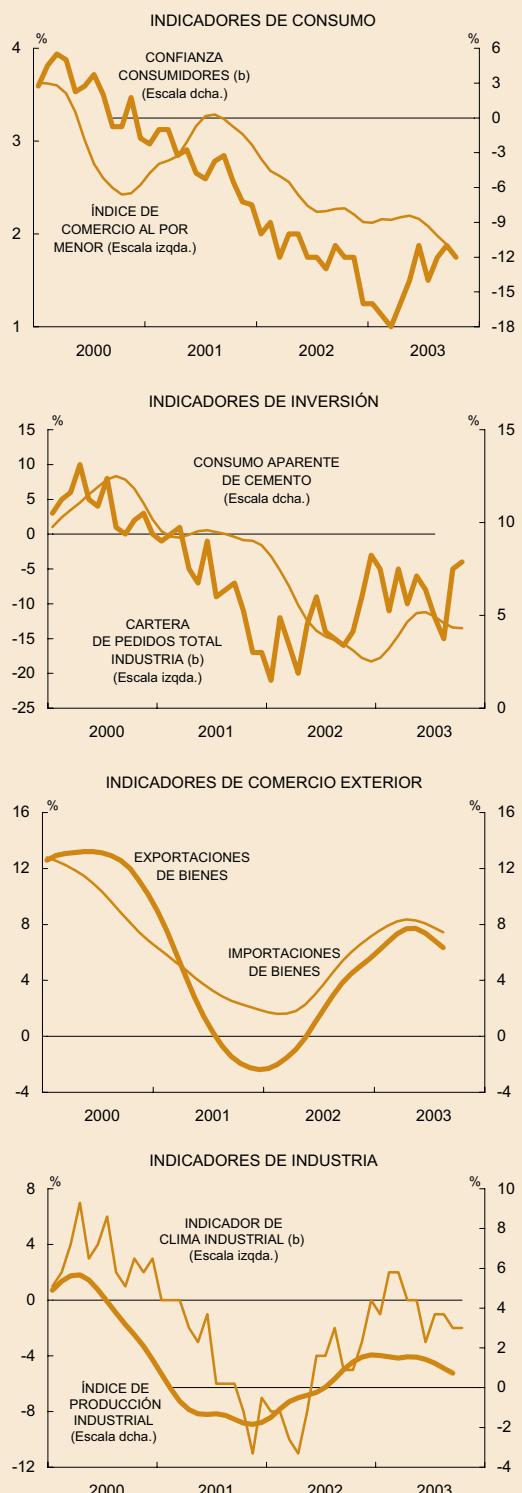
La evolución reciente de los indicadores de consumo privado apunta, con distintos matizos, hacia un crecimiento estable. Tras haber alcanzado un máximo en septiembre, el índice de confianza de los consumidores retrocedió ligeramente en octubre y quedó situado en un nivel similar a la media del tercer trimestre (véase gráfico 1); este comportamiento fue el resultado de un cierto deterioro en las opiniones sobre la situación —actual y prevista— de los hogares, que se vio, en parte, compensado por una mayor inclinación al gasto en bienes duraderos. El índice de ventas del comercio al por menor registró en septiembre un crecimiento real del 3,6%, en tasa interanual, a pesar de lo cual, en el conjunto del trimestre, se desaceleró. Sin embargo, el indicador de confianza del comercio minorista mostró un avance significativo en octubre, al anticipar los entrevistados un buen comportamiento del volumen de negocio en los próximos meses. Otro indicador que ha evolucionado favorablemente han sido las ventas de automóviles a particulares, que se incrementaron un 9,4% en octubre,

---

(1) Todas las tasas están calculadas sobre series corregidas de efectos estacionales y de calendario.

GRÁFICO 1

## Indicadores de demanda y actividad (a)



Fuentes: Comisión de la Unión Europea, Instituto Nacional de Estadística, OFICEMEN, Departamento de Aduanas y Banco de España.

(a) Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

(b) Nivel de la serie original.

por encima del 6,1% del tercer trimestre, consolidando una mejora respecto a la primera mitad del año. Por su parte, la progresiva debilidad que ha mostrado la producción de bienes de consumo a lo largo del tercer trimestre ha tendido a verse contrarrestada por el vigor de las importaciones, que ha sostenido al indicador de disponibilidades.

Respecto a la inversión en bienes de equipo, la información correspondiente al índice de disponibilidades, casi completa para el tercer trimestre, ha venido a corroborar la desaceleración experimentada por el agregado de la CNTR, en ese período. La producción industrial de estos bienes mantuvo en septiembre la tendencia contractiva que inició en julio, cerrando el trimestre con un descenso superior al del período anterior; no obstante, también en este caso las importaciones (disponibles hasta agosto) han contrarrestado en alguna medida la debilidad de la producción interior. Por su parte, aunque el indicador de clima industrial en el sector productor de este tipo de bienes empeoró en el tercer trimestre, apuntó una cierta recuperación en septiembre, basada en aquellas variables más relacionadas con la evolución futura; en el conjunto de la industria, la cartera de pedidos ha tendido a mejorar.

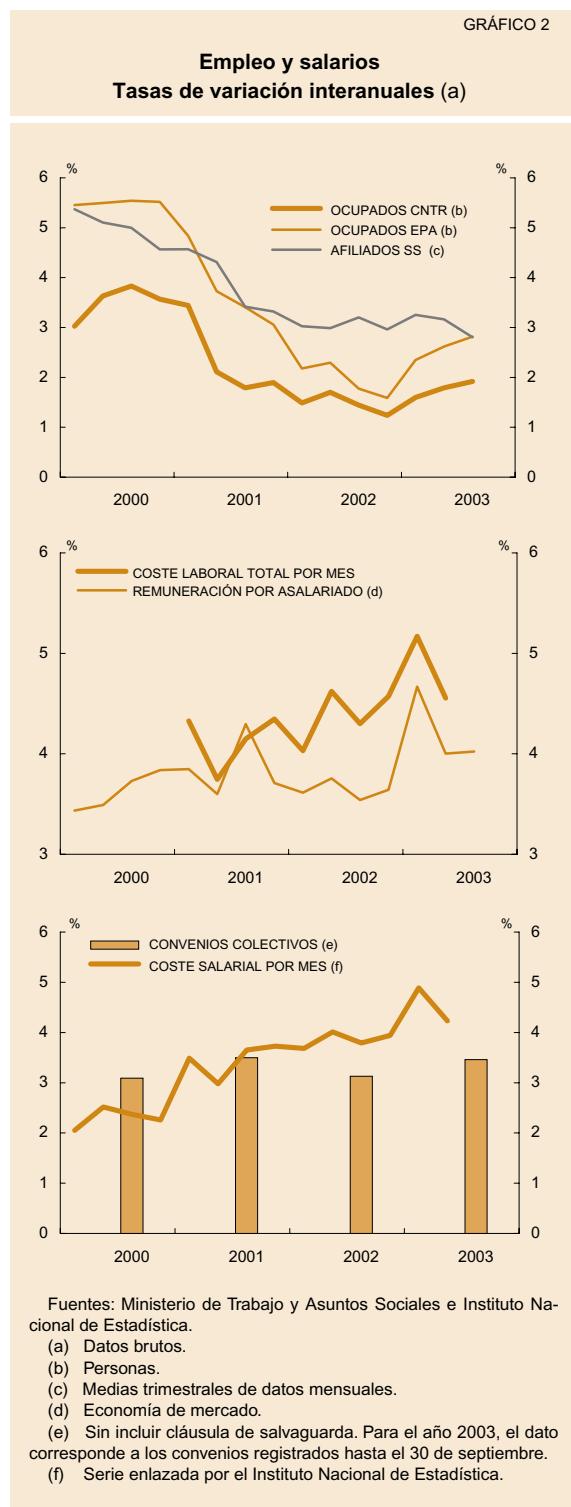
Entre los indicadores de construcción, el indicador de confianza empeoró en octubre, alcanzando uno de sus valores más bajos en el año; tanto las opiniones sobre producción como sobre contratación se deterioraron. Otros indicadores contemporáneos de esta actividad han tendido, asimismo, a debilitarse, como el consumo aparente de cemento, que disminuyó un 0,3% en octubre, o el número de afiliados a la Seguridad Social, que se desaceleró en ese mes; el IPI de materiales de construcción creció un 2,7% en septiembre, terminando el tercer trimestre con un crecimiento medio similar al del segundo. Por otra parte, se mantiene el buen comportamiento de algunos indicadores adelantados. La superficie a construir según los visados y las licencias, en especial la destinada a edificación residencial, ha seguido creciendo de forma notable, aunque la licitación oficial disminuyó en julio y agosto.

Las exportaciones reales de bienes disminuyeron un 2,1% en agosto, en tasa interanual, acentuando el perfil de desaceleración que ya mostraron el mes anterior; en el conjunto de esos dos meses aumentaron un 1% interanual, diez puntos por debajo de la tasa del segundo trimestre, reflejando, en parte, la comparación con un período del año anterior en el que habían registrado una notable recuperación. Por áreas geográficas, las ventas a la UE intensifi-

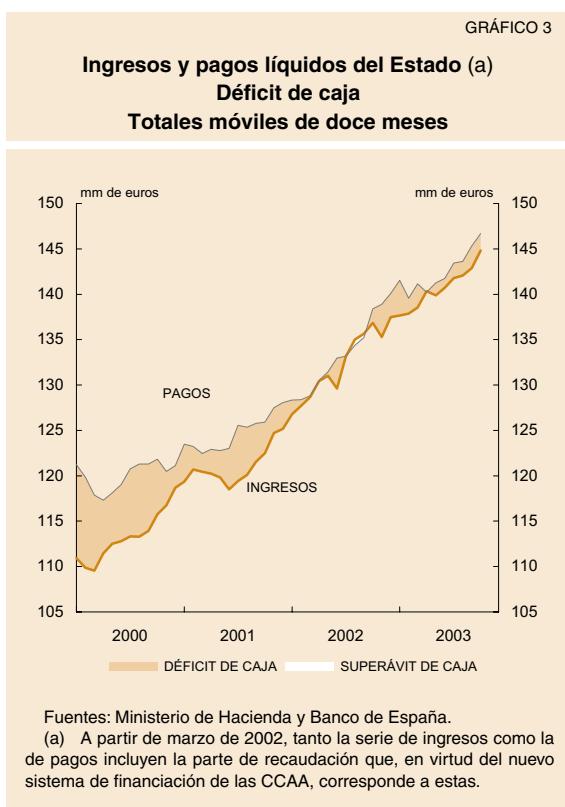
caron notablemente su perfil de desaceleración en el último mes, mientras que las ventas a los mercados extra-comunitarios mantuvieron un tono bastante más dinámico, en un contexto de fuerte descenso de sus precios en euros. Según la Encuesta de Coyuntura de la Exportación, en el tercer trimestre de 2003 los exportadores percibieron un ligero empeoramiento de sus carteras de pedidos, en relación con el trimestre precedente, si bien las previsiones sobre la evolución futura de las exportaciones mejoraron, especialmente en el corto plazo. Por su parte, las importaciones reales de bienes también se ralentizaron notablemente en agosto, hasta el 0,3% interanual, por lo que en el conjunto de julio y agosto crecieron un 4,1%, significativamente por debajo de los incrementos de trimestres anteriores. Aunque la desaceleración afectó a los principales componentes, destaca la experimentada por las compras de bienes industriales no energéticos. El déficit comercial, medido en términos nominales, continuó reflejando un fuerte deterioro en agosto, al aumentar un 23,5%, debido tanto a la evolución de los flujos reales de comercio como al empeoramiento de la relación real de intercambio.

Según los datos de Balanza de Pagos, en los ocho primeros meses de 2003, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital acumuló un déficit de 6.611 millones de euros, que supuso un deterioro de 4.940 millones de euros respecto al observado en igual período del año anterior. Este empeoramiento se debe a la negativa evolución del déficit de la balanza por cuenta corriente, que se incrementó un 76,4% en tasa interanual, hasta alcanzar los 11.947 millones de euros. Por partidas, únicamente mejoró el superávit turístico, mientras que empeoraron el déficit comercial y de rentas, y disminuyó el saldo positivo de la balanza de transferencias corrientes. Cabe señalar, sin embargo, que los indicadores más actualizados de turismo (como los turistas entrados por fronteras o las pernoctaciones efectuadas por extranjeros) han mostrado una gran atonía hasta el mes de octubre.

Desde la perspectiva de la oferta, el índice de producción industrial (IPI) registró en el tercer trimestre un progresivo debilitamiento, de forma que su variación interanual en septiembre fue del -0,1%, en términos de serie corregida de calendario. Dentro del IPI, la fabricación de bienes intermedios ha mantenido un mejor comportamiento que la de bienes de consumo y de equipo (con un incremento del 0,8% interanual en septiembre, sobre la serie corregida), debido, en parte, al componente energético. En consonancia con la evolución de la producción, la utilización de la capacidad productiva en la



industria ha tendido a disminuir. El nuevo indicador de entradas de pedidos en la industria creció en septiembre un 4,6%, recuperando parte del dinamismo perdido en agosto, mientras que el índice de cifras de negocios se desaceleró fuertemente en ese último mes. El indicador de clima industrial ha mantenido un perfil aproximadamente estable desde el comienzo del verano, aunque cabe mencionar la mejora



registrada por las opiniones sobre cartera de pedidos en septiembre y octubre. En cuanto a los servicios, el indicador de confianza aumentó cinco puntos en octubre, a la vez que se produjo un fuerte avance en la evolución esperada del empleo.

Los datos sobre el mercado laboral muestran una situación de estabilidad, dentro del buen tono general en el que se mueven (véase gráfico 2). Los resultados de la EPA en el tercer trimestre (que se comentan con más detalle en otro artículo de este Boletín) indicaban un crecimiento del número de ocupados del 2,8% en ese período, dos décimas más que en el trimestre anterior, lo que se ha visto corroborado, en cuanto al perfil de aceleración, por las cifras de la CNTR, ya mencionadas. Entre los indicadores más recientes, el número de afiliados a la Seguridad Social creció en octubre un 3,1%, una décima más que en el mes anterior; este crecimiento supuso recuperar incrementos similares a los del primer semestre del año, tras la desaceleración del tercer trimestre. El paro registrado creció en octubre un 1,5%, cuatro décimas más que en septiembre y dos más que en el tercer trimestre. En ese mismo mes se firmaron 1.557.842 contratos, lo que supone un incremento del 0,8% respecto al mismo mes del año anterior; este aumento fue consecuencia del incremento interanual de los contratos temporales (1,5%), ya que los indefinidos disminuyeron un 6,4% respecto al mismo mes del año anterior.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado obtuvo hasta octubre de 2003 un superávit de 8.576 millones de euros (1,2% del PIB), mayor que el superávit de 7.416 millones de euros registrado un año antes (1,1% del PIB). Los ingresos se aceleraron en octubre hasta un crecimiento del 2,7%, frente al 1,4% registrado hasta septiembre, en tanto que los pagos mantuvieron su tasa de variación en el 1,6%. En términos de caja, la ejecución presupuestaria se saldó con un superávit de 850 millones de euros hasta octubre de 2003, notablemente mayor que el superávit de 86 millones de euros acumulado en el mismo período de 2002. En octubre continuaron acelerándose tanto los ingresos (con una tasa del 3,2%, frente al 1,6% del mes anterior) como los pagos (2,3%, frente al 1,2% registrado hasta septiembre), aunque los primeros lo hicieron en mayor medida. La aceleración de los ingresos en el mes de octubre se debió al impuesto sobre sociedades y al IVA, mientras que los ingresos no tributarios registraron una sensible desaceleración, debida, en gran parte, a las transferencias de capital procedentes de la Unión Europea. En cuanto a los gastos, prácticamente todos los capítulos, con la excepción de los pagos por compras, elevaron su tasa de variación en el mes de octubre.

## 2. PRECIOS Y COSTES

Según la CNTR, la remuneración por asalariado moderó su crecimiento en dos décimas, en el tercer trimestre de 2003, hasta el 3,7%, de forma que el coste laboral unitario siguió avanzando a tasas próximas a las registradas en los trimestres anteriores (un 3,2%). Por su parte, el incremento salarial pactado en los convenios colectivos registrados hasta septiembre fue del 3,5%, una décima por encima del incremento acumulado hasta agosto y algo más de 0,3 puntos porcentuales por encima del pactado en el año 2002, cuando no se tiene en cuenta el efecto de las cláusulas de salvaguarda en ese año. En septiembre se produjo un avance significativo en la negociación colectiva, especialmente en los convenios de nueva firma, que afectan al 26% de los trabajadores con convenio ya registrado. En estos convenios el incremento pactado fue del 3,6% (frente al 3,2% con datos hasta agosto), mientras que en los revisados el crecimiento de las tarifas se mantuvo en el 3,4%.

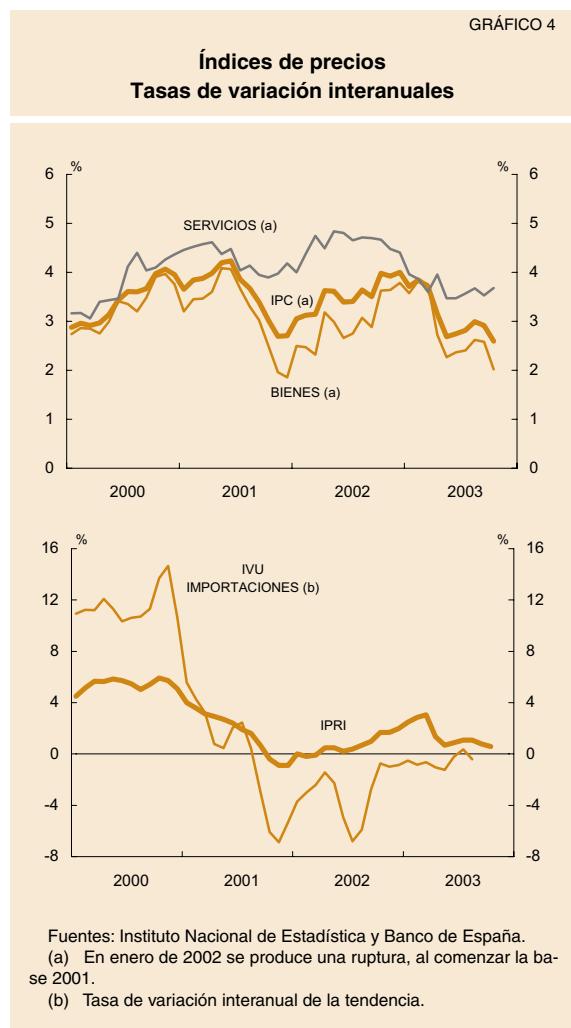
El IPC aumentó en octubre un 0,7% respecto al mes anterior, reduciéndose en tres décimas su ritmo de avance interanual, que se situó en el 2,6% (véase gráfico 4). Por su parte, el IPSEBENE, con un aumento del 1% respecto al mes precedente, creció asimismo en el 2,6%. La ralentización del índice general responde al descenso observado en los precios de los pro-

ductos energéticos, así como a la desaceleración de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los alimentos no elaborados, que compensaron los deslizamientos al alza mostrados por los precios de los alimentos elaborados y de los servicios.

Entre los componentes que elevaron su crecimiento en octubre, los precios de los alimentos elaborados, que incrementaron dos décimas su tasa interanual, hasta el 2,6%, repercutieron en un importante aumento en el precio del aceite. La variación interanual de los precios de los servicios también supuso un incremento en dos décimas respecto al mes anterior (3,7%), destacando el aumento de las tasas académicas al inicio del nuevo curso y el acusado aumento de los servicios recreativos y deportivos. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos redujeron en seis décimas su variación interanual (1,5%), ya que el efecto de la finalización de las rebajas y el comienzo de la nueva temporada en el vestido y el calzado fue de menor magnitud que el año anterior. Los precios de los alimentos no elaborados quebraron la trayectoria alcista de los meses anteriores, que se había intensificado en los meses estivales, y en octubre redujeron su tasa interanual hasta el 7%, siete décimas menos que la correspondiente al mes anterior. Por último, a pesar de la subida del precio del butano, los precios de la energía intensificaron el descenso iniciado en septiembre (y cayeron un 1,8%), como consecuencia del buen comportamiento de los precios de los carburantes.

El IAPC evolucionó de forma similar al IPC, aumentando un 0,7% con respecto a septiembre, lo que se tradujo en una reducción de tres décimas en su tasa interanual, hasta alcanzar el 2,7%. Puesto que la inflación en la zona euro se redujo hasta el 2%, el diferencial se estrechó en una décima, hasta situarse en 0,7 puntos porcentuales. Los diferenciales de los principales componentes se movieron en línea con el agregado, con la excepción de los servicios, cuyo diferencial se incrementó tres décimas, hasta alcanzar 1,2 puntos porcentuales.

El IPRI general registró en el mes de octubre una variación nula respecto al mes anterior, desacelerándose dos décimas su tasa de variación interanual, hasta alcanzar un 0,6%. El comportamiento del índice general vino determinado por el de los precios de producción de la energía, ya que el índice general sin energía se aceleró en una décima, estableciendo el crecimiento interanual en el 1,5%; en cambio, los precios energéticos situaron su tasa interanual de variación en el -3,6%. Los precios de producción de los bienes de consumo aminoraron ligeramente el ritmo de crecimiento de los me-



ses anteriores, mientras que los precios de producción de los bienes intermedios tuvieron un comportamiento muy moderado, aunque creciente, y los correspondientes a los bienes de equipo se aceleraron levemente, aumentando un 1,3%.

Los precios de las importaciones, aproximados por el índice de valor unitario (IVU), se aceleraron en agosto hasta el 1,5% en tasa interanual. Los precios energéticos continuaron descendiendo por quinto mes consecutivo, aunque ralentizaron su ritmo de caída (-3,1%). Por su parte, los precios no energéticos se acelararon hasta el 2,2%, debido al notable repunte de los precios de los bienes de consumo no alimenticio (6,8%) y a la fuerte resistencia a la baja que mantienen los precios de los productos intermedios no energéticos (4,4%). Sin embargo, los precios de los bienes de equipo mantuvieron los fuertes ritmos de caída que les caracterizan desde principios de año (-9,1%) y los de los bienes de consumo alimenticio continuaron descendiendo (-0,6%). Por el lado de las exportaciones, el IVU se recortó en agosto un 3,8% interanual, destacando, de nuevo, la

importante caída de los precios de los bienes de equipo ( $-15,9\%$ ) y el fuerte descenso, en el último mes, de los precios de consumo no alimenticio ( $-8,3\%$ %).

### 3. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA EN LA UEM

Durante el mes de noviembre, el dólar registró un movimiento pendular en su cotización frente a las principales monedas. La apreciación inicial de la divisa norteamericana coincidió con datos positivos sobre la actividad en Estados Unidos y estuvo acompañada por moderados incrementos en los tipos de interés a largo plazo y por ganancias en la renta variable. Más recientemente, la reaparición de tensiones geopolíticas en Oriente Medio y el notable incremento del déficit comercial americano en septiembre revirtieron la tendencia anteriormente citada. Del mismo modo, los precios del oro y del crudo registraron significativos aumentos durante el período considerado, en respuesta a una mayor incertidumbre financiera y geopolítica.

En Estados Unidos, el PIB del tercer trimestre creció, según la segunda estimación, un  $8,2\%$  trimestral anualizado ( $3,5\%$  interanual), con un fuerte tirón del consumo de bienes duraderos —donde de nuevo destacaron los automóviles— y con una sólida mejora en la inversión empresarial y en la construcción de viviendas. Los primeros indicadores de octubre siguen mostrando esa firmeza de la economía. Hay que destacar la recuperación del empleo, con 286.000 puestos de trabajo creados entre agosto y octubre, tras seis meses de caída, y las reducciones en las solicitudes de prestación por desempleo. La mejoría del empleo se ha visto acompañada por un fuerte incremento de la productividad en el tercer trimestre,  $-8,1\%$  trimestral anualizado y  $4,7\%$  interanual, lo que significa una tasa media anual de crecimiento del  $5\%$  desde el fin de la recesión en noviembre de 2001. Los indicadores de opinión también siguieron mejorando: los índices de las encuestas de directores de compras de octubre —especialmente el ISM de servicios, pero también el de manufacturas— son compatibles con altas tasas de crecimiento, mientras que el sentimiento del consumidor, que alcanzó en noviembre el nivel más alto desde mayo de 2002, incorpora además un mayor optimismo sobre el empleo. Sin embargo, tanto los indicadores de consumo como los de oferta se desaceleraron en octubre, lo que, por otra parte, resulta lógico tras los fuertes crecimientos del tercer trimestre: las ventas al por menor se contrajeron un  $0,3\%$ , aunque si se excluyen los automóviles aumentaron un  $0,2\%$ , y la producción industrial creció solo

un  $0,2\%$ , frente al  $0,5\%$  del mes anterior. A ello hay que añadir el aumento del déficit comercial en septiembre, debido a un repunte de las importaciones tras varios meses de estancamiento. Los precios de consumo han mantenido en octubre su moderación, con un avance interanual del índice general del  $2\%$  y de la inflación subyacente del  $1,3\%$ , mientras que los precios de producción se aceleraron, si bien su tasa subyacente creció solo un  $0,5\%$  interanual.

En Japón, el PIB del tercer trimestre aumentó un  $2,5\%$  interanual ( $2,2\%$  trimestral anualizado), por encima de las previsiones iniciales. Los motores del crecimiento fueron la inversión privada y las exportaciones ( $11,9\%$  y  $9,6\%$  de crecimiento interanual, respectivamente), mientras que el consumo privado se desaceleró sensiblemente ( $0,2\%$  interanual). En cuanto a los indicadores más recientes, las perspectivas de crecimiento se ven favorecidas por el fuerte incremento de la producción industrial ( $2,9\%$  interanual y  $3,8\%$  mensual en septiembre) y la subida de los indicadores de confianza empresarial, gracias a la recuperación de las exportaciones, en la que está jugando un papel importante la vitalidad económica de China. Por su parte, el consumo privado mantuvo un pulso más débil, con la caída del gasto nominal de las familias en septiembre, aunque la confianza de los consumidores continuó mejorando gradualmente, las ventas al por menor repuntaron levemente en octubre y la tasa de paro se stabilizó en el  $5,1\%$  de la población activa. El ritmo de caída de los precios de consumo se desaceleró ligeramente en septiembre (a un  $-0,2\%$  interanual, frente al  $-0,3\%$  previo), si bien la tasa subyacente se mantuvo en el  $-0,1\%$  interanual y el deflactor del PIB cayó un  $2,6\%$  en el tercer trimestre ( $-2,5\%$  en el segundo).

En el Reino Unido, el crecimiento del PIB durante el tercer trimestre fue en una décima superior al del segundo ( $0,7\%$  trimestral), manteniéndose la tasa interanual en el  $2\%$ . Los indicadores de oferta más recientes mostraron una mejoría de la confianza empresarial, con aumentos generalizados en los índices de las encuestas de directores de compras en octubre. Los indicadores de consumo continuaron señalando su relativa fortaleza, con un aumento de las ventas al por menor en octubre del  $0,6\%$ , lo que deja la tasa interanual en el  $3,7\%$ , y un crecimiento muy fuerte del crédito a los consumidores en los últimos meses. En cuanto a los precios de consumo, la tasa de inflación RPIX se redujo una décima en octubre, hasta el  $2,7\%$  ( $1,4\%$  el índice armonizado). Ante los signos de clara mejoría en la actividad económica y el elevado endeudamiento de las familias, el Ban-

CUADRO 1

## Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	2003				
	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT
<b>ACTIVIDAD Y PRECIOS (b):</b>					
Índice de producción industrial	-1,4	0,7	-0,5	-1,8	
Comercio al por menor	0,6	-0,2	-1,2		
Matriculaciones de turismos nuevos	0,2	2,5	-0,5	1,4	0,1
Indicador de confianza de los consumidores	-19	-18	-17	-17	-17
Indicador de clima industrial	-12	-14	-11	-9	-8
IAPC	1,9	1,9	2,1	2,2	2,0
<b>VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c):</b>					
M3	8,4	8,6	8,2	7,6	8,0
M1	11,4	11,5	11,8	11,4	12,1
Crédito a los sectores residentes					
Total	4,8	5,4	5,5	5,5	5,7
AAPP	3,7	4,9	5,1	5,5	6,8
Otros sectores residentes	5,2	5,6	5,6	5,5	5,4
EONIA	2,21	2,08	2,10	2,02	2,01
EURIBOR a tres meses	2,15	2,13	2,14	2,15	2,14
Rendimiento bonos a diez años	3,72	4,06	4,20	4,23	4,31
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,39	-0,11	0,28	0,10	0,00
Tipo de cambio dólar/euro	1,166	1,137	1,114	1,122	1,169
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	2,9	7,4	9,9	4,1	12,0
					11,9

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

(a) Media del mes hasta el día 21 de noviembre de 2003.

(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.

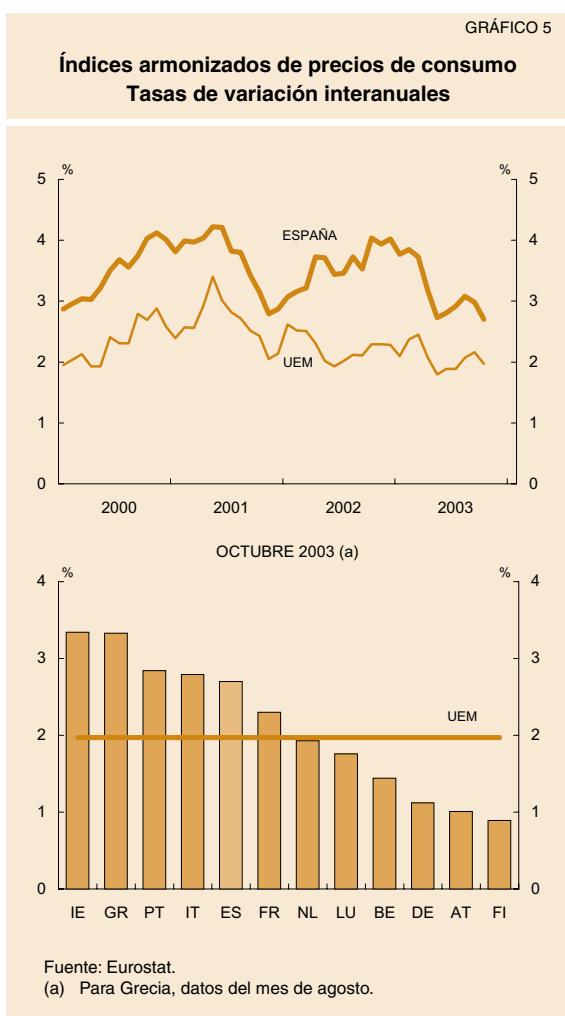
(d) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 21 de noviembre de 2003.

co de Inglaterra decidió aumentar a principios de noviembre el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 3,75%.

Los indicios de recuperación en América Latina comenzaron a mostrar una mayor solidez, sobre todo en los países de MERCOSUR, donde los datos de producción industrial registraron una reactivación. No obstante, el crecimiento del PIB del tercer trimestre en México estuvo por debajo de las expectativas (0,4% en tasa interanual, que supuso una caída trimestral de igual magnitud). En paralelo, las presiones inflacionistas siguieron reduciéndose de forma acusada en toda la región, hasta situarse la tasa interanual de inflación media en el 8,6% en octubre, desde las tasas cercanas al 15% del primer trimestre del año. En el último mes, Chile registró incluso una caída de precios y México marcó un mínimo histórico en la tasa subyacente, por debajo del 3,5%. La flexión a la baja de la inflación en Brasil permitió proseguir el recorte de los tipos de interés en 250 puntos básicos, aunque la aprobación de las reformas estructurales en el Senado sufrió una ralentización. En este contexto, el comportamiento de

los indicadores financieros en el área siguió siendo favorable: pese a una ligera depreciación del tipo de cambio en algunos países, especialmente México, las bolsas prosiguieron su senda ascendente y la moderada reducción en los diferenciales soberanos permitió que el agregado del área se situara por debajo de los 600 puntos básicos por primera vez desde inicios de 2000. Las únicas excepciones a este buen comportamiento de los diferenciales se dieron en Colombia y Argentina. En Colombia, la no aprobación de los refrendos de reforma fiscal y política generó incertidumbre en ambos ámbitos, si bien rápidamente se articuló un nuevo programa de estabilización fiscal. En Argentina, el fuerte repunte de los diferenciales, superior a 1.000 puntos básicos, estuvo relacionado con el rechazo que la propuesta de reestructuración de la deuda ha concitado entre los acreedores, lo que augura una negociación compleja y prolongada.

Según las estimaciones preliminares de Eurostat, el PIB del área del euro avanzó un 0,4% en el tercer trimestre del año, tras presentar durante tres trimestres unos ritmos de



crecimiento nulos o negativos. Los datos nacionales disponibles (referidos a Alemania, Francia, Italia y Holanda) arrojan, en todos los casos, tasas positivas de crecimiento, que contrastan con los descensos de la actividad en el trimestre precedente. Esta información por países, junto con la estimación preliminar para el conjunto del área, confirma el incremento de la actividad económica que los indicadores de opinión venían anticipando desde el comienzo del verano.

La información proporcionada por los diversos indicadores cuantitativos referidos al tercer trimestre introduce, no obstante, algunas matizaciones tanto acerca de la intensidad de la recuperación como acerca de su extensión a los distintos sectores de la economía. Así, los datos correspondientes al índice de producción industrial apuntan a una mejoría de la actividad del sector, aunque no ha llegado todavía a experimentar un crecimiento positivo. Desde la óptica de la demanda, los indicadores referidos al consumo tienden a indicar que el fortalecimiento de esta variable durante el tercer trimestre tuvo un alcance limitado, puesto que las ventas del comercio al por menor

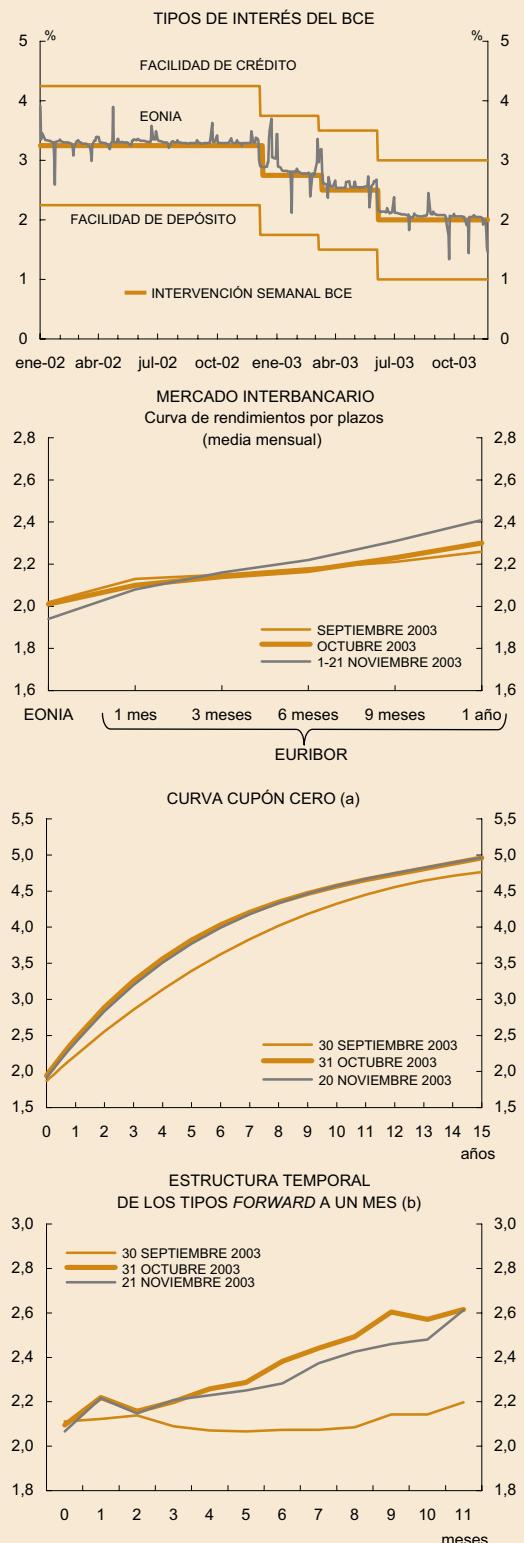
registraron un ligero retroceso adicional hasta agosto, si bien las matriculaciones de automóviles mostraron en ese período una moderada tendencia al alza. Finalmente, el detalle de la Contabilidad Nacional de las dos mayores economías del área —Alemania y Francia— señala una elevada aportación positiva de la demanda exterior neta al crecimiento en esos países durante el tercer trimestre, como consecuencia del fuerte repunte de las exportaciones y de un ligero retroceso adicional de las importaciones. Por el contrario, la demanda interna se mantiene débil.

En general, los indicadores de opinión —disponibles hasta el mes de octubre— perfilan un panorama de continuidad en la recuperación de la actividad en el último trimestre del año. En concreto, los resultados de las encuestas de la Comisión Europea y de directores de compras referidos a los sectores manufacturero y de servicios han mejorado ininterrumpidamente en los últimos meses. Los avances han sido más intensos en el sector de servicios, lo que resulta coherente, en principio, con el escaso dinamismo de la producción industrial. En todo caso, cabe destacar que los indicadores de las encuestas de directores de compras se han situado en los últimos meses, tanto en las manufacturas como en los servicios, por encima del nivel de 50 (indicativo de una expansión del sector).

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la inflación del área, medida por la variación interanual del IAPC, se redujo en dos décimas en octubre, hasta situarse en el 2% (véase gráfico 5). Este resultado ha sido fruto de la desaceleración del componente energético, en un contexto en que las tasas de variación de los componentes de servicios y bienes industriales no energéticos se mantuvieron estables y la de los precios de los alimentos aumentó ligeramente (como consecuencia del repunte en los alimentos elaborados, que no fue compensado totalmente por el descenso de los no elaborados). Esta evolución de los distintos componentes se tradujo en un aumento interanual de una décima en el crecimiento de la inflación subyacente medida por el IPSEBENE, que se situó en el 2%. Por último, la tasa de variación de los precios industriales se redujo en septiembre en tres décimas, hasta situarse en el 1,1%. Esta ralentización fue consecuencia de la fuerte desaceleración de los precios del componente energético, mientras que los precios de los bienes intermedios no energéticos y los bienes de consumo duradero y no duradero experimentaron ligeros repuntes.

En este contexto de mejora de las perspectivas económicas y de un comportamiento es-

GRÁFICO 6

**Tipos de interés en la zona del euro**

Fuentes: Banco de España y BCE.  
 (a) Estimación con datos del mercado de swaps.  
 (b) Estimados con los datos del Euribor.

GRÁFICO 7

**Tipos de cambio del euro frente al dólar y al yen**

Fuente: Banco de España.

perado de las tasas de inflación que está en línea con la definición de estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo inalterados los tipos de interés oficiales en su reunión del 6 de noviembre, con lo que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad de depósito y de la facilidad marginal de crédito permanecen en el 2%, el 1% y el 3%, respectivamente. En el mercado interbancario, los tipos de interés experimentaron, a lo largo del mes de noviembre, una tendencia al alza en el segmento más largo de la curva, mientras que se mantuvieron estables en los plazos más cortos. Esta evolución ha acentuado la pendiente positiva de la curva de rendimientos, que refleja unas expectativas de elevaciones moderadas de los tipos oficiales hacia mediados de 2004, asociadas a la percepción de un escenario económico más favorable (véase el gráfico 6). Finalmente, en los mercados secundarios de deuda pública, las rentabilidades a diez años se incrementaron ligeramente durante el período analizado, hasta alcanzar niveles en torno al 4,5%. En Estados Unidos, el movimiento ha sido similar, si bien algo menos acusado, con lo que el diferencial frente a la UEM se ha tor-

CUADRO 2

## Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	2000 DIC	2001 DIC	2002 DIC	2003			
				JUL	AGO	SEP	OCT
<b>TIPOS BANCARIOS (b)</b>							
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>							
Crédito a vivienda	...	...	...	3,55	3,45	3,46	...
Crédito a consumo y otros fines	...	...	...	6,28	6,80	6,72	...
Depósitos	...	...	...	1,14	1,12	1,10	...
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS</b>							
Crédito	...	...	...	3,94	3,86	4,08	...
<b>MERCADOS FINANCIEROS (c):</b>							
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,70	3,11	2,72	1,95	2,10	2,10	2,12
Deuda pública a cinco años	4,92	4,29	3,59	3,03	3,34	3,33	3,38
Deuda pública a diez años	5,20	4,97	4,43	4,03	4,19	4,21	4,27
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,29	0,19	0,06	0,03	0,04	0,01	0,02
Prima de los seguros de riesgo crediticio							-0,01
a cinco años de empresas no financieras (d)	0,68	0,80	1,26	0,42	0,42	0,36	0,35
Índice General de la Bolsa de Madrid (e)	-12,68	-6,39	-23,10	17,13	18,28	12,50	19,10
							19,28

Fuentes: Credit Trade, Datastream y Banco de España.  
(a) Media de datos diarios hasta el 20 de noviembre de 2003. Primas de los seguros de riesgo crediticio hasta el 14 de noviembre.  
(b) Datos provisionales.  
(c) Medias mensuales.  
(d) Primas medias ponderadas por el volumen total de activos. El día 22.6.03 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%).  
(e) Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

nado negativo hacia mediados de noviembre (véase cuadro 1).

Los mercados de renta variable europea han mostrado, en consonancia con el resto de las bolsas internacionales, una moderada tendencia alcista desde comienzos de octubre. El índice Dow Jones EURO STOXX amplio presentaba, al final de la tercera semana de noviembre, una ganancia acumulada a lo largo del año del 12%. En el mercado de divisas, el euro se debilitó frente al dólar entre mediados de octubre y principios de noviembre, aunque posteriormente volvió a apreciarse, lo que le ha llevado a situarse, a fecha de cierre de este Boletín, en máximos históricos (véase gráfico 7).

Por lo que se refiere a la evolución de los agregados monetarios en el área del euro, los datos publicados referidos al mes de octubre señalan el mantenimiento de ritmos de expansión elevados. El crecimiento interanual de M3 se situó en el 8,0% en octubre, frente al 7,6% de septiembre. Esta evolución es consecuencia del continuado dinamismo de los depósitos a la vista y de la aceleración de los instrumentos negociables. La tasa interanual del crédito concedido al sector privado se mantuvo estable en el 5,4% en el mes de octubre. Entre el

segundo y el tercer trimestre del año ha tenido lugar una ligera aceleración del ritmo de crecimiento del otorgado tanto a sociedades no financieras como a hogares. En este último caso, ello fue el resultado del mayor dinamismo mostrado por el crédito para vivienda, mientras que el destinado al consumo moderó su tasa de avance.

#### 4. EVOLUCIÓN FINANCIERA EN ESPAÑA

Durante el mes de septiembre la financiación recibida por el sector privado no financiero nacional redujo ligeramente sus ritmos de expansión interanual, aunque las tasas de crecimiento observadas continuaron situándose en niveles elevados. Por su parte, el volumen de activos financieros más líquidos de sociedades no financieras y familias mostró una cierta desaceleración. La información provisional correspondiente a octubre apunta hacia el mantenimiento de estas tendencias.

Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en las operaciones nuevas con los hogares mostraron, en septiembre, escasas variaciones, mientras que el coste de los préstamos concedidos a las sociedades experimen-

CUADRO 3

**Financiación a las sociedades no financieras, los hogares e ISFLSH y Administraciones Públicas (a)**  
**Crecimiento interanual (T1,12)**

	2003 SEP (b)	2001 DIC	2002 DIC	JUL	2003 AGO	2003 SEP
<b>1. Financiación total (2 + 3)</b>	<b>1.296,7</b>	<b>11,6</b>	<b>10,2</b>	<b>10,5</b>	<b>10,7</b>	<b>11,1</b>
<b>2. Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH</b>	<b>978,2</b>	<b>15,7</b>	<b>14,6</b>	<b>14,4</b>	<b>15,0</b>	<b>14,6</b>
2.1. Hogares e ISFLSH	414,0	12,3	14,9	15,5	16,2	16,1
De los cuales:						
Crédito para adquisición de vivienda (c)	284,3	17,1	17,1	16,1	16,7	16,3
Crédito para consumo y otros fines (c)	129,0	3,9	10,5	14,2	15,1	15,7
2.2. Sociedades no financieras	564,2	18,2	14,4	13,6	14,2	13,5
De los cuales:						
Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	396,0	15,3	13,9	15,6	15,3	14,8
Valores de renta fija	16,3	8,1	-11,7	-4,5	-3,9	-4,8
<b>3. Administraciones Públicas</b>	<b>318,6</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,7</b>
Valores a corto plazo	39,8	-19,3	0,7	4,8	9,7	6,6
Valores a largo plazo	287,5	4,9	3,0	2,9	1,1	0,4
Créditos - depósitos (d)	-8,7	4,1	-10,8	-9,9	-9,1	1,5

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) Variación interanual del saldo.

tó un cierto repunte (véase cuadro 2). Así, según la información provisional de las nuevas estadísticas de tipos bancarios, el de los créditos a los hogares destinados a la vivienda interrumpió la trayectoria descendente que venía mostrando durante todo el año y alcanzó el 3,46%, mientras que el correspondiente a los préstamos al consumo y otros fines se redujo moderadamente, hasta el 6,72%, unos 40 pb por encima del mínimo anual registrado en julio. Por su parte, el coste de la financiación bancaria para las empresas se situó en el 4,08%, 22 pb más que en el mes anterior, y la rentabilidad de los depósitos de las familias descendió ligeramente, hasta el 1,1%.

En los mercados nacionales de deuda pública, al igual que en los del resto del área del euro y en los de Estados Unidos, las rentabilidades negociadas retomaron durante octubre y la primera mitad de noviembre la trayectoria ascendente iniciada a mediados de junio. No obstante, en los días previos al cierre de este artículo, los tipos de interés descendieron nuevamente, hasta alcanzar niveles similares a los de finales de octubre. De este modo, hasta el día 20 de noviembre, las rentabilidades medias de las letras del Tesoro entre seis y doce me-

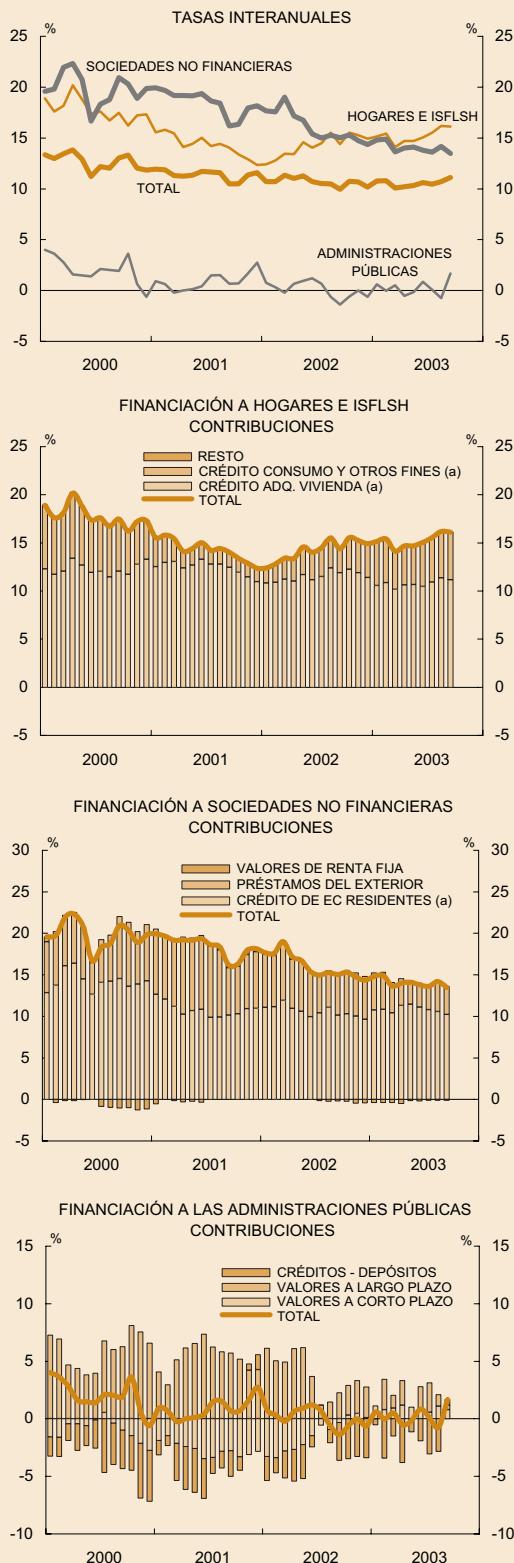
ses y la del bono a diez años se situaron, respectivamente, en el 2,2% y el 4,4%, 9 pb y 19 pb por encima de los niveles medios de septiembre. Por su parte, el diferencial con el bono alemán a diez años se mantuvo en niveles prácticamente nulos.

En los mercados de derivados crediticios, las primas de riesgo de las sociedades no financieras españolas mostraron, durante octubre y la parte transcurrida de noviembre, ligeros descensos y se situaron, en la mayoría de los casos, en torno a los niveles mínimos del año. Esta evolución determinó que el aumento en los tipos de interés de la deuda pública no se trasladara completamente al coste de la financiación con valores de renta fija para las sociedades.

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales, las cotizaciones mostraron una trayectoria ascendente durante el mes de octubre y los días trascurridos de noviembre, en un contexto de mejoría de las perspectivas macroeconómicas globales y de los beneficios de las empresas cotizadas. De este modo, el Índice General de la Bolsa de Madrid se situaba, en la fecha de cierre de este

GRÁFICO 8

**Financiación a los sectores residentes no financieros**



Fuente: Banco de España.

(a) Incluye los créditos titulizados.

GRÁFICO 9

**Medios de pago, otros pasivos bancarios y participaciones en fondos de inversión de sociedades no financieras, hogares e ISFLSH**



Fuente: Banco de España.

artículo, ligeramente por debajo del máximo anual (que se alcanzó el 14 de noviembre), acumulando una revalorización desde principios de año del 19,3%. Dicho incremento se situó por encima del experimentado por otros índices como el S&P 500 de los mercados estadounidenses o el EURO STOXX amplio de los países de la eurozona.

La financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes no financieros experimentó, en septiembre, una ligera aceleración, situándose su tasa de variación interanual en el

CUADRO 4

**Medios de pago, otros pasivos bancarios y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras y los hogares e ISFLSH (a). Crecimiento interanual (T1,12)**

	2003 SEP (b)	2001 DIC	2002 DIC	JUL	2003 AGO	2003 SEP
<b>Medios de pago (MP)</b>	<b>348,4</b>	<b>6,8</b>	<b>10,7</b>	<b>13,6</b>	<b>13,8</b>	<b>12,9</b>
Hogares e ISFLSH	269,0	3,5	9,5	13,8	13,6	12,9
Sociedades no financieras	79,5	19,7	14,8	13,1	14,7	13,2
Efectivo	60,4	-21,3	23,4	25,7	25,5	24,4
Depósitos a la vista	149,0	16,0	10,3	11,2	11,9	10,0
Depósitos de ahorro	139,1	11,8	6,5	11,6	11,3	11,7
<b>Otros pasivos bancarios (OPB)</b>	<b>249,5</b>	<b>8,3</b>	<b>5,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>
Hogares e ISFLSH	201,8	8,7	4,4	-2,7	-3,3	-3,3
Sociedades no financieras	47,7	6,4	10,5	15,9	17,8	18,2
Depósitos a plazo	204,5	13,0	6,9	2,5	1,9	2,5
Cesiones y valores bancarios	30,2	-1,1	-1,8	-10,8	-10,8	-12,0
Depósitos en el exterior (c)	14,8	-20,6	4,6	-2,6	1,2	-1,9
<b>Fondos de inversión</b>	<b>161,8</b>	<b>-2,4</b>	<b>-6,1</b>	<b>10,1</b>	<b>11,3</b>	<b>13,4</b>
Hogares e ISFLSH	147,8	-1,7	-6,0	10,3	11,4	13,5
Sociedades no financieras	14,0	-8,8	-8,2	8,7	10,0	12,1
FIAMM	50,9	31,2	12,9	13,4	13,6	12,0
FIM renta fija en euros	40,4	19,7	9,2	34,5	34,6	32,0
Resto de fondos	70,5	-18,0	-20,9	-2,2	-0,2	5,7
<b>PRO MEMORIA:</b>						
<b>AL1 = MP + OPB + FIAMM</b>	<b>648,9</b>	<b>8,9</b>	<b>8,6</b>	<b>8,1</b>	<b>8,1</b>	<b>7,6</b>
<b>AL2 = AL1 + FIM renta fija en euros</b>	<b>689,2</b>	<b>9,4</b>	<b>8,7</b>	<b>9,3</b>	<b>9,3</b>	<b>8,8</b>

Fuente: Banco de España.

(a) La información de este cuadro tiene carácter provisional.

(b) Saldo en miles de millones de euros.

(c) Depósitos de residentes en sucursales extranjeras de entidades de depósito residentes.

11,1%, 4 décimas por encima de la observada en agosto. No obstante, su evolución por sectores fue desigual (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Así, mientras que los recursos obtenidos por las sociedades no financieras y los hogares crecieron más despacio —aunque en este último caso solo ligeramente—, los fondos recibidos por las Administraciones Públicas aumentaron su ritmo de avance.

La deuda de las familias creció en septiembre un 16,1% en términos interanuales, ligeramente por debajo del registro del mes precedente. Esta evolución resultó de la combinación de una contracción en el ritmo de avance del crédito para la adquisición de vivienda, que se redujo hasta el 16,3%, frente al 16,7% de agosto, y una aceleración de la financiación destinada a otras finalidades hasta el 15,7% (6 décimas por encima de la tasa correspondiente a agosto).

Por lo que se refiere a la financiación obtenida por las sociedades no financieras, su tasa de expansión se redujo hasta el 13,5% en septiembre (7 décimas inferior a la de agosto). Este comportamiento fue fruto de los menores ritmos de avance de todos sus componentes y, en especial, de los préstamos de las entidades de crédito residentes, que registraron una reducción de 5 décimas en su crecimiento interanual en relación con el mes anterior.

De acuerdo con la información provisional correspondiente al mes de octubre, la financiación a hogares continúa creciendo a una tasa en el entorno del 16%, al tiempo que la recibida por las sociedades sigue desacelerándose.

Por su parte, la tasa de variación interanual de la financiación recibida por las Administraciones Públicas se situó en septiem-

bre en el 1,7% ( $-0,8\%$  en agosto). Los fondos netos obtenidos mediante la emisión de valores, que, en dicho mes, se concentraron en el medio y largo plazo, volvieron a ser positivos, tras las amortizaciones netas de los dos meses anteriores. Pese a ello, su tasa de crecimiento interanual volvió a registrar un retroceso. La financiación neta captada mediante créditos fue ligeramente negativa, al tiempo que el saldo de los depósitos mantenidos en el Banco de España y en otras instituciones financieras aumentó moderadamente, aunque estos cambios no impidieron que, en términos acumulados de doce meses, el saldo neto entre créditos y depósitos mostrase una tasa de expansión positiva.

Los activos financieros más líquidos de las sociedades no financieras y los hogares experimentaron, en septiembre, una desaceleración en su crecimiento (véanse cuadro 4 y gráfico 9). Así, la tasa de variación interanual de los medios de pago se redujo en 0,9 puntos porcentuales y se situó en el 12,9%, como reflejo de la menor expansión del efectivo y de los depósitos a la vista, lo que contrarrestó la ligera aceleración experimentada por los depósitos de ahorro. Por su parte, el agregado Otros pasivos bancarios —que incluye depósitos a plazo, cesiones, valores bancarios y depósitos en el exterior— continuó aumentando lentamente en términos interanuales (0,2%). Esta evolución resultó del movimiento contrapuesto de los depósitos a plazo, cuyo ritmo de avance in-

teranual repuntó ligeramente, hasta el 2,5%, y de las cesiones y valores bancarios, cuyo saldo se redujo en un 12%.

Por último, el valor de las participaciones de los fondos de inversión en manos del sector privado no financiero registró, en septiembre, un comportamiento menos expansivo que el que venía experimentando a lo largo del año, con una variación de tan solo 0,3 mm de euros. A pesar de ello, su tasa de variación interanual avanzó hasta el 13,4%, frente al 11,3% registrado en agosto. Por categorías, cabe destacar el descenso del patrimonio de los FIAMM, por un importe de 0,3 mm de euros, movimiento que no se había observado desde febrero de 2002, y la variación prácticamente nula de los FIM de renta fija en euros. Esta evolución se reflejó en una reducción del ritmo de expansión de ambas categorías de fondos, que, no obstante, continuó siendo elevado: 12% y 32%, respectivamente. Por su parte, el patrimonio del resto de los FIM se incrementó en 0,5 mm de euros y, por primera vez desde agosto de 2002, su tasa interanual de crecimiento volvió a ser positiva (5,7%).

La información provisional sobre la evolución de los activos más líquidos en octubre no muestra cambios significativos con respecto a las pautas de comportamiento comentadas en los párrafos anteriores.

25.11.2003.