

---

## Evolución reciente de la economía española

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

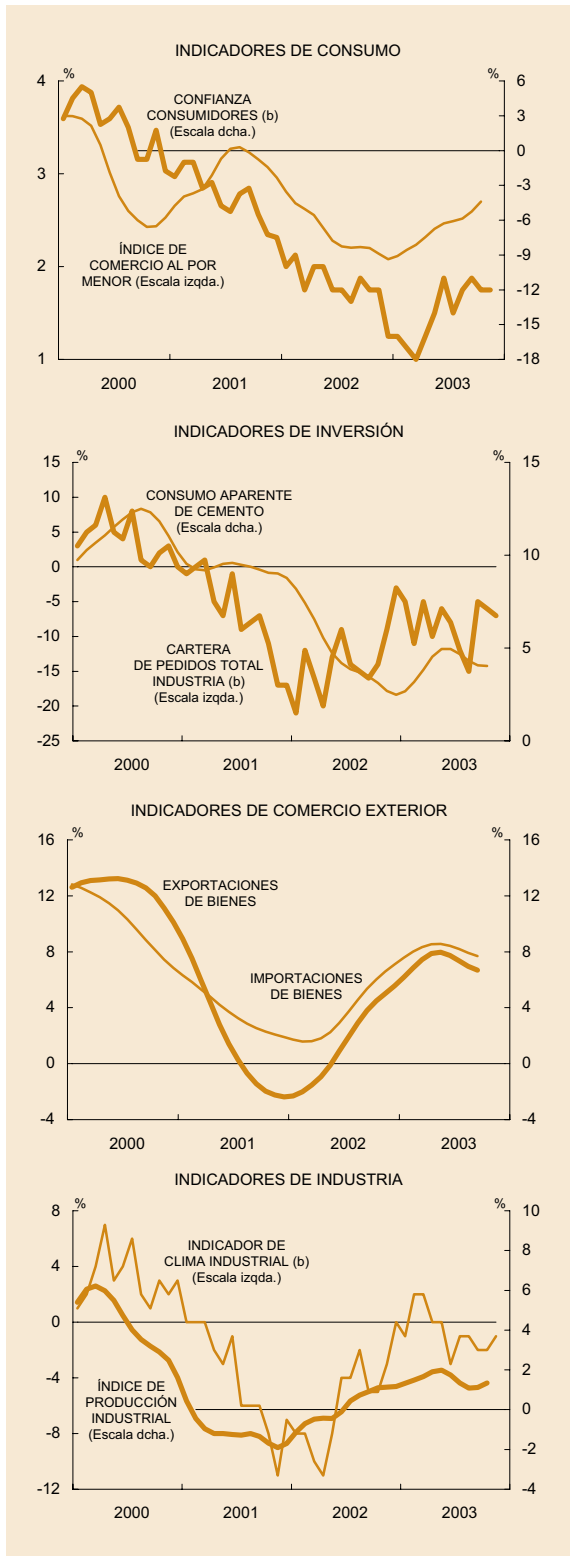
Como se comentó en la nota de coyuntura del Boletín de noviembre, según las cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) la demanda nacional registró un avance interanual del 3,4% en el tercer trimestre de 2003, por encima del trimestre anterior, como consecuencia de la aceleración del consumo privado, del continuado dinamismo del gasto en construcción y de la aportación de la variación de existencias. Por su parte, la contribución de la demanda exterior se hizo más negativa, al desacelerarse las exportaciones en mayor medida que las importaciones, situando el crecimiento interanual del PIB en el 2,4%, una décima más que en el trimestre anterior. La información relativa al cuarto trimestre, aunque todavía bastante escasa, parece apuntar al mantenimiento del dinamismo del consumo y de la construcción, mientras que los indicadores de actividad y empleo muestran una cierta mejora de la industria y una situación estable en la construcción y en los servicios.

Entre los indicadores de consumo privado, el índice de confianza de los consumidores permaneció en noviembre en un nivel similar a la media del tercer trimestre (véase gráfico 1). Cabe destacar la mejora en la situación esperada para los hogares, en línea con las buenas perspectivas que se perciben para la economía en general y a pesar del ligero empeoramiento en la evolución prevista del paro. Por su parte, el indicador de confianza del comercio minorista mantuvo en noviembre un nivel muy próximo al máximo anual alcanzado el mes anterior, pues tanto las compras a proveedores como las perspectivas sobre la evolución futura de los negocios continúan siendo elevadas. De hecho, la evolución de las ventas del comercio al por menor, que registraron en octubre un incremento del 4,4%, en tasa real interanual, acelerándose respecto al tercer trimestre, sustenta ese tono positivo. También las ventas de automóviles se han fortalecido, al incrementarse un 14,5% en noviembre e intensificar la mejoría registrada en los últimos meses, respecto a la atonía del primer semestre del año. Por último, la producción de bienes de consumo se ha reactivado en octubre, tras el retroceso del tercer trimestre.

Respecto a la inversión en bienes de equipo, el indicador de disponibilidades experimentó una mejora importante en el mes de septiembre, de forma que su desaceleración en el tercer trimestre aparece ahora como más suave que la registrada por el agregado de la CNTR en ese período. El fuerte crecimiento de septiembre se basó en una aportación positiva

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.

elevada del comercio exterior, ya que la producción industrial se redujo. Sin embargo, en octubre la producción industrial de bienes de inversión ha crecido levemente abandonando las tasas negativas de los meses anteriores. Por su parte, el indicador de clima industrial en el sector productor de este tipo de bienes también mejoró en octubre, respecto al tercer trimestre, debido principalmente al aumento en las perspectivas de cartera de pedidos, a la que también están contribuyendo los pedidos exteriores. Las perspectivas generales de demanda, aproximadas por la cartera de pedidos de la industria, son mejores que en el tercer trimestre.

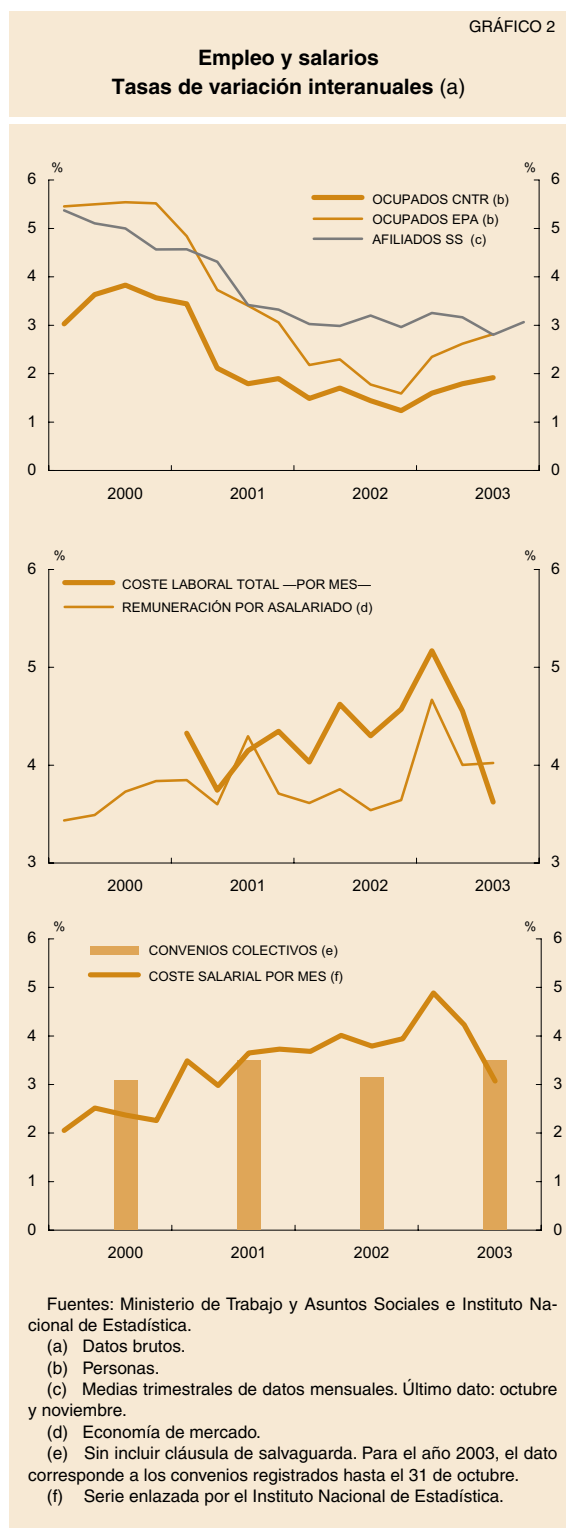
Entre los indicadores de construcción, el de confianza continúa situado significativamente por debajo de la media de los siete primeros meses del año, a pesar de la ligera mejora de noviembre, mes en el que las opiniones sobre producción y, en menor medida, sobre contratación han repuntado. Los indicadores contemporáneos de esta actividad, que se debilitaron en octubre, han tendido a mejorar en noviembre: la afiliación a la Seguridad Social se aceleró en ese mes, superando el ritmo de crecimiento del tercer trimestre, y el consumo aparente de cemento registró un avance significativo. Por otra parte, se mantiene el buen comportamiento de algunos indicadores adelantados, como la superficie a construir, según las estadísticas de visados y licencias; en especial, la destinada a edificación residencial ha seguido creciendo de forma notable. La licitación oficial se recuperó en septiembre tras las tasas negativas de los meses estivales. Por último, los precios de las viviendas aminoraron levemente su ritmo de aumento en el tercer trimestre, en relación con las elevadas tasas de los últimos períodos.

Las exportaciones de mercancías en términos reales frenaron en septiembre el perfil de acusada desaceleración de dos meses anteriores, al aumentar un 11,5% en tasa interanual; no obstante, el avance en el tercer trimestre fue menos de la mitad del correspondiente al trimestre anterior. Por áreas geográficas, se observó una notable recuperación de las ventas a la UE, tras dos meses de atonía, dando lugar a un aumento del 2,1% en el tercer trimestre. Las ventas a los mercados extra-comunitarios duplicaron su crecimiento en el último mes, cifrándose en un 15,4% su avance en el tercer trimestre, en un contexto de fuertes descensos de sus precios en euros. Por su parte, las importaciones de bienes en términos reales también se revitalizaron en septiembre, tras la acusada ralentización del mes anterior, de forma que el avance en el tercer trimestre alcanzó un 7,8%, tres puntos por debajo del correspondiente al trimestre anterior. Por grupos de productos,

destaca el fuerte avance de las compras reales de bienes de equipo y de bienes de consumo, especialmente no alimenticio. El déficit comercial, medido en términos nominales, se desaceleró en septiembre, aunque en el conjunto del tercer trimestre avanzó un 19%.

Los datos de Balanza de Pagos para el período enero-septiembre muestran un déficit conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital de 9.509 millones de euros, frente a los 3.381 millones de euros de igual período del año anterior. El empeoramiento se ha debido al aumento del déficit por cuenta corriente, que se incrementó hasta 15.018 millones de euros, un 62,4% más que en los nueve primeros meses del pasado año. La evolución del saldo de la balanza por cuenta corriente se explica fundamentalmente por el aumento del déficit comercial, y en menor medida, por el deterioro del saldo de las balanzas de transferencias y de rentas. Tan solo el saldo de servicios mostró una evolución favorable, debido al mayor superávit turístico. Sin embargo, los indicadores más actualizados de turismo —turistas entrados por fronteras o pernoctaciones efectuadas por extranjeros— han mostrado una gran atonía hasta el mes de noviembre.

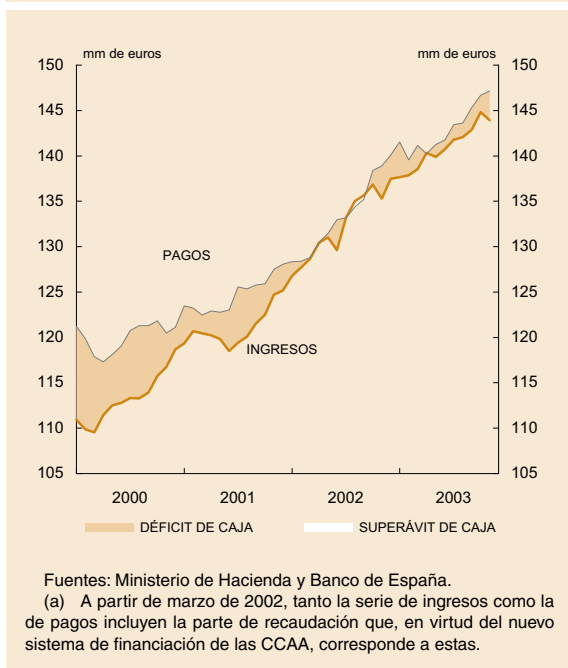
Desde la perspectiva de la oferta, el índice de producción industrial (IPI) mostró una cierta revitalización en el mes de octubre, tras su desaceleración en los tres meses anteriores. La variación interanual en octubre fue del 1,2%, en términos de serie corregida de calendario, frente al 0,3% del tercer trimestre. Por componentes, destaca el avance de la producción de bienes de consumo no alimenticio y de bienes de equipo, que han abandonado las tasas negativas de los últimos meses. Por su parte, la producción de alimentos se ha desacelerado, y la de bienes intermedios ha mantenido su ritmo de avance debido, en parte, al componente energético. Tanto las entradas de pedidos en la industria como las cifras de negocios se recuperaron en septiembre, en términos nominales, y acumulan crecimientos interanuales del 3,8% y del 3,1%, respectivamente, en el período enero-septiembre; las entradas de pedidos han mantenido el mismo incremento acumulado hasta octubre. Por su parte, el indicador de confianza en la industria permaneció en noviembre en un nivel similar al del tercer trimestre, pues la mejora en la evolución contemporánea de la producción no se ha traducido en un impulso similar de la cartera de pedidos. En cuanto a los servicios, el indicador de confianza retrocedió cinco puntos en noviembre, recuperando, también en este caso, el nivel medio del tercer trimestre; las perspectivas de demanda y empleo tienden a mejorar.



Los últimos datos sobre el mercado laboral reflejan un mantenimiento de las pautas registradas en el tercer trimestre del año. Según los datos del INEM, el número de parados aumentó en 32.262 personas en noviembre, por debajo de lo observado en el mismo mes del año anterior. En términos interanuales, el crecimiento del paro registrado fue del 1,3%, coincidente con la evolución media del tercer trimestre. Por

GRÁFICO 3

**Ingresos y pagos líquidos del Estado (a)**  
**Déficit de caja**  
**Totales móviles de doce meses**



ramas, el aumento del paro se moderó en noviembre tanto en la construcción como en los servicios, mientras que en la industria el descenso del desempleo se intensificó. En octubre se firmaron 1.288.834 contratos, un 9% más que en el mismo mes del año anterior, debido principalmente al aumento de los contratos temporales. Por último, el número de afiliados a la Seguridad Social creció en noviembre un 3%, una décima menos que en octubre, pero por encima del tercer trimestre.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado obtuvo hasta noviembre de 2003 un superávit de 5.156 millones de euros (0,7% del PIB), algo menor que el superávit de 5.712 millones de euros registrado un año antes (0,8% del PIB). Los ingresos se desaceleraron en noviembre hasta el 1,2%, frente al 2,7% anterior, en tanto que los pagos elevaron ligeramente su crecimiento y alcanzaron una tasa del 1,9% (1,6% hasta octubre). La información disponible en términos de caja proporciona un déficit de 902 millones de euros hasta noviembre de 2003, superior al del mismo período del 2002. Los ingresos se desaceleraron notablemente en noviembre (con un crecimiento acumulado del 1,5%), mientras que la desaceleración de los pagos fue muy ligera (hasta el 2,1%). El comportamiento de los ingresos en noviembre se debió, básicamente, al IRPF y a los ingresos no impositivos, mientras que la pérdida de ritmo en los impuestos indirectos fue

muy leve, si se tienen en cuenta también los cedidos a las Comunidades Autónomas. En cuanto a los pagos, la aceleración de las transferencias, tanto corrientes como de capital, compensó prácticamente la moderación de los demás capítulos.

## 2. PRECIOS Y COSTES

El índice de costes laborales (ICL) se desaceleró notablemente en el tercer trimestre hasta registrar un aumento del 3,6%, por trabajador y mes, frente al 4,6% del segundo trimestre; la desaceleración se centró en el componente salarial, que se incrementó un 3,1%. Por su parte, el incremento salarial pactado en los convenios colectivos registrados en los diez primeros meses del año fue del 3,5%, algo más de 0,3 puntos porcentuales por encima del pactado en el año 2002, si no se tiene en cuenta el efecto de las cláusulas de salvaguarda en ese año. El aumento de la tarifas de los convenios revisados, que afectan al 71% de los trabajadores con convenio registrado, se elevó una décima, hasta el 3,5%. Por su parte, en los convenios de nueva firma se ha afianzado el deslizamiento al alza registrado en septiembre, con un incremento de tarifas del 3,6% en los diez primeros meses del año. Por ramas de actividad, los incrementos salariales correspondientes son del 4,7% en la construcción, 3,5% en los servicios, 3,4% en la agricultura y 3,2% en la industria.

El IPC aumentó en noviembre un 0,3% respecto al mes anterior, incrementándose en dos décimas su ritmo de avance interanual hasta el 2,8% (véase gráfico 4), mientras que el IPSEBENE, con un aumento del 0,4% respecto al mes precedente, mantuvo su ritmo de avance interanual en el 2,6%. La evolución interanual del índice general ha venido marcada por la aceleración de los precios energéticos, reflejo, fundamentalmente, del abaratamiento que registraron en noviembre de 2002. Por su parte, la leve aceleración de los precios de los alimentos elaborados se ha visto compensada por la trayectoria favorable de los correspondientes a los no elaborados y a los bienes industriales no energéticos, manteniéndose estabilizada la inflación de los servicios.

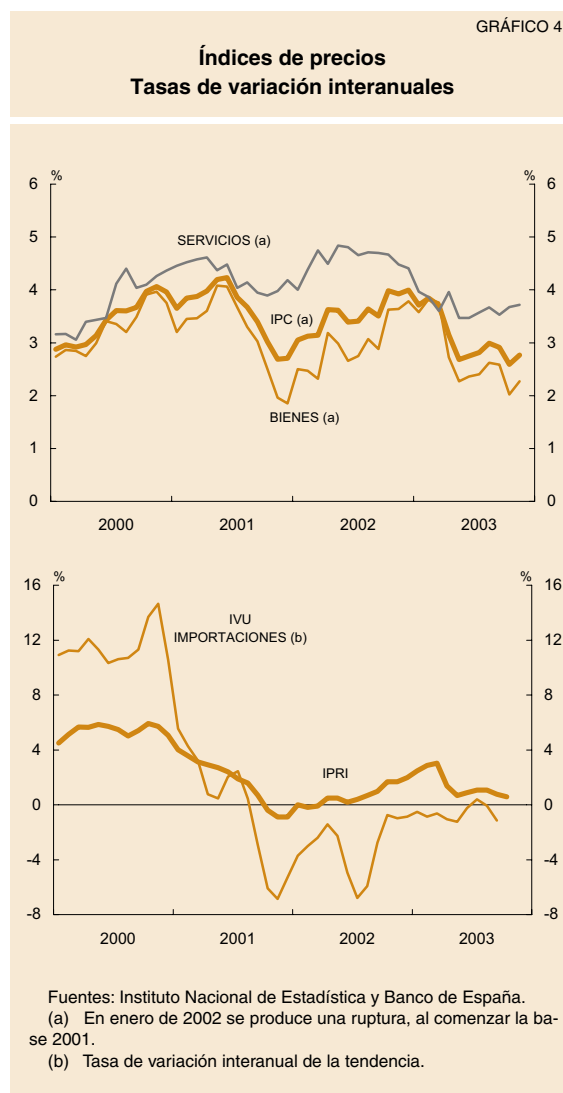
En el último mes, la desaceleración de los precios de los viajes organizados y, en menor medida, de los hoteles y otros alojamientos, así como el descenso de precios en los servicios de telefonía fija, han resultado determinantes en la evolución de los precios de los servicios cuya tasa interanual de crecimiento se mantiene en el 3,7%. Por su parte, la variación interanual de los precios de los bienes industriales distintos

de la energía se redujo en tres décimas, hasta alcanzar un 1,2%. El componente de vestido y calzado registró un avance intermensual bastante más moderado que en los dos años anteriores. En general, el reducido incremento de este componente podría estar reflejando el efecto de la fortaleza del euro. Los precios de los alimentos elaborados registraron una leve aceleración en noviembre, hasta situar su tasa de variación interanual en el 2,8%, debido principalmente al alza de los precios del aceite, en los que está repercutiendo el encarecimiento previo del producto en las etapas anteriores a la distribución. Los precios de los alimentos no elaborados se desaceleraron por segundo mes consecutivo, tras los abultados crecimientos registrados en los meses estivales, aunque su tasa interanual se sitúa en el 6,7%. Se han moderado los precios de las carnes, aunque frutas, hortalizas y patatas mantienen elevadas tasas de crecimiento. Por último, los precios energéticos se aceleraron casi tres puntos en noviembre, hasta alcanzar una tasa de variación interanual del 1,1%, reflejo, en gran medida, de su fuerte descenso en noviembre de 2002.

El IAPC evolucionó de forma similar al IPC, aumentando un 0,3% con respecto a octubre, de forma que su tasa interanual alcanzó el 2,9%. En la zona euro la inflación se elevó en dos décimas, hasta el 2,2%; por consiguiente, el diferencial se mantuvo en 0,7 puntos porcentuales. Los diferenciales de los principales componentes registraron ligeros movimientos contrapuestos: se estrechó el diferencial en los alimentos y en los bienes industriales no energéticos, mientras que aumentó ligeramente en los servicios y el correspondiente a la energía resultó algo menos favorable para España.

El IPRI registró en el mes de octubre una variación nula respecto al mes anterior, desacelerándose en dos décimas su ritmo de avance interanual, hasta alcanzar el 0,6%. La desaceleración del índice general fue resultado de una ligera aceleración de los precios de producción de los bienes intermedios y, en menor medida, de los bienes de equipo y de los bienes de consumo duradero, que vino sobradamente compensada por el favorable comportamiento de los precios de obtención de la energía y de los bienes de consumo no duradero. Por su parte, el índice de precios percibidos por los agricultores registró un incremento superior al 6% en el mes de septiembre, acentuando su perfil de aceleración.

Finalmente, los precios de las importaciones, aproximados por el índice de valor unitario (IVU), descendieron un 0,5% interanual en septiembre. Los precios energéticos disminuyeron un 6,2%; en ese período, el precio del petróleo se abarató en euros debido a la fortaleza de la



moneda europea, aunque el precio en dólares aumentó más de un 6%. Los precios no energéticos se estabilizaron en el tercer trimestre; la ligera aceleración de los precios de los bienes de consumo no alimenticio quedó compensada por el movimiento descendente de los precios de los bienes de equipo. En el caso de las exportaciones, el IVU aminoró el ritmo de descenso en septiembre, situando la variación media interanual del tercer trimestre en el -1,6%, similar al período precedente. Por áreas geográficas el comportamiento es dispar: mientras los precios de ventas a la UE aumentaron su ritmo de crecimiento en el tercer trimestre hasta un 2,1%, las exportaciones a mercados extracomunitarios se abarataron un 9,2%, en términos interanuales.

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

Durante el mes de diciembre, el dólar mantuvo su tendencia de depreciación frente a las

principales monedas, alcanzando cotizaciones mínimas frente al euro, en torno a 1,24 dólares por euro. Los tipos de interés a largo plazo y las bolsas oscilaron en un rango limitado, mientras que los precios del oro y del crudo mantuvieron una tendencia alcista.

En Estados Unidos, las cifras finales de la Contabilidad Nacional del tercer trimestre de 2003 arrojaron un crecimiento del 8,2%, frente al 7,2% preliminar, debido a la revisión de la serie de consumo privado. Los indicadores más recientes muestran que prosigue el crecimiento de la economía, aunque a un ritmo más moderado. Por el lado del consumo privado, las ventas al por menor crecieron con fuerza en noviembre (0,9% mensual), aunque a tasas inferiores a las del tercer trimestre. Sin embargo, en diciembre se produjo un inesperado retroceso en el sentimiento del consumidor, por el efecto de las menores rebajas comerciales. Por el lado de la inversión empresarial, en noviembre se registró un notable aumento mensual de la producción industrial de bienes de equipo (1,7%) y los índices de las encuestas de directores de compras alcanzaron niveles compatibles con un fuerte crecimiento. Respecto al mercado laboral, los 57.000 puestos de trabajo creados en noviembre fueron menores de lo esperado y, recientemente, las solicitudes de prestación de desempleo han repuntado. No obstante, desde agosto se han creado, en promedio, 80.000 empleos mensuales, al tiempo que las horas trabajadas y el número de empresas que crean empleo no han dejado de aumentar. En cuanto a la inflación, los precios de consumo cayeron un 0,2% en noviembre, dejando la tasa interanual del IPC en un 1,8% y la de la subyacente en un 1,1%, la más baja desde 1966. Los precios de producción también retrocedieron y la tasa subyacente se mantiene en el 0,5% interanual.

En Japón, el crecimiento del PIB en el tercer trimestre se revisó a la baja, hasta un 1,9% interanual, por la fuerte desaceleración de la inversión (2,9% interanual) y el estancamiento del consumo privado. Los indicadores más recientes, todos de octubre, son más favorables, con aumentos de la producción industrial (1% mensual), de la confianza empresarial y de las exportaciones, en especial hacia el resto de economías asiáticas. Por el lado de la inversión, destacó el fuerte crecimiento de los pedidos de bienes de equipo (17,4% mensual). En cuanto al consumo privado, aunque las ventas al por menor crecieron un 0,3% interanual, su recuperación sigue obstaculizada por la debilidad del empleo. De hecho, la tasa de paro subió hasta el 5,2% de la población activa. Las presiones deflacionistas se suavizaron de nuevo en octubre, con una tasa interanual del IPC nula y de

la inflación subyacente del 0,1%. No obstante, esta tendencia se ha visto parcialmente favorecida por factores transitorios (subida del precio del arroz, de los medicamentos y del tabaco) y aún persiste el amplio diferencial con el deflactor del PIB (-2,2% interanual en el tercer trimestre). Finalmente, el 29 de noviembre, las autoridades japonesas nacionalizaron de forma temporal el banco regional Ashikaga, tras declararlo insolvente.

En las economías del sudeste de Asia continuó, en los meses de octubre y noviembre, el aumento progresivo del ritmo de actividad iniciado en el tercer trimestre, impulsado, especialmente, por el crecimiento de las exportaciones. Destaca la aceleración del PIB de China en el tercer trimestre (9,1% interanual), por el elevado aumento de sus exportaciones y el sostenido incremento de la demanda interna. En contrapartida, su tasa de inflación ha aumentado rápidamente, hasta alcanzar el 3% interanual en noviembre.

En el Reino Unido, los indicadores de oferta más recientes siguen señalando la mejoría de la actividad, con incrementos de la producción industrial en octubre y de los índices de las encuestas de directores de compras en noviembre. Los datos de empleo siguen siendo favorables, con una tasa de paro del 5%. El Gobierno revisó al alza recientemente las previsiones de déficit público para este y los próximos ejercicios fiscales (este año se alcanzaría el 3,3% del PIB) y modificó el objetivo de inflación, que a partir de enero se medirá sobre el índice de precios armonizados y se fijará en el 2%, frente al 2,5% para la tasa de inflación basada en el índice RPIX empleado actualmente. En el mes de noviembre, la tasa armonizada se situó en el 1,3%, mientras que la tasa RPIX se redujo 2 décimas, hasta el 2,5%.

La lentitud en la recuperación económica en América Latina vino confirmada por los datos del PIB del tercer trimestre, con un crecimiento de la región del 0,7% interanual, lo que complica el logro de un crecimiento superior al 1% en 2003. A pesar de ello y de las dificultades para aprobar algunas de las reformas propuestas en Brasil, Colombia y Méjico, el tono de los mercados financieros de la región siguió siendo positivo, en paralelo a la continuada tendencia a la baja de la inflación, que está permitiendo consolidar el tono expansivo en las políticas monetarias. En Argentina, los indicadores económicos mantuvieron un tono positivo generalizado, al tiempo que proseguían con dificultades las negociaciones para la reestructuración de la deuda. En Brasil, pese a la caída del PIB del tercer trimestre en un 1,5% interanual, se registraron buenos datos en el sector externo y las

CUADRO 1

## Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	2003					
	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC (a)
<b>ACTIVIDAD Y PRECIOS (b):</b>						
Índice de Producción Industrial	0,7	-0,3	-1,3	0,9		
Comercio al por menor	-0,1	-1,2	-0,5			
Matriculaciones de turismos nuevos	2,6	-0,9	1,7	-0,1	0,1	
Indicador de confianza de los consumidores	-18	-17	-17	-17	-16	
Indicador de clima industrial	-14	-11	-9	-8	-7	
IAPC	1,9	2,1	2,2	2,0	2,2	
<b>VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c):</b>						
M3	8,7	8,2	7,6	8,0		
M1	11,6	12,0	11,4	12,5		
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	5,4	5,5	5,5	5,7		
<i>AAPP</i>	4,9	5,1	5,5	6,8		
<i>Otros sectores residentes</i>	5,6	5,6	5,5	5,4		
EONIA	2,08	2,10	2,02	2,01	1,97	2,04
EURIBOR a tres meses	2,13	2,14	2,15	2,14	2,16	2,15
Rendimiento bonos a diez años	4,06	4,20	4,23	4,31	4,44	4,41
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,11	0,28	0,10	0,00	-0,10	-0,05
Tipo de cambio dólar/euro	1,137	1,114	1,122	1,169	1,170	1,217
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	7,4	9,9	4,1	12,0	14,2	15,9

Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Banco Central Europeo y Banco de España.  
(a) Media del mes hasta el día 16 de diciembre 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 16 de diciembre de 2003.

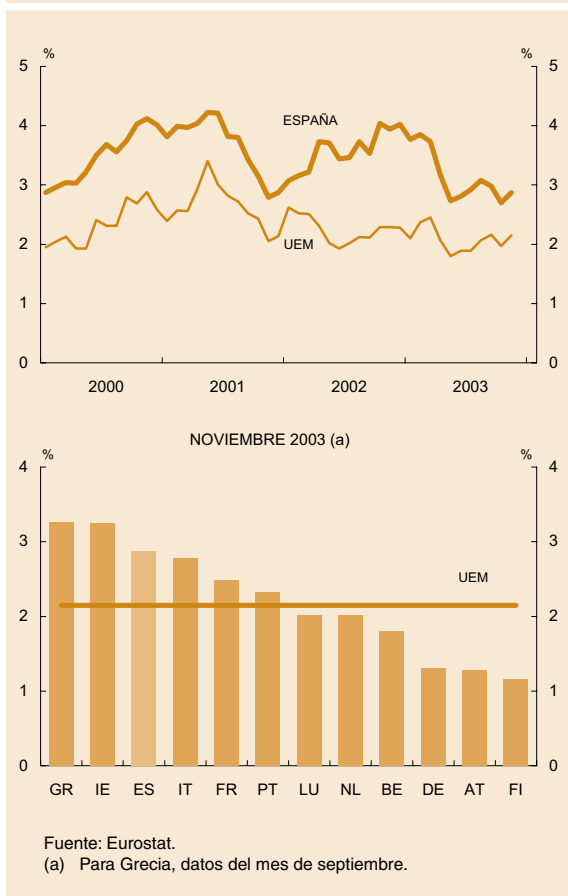
cuentas públicas. La inflación siguió disminuyendo, si bien se espera un leve desbordamiento del objetivo del 8,5% para el final de 2003. La aprobación de todas las reformas estructurales pendientes en el Senado antes de fin de año se presenta complicada. En Méjico tampoco salió adelante la propuesta gubernamental de reforma fiscal y ello ha influido —junto con la depreciación del dólar, los malos datos económicos y la amenaza que constituyen las exportaciones procedentes de China— en las renovadas presiones hacia la depreciación del peso. En Chile, por el contrario, el peso se apreció en diciembre, hasta alcanzar máximos de los últimos tres años, y la inflación se situó muy por debajo del rango objetivo del Banco Central, lo que permitió reducir el tipo de interés oficial en medio punto, hasta el 2,25%. En Colombia, se produjo un fuerte repunte del PIB en el tercer trimestre (4% interanual) y la inflación se moderó hasta acercarse al objetivo para 2003, mientras avanza con algún problema la reforma fiscal, que debería generar la consolidación prevista en el fracasado referéndum de noviembre. En Venezuela, el PIB registró un mejor crecimiento entre julio y septiembre —aunque la tasa inte-

ranual es aún del -7,1%—, y las renovadas tensiones políticas no se reflejaron en la prima de riesgo soberano, que descendió notablemente. Por último, en el ámbito de las relaciones regionales, es destacable el compromiso de mínimos al que se llegó en la cumbre de Miami respecto al Acuerdo de Libre Comercio de las Américas (ALCA).

La primera estimación de la Contabilidad Nacional del área del euro del tercer trimestre de 2003 ha confirmado la mejoría de la actividad que los indicadores (en particular, los procedentes de encuestas de opinión de los agentes) venían anticipando desde el verano. En concreto, el PIB se incrementó en un 0,4% en términos intertrimestrales, tras haber permanecido prácticamente estancado durante los tres trimestres precedentes. Esta recuperación se apoyó en un fuerte repunte de las exportaciones, que crecieron un 2,2% después de tres trimestres de caída. Ello dio lugar, en un contexto de mantenimiento de la atonía de las importaciones, a una elevada aportación positiva de la demanda exterior neta al crecimiento del producto (en una magnitud de un punto porcen-

GRÁFICO 5

### Índices armonizados de precios de consumo Tasas de variación interanuales



tual). Por su parte, la demanda interna, excluyendo existencias, siguió mostrando una escasa pujanza, como puso de manifiesto su contribución nula a la expansión del PIB durante el tercer trimestre. El débil pulso del gasto fue consecuencia de la ligera ralentización adicional del consumo privado (que no varió en términos intertrimestrales) y del mantenimiento del ritmo de descenso de la formación bruta de capital fijo. Finalmente, la aportación de la variación de existencias al crecimiento del producto, que había sido nula en el segundo trimestre, se situó en el tercero en  $-0,6$  puntos porcentuales.

En el cuarto trimestre, los indicadores de opinión, disponibles para el conjunto del área hasta el mes de noviembre, han continuado reflejando una mejoría de las expectativas económicas de los agentes. Así, por el lado de la oferta, los índices de las encuestas de directores de compras referidos a los sectores manufacturero y de servicios han seguido mejorando, hasta traspasar claramente el umbral de 50 puntos, indicativo de una expansión del sector, y situarse en las cotas más elevadas desde febrero de 2001 y octubre de 2000, respectiva-

mente. Los indicadores de confianza de la Comisión Europea de ambos sectores han mostrado una trayectoria análoga. Por el lado de la demanda, el indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea ha experimentado en el mes de noviembre una ligera mejora, tras haber permanecido constante los tres meses precedentes.

Las todavía escasas referencias cuantitativas disponibles para el último trimestre del año sugieren el mantenimiento de la tónica de recuperación de la actividad. Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial mostró en el mes de octubre una mejoría sustancial. La información disponible relativa a la evolución de la demanda, aún más escasa, no aporta, sin embargo, indicios concluyentes acerca de la recuperación de su componente interno. Además, entre los indicadores referidos al consumo privado, ni las matriculaciones de automóviles hasta noviembre ni las ventas al por menor hasta septiembre han proporcionado claras señales de mejoría.

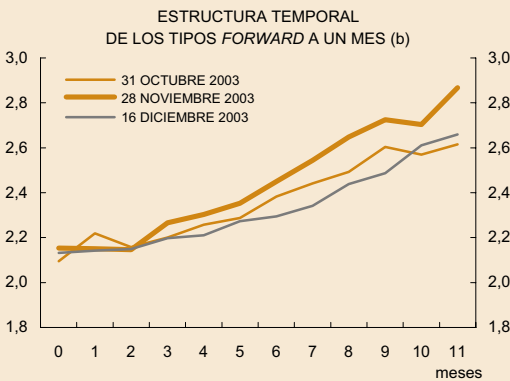
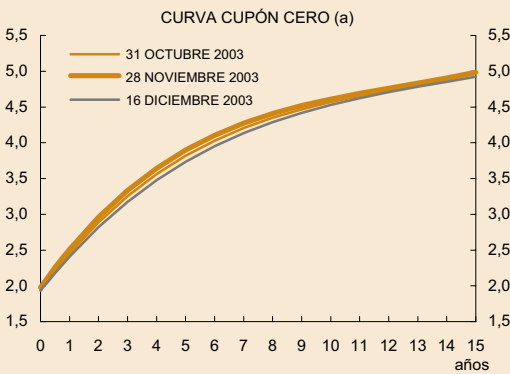
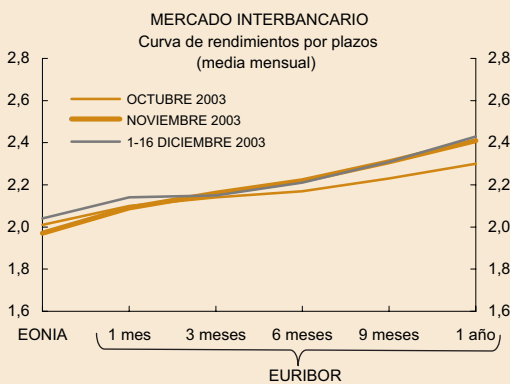
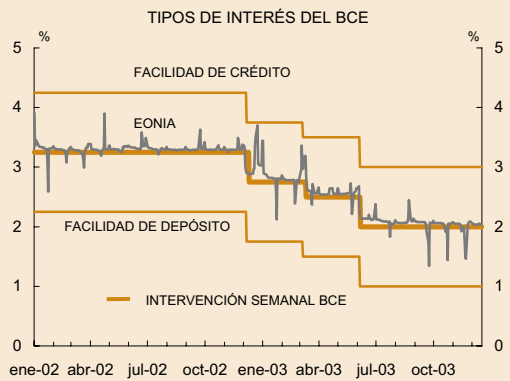
La inflación del área, medida por la variación interanual del IAPC, aumentó en dos décimas en noviembre, hasta situarse en el 2,2%. Este comportamiento ha sido reflejo de un repunte en los precios de los bienes energéticos y de los alimentos elaborados y, en menor medida, no elaborados. Por su parte, la inflación en los servicios y en los bienes industriales no energéticos disminuyó una décima, tras haberse mantenido estable en los meses previos. Como resultado de todo ello, la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, se ha situado, por tercer mes consecutivo, en el 2%. Finalmente, la tasa de variación de los precios industriales se redujo en octubre en dos décimas, hasta situarse en el 0,9%. Esta ralentización fue consecuencia de la desaceleración de los precios del componente energético y, en menor medida, de los precios de los bienes de consumo, mientras que los precios de los bienes intermedios no energéticos experimentaron un ligero repunte.

La valoración conjunta de las perspectivas de mejoría de la situación económica en el área del euro y de un comportamiento esperado de la inflación en línea con la definición de estabilidad de precios condujo al Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del 4 de diciembre, a mantener sin cambios los tipos de interés oficiales. De esta forma, los tipos aplicados a las operaciones principales de financiación, a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito permanecen en el 2%, el 1% y el 3%, respectivamente (véase el gráfico 6). La curva de rendimientos del mercado interbancario refleja expectativas de elevacio-



GRÁFICO 6

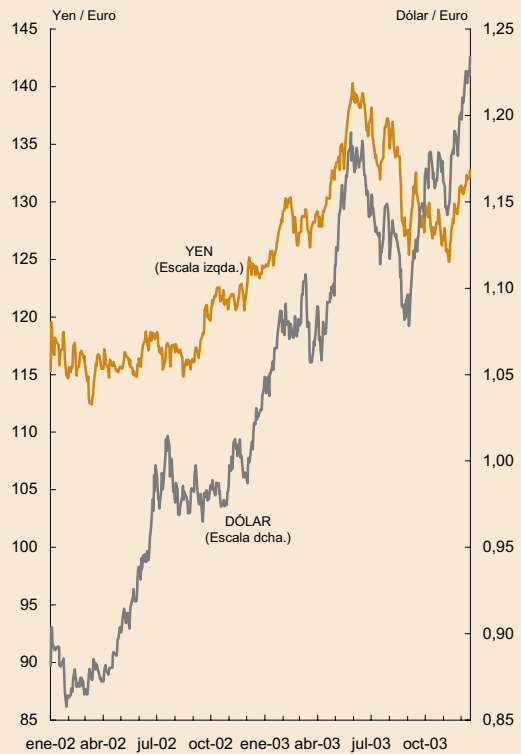
Tipos de interés en la zona del euro



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.

nes moderadas de los tipos oficiales hacia mediados de 2004, asociadas a la percepción de un escenario económico más favorable. En los mercados secundarios de deuda pública, las rentabilidades a diez años se han mantenido estables, en niveles en torno al 4,4%. En Estados Unidos, se ha producido un ligero repunte de los rendimientos de los instrumentos análogos a lo largo de diciembre, con lo que el diferencial frente a la UEM se ha estrechado, aunque continúa siendo ligeramente negativo (véase cuadro 1).

En consonancia con el resto de las bolsas internacionales, los mercados de renta variable europea han prolongado su tendencia alcista en las últimas semanas, hasta situarse en sus niveles máximos anuales. El índice Dow Jones EURO STOXX amplio presentaba, al final de la primera quincena de diciembre, una ganancia acumulada a lo largo del año del 16%. En el mercado de divisas, el euro se apreció de manera intensa frente al dólar desde mediados de noviembre, lo que le ha llevado a situarse, a fecha de cierre de este Boletín, en sus niveles más elevados desde el inicio de la UEM, en torno a 1,23 dólares por euro (véase gráfico 7).

## Tipos de interés y mercados financieros nacionales

%

	2000	2001	2002	2003				
	DIC	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC (a)
TIPOS BANCARIOS (b)								
HOGARES E ISFLSH:								
Crédito a vivienda	...	...	...	3,45	3,46	3,48	...	...
Crédito a consumo y otros fines	...	...	...	6,80	6,72	6,43	...	...
Depósitos	...	...	...	1,12	1,10	1,08	...	...
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:								
Crédito (c)	...	...	...	3,94	3,85	3,89	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d):								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,70	3,11	2,72	2,10	2,10	2,12	2,18	2,24
Deuda pública a cinco años	4,92	4,29	3,59	3,34	3,33	3,38	3,53	3,56
Deuda pública a diez años	5,20	4,97	4,43	4,19	4,21	4,27	4,40	4,40
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,29	0,19	0,06	0,04	0,01	0,02	-0,01	0,00
Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,68	0,80	1,26	0,42	0,36	0,35	0,33	0,32
Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	-12,68	-6,39	-23,10	18,28	12,50	19,10	21,20	24,19

Fuentes: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

(a) Media de datos diarios hasta el 15 de diciembre de 2003.

(b) TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.

(c) Calculado como una media ponderada de los tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. Para los créditos de más de un millón de euros, el tipo de interés se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

(d) Medias mensuales.

(e) Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2002. 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%).

(f) Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

Los datos publicados referidos al mes de octubre mostraron una significativa aceleración del ritmo de expansión de los agregados monetarios en el área del euro. De este modo, el crecimiento interanual de M3 se situó en el 8% en octubre, frente al 7,6% de septiembre. La tasa de variación interanual del crédito concedido al sector privado se situó en el 5,4%, tasa muy similar a la registrada en los últimos meses.

#### 4. EVOLUCIÓN FINANCIERA EN ESPAÑA

Durante octubre, los fondos recibidos por las sociedades no financieras registraron, al igual que el mes anterior, una cierta moderación en sus ritmos de expansión interanual, mientras que la tasa de crecimiento de la deuda de las familias volvió a aumentar. Asimismo, los activos financieros más líquidos del sector privado residente en España mantuvieron la trayectoria de ligera desaceleración de los últimos meses. La información provisional correspondiente a noviembre apunta, en general, hacia la continuidad de estas tendencias.

Las rentabilidades negociadas en los mercados nacionales de deuda pública experimentaron, durante noviembre y la parte transcurrida de diciembre, escasas variaciones. Entre los días 1 y 15 de diciembre, los tipos de interés medios de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron, respectivamente, en el 2,24% y en el 4,4%, lo que representa un aumento de unos 10 pb en relación con los niveles medios de octubre (véase cuadro 2). Esta evolución fue similar a la observada en Estados Unidos y en el resto de mercados europeos, con lo que el diferencial con el bono alemán a diez años se mantuvo estable en niveles prácticamente nulos. Por su parte, las primas de riesgo de las sociedades no financieras españolas en los mercados de derivados crediticios registraron, al igual que en los meses precedentes, ligeros descensos, probablemente como reflejo de una mejoría en la apreciación por parte del mercado de la calidad crediticia de dichas empresas, lo que puede haber facilitado, en los últimos meses, la emisión de valores de renta fija por parte de estas.

CUADRO 3

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

	2003	2001	2002	2003		
	OCT (b)	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT
<b>1. Financiación total (2 + 3)</b>	<b>1.304,7</b>	<b>11,6</b>	<b>10,2</b>	<b>10,7</b>	<b>11,2</b>	<b>10,8</b>
<b>2. Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH</b>	<b>994,3</b>	<b>15,6</b>	<b>14,6</b>	<b>15,0</b>	<b>14,7</b>	<b>14,2</b>
2.1. Hogares e ISFLSH	419,7	12,3	14,1	16,2	16,1	16,3
De los cuales:						
Crédito para adquisición de vivienda (c)	289,1	17,1	15,1	16,7	16,3	17,5
Crédito para consumo y otros fines (c)	129,9	3,9	11,9	15,1	15,7	13,6
2.2. Sociedades no financieras	574,6	18,1	15,0	14,2	13,7	12,8
De los cuales:						
Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	400,5	15,3	14,7	15,3	14,8	14,1
Valores de renta fija	16,6	7,1	-11,6	-3,8	-4,6	-1,0
<b>3. Administraciones Públicas</b>	<b>310,4</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,1</b>
Valores a corto plazo	39,6	-19,3	0,7	9,7	6,6	5,3
Valores a largo plazo	285,9	4,9	3,0	1,1	0,4	-0,8
Créditos - depósitos (d)	-15,2	4,0	-10,8	-8,9	1,8	3,7

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.

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales las cotizaciones continuaron mostrando, durante el mes de noviembre y la parte transcurrida de diciembre, una trayectoria ascendente, de modo que la mayoría de los índices alcanzaron registros máximos anuales, en un contexto de mejoría de las perspectivas macroeconómicas globales. En la fecha de cierre de este artículo el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba una revalorización del 24,2% en relación con el nivel de diciembre de 2002, un incremento superior al experimentado por otros índices como el S&P 500 de los mercados estadounidenses o el EURO STOXX amplio de los del área del euro.

Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en las operaciones nuevas con los hogares y las sociedades mostraron, en octubre, escasas variaciones respecto al mes precedente. La más destacada, según las nuevas estadísticas de tipos bancarios, fue la del coste de los préstamos a los hogares destinados al consumo y otros fines, que se redujo hasta el 6,43%, unos 30 pb por debajo del observado en septiembre. El precio de la financiación bancaria para adquisición de vivienda y el del crédito a las sociedades no financieras

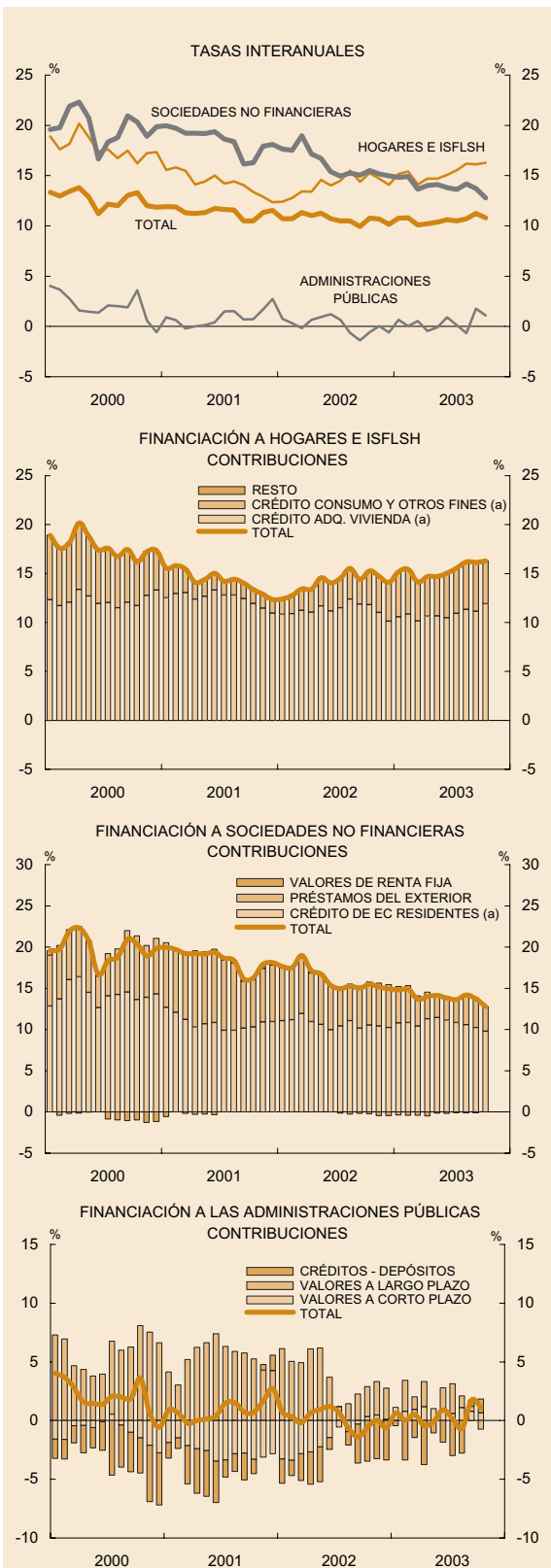
experimentaron un ligero aumento, hasta situarse en el 3,48% y 3,89%, respectivamente. Por su parte, la rentabilidad de los depósitos de las familias descendió moderadamente, hasta el 1,08%.

La financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes no financieros mostró, en octubre, una cierta desaceleración, de modo que su tasa de variación interanual se redujo 4 décimas y se situó en el 10,8%. Esta evolución fue fruto de una contracción en el ritmo de avance de los recursos obtenidos tanto por las sociedades no financieras como por las Administraciones Públicas, y de un ligero aumento del crecimiento de los fondos captados por los hogares (véanse cuadro 3 y gráfico 8).

La deuda de las familias registró, en octubre, un crecimiento interanual del 16,3%, 2 décimas por encima del observado en el mes precedente. Esta evolución resultó de la combinación de una aceleración de la financiación para adquisición de vivienda, que experimentó una expansión, en relación con el mismo mes del año anterior, del 17,5% (frente al 16,3% de septiembre) y de una contracción del ritmo de avance del crédito para el consumo y otros fines, que se redujo hasta el

GRÁFICO 8

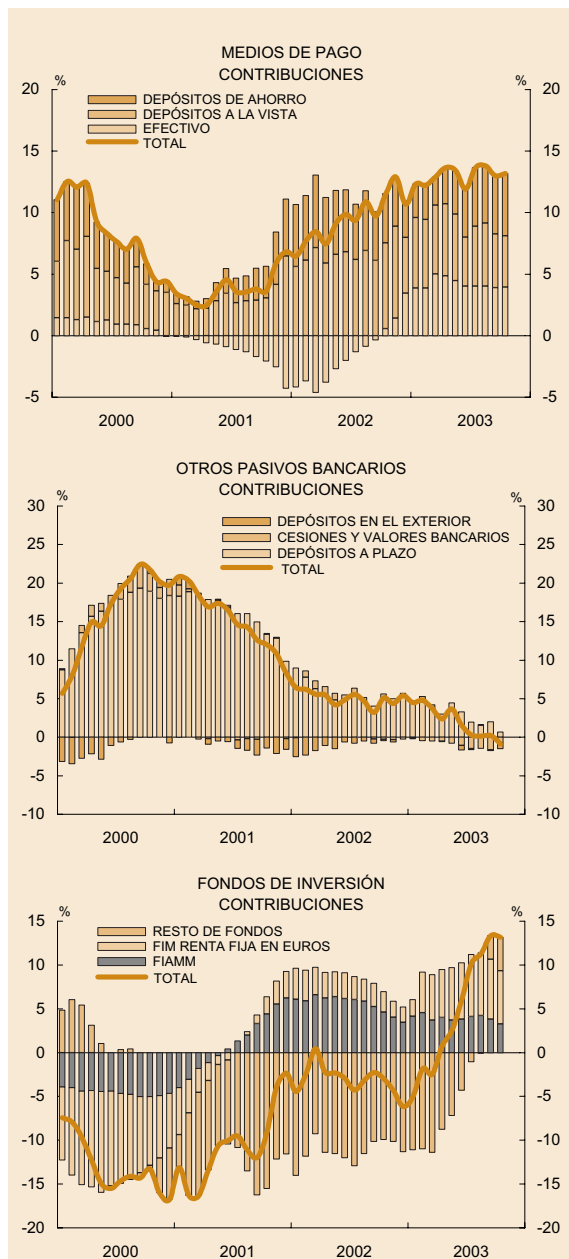
**Financiación a los sectores residentes no financieros**



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.

13,6% (2,1 puntos porcentuales por debajo de la tasa correspondiente a septiembre).

Por lo que se refiere a la financiación obtenida por las sociedades no financieras, su tasa de expansión interanual descendió, en octubre, 0,9 puntos porcentuales, hasta situarse en el 12,8%. Por componentes, se produjo una contracción del ritmo de crecimiento de los préstamos de las entidades de crédito residentes y de los fondos procedentes del exterior, al tiempo

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	2001	2002	2003		
	OCT (b)	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT
<b>Medios de pago (MP)</b>	<b>345,6</b>	<b>6,8</b>	<b>10,7</b>	<b>13,8</b>	<b>13,0</b>	<b>13,2</b>
Hogares e ISFLSH	269,3	3,5	9,5	13,6	12,9	14,3
Sociedades no financieras	76,3	19,7	14,8	14,7	13,2	9,3
Efectivo	61,5	-21,3	23,4	25,5	24,7	24,5
Depósitos a la vista	145,4	16,0	10,3	11,9	10,0	9,5
Depósitos de ahorro	138,7	11,8	6,5	11,3	11,7	12,6
<b>Otros pasivos bancarios (OPB)</b>	<b>250,9</b>	<b>8,3</b>	<b>5,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,9</b>
Hogares e ISFLSH	201,9	8,7	4,4	-3,3	-3,3	-4,7
Sociedades no financieras	49,0	6,4	10,5	17,8	18,2	18,9
Depósitos a plazo	204,5	13,0	6,9	1,9	2,5	0,8
Cesiones y valores bancarios	32,0	-1,1	-1,8	-10,8	-12,0	-5,8
Depósitos en el exterior (c)	14,3	-20,6	4,6	1,2	-1,9	-11,9
<b>Fondos de inversión</b>	<b>164,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-6,1</b>	<b>11,3</b>	<b>13,4</b>	<b>13,2</b>
Hogares e ISFLSH	149,8	-1,7	-6,0	11,4	13,5	13,2
Sociedades no financieras	14,2	-8,8	-8,2	10,0	12,1	12,8
FIAMM	50,8	31,2	12,9	13,6	12,0	10,3
FIM renta fija en euros	39,9	19,7	9,2	34,6	32,0	28,3
Resto de fondos	73,4	-18,0	-20,9	-0,2	5,7	8,2
PRO MEMORIA:						
<b>AL1 = MP + OPB + FIAMM</b>	<b>647,3</b>	<b>8,9</b>	<b>8,6</b>	<b>8,1</b>	<b>7,6</b>	<b>7,1</b>
<b>AL2 = AL1 + FIM renta fija en euros</b>	<b>687,2</b>	<b>9,4</b>	<b>8,7</b>	<b>9,3</b>	<b>8,8</b>	<b>8,1</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.

que los recursos captados vía emisión de valores de renta fija redujeron su aportación negativa al avance del agregado.

De acuerdo con la información provisional correspondiente al mes de noviembre, el crédito a las sociedades no financieras continuaría desacelerándose, contrariamente a lo que ocurriría con el otorgado a los hogares.

Por su parte, la tasa de variación interanual de la financiación recibida por las Administraciones Públicas se redujo, en octubre, 7 décimas, hasta situarse en el 1,1%. En dicho mes, de hecho, el nivel de endeudamiento neto de este sector descendió como resultado de la reducción del saldo de valores (que se reflejó en una moderación del ritmo de expansión interanual de esta partida) y del aumento de los depósitos mantenidos en el

Banco de España y en otras instituciones financieras (que no impidió que, en términos acumulados de doce meses, el saldo neto entre créditos y depósitos experimentase una aceleración).

Los activos financieros más líquidos de las sociedades no financieras y los hogares experimentaron, en general y al igual que en el mes de septiembre, una nueva contracción en su crecimiento interanual, aunque la evolución de los distintos agregados fue heterogénea (véanse cuadro 4 y gráfico 9). Así, los medios de pago registraron una tasa de variación interanual del 13,2% (0,2 puntos superior a la observada en septiembre), fruto de ligeros descensos en la expansión del efectivo y de los depósitos a la vista, que se vieron, no obstante, más que compensados por la aceleración mostrada 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— volvió a registrar un descenso en su crecimiento interanual, de modo que presentó, por primera vez desde finales de 1999, una tasa negativa (-0,9%). Esta evolución vino determinada, fundamentalmente, por el comportamiento del componente más importante, los depósitos a plazo, que experimentó una contracción en su ritmo de expansión hasta el 0,8%, lo que podría reflejar un trasvase hacia otros activos, principalmente fondos de inversión, que continuaron mostrando una trayectoria expansiva. Así, el valor de las participaciones de estos instrumentos en manos del sector privado no financiero aumentó, en octubre, en 2,2 mm de euros, lo que situó su avance interanual en el 13,2%, nivel próximo al observado en septiembre. Por categorías, el com-

portamiento fue marcadamente diferenciado. Así, al igual que ocurrió en el mes precedente, el patrimonio de los FIAMM y de los FIM de renta fija en euros descendió, lo que conllevó una nueva moderación de su crecimiento interanual, hasta el 10,3% y 28,3%, respectivamente. Por el contrario, el patrimonio del resto de los FIM volvió a incrementarse en una cuantía abultada (2,8 mm de euros) como consecuencia tanto del elevado flujo de suscripciones netas como de la revalorización de las participaciones, de modo que su tasa de variación se elevó hasta el 8,2%.

La información provisional sobre la evolución de los activos más líquidos en noviembre no evidencia cambios relevantes con respecto a su comportamiento más reciente.

22.12.2003