

---

## Evolución reciente de la economía española

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

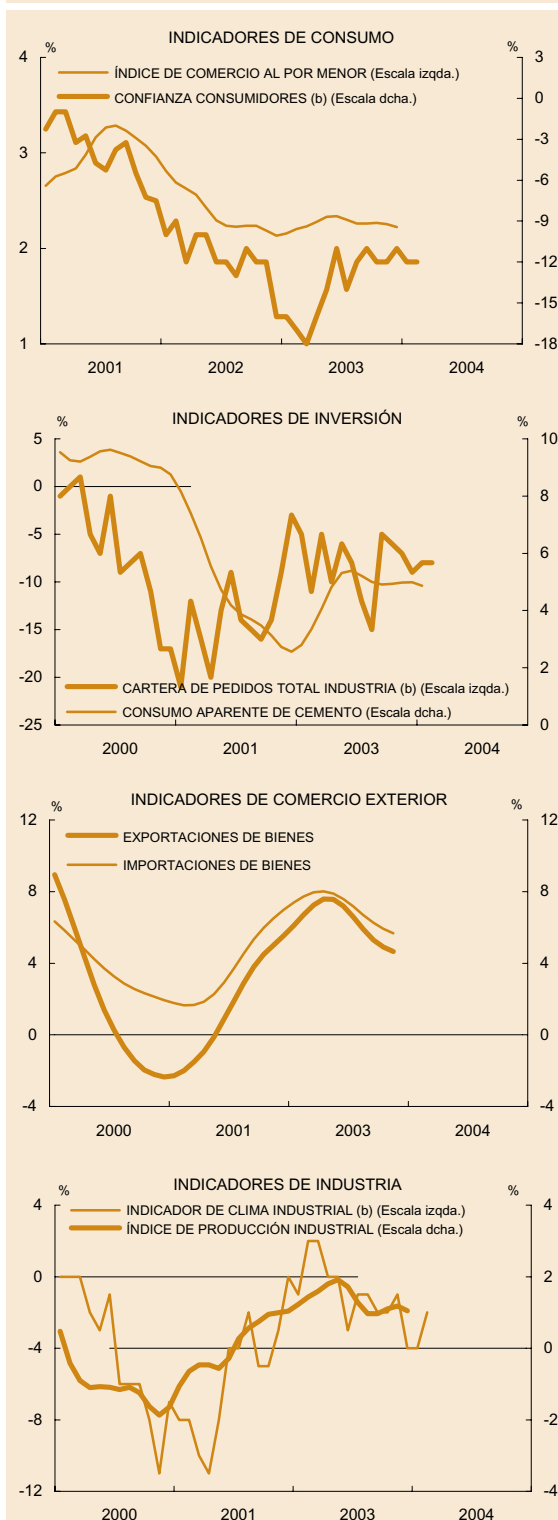
Según los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) recientemente publicados por el INE, la tasa de crecimiento interanual del PIB real de la economía española, calculada sobre la serie desestacionalizada, fue del 2,7% en el cuarto trimestre del pasado año (0,7% en términos intertrimestrales), por encima del 2,4% alcanzado en el trimestre precedente. De esta forma, 2003 se ha cerrado con un incremento medio del PIB del 2,4%, que se descompone en un aumento de la demanda nacional del 3,3% y una contribución negativa del saldo neto exterior de un punto porcentual. El crecimiento del empleo en el promedio del año fue del 1,8%, la variación del deflactor del PIB del 4,2% y la de los costes laborales unitarios del 3,6%.

En el último trimestre de 2003, la demanda nacional (excluida la variación de existencias) siguió avanzando a un ritmo elevado, del 3,2%, ligeramente inferior al del tercer trimestre, apoyada en el avance del consumo privado y público. La inversión en equipo atenuó su ritmo de aumento, mientras que la inversión en construcción moderaba ligeramente su notable dinamismo; la variación de existencias tuvo una aportación ligeramente negativa al crecimiento interanual del PIB. Por su parte, la contribución de la demanda exterior fue bastante menos negativa (0,4 puntos porcentuales) que en el tercer trimestre, al desacelerarse las importaciones en mucha mayor medida que las exportaciones. El avance del producto vino acompañado nuevamente de una importante creación de empleo; de hecho, el número de ocupados se incrementó un 2,1% en tasa interanual, por encima del tercer trimestre. Desde la óptica del valor añadido, cabe destacar la recuperación de los servicios.

Los indicadores más recientes, algunos de ellos relativos ya a los primeros meses de 2004, no apuntan cambios relevantes en las tendencias observadas en las cifras de la CNTR. Entre los indicadores de consumo privado, el indicador de confianza de los consumidores permanece estabilizado en febrero en el nivel medio alcanzado en la segunda mitad de 2003; cabe señalar la mejora de la percepción sobre la posibilidad de ahorrar, observada en ese mes, y compensada por un leve empeoramiento en la evolución del paro y la situación económica de los hogares percibidas para los próximos meses. Las matriculaciones de automóviles alcanzaron un máximo histórico en enero, mes en el que continuaron consolidando su recuperación, tras incrementarse un 10% respecto a enero del año anterior. Por su parte, el índice deflactor de ventas del comercio al por menor registró en diciembre un crecimiento interanual del 4,3 y

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.

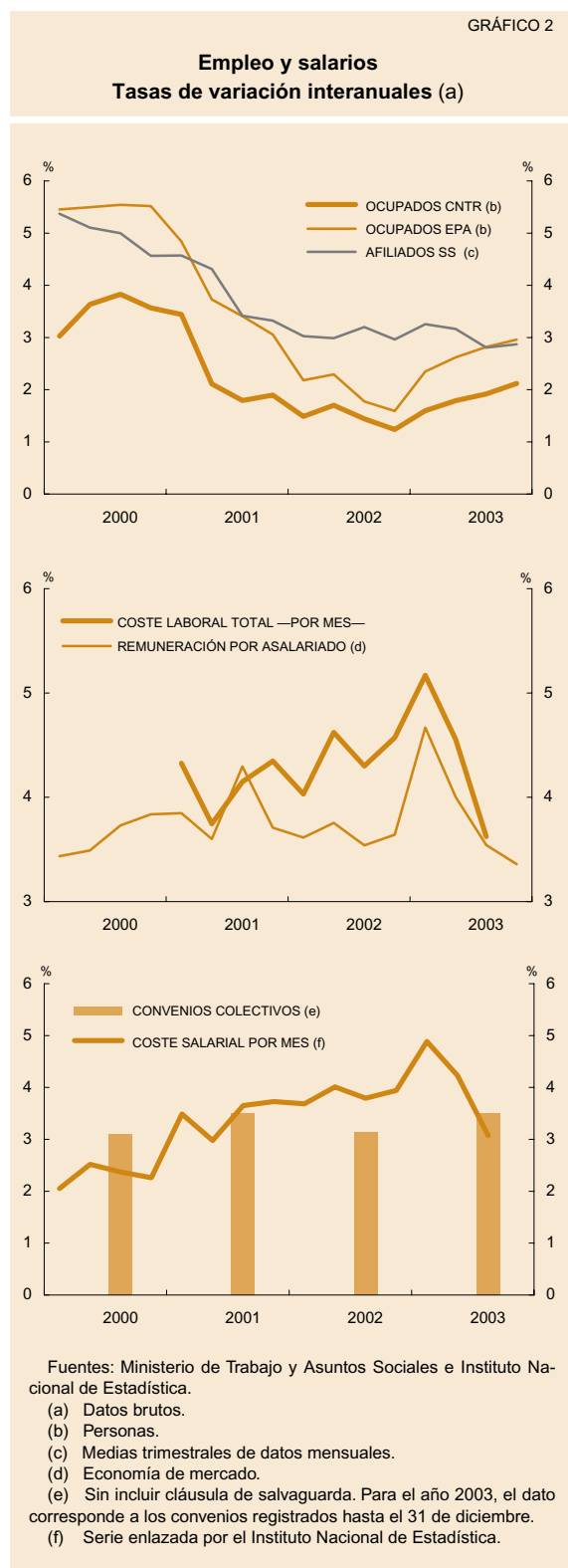
cerró el cuarto trimestre del año con un aumento medio del 3,2%; tanto las ventas de productos alimenticios como las del resto de bienes mostraron un dinamismo mayor que en noviembre, con incrementos del 2,8% y del 4,8%, respectivamente. No obstante, las ventas del comercio al por menor mantienen un perfil tendencial suavemente desacelerado (véase gráfico 1), que también se aprecia en el indicador de confianza del comercio al por menor. Este, a pesar de la mejora registrada en febrero, se mantiene en niveles inferiores a los registrados en el cuarto trimestre de 2003. Por último, aunque con información todavía incompleta para el cuarto trimestre de 2003, el indicador de las disponibilidades de bienes de consumo avalará asimismo una tendencia a la moderación.

El índice de disponibilidades de bienes de equipo ha registrado un cierto repunte, tras la desaceleración experimentada en el tercer trimestre de 2003: en noviembre mostró un fuerte crecimiento, basado en el intenso avance de las importaciones y de la producción industrial de ese tipo de bienes. La producción industrial ha vuelto a registrar en diciembre tasas de variación positivas, finalizando el cuarto trimestre con un incremento interanual del 3%, en la serie corregida de calendario, frente a la caída del 3,1% del trimestre precedente. Las opiniones de los productores de bienes de inversión, recogidas en la encuesta de coyuntura industrial, mostraron, sin embargo, un comportamiento algo más negativo en diciembre, a pesar de la mejora en las previsiones de cartera de pedidos.

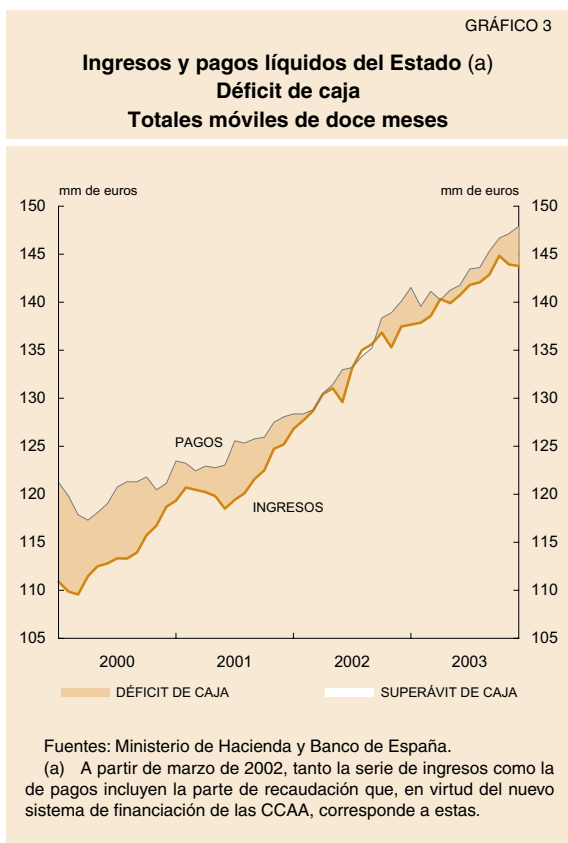
Aunque el indicador de confianza del sector de la construcción registró un recorte en la media de los meses de enero y febrero, los indicadores de consumos intermedios han mantenido un tono sostenido, mientras que los de empleo han tendido a mejorar. Tanto el consumo aparente de cemento, que creció en enero a una tasa interanual del 6,1%, en serie desestacionalizada, como la producción de materiales relacionados con la construcción, que avanzó en diciembre un 2,5%, han aumentado a ritmos similares a los de meses anteriores. Entre los indicadores de empleo, el crecimiento de los afiliados a la Seguridad Social se intensificó en enero, tras el mal dato de diciembre, y el número de parados registrados en el INEM avanzó en enero a un ritmo inferior al observado el mes anterior, prolongando la evolución favorable del número de ocupados en esta rama de actividad en el cuarto trimestre, con un aumento del 4,3% según la EPA. Por otra parte, los indicadores adelantados mantienen una evolución favorable en lo que se refiere a edificación, en especial la destinada a uso residencial, mientras que los referidos a obra civil reflejan desde junio una desaceleración.

Las exportaciones reales de bienes disminuyeron en noviembre un 2,1%, en tasa interanual, dentro de la tónica de desaceleración que iniciaron en el tercer trimestre, debida, en parte, al efecto de la comparación con los elevados niveles alcanzados por las exportaciones un año antes. Por áreas geográficas, las ventas reales dirigidas a la UE cayeron un 2,8%, en el mes de noviembre, recogiendo el retroceso que en ese mes mostraron la mayoría de los mercados europeos, especialmente el francés. Las exportaciones extra-comunitarias también disminuyeron un 0,4% en noviembre, truncando la favorable evolución que venían manteniendo a lo largo del ejercicio. En concreto, en el último mes destacó el retroceso de las ventas a Estados Unidos, Japón, países del sudeste asiático y OPEP. Las importaciones reales de bienes registraron en noviembre un crecimiento moderado, aunque superior al observado en octubre, del 3% interanual. Por grupos de productos, las compras de bienes de equipo mostraron un renovado impulso, con un avance interanual del 14,8%, en términos reales, mientras que las de consumo crecieron un 7,6%, manteniendo un ritmo de avance similar al alcanzado en octubre. Las importaciones de bienes intermedios no energéticos prolongaron el perfil de desaceleración de los últimos meses, descendiendo un 3,4% en términos reales, y las de energía repuntaron hasta el 7,4%. El déficit comercial, en términos nominales, se incrementó en noviembre un 15,7%, en tasa interanual, tras caer un 4% en octubre. Este resultado fue debido al empeoramiento del desequilibrio real, ya que la relación real de intercambio experimentó una leve mejora. En términos acumulados, y según los datos de la Balanza de Pagos, la balanza comercial registró un déficit de 34.640 millones de euros hasta noviembre, un 14,5% superior al del mismo período del año anterior. El aumento de los déficit comercial y de rentas, unido al menor superávit de la balanza de transferencias corrientes, no pudo ser compensado por la mejora del superávit de servicios turísticos, de forma que el déficit de la balanza por cuenta corriente se incrementó hasta 19.733 millones de euros, frente a los 12.161 millones en igual período del año anterior. En ese período, el superávit de la balanza de capital quedó situado en 6.737 millones de euros, por debajo de los 7.198 millones registrados entre enero y noviembre de 2002.

La producción industrial prolongó en el mes de diciembre la senda de lenta reactivación que inició en septiembre, al registrar un aumento interanual del 3,6% en ese mes (0,8% en términos de serie corregida de efectos de calendario). Atendiendo al destino económico de los bienes, la producción de bienes intermedios mantuvo el perfil expansivo de meses anterior-



res, la producción de bienes alimenticios registró un sensible avance, tras la fuerte caída experimentada en noviembre, mientras que la fabricación de bienes de equipo se mantuvo en tasas positivas, por tercer mes consecutivo. Finalmente, la producción de manufacturas de consumo continuó registrando tasas de varia-



ción negativas, aunque dentro de una senda de recuperación. Por otra parte, el indicador de entradas de pedidos en la industria avanzó sensiblemente en diciembre, con especial intensidad en la industria de bienes de equipo, mientras que el indicador de confianza industrial, aunque aumentó ligeramente en febrero, permanece por debajo de los niveles observados en el segundo semestre de 2003. En los servicios, el indicador de confianza se mantuvo inalterado en febrero, si bien empeoró la valoración de los empresarios sobre la evolución de su demanda esperada; en términos más generales, se aprecia una estabilidad de este indicador en torno a los niveles medios de 2003.

Respecto al empleo, los indicadores más recientes confirman su fortaleza en los últimos meses de 2003 y primeros de 2004 (véase gráfico 2). Según la EPA, en el cuarto trimestre de 2003, el número de ocupados creció un 3,0%, en tasa interanual, dos décimas más que en el tercer trimestre y casi el doble que en el mismo trimestre del año anterior (estos datos se analizan con más detalle en otro artículo de este Boletín). La intensificación del ritmo de creación de empleo se centró en el colectivo de trabajadores por cuenta ajena (que creció un 1%), en tanto que en el colectivo de trabajadores asalariados el ritmo de aumento se desaceleró ligeramente, hasta el 3,4%. Por ramas de actividad, se observó una mejora generalizada de la evolución del

empleo, con la excepción de la industria, donde el número de ocupados se redujo un 3,0%, a pesar del avance de la actividad. Los datos de nuevas afiliaciones a la Seguridad Social, que en enero registraron un incremento interanual del 3,1%, superior al 2,5% de diciembre, corroboran el continuado dinamismo del empleo. Respecto del desempleo, el número de parados aumentó un 0,4% en el cuarto trimestre, en términos interanuales, según la EPA, tasa igual a la observada en el tercer trimestre, de forma que la tasa de paro permaneció en el 11,2% de la población activa, tres décimas menos que hace un año. Más recientemente, los datos del INEM correspondientes al mes de enero reflejaron un menor ritmo de crecimiento del paro registrado, que aumentó un 1,1% en ese mes, tres décimas menos que en diciembre.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el conjunto de las Administraciones Públicas cerró el año 2003 con un superávit del 0,3% del PIB, ya que las Administraciones Centrales lograron un superávit del 0,6% del PIB, mientras que las Administraciones Territoriales acumularon un déficit del 0,3%. En concreto, el Estado finalizó 2003 con un déficit de 2.117 millones de euros (0,3% del PIB), frente al déficit del 0,5% del PIB registrado un año antes. Esta reducción del déficit del Estado se debió a un incremento de los ingresos superior al de los gastos (1,9% y 0,7%, respectivamente). Por el lado de los ingresos destaca la importante aceleración de la recaudación por IVA, y por el de los gastos, la moderación del consumo final y la caída de los intereses pagados, en tanto que la formación bruta de capital experimentó un crecimiento notable.

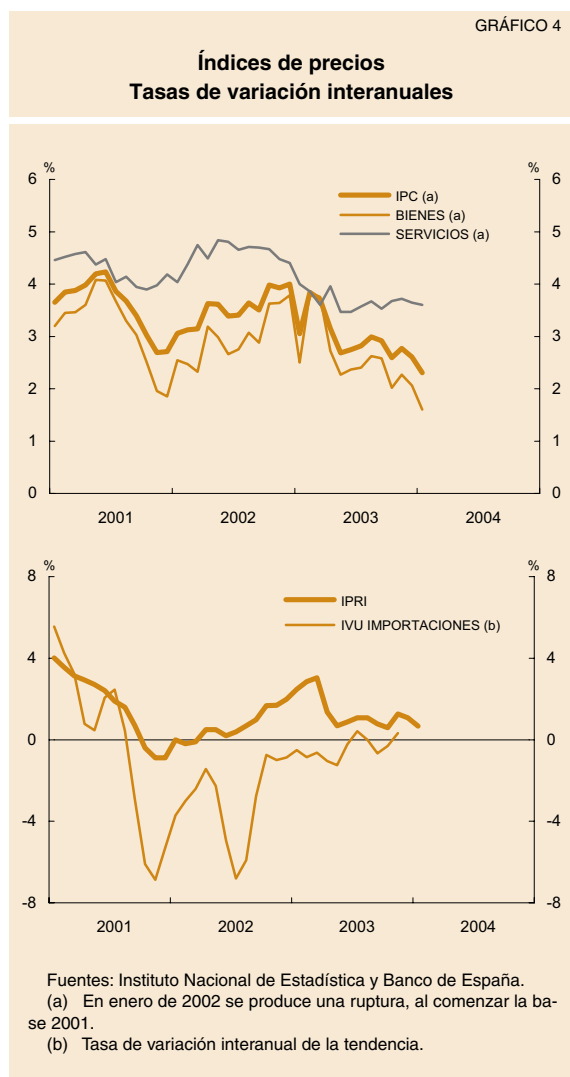
## 2. PRECIOS Y COSTES

La información sobre la negociación colectiva en 2003, que incorpora datos hasta el mes de diciembre, muestra un aumento salarial medio pactado del 3,5%, en línea con el incremento acumulado hasta noviembre. Este incremento de las tarifas salariales se sitúa 0,4 puntos porcentuales por encima de lo pactado en los convenios registrados en 2002, sin tener en cuenta los efectos de las cláusulas de salvaguarda. El número de trabajadores afectados por la negociación en 2003 superó los 8,1 millones, hasta el mes de diciembre, de los cuales el 33% firmaron convenios nuevos, en los que se acordó un incremento del 3,5%, prácticamente igual que el de los convenios revisados. Por ramas de actividad, tampoco hubo cambios significativos en diciembre; únicamente se observó una ligera reducción de los incrementos salariales en los servicios (3,4%), percibiéndose aumentos muy similares a los registrados hasta

noviembre en la industria (3,2%), la agricultura (3,6%) y la construcción (4,7%).

El IPC redujo significativamente su tasa de variación interanual en enero, situándola en el 2,3%, tras reducirse un 0,7% en relación con el mes anterior. Esta tasa interanual es la más baja desde mediados de 1999 (véase gráfico 4). A su vez, el IPSEBENE también redujo su ritmo de variación interanual hasta el 2,3%, dos décimas menos que en diciembre. Entre los componentes del IPC, cabe destacar la caída que registraron los precios de los bienes industriales no energéticos en enero, del 3,6% respecto del mes anterior, de forma que su tasa de variación interanual disminuyó en un punto y medio, hasta situarse en el 0,7%, mínimo histórico en este grupo. El comportamiento de los precios de aquellos bienes en temporada de rebajas resultó determinante de este resultado; en cambio, la reducción de precios de referencia de medicamentos llevada a cabo en enero, y que afectaba básicamente a los medicamentos genéricos, apenas tuvo impacto sobre el IPC. Por otra parte, los precios de la energía también registraron una importante desaceleración interanual en enero, reflejo, principalmente, del encarecimiento que habían experimentado en enero del año anterior, y que no se repitió en 2004, cuando el aumento intermensual fue del 0,6%. Como es habitual, al comienzo del año tuvo lugar un incremento de las tarifas eléctricas, mientras que el precio del gas natural se revisó a la baja, con un efecto neto ligeramente positivo sobre el IPC de energía.

En línea con la evolución del índice general, los precios de los alimentos elaborados afianzaron en enero la desaceleración que iniciaron el mes anterior. Solo cabe destacar el aumento del precio del pan, que reflejó el encarecimiento de los cereales ante la escasez de importaciones. Los precios de los alimentos no elaborados, en cambio, frenaron la desaceleración registrada en diciembre, al elevarse un 0,6% en enero, incrementando una décima su tasa interanual, hasta el 6,5%. Este resultado contrasta con la desaceleración que se desprendía de la información sobre precios alimenticios, proporcionada mensualmente por el Ministerio de Economía con un cierto adelanto. Por último, los precios de los servicios crecieron seis décimas respecto al mes anterior, manteniendo inalterada su tasa de crecimiento interanual en el 3,6%, cifra en torno a la que vienen oscilando en los últimos nueve meses. Entre las variaciones más significativas, cabe destacar los aumentos, habituales al inicio del año, de los precios de los seguros, de los servicios postales y de los financieros, mientras que los incrementos de precios en el transporte público resultaron de menor magnitud que en años anteriores.



Al igual que el IPC, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) registró en enero un crecimiento interanual del 2,3%, cuatro décimas menos que en diciembre. En el conjunto de la zona euro el IAPC experimentó un descenso de una décima en la tasa de variación interanual, hasta el 1,9%. De esta forma, el diferencial de inflación se redujo en tres décimas, situándose en 0,4 puntos porcentuales, en contraste con el diferencial de 1,7 puntos porcentuales con que se inició el año 2003.

El índice de precios industriales (IPRI), cuyos datos se han recibido al cierre de este Boletín, aumentó un 0,7% en enero en relación con el mes anterior; en términos interanuales, su tasa de variación se redujo en cuatro décimas, hasta alcanzar el 0,7%, recogiendo el buen comportamiento de la mayoría de sus principales componentes, y especialmente de la energía. En el conjunto de 2003, el IPRI terminó el ejercicio con tasas interanuales en torno al 1%, en contraste con las observadas en el primer trimestre del año, cercanas al 3%. Este comportamiento

vino inducido por la acusada desaceleración de los precios de producción de la energía y, en menor medida, de los bienes intermedios. Por el contrario, los precios de fabricación de los bienes de consumo mantuvieron a lo largo del año una trayectoria suavemente ascendente y los de los bienes de equipo experimentaron crecimientos muy moderados. Por otra parte, el índice de precios percibidos por los agricultores registró en el mes de noviembre un incremento del 3,7%, afianzando la desaceleración que inició en septiembre.

Finalmente, los precios de las importaciones, aproximados por el índice de valor unitario (IVU), disminuyeron un 0,2% en noviembre, tras el ligero aumento del mes anterior. Por componentes, los precios energéticos atenuaron su ritmo de descenso hasta el 2,6%, en un contexto de aumento interanual del precio del petróleo en dólares, más que compensado por la fuerte apreciación del euro en ese período. Los IVU no energéticos, sin embargo, se desaceleraron en el último mes, hasta registrar una tasa ligeramente negativa, del 0,2%, reflejando la evolución de sus principales componentes, especialmente los precios de los bienes de equipo (-7%) y los precios de los bienes de consumo alimenticio (-5,4%). En cuanto a las exportaciones, el índice de valor unitario (IVU) creció un 0,5% en noviembre, truncando la senda de descensos registrados desde el mes de marzo. Por áreas geográficas, los precios de las exportaciones dirigidas a los mercados extracomunitarios atenuaron su fuerte ritmo de descenso, hasta el 2,8%, mientras que los precios de las ventas destinadas a la UE prácticamente estabilizaron su tasa de avance interanual en el 1,9%.

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

Durante el mes de enero y primeras semanas de febrero, la evolución del tipo de cambio del dólar siguió centrando la atención de los mercados financieros internacionales. El comunicado emitido por el G7 tras su reunión de comienzos de febrero incluyó una llamada a los riesgos potenciales derivados de una volatilidad excesiva de los tipos de cambio. Tras este, el dólar se ha mantenido en niveles relativamente depreciados frente al euro, en torno a 1,26, si bien por encima de los mínimos del último año. De forma similar, el tipo de cambio del yen se ha situado en torno a los 108 yenes por dólar, algo por debajo de los máximos del último año. Los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública estadounidense se mantuvieron relativamente estables y los precios en los mercados de renta variable siguieron mostrando un tono favorable, en parte apoyados por el afianzamiento de las expectativas de mantenimiento

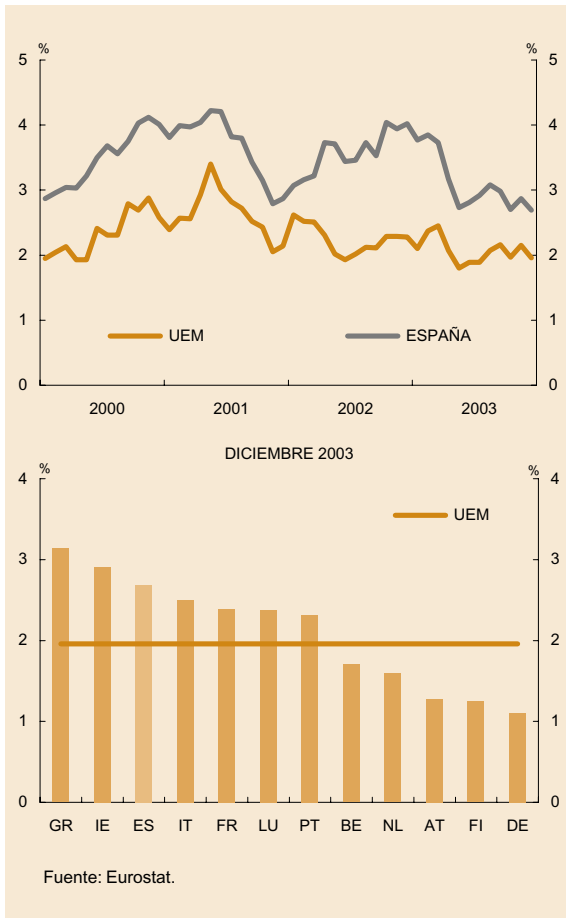
de los tipos de interés oficiales en los próximos meses. Por su parte, la cotización del crudo se situó por encima del nivel de los 30 dólares por barril, apoyada por el anuncio de la OPEP de recortar la producción a partir de abril.

En Estados Unidos, el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2003 retornó hacia una tasa del 4% en términos trimestrales anualizados, después del crecimiento atípicamente elevado del tercer trimestre. Con ello, el PIB en el año 2003 registró un avance del 3,1%, que se distribuyó entre un primer semestre relativamente pausado, seguido de una fuerte aceleración de la actividad en el segundo. De la reciente comparecencia del presidente de la Reserva Federal ante el Congreso se desprende que dicho fortalecimiento de la economía sin inflación podría prolongarse a lo largo de 2004. Sin embargo, no todos los indicadores de las primeras semanas de este año han sido tan pujantes como cabía esperar. Cabe destacar, en primer lugar, la escasa creación de empleo en enero (112.000 empleos), que, como en meses anteriores, se sitúa muy por debajo de las previsiones. A ello se añade la negativa sorpresa de las ventas al por menor de enero (-0,3% mensual), el aumento del déficit comercial en diciembre (de 38,4 mm a 42,5 mm) y la fuerte caída del sentimiento del consumidor en febrero. Algunas consideraciones amortiguan, no obstante, estas señales negativas: una parte significativa de la caída de las ventas al por menor se debe a los componentes más volátiles del índice (automóviles y otros), por lo que, excluyendo estos, el crecimiento habría sido del 0,9%, frente al 0,2% mensual anterior, lo que indicaría que el consumo privado de bienes mantiene su dinamismo. Por su parte, los índices ISM (manufacturas y resto) aumentaron en enero hasta niveles compatibles con un fuerte crecimiento de la actividad, al igual que la producción industrial, que aumentó un 0,8% en enero frente al 0% anterior, y la utilización de la capacidad productiva, que subió del 75,6% al 76,2%. La evolución de los precios y salarios pone de manifiesto la ausencia de presiones inflacionistas, pues el incremento interanual del IPC subyacente se mantuvo en enero en el 1,1%, pese a cierta aceleración del IPC general, por la evolución de los precios energéticos, lo que colocó la inflación de los precios al consumo en el 1,9% interanual. Aun así, los costes laborales unitarios descendieron de nuevo en el cuarto trimestre un 1,9% interanual (frente a la caída del 1,7% en el tercer trimestre), y la productividad avanzó un 5,4%.

En Japón, el crecimiento de la actividad repuntó fuertemente en el cuarto trimestre de 2003, registrando una tasa interanual del 3,6%,

GRÁFICO 5

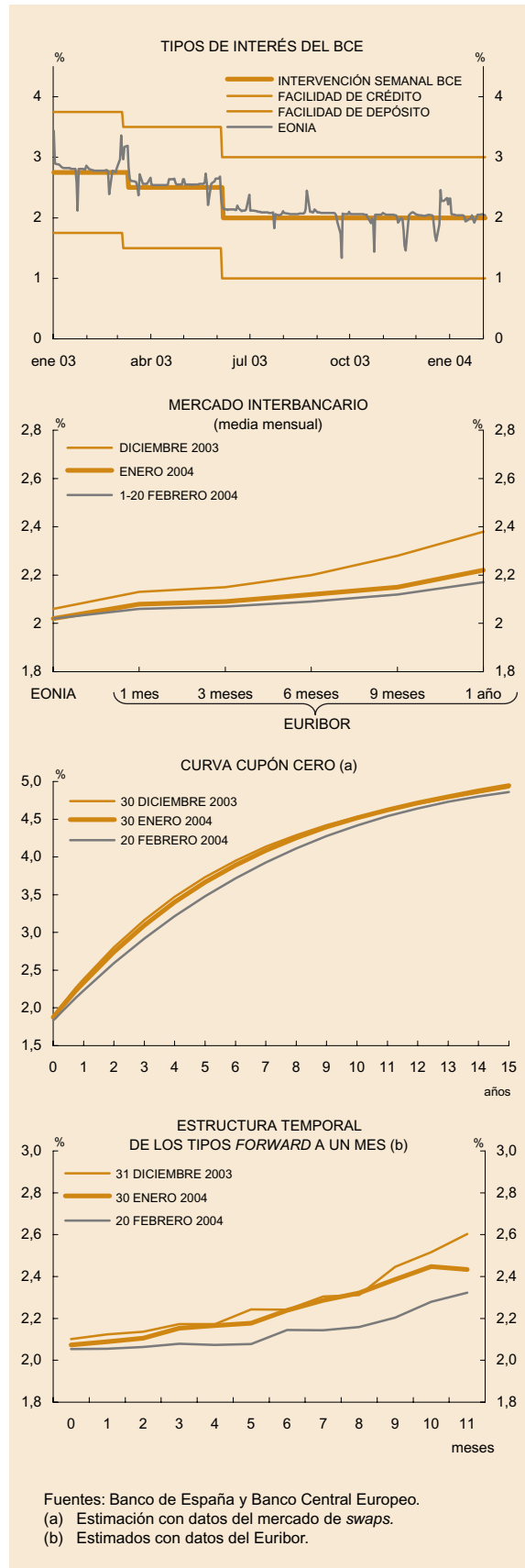
**Índices armonizados de precios de consumo  
Tasas de variación interanuales**



que sitúa el crecimiento medio del PIB en el año en un 2,7%, el mayor en más de una década. A esta aceleración de la actividad contribuyeron principalmente la inversión privada y las exportaciones (10% y 10,9% interanual, respectivamente), si bien el consumo privado también tuvo una aportación moderadamente superior a la de anteriores trimestres (2,1% interanual). Tanto los indicadores de confianza empresarial más recientes como los últimos datos de exportaciones parecen sustentar unas perspectivas favorables para 2004, a pesar de la reciente desaceleración de la producción industrial (-0,8% mensual en diciembre). En cuanto al consumo privado, en diciembre se moderó sensiblemente la caída de las ventas al por menor (-0,4% interanual) y mejoró la confianza de los consumidores, apoyada en la recuperación del empleo, que propició el descenso de la tasa de paro hasta el 4,8% de la población activa. Sin embargo, el gasto de las familias siguió manteniendo un débil pulso. Por su parte, la inflación en diciembre se situó en el -0,4% interanual (0,0% en el caso de la inflación subyacente), lo que muestra que en el conjunto de 2003 disminuyeron sensiblemente las presiones

GRÁFICO 6

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



## Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	2003				2004	
	SEP	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB (a)
<b>ACTIVIDAD Y PRECIOS (b):</b>						
Índice de producción industrial	-1,1	1,6	1,1	2,3		
Comercio al por menor	0,0	0,9	-1,7			
Matriculaciones de turismos nuevos	1,9	-0,2	-0,1	-7,5	1,1	
Indicador de confianza de los consumidores	-17	-17	-16	-16	-16	
Indicador de clima industrial	-9	-8	-6	-8	-7	
IAPC	2,2	2,0	2,2	2,0		
<b>VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c):</b>						
M3	7,6	8,1	7,4	7,1		
M1	11,2	12,3	10,7	10,6		
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	5,5	5,7	6,3	5,9		
<i>AAPP</i>	5,6	6,7	7,1	6,6		
<i>Otros sectores residentes</i>	5,5	5,5	6,0	5,7		
EONIA	2,02	2,01	1,97	2,06	2,02	2,02
EURIBOR a tres meses	2,15	2,14	2,16	2,15	2,09	2,07
Rendimiento bonos a diez años	4,23	4,31	4,44	4,36	4,26	4,22
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,10	0,00	-0,10	-0,05	-0,09	-0,09
Tipo de cambio dólar/euro	1,122	1,169	1,170	1,229	1,261	1,268
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	4,1	12,0	14,2	18,1	3,2	5,4

Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Banco Central Europeo y Banco de España.  
(a) Media del mes hasta el día 20 de febrero de 2004.  
(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 20 de febrero de 2004.

deflacionistas, si bien el comportamiento del deflactor del PIB siguió mostrando una acusada caída (-2,6% en el cuarto trimestre de 2003 respecto a -2,1% en el tercero). El Banco de Japón relajó el tono de la política monetaria, ampliando el objetivo cuantitativo de las cuentas corrientes y reservas en el banco central, de un rango de 27-32 a 30-35 billones de yenes.

Las economías del resto de Asia mantuvieron la senda de crecimiento mostrada en trimestres anteriores, impulsada principalmente por el crecimiento de las exportaciones y del consumo privado. Destacó la aceleración del PIB de China en el cuarto trimestre de 2003 (9,9% interanual), al tiempo que su tasa de inflación aumentó levemente, hasta alcanzar el 3,2% interanual en enero. Varios países del este de Asia mantuvieron su política de intervención en los mercados de divisas y acumulación de reservas internacionales, con el objetivo de mantener su tipo de cambio frente al dólar.

En el Reino Unido, el PIB del cuarto trimestre de 2003 mostró un crecimiento trimestral

del 0,9%, una décima más que en el tercero, lo que en términos interanuales eleva el crecimiento del 2,1% al 2,5%. En el conjunto de 2003, el PIB creció un 2,1%, frente al 1,7% de 2002. La encuesta de tendencias industriales de la CBI y el PMI de manufacturas de enero apuntan hacia una mejora en las perspectivas para la industria, tras las caídas de la producción industrial del 1% en noviembre y del 0,1% en diciembre. Los indicadores de consumo privado, por su parte, señalan un fuerte crecimiento, con un avance de las ventas al por menor del 0,6% en enero (6,4% interanual) y una notable mejora de la confianza de los consumidores en el mismo mes. En cuanto al mercado laboral, la tasa de paro se mantuvo en un mínimo histórico del 4,9% en diciembre. Por el lado de la inflación, a pesar de que el índice armonizado se situó en el 1,4% interanual, por debajo del objetivo del 2%, el Banco de Inglaterra decidió aumentar en febrero el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 4%, ante la aceleración en el crecimiento económico y la expectativa de mayores presiones inflacionistas en el medio plazo.



En Latinoamérica, la actividad parece mostrar síntomas de una cierta recuperación a partir del cuarto trimestre de 2003, que podría extenderse a aquellos países que habían quedado más rezagados en el ciclo (Brasil y Méjico). Sin embargo, desde el punto de vista de las condiciones de financiación, parece observarse en los primeros meses de este año una interrupción del intenso proceso de reducción de los diferenciales soberanos que se había prolongado de modo sostenido desde el otoño de 2002. Por países, en Argentina, los indicadores apuntan a un crecimiento del producto elevado en el último trimestre de 2003, aunque se han suscitado algunos problemas de cara a la segunda revisión del programa financiero con el FMI. En Brasil, los datos fiscales de 2003 señalan que, pese a la existencia de un superávit primario de 4,3% del PIB, la deuda pública ha aumentado 2,7 pp, hasta el 58,2% del PIB, por el escaso crecimiento nominal y el elevado pago de intereses, lo que pone de manifiesto algunos síntomas de vulnerabilidad. Por el lado de la política monetaria, el banco central de Brasil interrumpió la senda de reducción de los tipos de interés iniciada en junio de 2003. En Méjico, el PIB repuntó en el cuarto trimestre y alcanzó un crecimiento anual del 2% (1,3% de media en 2003), ligado a la recuperación de la producción industrial, en paralelo con el comportamiento de este sector en Estados Unidos. Por último, en Venezuela, las autoridades devaluaron el tipo de cambio del bolívar, desde 1.600 a 1.920 bolívares por dólar, sin que tuvieran lugar repercusiones importantes en los mercados financieros.

Según la estimación preliminar de Eurostat, el PIB del área del euro avanzó, en el último trimestre de 2003, un 0,3% en términos intertrimestrales, con lo que la tasa interanual se situó en el 0,6%. Además, la estimación definitiva de la Contabilidad Nacional del tercer trimestre confirmó que el producto creció, en ese período, a una tasa del 0,4%. Ambos datos corroboran la moderada recuperación de la actividad en la segunda mitad del pasado año, tras los ritmos de crecimiento ligeramente negativos del primer semestre. Para el conjunto de 2003, la expansión del PIB fue del 0,4%, medio punto por debajo de la registrada en 2002. En el tercer trimestre, el crecimiento fue impulsado fundamentalmente por la fuerte aportación del saldo neto exterior, que compensó con creces las contribuciones negativas de la demanda interna y de la variación de existencias. Para el trimestre final del año no está aún disponible la descomposición del crecimiento por el lado de la demanda para el conjunto del área. Sin embargo, la información disponible sobre Alemania y Francia muestra, en comparación con el trimestre previo, una menor contribución de la deman-



da exterior neta al crecimiento del producto —debidamente, sobre todo, al comportamiento más expansivo de las importaciones— y una cierta recuperación de la inversión, mientras que se mantuvo el escaso dinamismo del consumo.

La información aportada por los indicadores de frecuencia mensual más recientes resulta, en general, coherente con una estabilización del ritmo de expansión de la actividad. Así, aunque el dato del índice de producción industrial referido a diciembre apunta a un dinamismo creciente del sector al final del año, los últimos registros de los indicadores de opinión de la industria manufacturera, disponibles hasta enero, sugieren una estabilización de las expectativas de las empresas del sector. En el sector servicios, la información cualitativa correspondiente al período más reciente tampoco parece aportar indicios concluyentes de fortalecimiento adicional de la actividad, ya que, si bien el sector se mantuvo por séptimo mes consecutivo en expansión de acuerdo con el indicador sintético de las encuestas de los directores de compras, ni este indicador ni el procedente de las encuestas de la Comisión

Europea han mostrado una tendencia definida en los últimos meses.

Por el lado de la demanda, la información proporcionada por los indicadores relacionados con el consumo privado del conjunto del área es coherente con la falta de dinamismo de este componente a la que apunta la Contabilidad Nacional de Alemania y Francia del cuarto trimestre. Así, los indicadores de confianza de los consumidores y de los comerciantes minoristas elaborados por la Comisión Europea siguen sin mostrar una mejoría significativa, mientras que las ventas al por menor descendieron en noviembre, tras los tímidos avances de los meses precedentes.

La tasa interanual de variación del IAPC en enero se mantuvo en el 2%, atendiendo a la información de carácter provisional facilitada por Eurostat (véase gráfico 5). No obstante, los datos nacionales disponibles apuntan a una desaceleración generalizada de las tasas de inflación —quizás relacionada con los efectos de la apreciación cambiaria del euro—, salvo en Alemania, donde los precios aceleraron su ritmo de avance, como consecuencia de los incrementos de precios administrados e impuestos indirectos que tuvieron lugar al comienzo del año. Por su parte, la tasa interanual de variación de los precios industriales se redujo en diciembre en cuatro décimas, hasta situarse en el 1%. Esta ralentización fue consecuencia de la moderación del ritmo de avance del componente energético y, en menor medida, de los bienes de consumo no duradero.

En el marco descrito de recuperación gradual de la actividad y de un comportamiento esperado de las tasas de inflación en línea con la definición de estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo inalterados, en su reunión del 5 de febrero, los tipos de interés oficiales en los niveles vigentes desde el 5 de junio de 2003 —del 2%, 1% y 3% para las operaciones principales de financiación, la facilidad de depósito y la facilidad marginal de crédito, respectivamente—. Los tipos de interés del mercado interbancario descendieron en enero, con una caída más acusada en los plazos más largos, lo que ha conducido a una reducción de la pendiente positiva de la curva de rendimientos (véase el gráfico 6). Finalmente, en los mercados secundarios de deuda pública, las rentabilidades a diez años disminuyeron ligeramente en el último mes y medio, hasta situarse en torno al 4,2%. En Estados Unidos, los rendimientos de la deuda pública han evolucionado de forma similar, por lo que el diferencial negativo frente a la UEM se ha mantenido en torno a 10 puntos básicos (véase cuadro 1).

En consonancia con el resto de las bolsas internacionales, en los mercados de renta variable europea ha continuado, en el período transcurrido del año, la trayectoria alcista iniciada a finales del primer trimestre de 2003. A fecha de cierre de este informe, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio presentaba una ganancia acumulada anual del 5% y había alcanzado su nivel máximo en más de año y medio. En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro frente al dólar ha experimentado diversas oscilaciones desde el comienzo del año, que, en algún momento, condujeron a la moneda única europea a alcanzar su máximo histórico frente al dólar —1,28 dólares por euro— (véase gráfico 7). En la actualidad, el tipo de cambio entre ambas monedas es similar al que se observaba al cierre de 2003. El euro ha registrado comportamientos divergentes frente a otras monedas en el período analizado, depreciándose frente a la libra esterlina y apreciándose ligeramente frente al yen. Como resultado, el nivel actual del tipo de cambio efectivo nominal del euro no ha experimentado variaciones significativas en lo que va de año.

Los datos referidos a diciembre muestran una ralentización en la tasa de crecimiento interanual de M3, que se situó en el 7,1%. La desaceleración ha afectado de forma generalizada a todos los componentes del agregado, si bien fue especialmente acusada en los instrumentos menos líquidos. La tasa interanual de crecimiento del crédito concedido al sector privado disminuyó también, en tres décimas, hasta el 5,7%. En el desglose de los préstamos al sector privado, relativo al cuarto trimestre, se constata una estabilidad de la tasa de crecimiento interanual de los otorgados a las sociedades no financieras en torno al 3,5%, en tanto que los préstamos concedidos a las familias, tanto para la adquisición de vivienda como para la financiación del consumo, mostraron una suave aceleración, hasta situarse algo por encima del 6%.

#### 4. EVOLUCIÓN FINANCIERA EN ESPAÑA

Durante el mes de diciembre de 2003, la financiación obtenida por los hogares registró un nuevo aumento en su ritmo de expansión interanual, mientras que los recursos captados por las sociedades no financieras continuaron desacelerándose, aunque de forma ligera. Por su parte, los activos financieros más líquidos de las carteras del sector privado mostraron un cierto ascenso en sus tasas de variación. La información provisional correspondiente a enero apunta a una continuidad en la trayectoria de aceleración de la deuda contraída por las fami-

CUADRO 2

## Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	2000	2001	2002	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB (a)
	DIC	DIC	DIC					
TIPOS BANCARIOS (b)								
HOGARES E ISFLSH:								
Crédito a vivienda	...	...	...	3,48	3,46	3,46	...	...
Crédito a consumo y otros fines	...	...	...	6,45	6,40	6,39	...	...
Depósitos	...	...	...	1,08	1,09	1,11	...	...
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:								
Crédito (c)	...	...	...	3,86	3,80	3,75	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,70	3,11	2,72	2,12	2,18	2,19	2,07	2,06
Deuda pública a cinco años	4,92	4,29	3,59	3,38	3,53	3,47	3,31	3,35
Deuda pública a diez años	5,20	4,97	4,43	4,27	4,40	4,34	4,19	4,17
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,29	0,19	0,06	0,02	-0,01	0,00	0,00	0,00
Prima de los seguros de riesgo crediticio								
a cinco años de empresas no financieras (e)	0,68	0,80	1,26	0,35	0,33	0,32	0,38	0,47
Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	-12,68	-6,39	-23,10	19,10	21,20	27,44	2,75	6,29

Fuentes: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

(a) Media de datos diarios hasta el 16 de febrero de 2004.

(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.

lias, a un mantenimiento en el avance de los fondos dirigidos a las empresas y a una moderación en el crecimiento de los activos más líquidos.

Las rentabilidades medias negociadas en los mercados secundarios de deuda pública se situaron, en enero, algo más de 10 puntos básicos por debajo de los correspondientes niveles de diciembre. En la parte transcurrida del mes de febrero, se han producido escasas variaciones, de modo que, entre el 1 y el 15 de dicho mes, los tipos de interés medios de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años alcanzaron, respectivamente, el 2,06% y el 4,17% (véase cuadro 2). Esta evolución fue similar en el resto de los mercados europeos, con lo que el diferencial con el bono alemán a diez años continuó siendo prácticamente nulo. Por su parte, las primas de los seguros de riesgo crediticio a 5 años de las empresas no financieras españolas aumentaron 15 puntos básicos durante enero y febrero, lo que contrasta con la evolución descendente de los meses precedentes.

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales, las cotizaciones mantuvieron, durante la parte transcurrida de 2004, la trayectoria creciente de los meses anteriores. De este modo, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba en la fecha de cierre de este artículo una revalorización del 6,29% en relación con el nivel de finales de 2003, incremento superior al observado en 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 de las operaciones nuevas aplicados por las entidades de crédito a las familias permanecieron relativamente estables en el mes de diciembre de 2003, mientras que los correspondientes a las empresas descendieron ligeramente. De este modo, los costes de los préstamos concedidos a los hogares para la adquisición de vivienda y para el consumo y otros fines fueron del 3,46% y 6,39%, respectivamente, y la remuneración de sus depósitos se situó en el 1,11%. Por su parte, el precio de la financiación bancaria a las socie-

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

	2003	2001	2002	2003		
	DIC (b)	DIC	DIC	OCT	NOV	DIC
<b>1. Financiación total (2 + 3)</b>	<b>1.343,5</b>	<b>11,6</b>	<b>10,2</b>	<b>11,0</b>	<b>11,2</b>	<b>11,2</b>
<b>2. Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH</b>	<b>1.023,4</b>	<b>15,6</b>	<b>14,6</b>	<b>14,5</b>	<b>14,9</b>	<b>14,9</b>
2.1. Hogares e ISFLSH	436,4	12,3	14,1	16,8	18,6	19,0
De los cuales:						
Crédito para adquisición de vivienda (c)	301,7	17,1	15,1	18,1	19,7	21,7
Crédito para consumo y otros fines (c)	134,0	3,9	11,9	14,1	16,3	13,4
2.2. Sociedades no financieras	587,0	18,1	15,0	12,8	12,2	12,0
De los cuales:						
Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	412,1	15,3	14,7	14,2	14,0	13,9
Valores de renta fija	17,6	7,1	-11,6	2,6	5,0	11,2
<b>3. Administraciones Públicas</b>	<b>320,1</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>
Valores a corto plazo	39,9	-19,3	0,7	5,3	6,6	7,4
Valores a largo plazo	286,4	4,9	3,0	-0,8	-0,4	-1,1
Créditos-depósitos (d)	-6,2	4,0	-10,8	3,4	0,5	3,4

Fuente: Banco de España.  
(a) La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.  
(b) Saldo en miles de millones de euros.  
(c) Incluye los créditos titulizados.  
(d) Variación interanual del saldo.

dades no financieras descendió 5 puntos básicos, hasta el 3,75%.

La financiación recibida por el total de los sectores residentes no financieros experimentó, en diciembre, un crecimiento interanual del 11,2%, un registro idéntico al del mes anterior. Esta evolución fue el resultado de una nueva aceleración del crédito concedido a los hogares, en particular del relacionado con la adquisición de vivienda, junto con una ligera moderación en la tasa de avance de los recursos obtenidos por las sociedades no financieras y un cierto aumento en el ritmo de expansión de los fondos destinados a las Administraciones Públicas (véanse cuadro 3 y gráfico 8).

En concreto, los préstamos otorgados a las familias experimentaron, en diciembre, un aumento de 0,4 puntos porcentuales en su tasa de crecimiento interanual, hasta situarse en el 19%. Este ascenso resultó de una nueva aceleración del crédito destinado a la adquisición de vivienda, que creció un 21,7% respecto al mismo período del año anterior (2 puntos porcentuales por encima del registro de noviembre), y de una contracción de casi 3 puntos

porcentuales en el ritmo de avance de la financiación para consumo y otros fines, hasta el 13,4%.

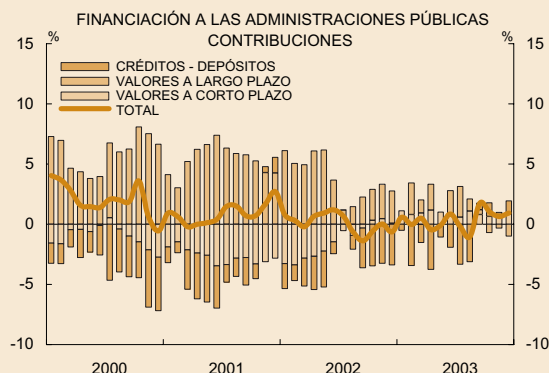
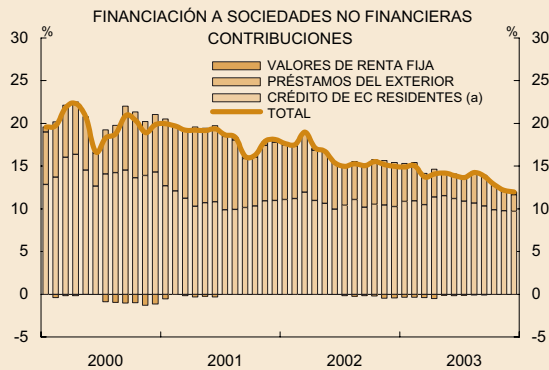
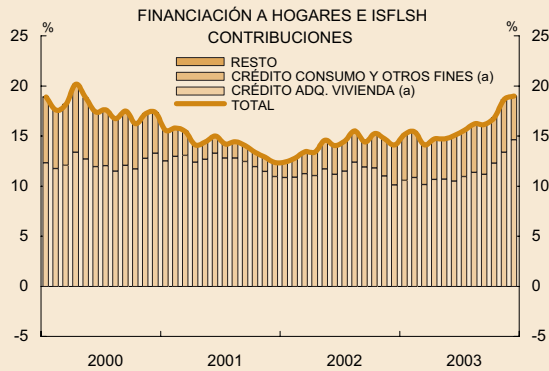
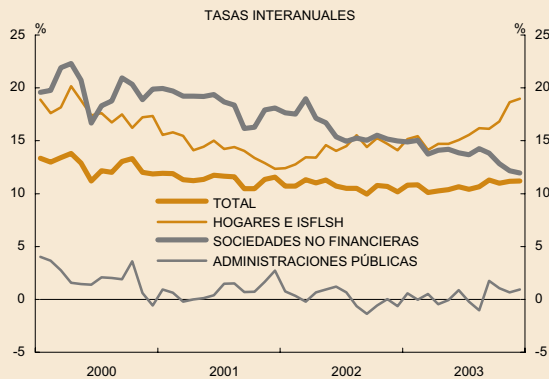
Por su parte, los fondos recibidos por las sociedades no financieras redujeron ligeramente en diciembre su ritmo de expansión, hasta situarse en el 12%. Este comportamiento se produjo a pesar del avance en los recursos captados en los mercados de renta fija, que crecieron un 11,2%, frente al 5% de noviembre, que resultó compensado por la moderada desaceleración de los préstamos otorgados por las entidades de crédito residentes, concepto que constituye la mayor parte de la financiación de las empresas y cuya tasa de variación interanual se situó en el 13,9%.

La información provisional correspondiente al mes de enero apunta a un nuevo ascenso en el ritmo de avance de los préstamos dirigidos a los hogares y a un mantenimiento de las tasas de crecimiento de la financiación captada por las sociedades no financieras.

El ritmo de expansión interanual de la financiación recibida por las Administraciones Públicas aumentó, en diciembre, 0,2 puntos porcen-

GRÁFICO 8

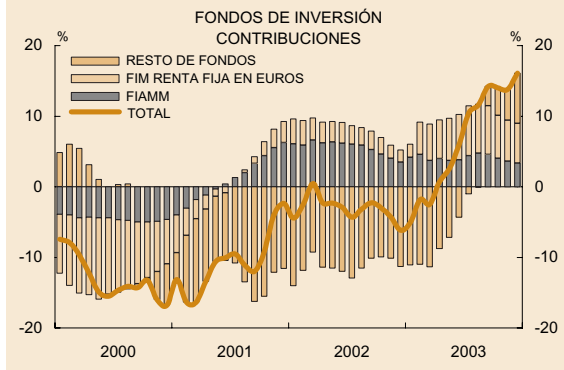
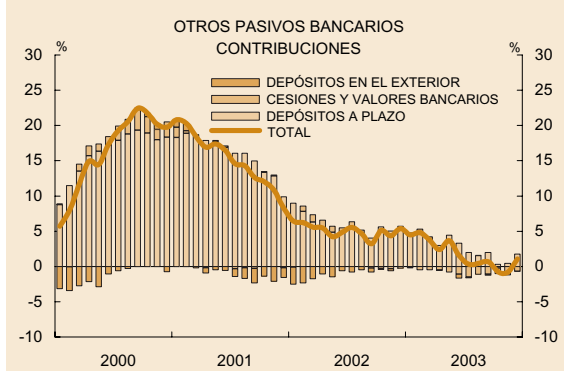
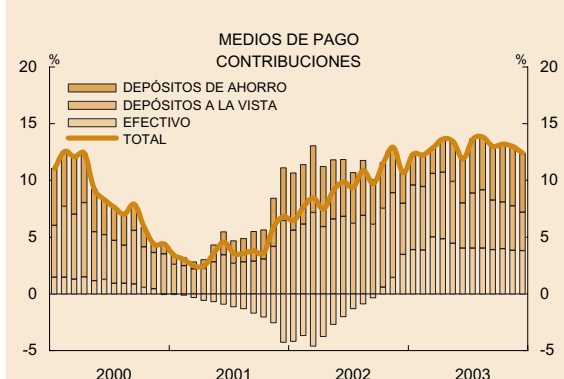
**Financiación a los sectores residentes no financieros**



Fuente: Banco de España.  
(a) Incluye los créditos titulados.

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.

tuales y se colocó en el 0,9%. En cuanto a la composición por instrumentos, se produjo un incremento en la tasa interanual de crecimiento de los recursos captados mediante créditos netos de depósitos y de los valores a corto plazo y una contracción en la correspondiente a la emisión neta de valores a largo plazo.

Los activos financieros más líquidos de las sociedades no financieras y los hogares experimentaron, en general, durante el mes de diciembre, un mayor dinamismo que en el mes anterior, aunque la evolución de los distintos instrumentos fue desigual. Así, los medios de

**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		
	DIC (b)	DIC	DIC	OCT	NOV	DIC
<b>Medios de pago (MP)</b>	<b>362,4</b>	<b>6,8</b>	<b>10,7</b>	<b>13,2</b>	<b>13,0</b>	<b>12,4</b>
Hogares e ISFLSH	278,7	3,5	9,0	14,2	13,7	13,7
Sociedades no financieras	83,7	19,9	16,3	9,7	10,7	8,2
Efectivo	65,4	-21,3	23,4	24,5	24,1	23,0
Depósitos a la vista	152,2	16,0	10,3	9,5	8,9	7,8
Depósitos de ahorro	144,8	11,8	6,5	12,6	13,0	13,1
<b>Otros pasivos bancarios (OPB)</b>	<b>255,0</b>	<b>8,3</b>	<b>5,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,1</b>
Hogares e ISFLSH	202,9	8,7	4,4	-4,6	-4,4	-2,6
Sociedades no financieras	52,0	6,4	10,5	19,2	17,2	18,7
Depósitos a plazo	206,7	13,0	6,9	0,4	0,5	2,2
Cesiones y valores bancarios	35,8	-1,1	-1,8	-1,9	-5,8	-4,7
Depósitos en el exterior (c)	12,5	-20,6	4,6	-12,6	-7,9	-0,6
<b>Fondos de inversión</b>	<b>167,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>-6,1</b>	<b>14,0</b>	<b>13,8</b>	<b>16,1</b>
Hogares e ISFLSH	153,1	-1,7	-6,0	14,1	13,8	16,0
Sociedades no financieras	14,4	-8,8	-8,2	13,2	13,9	17,1
FIAMM	51,5	31,2	12,9	12,7	11,4	10,4
FIM renta fija en euros	39,6	19,7	9,2	28,4	27,2	25,6
Resto de fondos	76,4	-18,0	-20,9	8,3	9,3	15,5
PRO MEMORIA:						
<b>AL1 = MP + OPB + FIAMM</b>	<b>668,9</b>	<b>8,9</b>	<b>8,6</b>	<b>7,3</b>	<b>7,2</b>	<b>7,7</b>
<b>AL2 = AL1 + FIM renta fija en euros</b>	<b>708,5</b>	<b>9,4</b>	<b>8,7</b>	<b>8,3</b>	<b>8,2</b>	<b>8,5</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.

pago redujeron su tasa de variación en 0,6 puntos porcentuales respecto al mes de noviembre, pasando a crecer al 12,4% en términos interanuales (véanse cuadro 4 y gráfico 9). Esta evolución resultó de una nueva desaceleración del efectivo y de los depósitos a la vista y del mantenimiento del ritmo de expansión de 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— aumentó su ritmo de expansión hasta el 1,1%, en contraste con las tasas negativas registradas en los dos meses precedentes. Esta evolución vino determinada, fundamentalmente, por el crecimiento del componente más importante, los depósitos a plazo, que experimentó un ascenso en su avance (2,2% en diciembre frente al 0,5% del mes anterior), y, en menor medida, por la moderación de la contribución

negativa de las cesiones y valores bancarios y los depósitos en el exterior.

El patrimonio de los fondos de inversión creció, en diciembre, a una tasa interanual del 16,1%, 2,3 puntos porcentuales más que en el mes anterior. No obstante, los FIAMM y los FIM de renta fija en euros experimentaron una ralentización, de modo que su tasa interanual de variación se situó en el 10,4% y el 25,6%, respectivamente, mientras que el resto de fondos creció un 15,5%, registro muy superior al observado en noviembre (9,3%).

La información provisional sobre los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares en enero muestra una cierta desaceleración de estas partidas.

25.2.2004.