
Evolución reciente de la economía española

1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

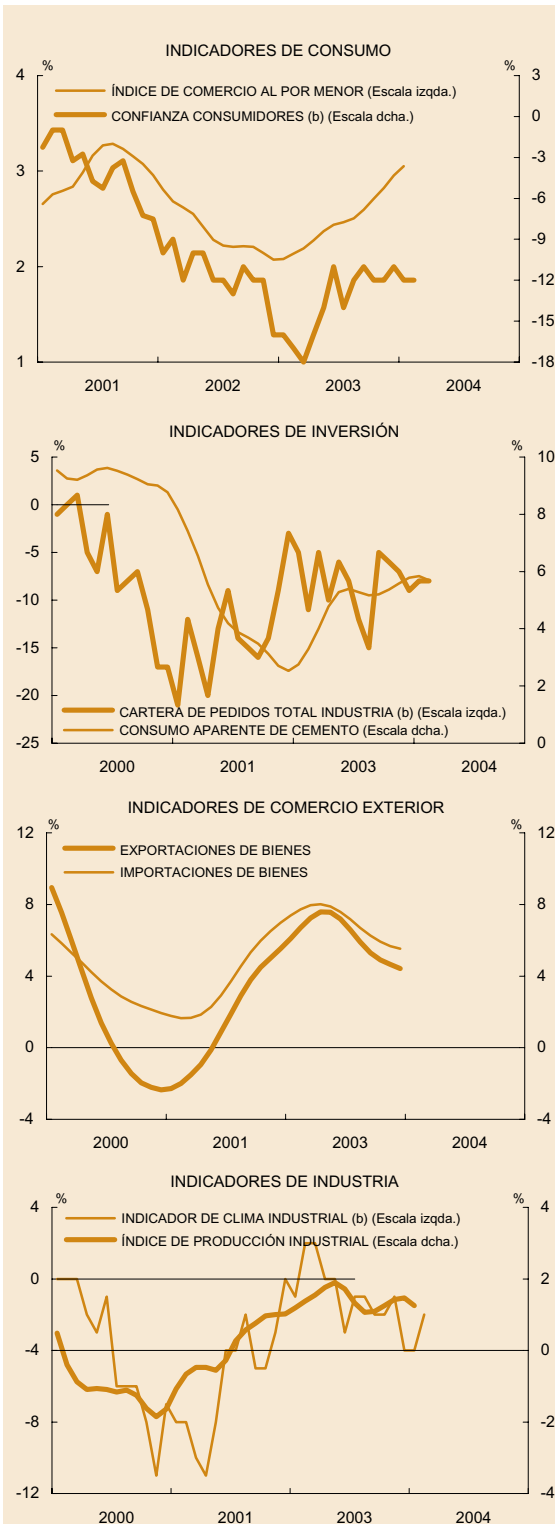
La nueva información recibida desde el cierre del *Boletín económico* anterior está, en parte, referida a los meses finales de 2003. Esta información no modifica sustancialmente el panorama descrito por la Contabilidad Nacional Trimestral del cuarto trimestre, que situó el incremento interanual del PIB español, en ese período, en el 2,7%, tres décimas por encima de la tasa del tercer trimestre, cerrando el año con un crecimiento del 2,4%. Por otra parte, la mayoría de los indicadores disponibles para los primeros meses de 2004 apuntaba, en general, comportamientos compatibles con la línea de recuperación que marcaban los datos del PIB del año 2003. No obstante, hay que tener en cuenta que se dispone todavía de muy poca información sobre el impacto que el ataque terrorista del 11 de marzo en Madrid haya podido tener en la economía, en el corto plazo. Ya cerrado este Boletín se han recibido los indicadores de confianza del mes de marzo, que todavía no reflejan un efecto atribuible a los atentados. Aunque es posible que se perciba algún impacto en los datos de confianza de los próximos meses, existe notable incertidumbre sobre la medida en que este pudiera trasladarse a los indicadores de gasto.

Los indicadores más actualizados de consumo privado han tendido a mostrar bien un mantenimiento, bien una mejora en su evolución (véase el gráfico 1). El indicador de confianza permaneció estable en febrero en niveles similares a los que viene registrando desde el segundo semestre de 2003, en un entorno de mejora de las opiniones sobre la situación económica general que no se está reflejando en una mejor percepción de la situación económica propia. El indicador de confianza del comercio al por menor ha registrado en los primeros meses de 2004 niveles algo inferiores a la media alcanzada en el último trimestre del año pasado, y ello a pesar de que el índice general de ventas del comercio al por menor ha mostrado una pauta de aceleración al inicio del año, aumentando un 4,4% en enero, en términos reales. También las matriculaciones de automóviles han puesto de relieve la fortaleza de la recuperación iniciada en 2003, al incrementarse un 22,8% en febrero. En cuanto a los indicadores algo más retrasados, la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares reflejó un debilitamiento en el crecimiento del gasto total de los hogares, a precios constantes, en el cuarto trimestre de 2003, tras haberse acelerado a lo largo del año. Por su parte, el índice de disponibilidades de bienes de consumo también perdió impulso a finales del pasado año.

Respecto a la inversión en bienes de equipo, el índice de disponibilidades mantuvo un ritmo de crecimiento elevado en el cuarto trimestre de

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.

2003, basado tanto en el fortalecimiento de la producción de este tipo de bienes como en el avance de las importaciones. En enero, la producción industrial de bienes de equipo registró una estabilización en la serie corregida de calendario. Las opiniones de los productores de bienes de inversión, recogidas en la Encuesta de Coyuntura Industrial, han mostrado un deterioro al inicio del año, junto con un retroceso en la cartera de pedidos; no obstante, la cartera de pedidos de la industria se mantiene en los niveles medios de 2003.

Tras flexionar a la baja en la parte final de 2003, los indicadores de construcción han retomado, en mayor o menor medida, un tono ascendente en los primeros meses de 2004. El indicador de confianza se incrementó ligeramente en febrero, apoyado en la mejora de las opiniones sobre tendencia del empleo, aunque permanece en niveles inferiores a la media del último trimestre de 2003. El consumo aparente de cemento y los indicadores de empleo también mejoraron en febrero: el consumo de cemento creció un 6% interanual, recuperándose de la desaceleración mostrada en los dos meses anteriores, mientras que los afiliados a la Seguridad Social volvieron a aumentar un 4,6%, y el número de parados registrados en el INEM se incrementó un 3%, la mitad que en el último trimestre de 2003. Por lo que se refiere a los indicadores adelantados, la superficie a construir de edificación residencial, según los visados de obra, creció un 19,9% en el conjunto de 2003, dentro de una tendencia a la recuperación en los meses finales del año, que también se ha extendido a la edificación no residencial; la licitación oficial de obra civil, sin embargo, se debilitó notablemente en el transcurso del pasado año. Por último, el precio de la vivienda se incrementó un 17,3% en el cuarto trimestre de 2003, según los datos publicados por el Ministerio de Fomento, con lo que el incremento medio en el conjunto del año fue del 17%, cuatro décimas más que en 2002.

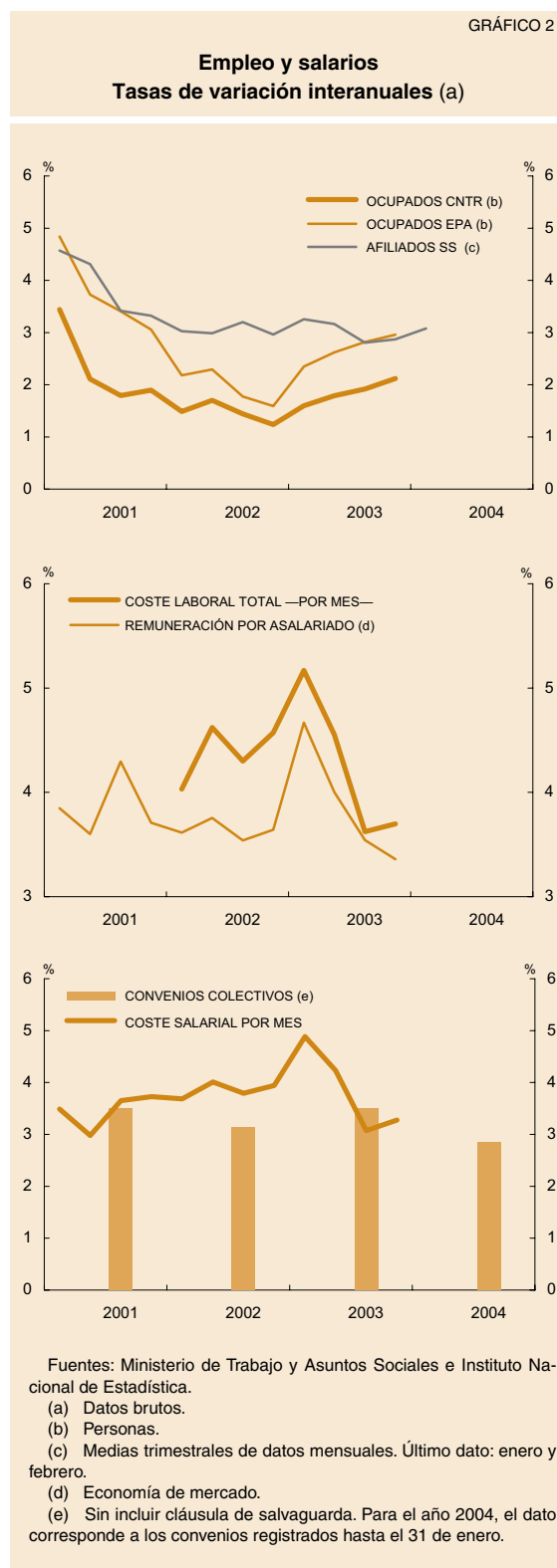
Las exportaciones de mercancías, en términos reales, aumentaron un 7,9% en diciembre, en tasa interanual, aunque en el conjunto del cuarto trimestre se prolongó la desaceleración iniciada en el trimestre anterior. Por áreas geográficas, las ventas dirigidas a la UE descendieron por segundo mes consecutivo, en términos reales, reflejando el debilitamiento de la mayor parte de los mercados europeos, especialmente el francés. Las exportaciones extra-comunitarias, por el contrario, repuntaron notablemente en diciembre, aunque influidas por la contabilización en ese mes de dos partidas extraordinarias de material de transporte. Las importaciones de bienes, por su parte, crecieron un 2,4%, en términos reales, cerrando el último trimestre

con un perfil de notable desaceleración. Por grupos de productos, las compras de bienes de equipo continuaron mostrando un elevado dinamismo, con un avance real del 14% interanual, mientras que las compras de bienes de consumo crecieron el 12,7%; por el contrario, las compras de bienes intermedios no energéticos retrocedieron un 6,4%, y las importaciones de energía se incrementaron moderadamente un 2%. El déficit comercial, en términos nominales, se redujo un 15,9% en diciembre, en relación con diciembre de 2002, cerrándose el año con un aumento del déficit del 10,3%.

Los datos de Balanza de Pagos para el período enero-diciembre mostraron un déficit conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital de 13.259 millones de euros, un 45% superior al del año anterior. El aumento de los déficit comercial y de rentas, junto con el menor superávit de la balanza de transferencias corrientes, no pudo ser compensado más que parcialmente por la mejora del superávit de servicios turísticos, que aumentó un 3,6%, y por la variación del saldo de la balanza de capital, que incrementó su superávit en 1.224 millones.

Desde la perspectiva de la oferta, el índice de producción industrial retrocedió un 0,8% interanual en enero, en términos de serie corregida de efectos de calendario (frente al descenso del 2,9% estimado en serie original), tras el repunte experimentado en noviembre y diciembre. Atendiendo al destino económico de los bienes, cabe destacar el notable retroceso de la producción de bienes de consumo, que descendió un 2,6%, corregido de calendario. Por otra parte, tanto el indicador de entradas de pedidos en la industria como el índice de cifras de negocios retrocedieron en enero un 2,2% y un 3,2%, respectivamente, en términos reales, tras los fuertes repuntes registrados en diciembre; no obstante, al valorar estos descensos, debe tenerse en cuenta que dichos indicadores no están corregidos de calendario. Por último, el indicador de confianza en la industria registró en febrero una ligera mejora, retornando al nivel medio del cuarto trimestre de 2003; en los servicios, el indicador de confianza permaneció estable.

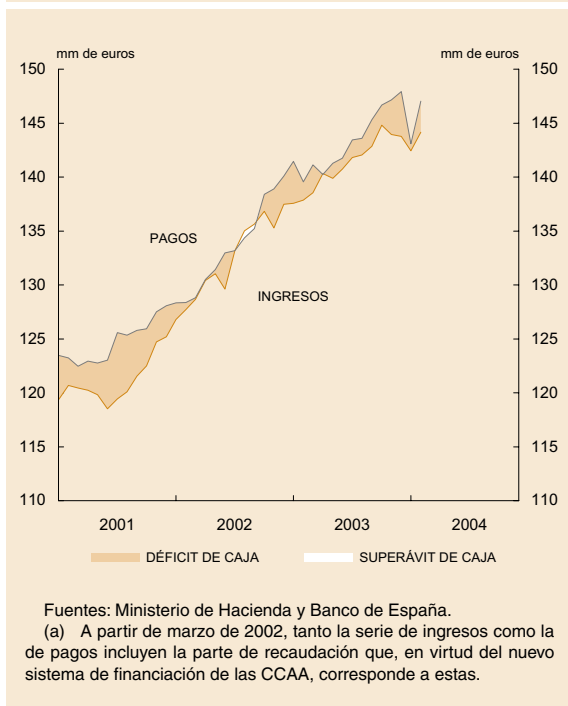
Los últimos datos sobre el mercado laboral, referidos a febrero, mantienen la pauta de mejora registrada en enero. Según los datos del INEM, el número de parados descendió en 10.074 personas en ese mes, de forma que la tasa interanual del paro registrado se redujo hasta el 1%, una décima menos que en enero y cuatro menos que en el último trimestre de 2003. Por ramas de actividad, cabe destacar la



nueva caída del paro en la industria, mientras que se mantienen los aumentos en construcción y servicios. Por otra parte, en febrero se firmaron 1.382.830 contratos, un 15,5% más que en febrero de 2003, con un notable aumento de los contratos tanto temporales como indefinidos. Finalmente, el número de afiliados a la

GRÁFICO 3

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



Seguridad Social creció un 3,1%, tasa interanual similar a la de enero y por encima de la registrada en la segunda mitad de 2003.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo hasta febrero de 2004 un superávit de 6.863 millones de euros (0,9% del PIB), frente al superávit de 8.741 millones de euros (1,2% del PIB) del mismo período de 2003. Los ingresos experimentaron una reducción interanual del 4,1%, mientras que los gastos crecieron a una tasa del 6%. En términos de caja, la ejecución presupuestaria hasta febrero se saldó con un superávit de 3.161 millones de euros, frente a un superávit de 1.903 millones en los dos primeros meses de 2003. Tanto los ingresos como los gastos disminuyeron, si bien los primeros lo hicieron en menor medida: un 1,4%, frente al 7,3% de los gastos. La diferente evolución de los gastos en términos de caja respecto a la metodología de la Contabilidad Nacional se debe a la rúbrica de intereses. En cualquier caso, conviene recordar que las cifras de los primeros meses del año son muy erráticas y escasamente representativas del comportamiento presupuestario del Estado. A ello se unen este año los efectos del cambio de financiación de las corporaciones locales, a las que se cede una participación en ciertos impuestos a cambio de una menor recepción de transferencias del Estado.

2. PRECIOS Y COSTES

El índice de costes laborales (ICL) se incrementó un 3,7% interanual, por trabajador y mes, en el cuarto trimestre de 2003, una décima más que en el trimestre anterior. Esta evolución fue consecuencia del mayor crecimiento del componente salarial, que aumentó un 3,3%, y de una desaceleración de los costes no salariales, que aún así registraron un crecimiento elevado, del 5%. En la construcción, el aumento de costes (6,3%, en total, y 5,1%, en el tramo salarial) fue más elevado que en el resto de las ramas. En el promedio de 2003 los costes laborales por trabajador y mes ascendieron un 4,2%, dos décimas menos que en 2002. Por otra parte, los primeros datos sobre el proceso de negociación colectiva en 2004 se refieren a los convenios registrados en enero y sitúan el aumento salarial pactado en el 2,8%, siendo prácticamente en su totalidad revisiones de convenios plurianuales. Por ramas de actividad, los aumentos salariales son del 2,5% en la agricultura, 3,1% en la industria, 3,4% en la construcción y 2,7% en los servicios.

En febrero, el IPC redujo su ritmo de crecimiento interanual por tercer mes consecutivo, hasta el 2,1%, la menor tasa registrada desde principios de 1999 (véase gráfico 4), mientras que el IPSEBENE mantuvo su variación interanual en el 2,3%. La desaceleración del índice general se debió a un menor crecimiento de sus principales componentes, con la excepción de los servicios, cuyos precios mantuvieron un incremento estable.

Los precios de los bienes industriales no energéticos aumentaron un 0,5% en tasa interanual, dos décimas menos que en enero, influidos por el efecto de las rebajas de invierno sobre las partidas de vestido y calzado, y por el descenso de los precios de los medicamentos, fruto de la reducción de los precios de referencia introducida en enero. Los precios de los alimentos elaborados prolongaron su perfil de desaceleración, a pesar del aumento del precio del pan, debido al encarecimiento de los cereales. A su vez, los precios de los alimentos no elaborados, que experimentaron un descenso en términos intermensuales, situaron su tasa interanual en el 6,1%; las caídas más abultadas se produjeron en los precios del pescado, fresco y congelado, habituales en estas fechas. Los precios de los servicios, por el contrario, mantuvieron su tasa de crecimiento interanual en el 3,6%. Entre las variaciones más significativas cabe destacar los aumentos de precios de las reparaciones de automóviles y electrodomésticos, la desaceleración de los

precios de los servicios telefónicos, y la evolución moderada de las partidas relacionadas con el turismo y la hostelería. Por último, los precios energéticos aumentaron un 0,4% respecto a enero, aunque cayeron un 2,5% interanual.

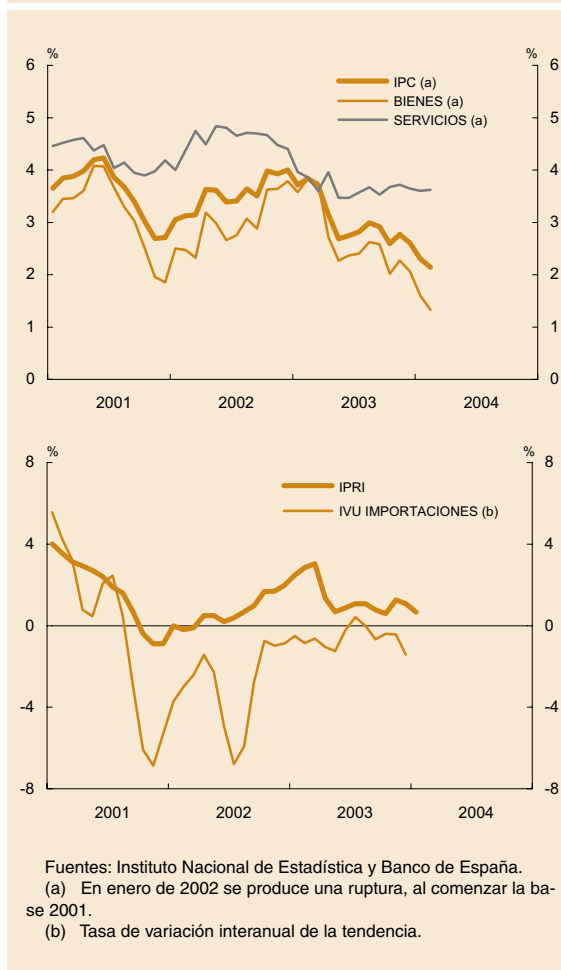
En el mes de febrero, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) registró un incremento del 2,2%, en tasa interanual, una décima menos que en enero. En el conjunto de la zona euro, el IAPC experimentó un descenso de tres décimas en su tasa de variación interanual, de forma que el diferencial de inflación se amplió en dos décimas, situándose en 0,6 puntos porcentuales. Los diferenciales de los principales componentes registraron evoluciones contrapuestas, estrechándose en el caso de los bienes industriales no energéticos y de los servicios, y ampliándose en el de los alimentos; el diferencial de la energía, favorable a España, se redujo.

El índice de precios industriales (IPRI) mantuvo estable en febrero su tasa de crecimiento interanual en el 0,7%. Los precios de los bienes intermedios continuaron acelerándose, alcanzando un incremento interanual del 2%, que refleja el encarecimiento de las materias primas. Por el contrario, los precios energéticos se desaceleraron significativamente, registrando una caída interanual del 5,4%, mientras que los precios de producción de los bienes de equipo y de los bienes de consumo siguieron avanzando a tasas del 1,3% y del 2,1%, respectivamente.

Finalmente, los precios de las importaciones, aproximados por el índice de valor unitario (IVU), disminuyeron un 1,4% en diciembre y un 0,4% en el conjunto de 2003. En el último mes, los precios energéticos acentuaron ligeramente su ritmo de caída (hasta el -4,4%), en un contexto de aumento interanual del precio del petróleo en dólares, compensado con creces por la fuerte apreciación del euro, en ese período. Los precios no energéticos también intensificaron su ritmo de descenso, destacando a este respecto la mayor caída de los precios de los bienes de equipo y de los bienes de consumo alimenticio. En cuanto a las exportaciones, el índice de valor unitario (IVU) creció un 1% en diciembre, reflejando la aceleración de la mayoría de sus componentes no energéticos. Por áreas geográficas, los precios de las exportaciones dirigidas a los mercados extracomunitarios intensificaron su ritmo de caída, hasta el -11,2%, mientras que los precios de las ventas destinadas a la UE repuntaron notablemente, con un incremento interanual del 8,2%.

GRÁFICO 4

Índices de precios Tasas de variación interanuales

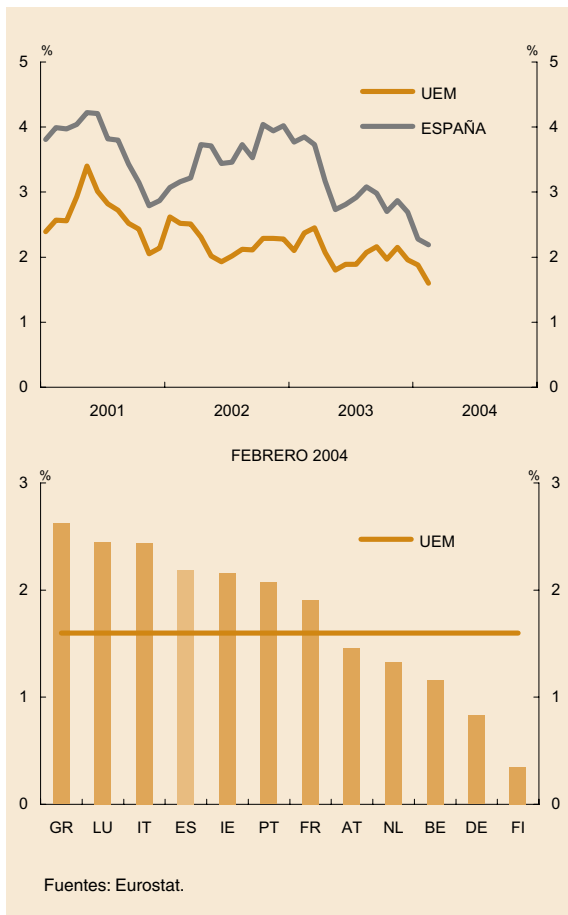


3. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA EN LA UEM

Tras depreciarse por encima de 1,28 dólares por euro durante el mes de febrero y la primera quincena de marzo, el dólar se recuperó hasta el 1,23 al cierre de este informe. Frente al yen, la apreciación del dólar fue más significativa, en un contexto de fuertes intervenciones en los mercados de cambios por parte del Banco Central de Japón. Por su parte, los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública estadounidense registraron una moderada tendencia bajista, desde niveles ya muy reducidos, favorecidos por un nuevo aplazamiento de las expectativas de subida de los tipos de interés oficiales por parte de la Reserva Federal y por los malos datos de empleo. Los precios en los mercados de renta variable mantuvieron un tono favorable en febrero, gracias a los buenos datos de actividad y de beneficios, aunque se produjo un cierto retroceso en marzo. Por su parte, la cotización del crudo se mantuvo cercana a los 34 dólares por barril, resultado de anuncios de recortes de

GRÁFICO 5

Índices armonizados de precios de consumo Tasas de variación interanuales



la producción por parte de la OPEP y de la fuerte demanda de crudo, en particular, proveniente de países asiáticos.

Los indicadores más recientes de EEUU han sido menos positivos de lo esperado. Destaca especialmente el mal dato del mercado laboral en febrero, con una creación de 21.000 puestos de trabajo, concentrados en el sector público. Desde que se llegó al fondo de la recesión, en noviembre de 2001, no se ha creado empleo, en términos netos. La tasa de paro se mantuvo en el 5,6%, gracias a la contracción de la población activa. La nula creación de empleo se produce pese a los buenos resultados empresariales, ya que la elevada productividad ha permitido a las empresas aumentar la producción sin incrementar el número de trabajadores. En cuanto al consumo, las ventas al por menor de febrero fueron bastante peores que en enero, especialmente si se excluyen las de automóviles. Esto se vio acompañado por un claro repliegue de la confianza y del sentimiento del consumidor en febrero, ambos muy afectados por la desfavorable evolución del mercado laboral. En cuanto a la inversión, los pedidos de bienes duraderos, tras

una estimación preliminar muy positiva, se han revisado a la baja. Por su parte, la producción industrial aumentó un 0,7% mensual en febrero (respecto al 0,8% en enero), mientras que la utilización de la capacidad productiva se incrementaba ligeramente en febrero, del 76,1% al 76,6%. Finalmente, los ISM, tanto de manufacturas como del resto de la economía, se han replegado en febrero, pero mantienen niveles altos compatibles con un fuerte crecimiento, lo que viene corroborado por el *Beige Book* de la Reserva Federal, que muestra la actividad en alza en casi todos los sectores. En cuanto a los precios, el IPC de febrero se desaceleró hasta el 1,7% interanual, pero la tasa subyacente subió ligeramente, del 1,2% al 1,3%. El saldo exterior por cuenta corriente del cuarto trimestre sorprendió positivamente, con una reducción del 4,9% al 4,5% del PIB, explicada en buena medida por el fuerte aumento de las rentas de capital, mientras que el déficit comercial permaneció estable en el 4,4% del PIB. En el conjunto de 2003, el déficit por cuenta corriente alcanzó el 4,9% del PIB, frente al 4,6% de 2002.

En Japón, tal y como muestra la revisión de la Contabilidad Nacional del cuarto trimestre de 2003, el crecimiento repuntó fuertemente, registrando una tasa interanual del 3,4%, que sitúa el aumento medio del PIB en el año en un 2,7%, el mayor en más de una década. A esta aceleración de la actividad en el cuarto trimestre contribuyeron principalmente la inversión privada y las exportaciones (con un incremento del 11,4% interanual cada una), si bien el consumo privado (2,2% interanual) también tuvo una aportación moderadamente superior a la de anteriores trimestres. A pesar del retroceso de los indicadores de confianza empresarial y de los pedidos de maquinaria en enero, el incremento de las exportaciones y de la producción industrial (11,4% y 6,2% interanual en enero) sustenta unas perspectivas de crecimiento moderadamente favorables para el primer trimestre de 2004. En el mismo sentido, por el lado del consumo privado crecieron las ventas al por menor un 1% interanual en enero, frente al -0,4% del mes anterior, y mejoraron levemente los indicadores de confianza de los consumidores, apoyados en una moderada creación de empleo que no fue, sin embargo, capaz de absorber el crecimiento de la población activa, lo que propició un repunte de la tasa de paro hasta el 5%. Asimismo, la tendencia positiva del consumo se vio reforzada por la recuperación de la renta personal y el gasto nominal de las familias en enero (1,8% y 1% interanual, respectivamente). Por su parte, el deflactor del PIB siguió mostrando una acusada caída en el cuarto trimestre de 2003 (-2,7%) y la inflación en enero se situó en el -0,3% interanual (-0,1% en el caso de la inflación subya-

cente), lo que indicaría que las tensiones deflacionistas continúan, aunque se ha atenuado.

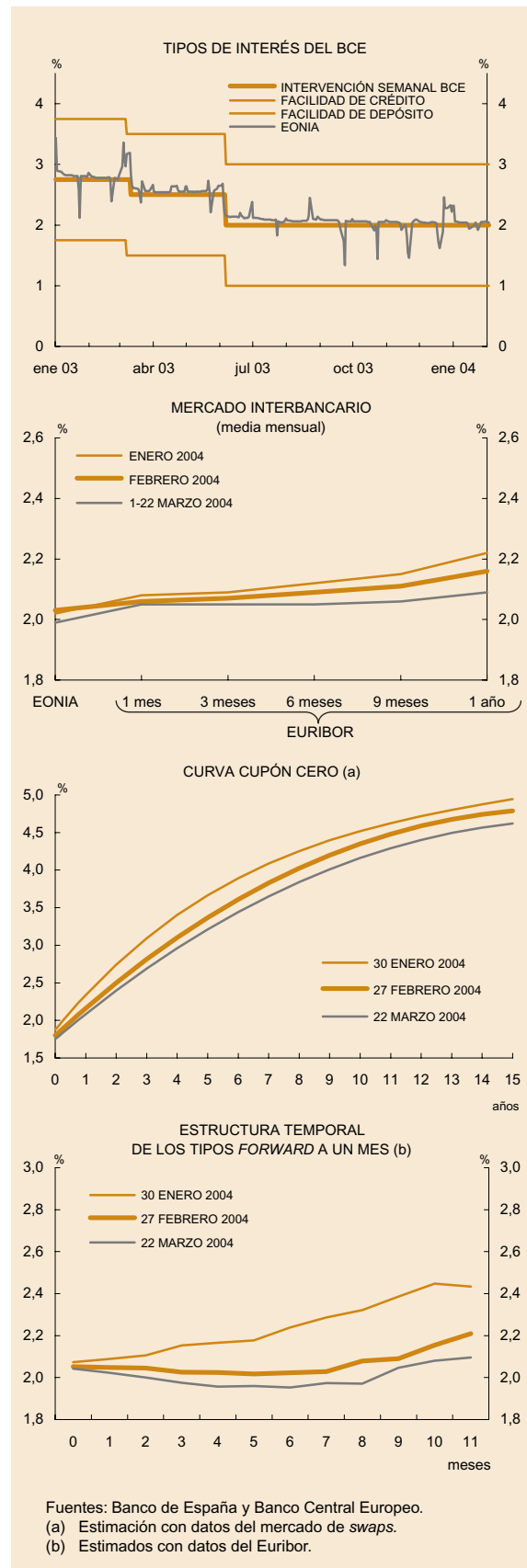
Por su parte, los países del sudeste de Asia continuaron, en líneas generales, durante los meses de enero y febrero, la senda de crecimiento sostenido de la actividad económica registrada durante los dos últimos trimestres del pasado año. Cabe apuntar, no obstante, que en varios casos se observó a comienzos de 2004 una ligera moderación de las tasas interanuales de exportaciones e importaciones, respecto a los últimos meses de 2003. En China, el índice de precios de consumo mostró en febrero, por primera vez en el curso de los últimos meses, una desaceleración hasta el 1,9% interanual, respecto a la fuerte tendencia alcista de los meses anteriores.

En el Reino Unido, la revisión del 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 al 2,8%. En el conjunto de 2003, el PIB creció un 2,3%, frente al 1,7% de 2002. En cuanto a los más recientes indicadores, la Encuesta de Tendencias Industriales de la CBI alcanzó en febrero el mayor nivel en tres años y la producción industrial aumentó un 0,4% interanual en enero, tras el -0,4% de diciembre. Los indicadores de consumo privado son en general muy positivos y el empleo ascendió entre noviembre y enero, lo que llevó a una reducción de la tasa de paro hasta el 4,8%. Por el lado de la inflación, el índice armonizado de precios al consumo se redujo del 1,4% al 1,3% interanual en febrero, por debajo del objetivo del 2% del Banco de Inglaterra, que decidió mantener los tipos oficiales en el 4%, tras subirlos un cuarto de punto el 5 de febrero. Los indicadores de precios de la vivienda siguieron mostrando una fuerte aceleración en febrero.

En Latinoamérica, continuaron consolidándose los síntomas de reactivación durante los primeros meses de 2004. El sector exterior mantuvo su fortaleza, impulsado por la favorable evolución del precio de las materias primas, al tiempo que la demanda interna mostraba indicios de recuperación. En paralelo, se observó la reaparición de ciertas tensiones inflacionistas en algunos países, derivadas en buena parte de factores estacionales, que interrumpieron —y en algún caso revirtieron— el proceso de relajación monetaria observado en el último año. Los diferenciales soberanos, tras el repunte registrado a partir de mediados de enero, se estabilizaron en niveles reducidos, aunque sin retornar a los niveles mínimos de inicio de año. Por países, Argentina desembolsó el vencimiento frente al FMI de 3.100 millones de dólares el 9 de marzo, y se aprobó la segunda revi-

GRÁFICO 6

Tipos de interés de la zona del euro



Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	2003			2004		
	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (b):						
Índice de Producción Industrial	1,4	1,0	2,2	0,6		
Comercio al por menor	0,8	-1,7	-0,5	0,7		
Matriculaciones de turismos nuevos	-0,2	0,0	-7,4	1,1	2,5	
Indicador de confianza de los consumidores (c)	-17	-16	-16	-15	-14	
Indicador de clima industrial	-8	-6	-8	-6	-6	
IAPC	2,0	2,2	2,0	1,9	1,6	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (d):						
M3	8,1	7,4	7,0	6,4		
M1	12,2	10,6	10,5	11,2		
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	5,7	6,2	5,9	5,9		
<i>AAPP</i>	6,7	7,1	6,6	6,2		
<i>Otros sectores residentes</i>	5,5	6,0	5,8	5,8		
EONIA	2,01	1,97	2,06	2,02	2,03	1,99
EURIBOR a tres meses	2,14	2,16	2,15	2,09	2,07	2,05
Rendimiento bonos a diez años	4,31	4,44	4,36	4,26	4,18	4,03
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,00	-0,10	-0,05	-0,09	-0,07	-0,16
Tipo de cambio dólar/euro	1,169	1,170	1,229	1,261	1,265	1,229
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	12,0	14,2	18,1	3,2	5,1	-1,1

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

(a) Media del mes hasta el día 22 de marzo de 2004.

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

(c) Esta serie presenta una ruptura en enero de 2004, por lo que los datos a partir de esta fecha no son estrictamente comparables con los anteriores.

(d) 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.

(e) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 22 de marzo de 2004.

sión del acuerdo entre el Fondo y el país. El Gobierno argentino se comprometió a acelerar las negociaciones para la reestructuración de la deuda. En cuanto a la evolución económica, las cifras del PIB del último trimestre de 2003 arrojaron un crecimiento muy superior al esperado, del 11,3% en términos interanuales, lo que permitió cerrar el año con un ascenso de la actividad del 8,7%. En Brasil, el crecimiento del PIB en el último trimestre fue negativo (-0,1% interanual), lo que supuso una ligera caída del PIB en el conjunto del año (-0,2%), por primera vez desde 1992. El Banco de México, por segundo mes consecutivo, endureció el tono de la política monetaria en vista del repunte de la tasa de inflación (4,5% interanual en febrero). Finalmente, en Chile, Colombia, Venezuela y Perú las cifras de Contabilidad Nacional del último trimestre del año confirmaron el buen tono de la actividad, que se aceleró respecto al trimestre anterior en todos los casos salvo en Perú.

La primera estimación de la Contabilidad Nacional del área del euro correspondiente al

cuarto trimestre de 2003 ha confirmado la recuperación de la actividad en la segunda mitad del pasado año. La tasa de crecimiento intertrimestral del PIB fue del 0,3%, esto es, una décima inferior a la registrada en el tercer trimestre. Con ese dato, el crecimiento interanual se situó en el 0,6%. El ritmo de avance del PIB en el trimestre final del año no se apoyó, al contrario de lo ocurrido en los tres meses precedentes, en el dinamismo del sector exterior, que pasó a tener una fuerte contribución negativa como consecuencia de la moderación del ritmo de crecimiento de las exportaciones y de la aceleración de las importaciones. La demanda interna excluidas las existencias realizó una modesta aportación a la expansión del producto, de magnitud similar a la observada en el tercer trimestre, como resultado de los efectos contrapuestos de la recuperación de la formación bruta de capital fijo y del ligero empeoramiento del consumo privado, mientras que la variación de existencias tuvo una contribución elevada al crecimiento del PIB. Con estos datos, se estima que el PIB en la UEM creció un 0,4% en el con-

junto del año 2003, medio punto menos que el año anterior. El desglose por componentes muestra importantes cambios en las contribuciones al crecimiento en comparación con 2002. Así, el sector exterior pasó de tener una aportación positiva de 0,6 puntos en 2002, a una negativa de la misma cuantía en el pasado ejercicio, mientras que la demanda interna (excluyendo la variación de existencias) aportó 0,7 puntos porcentuales en 2003, frente a la contribución nula del año anterior.

Los indicadores disponibles apuntan a una estabilización del ritmo de expansión de la actividad en los primeros meses de 2004. En el sector manufacturero, si bien el índice de producción industrial sufrió en enero un retroceso de un 0,4% en términos intermensuales, los índices de confianza de la Comisión Europea y de los directores de compras han experimentado variaciones muy pequeñas entre los meses de noviembre de 2003 y febrero de 2004. No obstante, los niveles alcanzados se corresponden con los máximos de los últimos dos años. Del mismo modo, los datos de los indicadores de confianza del sector servicios referidos al mes de febrero muestran escasos cambios en relación con meses precedentes. En lo que respecta a la demanda, los indicadores tampoco dan muestras claras de un mayor dinamismo. Así, el indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea experimentó en febrero una ligera mejoría tras el estancamiento de finales de 2003, mientras que, por el contrario, la confianza de los minoristas empeoró. Pese a ello, se ha observado una recuperación de las ventas al por menor y del número de matriculaciones de vehículos, según los últimos datos disponibles, correspondientes, respectivamente, a los meses de enero y febrero. Aunque apenas existen datos para evaluar el posible impacto de los atentados terroristas en Madrid sobre la confianza de los agentes y sus perspectivas económicas, no puede descartarse que pudieran tener algún efecto, que, en principio, cabe esperar que sea transitorio.

La tasa de variación interanual del IAPC en febrero fue de 1,6%, tres décimas inferior a la registrada en enero (véase gráfico 5). Este descenso fue debido al significativo abaratamiento de los bienes energéticos y, en menor medida, de los alimentos no elaborados. De hecho, el crecimiento interanual de los precios medidos por el IPSEBENE (índice que excluye estos dos componentes) se aceleró en una décima, hasta el 2%. En todos los países integrantes de la UEM se moderó el ritmo de crecimiento de sus precios, con la excepción de Italia, Luxemburgo y Austria. Por su parte, los precios de producción en el área del euro aumentaron en enero un 0,3% en términos interanuales, lo que supone un descenso de ocho décimas respecto al



mes precedente. Como en el caso de los precios de consumo, ello fue consecuencia, fundamentalmente, de la disminución de los precios energéticos.

En este contexto, caracterizado por una lenta recuperación de la actividad económica del área y por una evolución esperada de la inflación en línea con la definición de estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del 4 de marzo, mantuvo 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). En el período transcurrido entre finales de enero y los primeros quince días de marzo, los tipos de interés del mercado interbancario han disminuido en los plazos más largos, con lo que se ha observado un aplanamiento de la curva de rendimientos. En los mercados secundarios de deuda pública se ha producido también una caída de las rentabilidades negociadas, que, en el plazo de diez años, han descendido unos 30 puntos básicos desde finales

Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	2000	2001	2002	2003		2004		
	DIC	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR (a)
TIPOS BANCARIOS (b):								
Hogares e ISFLSH:								
Crédito a vivienda	...	...	...	3,46	3,46	3,53	...	...
Crédito a consumo y otros fines	...	...	...	6,40	6,40	6,54	...	...
Depósitos	...	...	...	1,09	1,11	1,14	...	...
Sociedades no financieras:								
Crédito (c)	...	...	...	3,80	3,75	3,74	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d):								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,70	3,11	2,72	2,18	2,19	2,07	2,06	2,00
Deuda pública a cinco años	4,92	4,29	3,59	3,53	3,47	3,31	3,37	3,16
Deuda pública a diez años	5,20	4,97	4,43	4,40	4,34	4,19	4,15	4,03
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,29	0,19	0,06	-0,01	...	...	0,01	0,07
Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,75	1,08	1,10	0,33	0,32	0,38	0,48	0,48
Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	-12,68	-6,39	-23,10	21,20	27,44	2,75	6,75	0,42

Fuentes: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

(a) Media de datos diarios hasta el 22 de marzo 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 22.6.2003 entró en vigor un cambio en las condiciones del contrato de las empresas europeas. El nuevo contrato lleva asociadas unas primas menores (en torno al 10%).

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

de enero, hasta situarse en torno al 4%. Estos descensos han sido, sin embargo, inferiores a los registrados en Estados Unidos, lo que ha ampliado el diferencial hasta unos 15 puntos básicos (véase cuadro 1).

En consonancia con el resto de las bolsas internacionales, en los mercados de renta variable europea en el mes de febrero y en los primeros días de marzo se prolongó la tendencia alcista. Sin embargo, en los días siguientes a los ataques terroristas del día 11 en Madrid, se produjo una caída de las cotizaciones bursátiles europeas, que se intensificó posteriormente tras el aumento de la incertidumbre en el panorama político internacional. El índice Dow Jones EURO STOXX amplió experimentaba en lo que va de año una pérdida del 1% hasta el día 22 de marzo, frente al 5% de ganancia acumulada hasta finales de febrero. En el mercado de divisas, tras una significativa apreciación en la primera mitad de febrero, el tipo de cambio del euro frente al dólar ha descrito una trayectoria descendente en las últimas semanas, hasta situarse en torno a 1,23 dólares por euro (véase gráfico 7).

En enero continuó la desaceleración del agregado monetario M3, iniciada a mediados

de 2003. La tasa interanual observada en el primer mes del año fue del 6,4%, seis décimas inferior a la de diciembre de 2003. El ritmo de expansión del crédito al sector privado se mantuvo en el 5,8%. Por sectores, se observó una ralentización del ritmo de crecimiento del crédito concedido a las sociedades no financieras hasta el 3,1%, en tanto que el otorgado a las familias se expandió a una tasa del 6,5%, con una significativa aceleración de la financiación para adquisición de bienes de consumo.

4. EVOLUCIÓN FINANCIERA EN ESPAÑA

Durante el mes de enero, la financiación captada por el sector privado no financiero continuó avanzando a un ritmo elevado, al tiempo que el volumen de sus activos financieros más líquidos mostró una cierta desaceleración. La información provisional correspondiente a febrero apunta a un mantenimiento de estas mismas tendencias.

Las rentabilidades negociadas en los mercados de deuda pública experimentaron ligeras modificaciones durante el mes de febrero y, en la parte transcurrida de marzo, mostraron una

CUADRO 3

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

	2004	2001	2002	2003		2004
	ENE (b)	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE
1. Financiación total (2 + 3)	1.353,4	11,5	10,1	11,2	11,8	11,2
2. Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH	1.037,2	15,6	14,6	14,8	15,7	16,1
2.1. Hogares e ISFLSH	442,5	12,3	14,0	18,7	19,1	19,4
De los cuales:						
Crédito para adquisición de vivienda (c)	306,7	17,1	15,0	19,8	21,8	22,7
Crédito para consumo y otros fines (c)	135,1	3,9	11,9	16,3	13,4	12,6
2.2. Sociedades no financieras	594,7	18,1	15,0	12,0	13,3	13,7
De los cuales:						
Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	415,1	15,3	14,7	13,9	13,9	13,8
Valores de renta fija	12,8	4,9	-17,5	0,1	5,1	4,6
3. Administraciones Públicas	316,2	2,7	-0,6	0,9	1,0	-2,3
Valores a corto plazo	39,4	-19,3	0,7	6,6	7,4	-2,1
Valores a largo plazo	286,6	4,9	3,0	-0,4	-1,1	1,9
Créditos - depósitos (d)	-9,9	4,0	-10,9	1,3	3,6	-11,9

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.

trayectoria descendente, más acusada en los tramos medio y largo de la curva. De este modo, entre el 1 y el 22 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% y el 4,03%, lo que representa un descenso de 7 y 16 puntos básicos en relación con los correspondientes niveles de enero (véase cuadro 2). Durante el mismo período, el diferencial con el bono alemán a diez años aumentó hasta los 7 puntos básicos, como consecuencia exclusivamente del cambio en la referencia española, que presenta una vida residual superior a la anterior. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas aumentaron 10 puntos básicos en el mes de febrero, si bien continúan en registros moderados.

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales, las cotizaciones continuaron, durante febrero y principios de marzo, con la trayectoria ascendente de los meses anteriores. Tras los ataques terroristas del 11 de marzo en Madrid se generó un clima de incertidumbre que se reflejó, durante los días posteriores, en descensos en los precios negociados, de mayor magnitud en los mercados españoles y en los

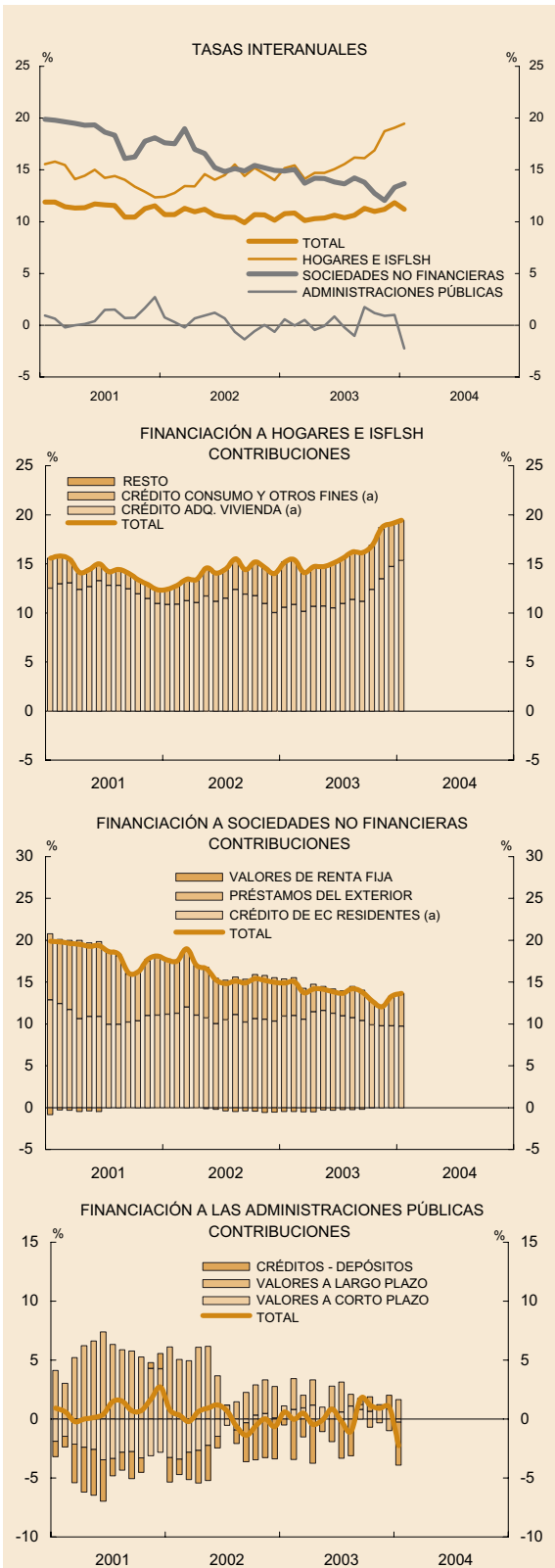
del resto del área del euro. De este modo, en la fecha de cierre de este artículo el Índice General de la Bolsa de Madrid se situaba un 2,27% por debajo de los niveles de finales de enero y mostraba una rentabilidad acumulada en el año del 0,42%, un comportamiento ligeramente mejor que el del EURO STOXX amplio de las bolsas de la UEM y que el del S&P 500 de las de EEUU.

Los tipos de interés de las operaciones nuevas aplicados por las entidades de crédito a los hogares aumentaron en enero, mientras que los correspondientes a las empresas permanecieron estables. De este modo, los costes de los préstamos concedidos a las familias para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines se situaron en el 3,53% y 6,54%, respectivamente, 7 y 14 puntos básicos por encima del registro de diciembre, y la remuneración de sus depósitos aumentó ligeramente, hasta el 1,14%. Por su parte, el precio de la financiación bancaria a las sociedades no financieras se mantuvo en el 3,74%.

La financiación recibida por el total de los sectores residentes no financieros registró, en enero, un crecimiento interanual del 11,2%, 0,6 puntos porcentuales por debajo del dato del mes anterior. Esta ralentización resultó del re-

GRÁFICO 8

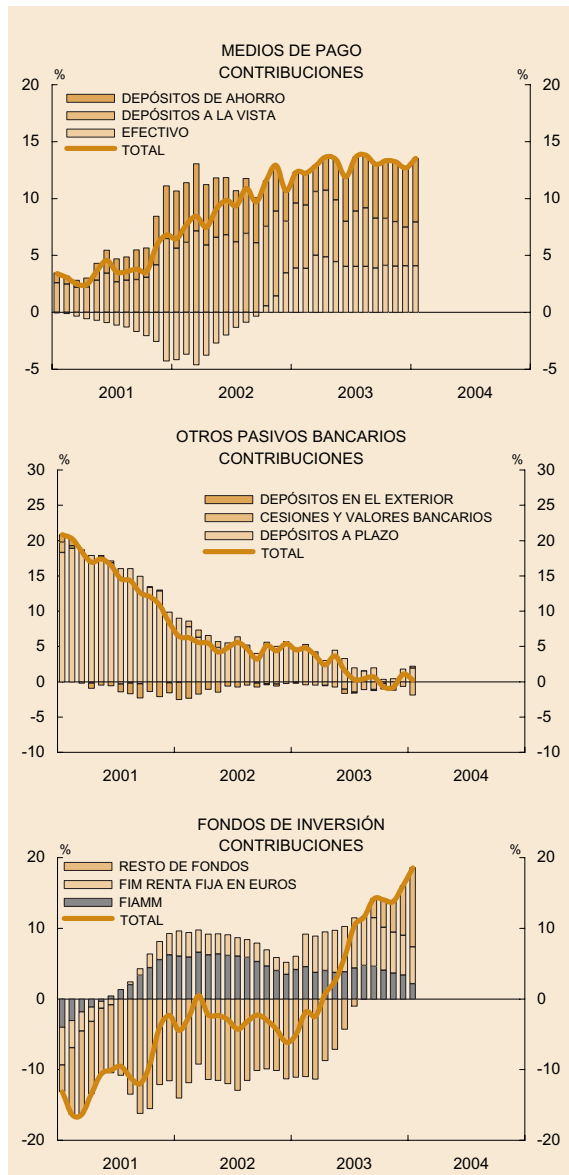
Financiación a los sectores residentes no financieros



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.

troceso en el ritmo de avance de la deuda de las Administraciones Públicas, que contrarrestó la aceleración experimentada en el volumen de fondos captados por las empresas y las familias (véanse cuadro 3 y gráfico 8).

Por lo que se refiere a la financiación obtenida por los hogares, su tasa de avance interanual alcanzó, en enero, el 19,4%, 0,3 puntos porcentuales por encima de la de diciembre. Esta evolución fue fruto de la aceleración de los préstamos para la adquisición de vivienda, que crecieron un 22,7% en relación con el mismo período del año anterior, y de la ralentización

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)

	2004	2001	2002	2003		2004
	ENE (b)	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE
Medios de pago (MP)	358,2	6,8	10,7	13,2	12,7	13,5
Hogares e ISFLSH	277,0	3,5	9,0	14,0	14,1	15,4
Sociedades no financieras	81,2	19,9	16,3	10,7	8,2	7,6
Efectivo	64,8	-21,3	23,4	25,5	24,8	24,7
Depósitos a la vista	149,4	16,0	10,3	8,9	7,8	8,9
Depósitos de ahorro	143,9	11,8	6,5	13,0	13,1	14,0
Otros pasivos bancarios (OPB)	254,7	8,3	5,4	-0,8	1,1	0,2
Hogares e ISFLSH	207,6	8,7	4,4	-4,4	-2,6	-1,8
Sociedades no financieras	47,1	6,4	10,5	17,2	18,7	10,4
Depósitos a plazo	207,7	13,0	6,9	0,5	2,2	2,4
Cesiones y valores bancarios	30,8	-1,1	-1,8	-5,8	-4,7	-13,9
Depósitos en el exterior (c)	16,2	-20,6	4,6	-7,9	-0,6	4,8
Fondos de inversión	170,3	-2,4	-6,1	13,8	16,1	18,6
Hogares e ISFLSH	155,7	-1,7	-6,0	13,8	16,0	18,5
Sociedades no financieras	14,6	-8,8	-8,2	13,9	17,1	19,6
FIAMM	50,8	31,2	12,9	11,4	10,4	6,4
FIM renta fija en euros	39,6	19,7	9,2	27,2	25,6	23,4
Resto de fondos	80,0	-18,0	-20,9	9,3	15,5	25,2
PRO MEMORIA:						
AL1 = MP + OPB + FIAMM	663,6	8,9	8,6	7,3	7,8	7,5
AL2 = AL1 + FIM renta fija en euros	703,2	9,4	8,7	8,3	8,7	8,3
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.						

del crédito para consumo y otros fines, que redujo su ritmo de expansión al 12,6%.

Por su parte, los fondos obtenidos por las empresas no financieras mostraron, en enero, un moderado aumento en su tasa de variación interanual, hasta el 13,7%, resultado neto del ligero descenso en el crecimiento del volumen de préstamos otorgados por entidades de crédito residentes y de la emisión de valores de renta fija, y de la aceleración de los préstamos procedentes del exterior. La información provisional correspondiente al mes de febrero muestra un mantenimiento de los ritmos de expansión de la deuda de las empresas y las familias.

La financiación recibida por las Administraciones Públicas contrajo, en enero, su tasa de crecimiento interanual hasta el -2,3%, frente al 1% registrado en diciembre. La evolución por instrumentos fue muy desigual. Así, la emisión

netas de valores a largo plazo acumulada durante los últimos doce meses fue positiva, mientras que el saldo neto entre créditos y depósitos y el correspondiente a valores a corto plazo mostraron un descenso en relación con el mismo mes del año anterior.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares experimentaron una ralentización en febrero, que resultó de una evolución diferenciada por instrumentos. Así, los medios de pago aumentaron su tasa de crecimiento interanual en 0,8 puntos porcentuales, hasta el 13,5%, fruto del mayor dinamismo de los depósitos a la vista y de ahorro y del mantenimiento del ritmo de avance del efectivo (véanse cuadro 4 y gráfico 9). Por su parte, la expansión interanual del agregado Otros pasivos bancarios —que incluye depósitos a plazo, cesiones, valores bancarios y depósitos en el exterior— se redujo hasta el 0,2% debido al aumento en la contribución

negativa de las cesiones y valores bancarios —de hecho, para el resto de los componentes se registró una aceleración.

El patrimonio de los fondos de inversión continuó, en enero, aumentando su ritmo de avance hasta el 18,6% en términos interanuales, 2,5 puntos porcentuales por encima del registro de diciembre de 2003. Por categorías, los FIAMM y los FIM de renta fija en euros se desaceleraron nuevamente, mientras que el patri-

monio del resto de fondos creció al 25,2% en tasa interanual, cifra muy superior al 15,5% del mes precedente.

La información provisional referente a los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares en febrero apunta a una nueva desaceleración de estas partidas.

26.3.2004.