

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Evolución reciente de la economía española

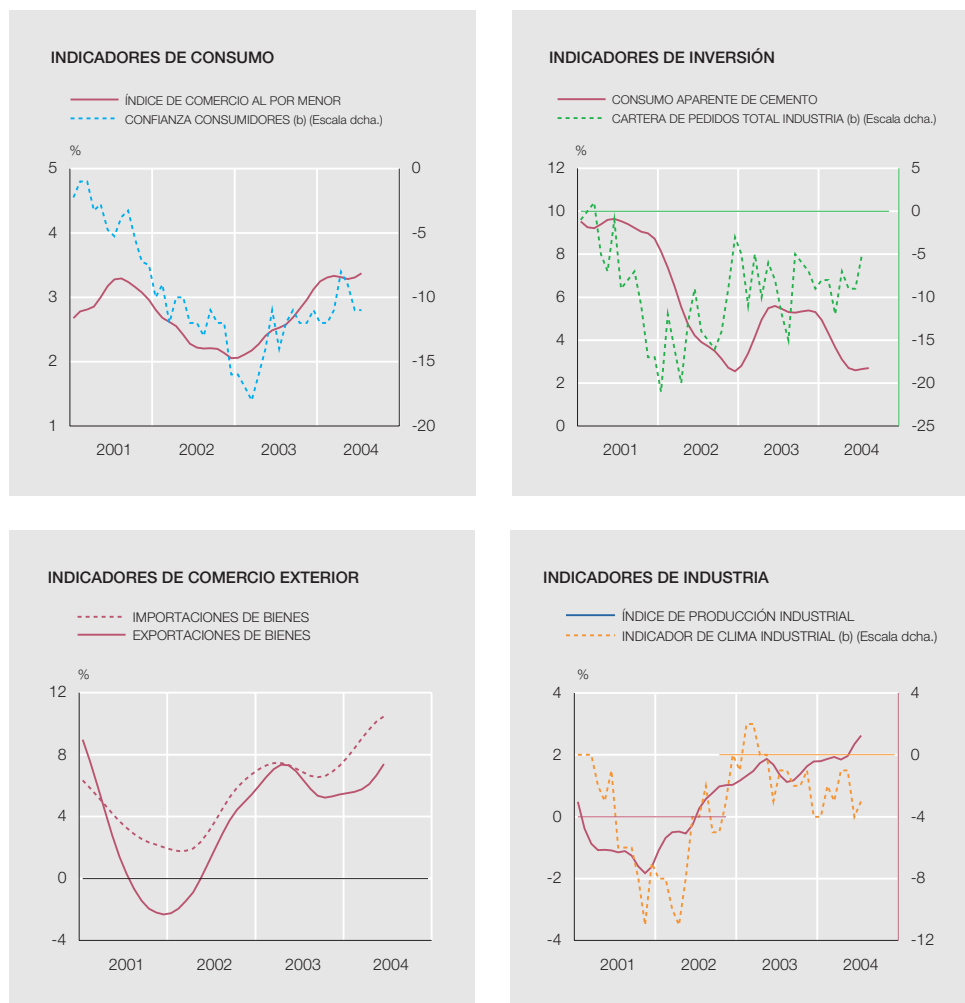
Evolución del sector real de la economía española

Según las últimas estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR)¹, el PIB real aumentó un 0,5% durante el segundo trimestre de 2004, recortando en una décima su tasa de avance interanual, hasta el 2,6%². Esta desaceleración del PIB tuvo su origen en el comportamiento del sector exterior: el dinamismo de las importaciones y la ralentización experimentada por las exportaciones dieron lugar a una ampliación de tres décimas en la aportación negativa de la demanda exterior neta al crecimiento, que fue de -1,3 puntos porcentuales (pp). Por su parte, la demanda nacional elevó su tasa de crecimiento interanual en tres décimas, hasta el 3,8%, impulsada por la notable recuperación de la inversión en bienes de equipo, que pasó a crecer un 4%, tras registrar sucesivos descensos en los trimestres anteriores. La inversión en construcción mantuvo el dinamismo que le ha venido caracterizando a lo largo del pasado año, al crecer un 4,2%, mientras que el consumo privado aminoró ligeramente su ritmo de avance, que, no obstante, sigue siendo del 3,2%. Desde la óptica del valor añadido, la moderación en el crecimiento del PIB fue reflejo del tono menos expansivo observado en la mayoría de las ramas de actividad, con la excepción de la industria (que creció un 2,4%) y la energía, puesto que ambas intensificaron su ritmo de avance. El valor añadido de la agricultura se contrajo un 0,8%, en tasa interanual, mientras que la construcción (3,4%) y, en mayor medida, los servicios de mercado (2,8%) aminoraron su dinamismo. Por último, el ritmo de creación de empleo registró una suave desaceleración, de una décima, y quedó situado en el 2%; de esta forma, la productividad aparente del trabajo experimentó una ganancia moderada, del 0,6%.

En cuanto a la evolución más reciente, los indicadores disponibles sobre el comportamiento del consumo privado en el tercer trimestre de 2004, todavía bastante parciales, muestran, en conjunto, tasas de variación próximas a las registradas en el trimestre anterior. Así, el índice de comercio al por menor, en términos reales y una vez corregido de efectos de calendario y estacionales, intensificó ligeramente su crecimiento en julio, tras haberse incrementado en torno al 3% en el segundo trimestre. El avance de las ventas minoristas descansó en el empuje de los bienes no alimenticios, mientras que las ventas de alimentos apenas aumentaron. Por otra parte, las matriculaciones de turismos para particulares moderaron su crecimiento en julio y agosto, manteniéndose en la senda de desaceleración que siguen desde el principio del año; no obstante, en esos dos últimos meses han crecido todavía a una tasa interanual superior al 8%. La producción interior de bienes de consumo mostró una evolución ligeramente contractiva en julio, como consecuencia del mal comportamiento del componente alimenticio, mientras que el correspondiente a los bienes no alimenticios reflejó un empuje moderado. A pesar de ello, el notable vigor de las importaciones está sosteniendo el avance de las disponibilidades de estos bienes. Por último, entre los indicadores de confianza, disponibles hasta julio, se ha observado un ligero deterioro en el caso del comercio minorista y una gran estabilidad en el de los consumidores.

La producción interior de bienes de equipo ha recuperado el dinamismo que mostró a finales del pasado año y que había moderado en los primeros meses de 2004. En julio se incrementó casi un 5% interanual, una vez corregida de efectos de calendario. Esto, unido al compor-

1. Tasas calculadas sobre series corregidas de calendario y variaciones estacionales. 2. En el mes de agosto, el INE revisó las series de contabilidad anual desde el año 2000 –año que pasa a ser definitivo– en adelante. Estos nuevos datos anuales han sido incorporados en las nuevas estimaciones de la CNTR. En este contexto, el crecimiento del primer trimestre de 2004 se ha revisado a la baja en una décima, hasta el 2,7%.



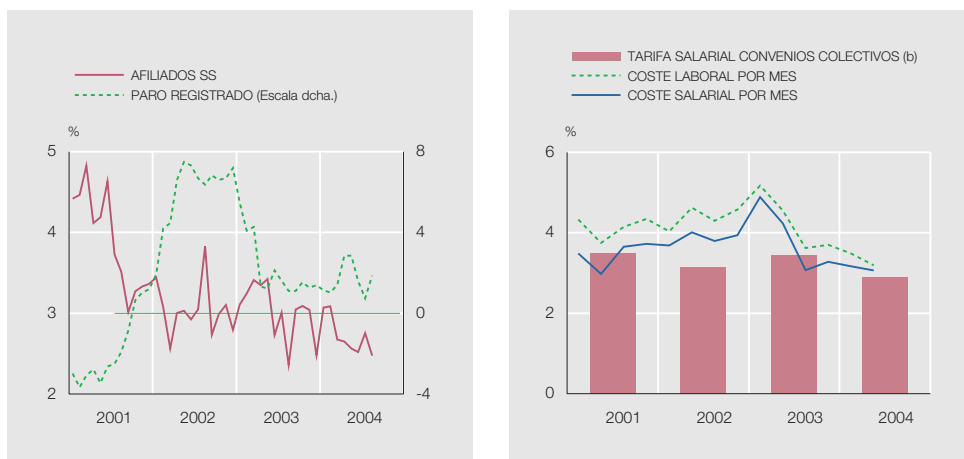
FUENTES: Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística, OFICEMEN, Departamento de Aduanas y Banco de España.

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

b. Nivel de la serie original.

tamiento expansivo de las importaciones de este tipo de bienes, que se ha intensificado en los últimos meses, ha situado al indicador de disponibilidades en tasas de crecimiento notablemente elevadas. Además, los resultados de la Encuesta de Coyuntura Industrial ofrecen un panorama favorable, como lo indica la recuperación de la cartera de pedidos de la industria en general y la del sector productor de bienes de capital, en concreto. Por su parte, las entradas de pedidos de bienes de equipo crecen a tasas elevadas, aunque en julio experimentaron cierta pérdida de vigor.

Los indicadores contemporáneos sobre la inversión en construcción muestran señales diversas. El número de afiliados a la Seguridad Social aumentó un 4,8% en agosto, por encima de la primera mitad del año, dentro de una tónica de elevado dinamismo, mientras que el número de parados en el sector de la construcción frenó la tendencia a la desaceleración de los meses anteriores y creció un 3,6% en ese mismo mes; todo ello, tras unos resultados de la EPA que han reflejado una moderación de la creación de empleo en el sector en el segundo trimestre. Por su parte, tanto el consumo aparente de cemento como la producción industrial de minerales no metálicos han tendido a superar la desaceleración de la primera mitad del año, aunque la recuperación es más clara en el caso de la producción, mientras que el avan-



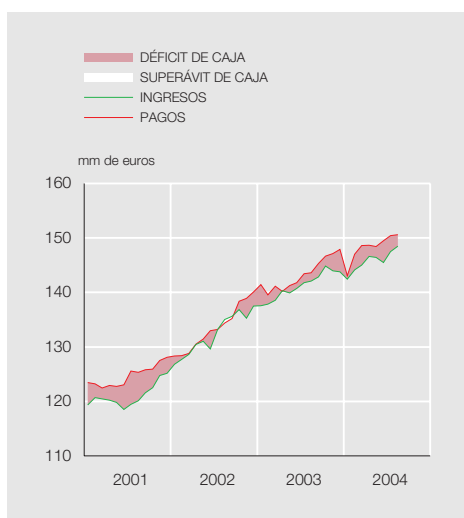
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

- a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.
- b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta julio de 2004.

ce del cemento ha sido todavía débil en el conjunto de julio y agosto. La información por tipología de obra indica que la edificación residencial mantiene el empuje de trimestres anteriores: de acuerdo con los proyectos visados, la superficie destinada a obra nueva creció entre enero y mayo un 7,6%. Por el contrario, la edificación no residencial ha mostrado un tono contractivo, que se aprecia también en la rehabilitación de viviendas. Finalmente, la licitación de obra civil sufrió un freno importante en mayo, cuando su tasa interanual acumulada se redujo hasta un modesto 3%.

Los datos sobre el comercio exterior hasta junio confirmaron el deterioro de la demanda exterior neta estimado por la CNTR. Aunque las exportaciones de mercancías crecieron un 8,5% en términos reales, en ese mes, tras dos caídas consecutivas en abril y mayo, el incremento alcanzado en el segundo trimestre, un 2,2% real, es inferior al 7,3% de los tres primeros meses. Tanto las ventas a la UE como las dirigidas al resto del mundo se desaceleraron en primavera, si bien estas últimas siguen creciendo con más fuerza. En la vertiente importadora, las compras reales de bienes han tendido a reforzar su dinamismo, de forma que en el segundo trimestre del año crecieron un 10,9% real, superando el 9% del primero. Este fuerte vigor se ha reflejado de forma generalizada en todos los componentes, destacando el aumento de las compras de bienes de equipo y de bienes de consumo no alimenticio, tanto duradero como no duradero. Como consecuencia de estos resultados y de un ligero deterioro de la relación real de intercambio, el déficit comercial se incrementó un 29,7% hasta junio, respecto al mismo período de 2003. Cerrándose este Boletín, se han publicado los datos del comercio exterior de julio, que mantienen el notable dinamismo de los flujos comerciales, con crecimientos del 15,4% y del 16,3% de las exportaciones y las importaciones en términos reales, respectivamente. La notable recuperación de las exportaciones ha permitido frenar ligeramente el deterioro del saldo comercial, que aumentó un 28,9% hasta julio.

Los datos de la balanza de pagos hasta junio han mostrado un empeoramiento del déficit por cuenta corriente (hasta los 15.831 millones de euros), al que han contribuido, además del saldo comercial, el menor excedente por turismo y viajes y el mayor déficit por la rúbrica de otros servicios. Por el contrario, la balanza de transferencias corrientes contrarrestó, en parte, este desequilibrio. La cuenta de capital registró una ligera reducción de su saldo positivo acumulado desde principios de año, debido al descenso de los ingresos procedentes de la UE,



FUENTES: Ministerio de Hacienda y Banco de España.

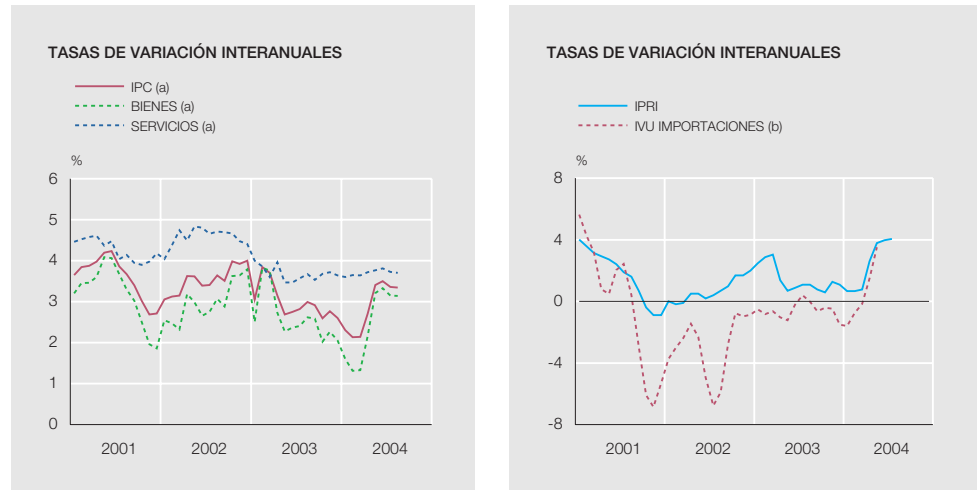
a. Tanto la serie de ingresos como la de pagos incluyen la parte de recaudación que, en virtud de los nuevos sistemas de financiación de las Administraciones Territoriales, corresponde a estas.

de forma que el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital ha reflejado un aumento considerable de las necesidades de financiación de la economía española en el conjunto de los seis primeros meses del año.

Aunque la actividad industrial se desaceleró en julio, frenando algo el impulso observado en los meses precedentes, el crecimiento del IPI alcanzó el 2% en términos de serie corregida de efectos de calendario, manteniendo un dinamismo algo superior al registrado en el conjunto del primer semestre. Entre los indicadores de empleo industrial, el ritmo de caída del número de afiliaciones a la Seguridad Social se ha mantenido aproximadamente estable hasta agosto, en torno al -0,5%, tras la mejora apuntada por la EPA del segundo trimestre. Por componentes, como ya se ha comentado, la producción de alimentos intensificó su desaceleración en julio, pasando a registrar tasas interanuales de variación negativas, mientras que el resto de componentes mostró una evolución más sostenida, siendo la producción de bienes de equipo la que se comportó con mayor dinamismo. El índice de confianza de la industria mejoró en julio, compensando en parte el deterioro de junio, apoyado en el avance de la cartera de pedidos; en una perspectiva temporal más amplia, la confianza industrial se mantiene bastante estabilizada. El PMI de la industria confirma que esta actividad continúa en una fase expansiva.

Por su parte, en el sector servicios se observan signos algo menos favorables, dentro de un comportamiento globalmente expansivo. El número de afiliados a la Seguridad Social creció un 3,6% en agosto, manteniendo una ligera tendencia a la moderación, que comparten también las cifras de la EPA. El índice PMI de los servicios retrocedió en agosto, en contraste con los avances de los dos meses anteriores, pero más en línea con el sensible retroceso del indicador de confianza de esta actividad en los meses más recientes.

Los indicadores de empleo apuntan hacia una estabilización del ritmo de creación de puestos de trabajo, tras la suave desaceleración mostrada por las cifras de la CNTR en el segundo trimestre, también reflejada en los resultados de la EPA (que se comentan en detalle en otro artículo de este Boletín). El número de afiliados a la Seguridad Social registró un recorte en su



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. En enero de 2002 se produce una ruptura, al comenzar la base 2001.
- b. Tasa de variación interanual de la tendencia.

ritmo interanual de crecimiento en agosto, que compensa el buen dato de julio y supone el retorno a tasas de variación del 2,5%. El número de contratos ha seguido aumentando en agosto a tasas interanuales muy elevadas, destacando el empuje de los contratos indefinidos. El paro registrado evoluciona con tasas de variación estabilizadas en torno al 1,5%.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado obtuvo hasta agosto de 2004 un superávit de 436 millones de euros (0,1% del PIB), inferior a los 720 millones de euros de superávit (equivalente también al 0,1% del PIB) registrado un año antes. Los ingresos acumulados hasta agosto elevaron su crecimiento hasta el 2,3%, mientras que los gastos se desaceleraron hasta una tasa de crecimiento del 2,7%. La aceleración de los ingresos vino impulsada por la evolución del IVA y de los impuestos directos, en tanto que la desaceleración de los gastos tuvo su origen en el consumo final, las transferencias corrientes y la inversión. En términos de caja, la ejecución presupuestaria se saldó con un déficit de 3.937 millones de euros hasta agosto de 2004, notablemente inferior al déficit de 6.006 millones registrado durante el mismo período de 2003.

Precios y costes

Los datos de la CNTR del segundo trimestre de 2004 han recogido un ligero recorte en el ritmo de aumento de la remuneración por asalariado (3,8%), confirmando que en la economía de mercado la remuneración crece de forma más moderada (3,3%). Los costes laborales unitarios también han tendido a desacelerarse, apoyados igualmente en una pequeña mejora de la productividad. El deflactor de la demanda final se aceleró en el segundo trimestre, impulsado por el repunte del deflactor de las importaciones, en tanto que el deflactor del PIB, que resume las presiones internas de precios, se elevó un 3,7%, una décima más que en el primer trimestre.

Según la Encuesta Trimestral de Coste Laboral, el coste laboral medio por trabajador y mes aumentó un 3,2% en el segundo trimestre, tres décimas menos que en el período anterior, reflejando una moderación algo más intensa que la mostrada por los datos de la CNTR. La desaceleración afectó tanto al componente salarial como, en mayor medida, a los otros costes, habiéndose estrechado sustancialmente el diferencial de crecimiento entre ambos componentes, que crecieron un 3,1% y un 3,5%, respectivamente. Por ramas de actividad, el sector de servicios fue el único en el que se aceleraron los costes laborales, hasta el 3,2%. En

la industria de moderaron significativamente (2,7%) y en la construcción mantuvieron un dinamismo elevado (5,5%).

Entre los indicadores de precios, el IPC registró un crecimiento intermensual del 0,4% en el pasado mes de agosto y su tasa interanual se redujo al 3,3%. Por el contrario, el IPSEBENE, con un aumento intermensual del 0,3%, registró una ligera aceleración interanual (2,9%) (véase gráfico 4). Detrás de esta evolución dispar se encuentra la favorable evolución de los precios de los alimentos no elaborados. Estos acentuaron en agosto su tendencia de ralentización, hasta situar su tasa interanual en el 3,8% —desde el 7% de mayo—, debido tanto a su comportamiento moderado como al descuento de los fuertes aumentos del pasado año. Por su parte, los precios de la energía mantuvieron tasas interanuales elevadas (un 7% en agosto), reflejando la evolución alcista del precio del petróleo en los últimos meses. Los precios de los alimentos elaborados mantienen tasas interanuales elevadas (4,2% en agosto). Aunque los aumentos de precios del aceite se han aminorado, no llegan a incorporar la tendencia descendente que se observa en los mercados mayoristas en los últimos meses. Por último, la estabilidad fue la tónica general en el avance de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios, que registraron incrementos interanuales del 1% y 3,7%, respectivamente, en agosto.

El comportamiento del IAPC fue similar al del IPC nacional y su tasa interanual se situó también en el 3,3% en agosto. El diferencial de inflación con la zona del euro, donde el crecimiento conjunto de los precios de consumo se mantuvo en el 2,3%, permaneció en un punto porcentual, por segundo mes consecutivo.

Los precios de producción intensificaron en agosto la trayectoria alcista de los últimos meses por el repunte de los precios energéticos. Su tasa interanual se elevó tres décimas, hasta el 4,4%. La aceleración del componente energético, así como del resto de bienes intermedios, quedó parcialmente compensada por la desaceleración de los precios de producción de los bienes de consumo. Los precios de producción de la energía alcanzaron una tasa del 9% en dicho mes. Por su parte, los precios de los bienes importados, medidos por el índice de valor unitario (IVU), se desaceleraron en junio, tras el repunte de mayo, y cerraron el segundo trimestre con un avance del 2,1%. Los precios de importación de la energía mantuvieron elevadas tasas de crecimiento, debido al encarecimiento del petróleo, mientras que los precios de los bienes intermedios no energéticos se ralentizaron significativamente. El índice de valor unitario de las exportaciones frenó en junio la aceleración de los meses anteriores, alcanzando un crecimiento interanual del 2,8% en el segundo trimestre. Por áreas geográficas, los precios de las ventas a la UE se desaceleraron, mientras que los de las destinadas a los mercados extracomunitarios crecieron a un mayor ritmo.

Evolución económica y financiera en la UEM

La evolución financiera internacional estuvo condicionada por las expectativas de los mercados sobre el ritmo de actividad global y las posibles presiones inflacionistas, derivadas, en particular, del alto precio del petróleo, que siguió marcando nuevos máximos históricos, el último a finales de septiembre (46 dólares por barril de crudo tipo Brent). El anuncio de un aumento de la cuota de producción por parte de la OPEP el 15 de septiembre no tuvo efectos significativos sobre los precios. La elevada volatilidad observada en el mercado del crudo no se trasladó al resto de mercados financieros, que se mantuvieron relativamente estables. La Reserva Federal elevó por dos veces la tasa de interés en 25 puntos básicos (pb), en sus reuniones de agosto y septiembre, hasta situarla en el 1,75%. Estos movimientos confirmaron las expectativas del mercado, que sigue descontando elevaciones graduales, pero moderadas, en los tipos de interés. Mientras tanto, los tipos de interés a largo plazo tendieron a disminuir moderadamente, con lo que la curva de tipos siguió reduciendo su pendiente. En los

mercados de divisas, el dólar se mantuvo relativamente estable frente al euro y el yen, a pesar del progresivo deterioro de las balanzas comercial y por cuenta corriente en Estados Unidos.

La mayoría de los indicadores de la economía estadounidense disponibles en el tercer trimestre tendieron a mitigar la incertidumbre suscitada por la desaceleración del PIB en el segundo trimestre, cuya tasa de crecimiento fue sustancialmente menor que en el primero (3,3% en tasa trimestral anualizada y 4,8% en tasa interanual, frente al 4,5% y 5%, respectivamente). La causa principal fue un debilitamiento del consumo privado, que pasó a crecer un 1,6%, frente al 4,1% del trimestre anterior. Los indicadores de confianza y sentimiento del consumidor dieron signos de menor fortaleza en agosto y septiembre, y, aunque las ventas al por menor de julio permitían anticipar una mayor demanda de consumo en el tercer trimestre, en agosto volvieron a debilitarse. El empleo repuntó en agosto, lo que, junto con la revisión al alza de los dos meses anteriores, se tradujo en una creación media de más de 100.000 empleos mensuales en los últimos tres meses, con lo que la tasa interanual de crecimiento del empleo se situó holgadamente por encima del 1% en agosto. Por otra parte, y pese a su desaceleración, el continuo avance de la productividad refuerza las buenas perspectivas para la renta personal y, en consecuencia, para el mantenimiento del consumo en tasas elevadas. En el segundo trimestre destacó el dinamismo de la inversión privada no residencial, con un 12,1% de aumento trimestral anualizado, impulsada por los buenos resultados empresariales. Este dinamismo de la actividad inversora se vio confirmado por los datos de pedidos de bienes duraderos y de capital de julio, que mantuvieron un vigoroso ritmo de crecimiento. Los indicadores adelantados industriales de agosto (ISM) retrocedieron desde los máximos de julio, pero a niveles todavía compatibles con un fuerte crecimiento del sector manufacturero, como confirmó el avance de la producción industrial en agosto. La balanza por cuenta corriente, por su parte, registró un fuerte empeoramiento en el segundo trimestre (5,7% del PIB), en gran medida como consecuencia del elevado déficit comercial de junio (55 mm de dólares). No obstante, en julio se observó una mejoría en esta variable, que se redujo a 50 mm de millones de dólares. En cuanto a los precios, las presiones inflacionistas siguen moderándose. En agosto, los precios finales de importación y de producción se desaceleraron en sus tasas subyacentes y, sobre todo, los precios de consumo continuaron mostrando una moderación (2,7% de inflación anual en agosto, frente a 3% en julio), con una tasa interanual del índice subyacente que pasó del 1,8% en julio al 1,7% en agosto. Tan solo se perciben indicios de aceleración en los precios de bienes intermedios de producción.

En Japón, la revisión de la Contabilidad Nacional del segundo trimestre puso de relieve una ralentización del ritmo de crecimiento del PIB, situado finalmente en el 4,2% interanual (frente al 4,4% previo y el 5,9% del primer trimestre), lo que ha generado alguna incertidumbre sobre la solidez de la recuperación japonesa, corroborada posteriormente por el deterioro de algunos índices de actividad económica. Los indicadores de oferta, demanda y empleo aportaron señales dispares a comienzos del tercer trimestre. Así, en el mes de julio se ralentizó el crecimiento de la producción industrial (5,9% interanual) y los pedidos de maquinaria registraron una fuerte desaceleración. Por el contrario, por el lado de la demanda se observó en julio un fortalecimiento de la renta personal, del gasto de las familias y de las ventas al por menor, y, en agosto, la confianza del consumidor experimentó una nueva mejoría. A su vez, el ritmo de crecimiento de las exportaciones se ralentizó en agosto (10,4% interanual) y se produjo una aceleración de las importaciones (18,4% interanual), lo que generó una reducción del superávit comercial en dicho mes. En el mercado de trabajo, después de dos meses, se volvió a crear empleo en julio, pero la tasa de paro se elevó al 4,9% (4,6% en junio), debido al mayor incremento de la población activa. Los precios de consumo registraron en julio una caída interanual del 0,1% (tras un crecimiento nulo en junio) y la inflación subyacente marcó, asimismo, un descenso del 0,2% (-0,1% en junio), lo que indica que persisten presiones de signo defla-

		2004					
		ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (b)	Índice de Producción Industrial	1,5	3,6	3,0	2,4		
	Comercio al por menor	0,5	-2,3	1,3	1,0		
	Matriculaciones de turismos nuevos	4,6	4,1	0,6	-1,7	-9,5	
	Indicador de confianza de los consumidores	-14,0	-16,0	-14,0	-14,0		
	Indicador de clima industrial	-5,0	-5,0	-4,0	-4,0		
	IAPC	2,0	2,5	2,4	2,3	2,3	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	5,4	4,8	5,3	5,4	5,5	
	M1	10,9	9,3	9,6	10,1	9,3	
	Crédito a los sectores residentes						
	Total	5,9	5,9	6,4	6,3	6,1	
	AAPP	6,2	6,1	7,6	6,4	6,6	
	Otros sectores residentes	5,9	5,8	6,1	6,3	6,0	
	Del cual:						
	Préstamos a hogares	6,8	6,9	7,2	7,3	7,5	
	Préstamos a sociedades no financieras	3,5	3,7	4,0	4,3	4,0	
	EONIA	2,08	2,02	2,03	2,07	2,04	2,05
	EURIBOR a tres meses	2,05	2,09	2,11	2,12	2,11	2,12
	Rendimiento bonos a diez años	4,24	4,39	4,44	4,34	4,17	4,15
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,10	0,38	0,35	0,20	0,16	0,06
	Tipo de cambio dólar/euro	1,199	1,201	1,214	1,227	1,218	1,218
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	2,6	0,9	3,7	0,6	-0,8	2,5	

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

a. Media del mes hasta el día 22 de septiembre de 2004.

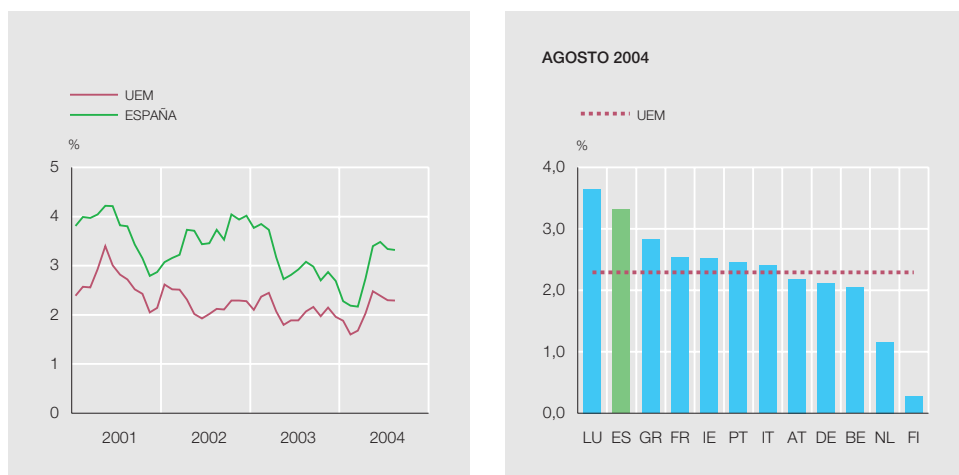
b. Tasa de variación interanual, excepto en los indicadores de confianza.

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 22 de septiembre de 2004.

cionista. En cambio, los precios al por mayor registraron en agosto un aumento interanual del 1,7% (1,6% en julio), impulsados por el alza en los precios de los bienes intermedios.

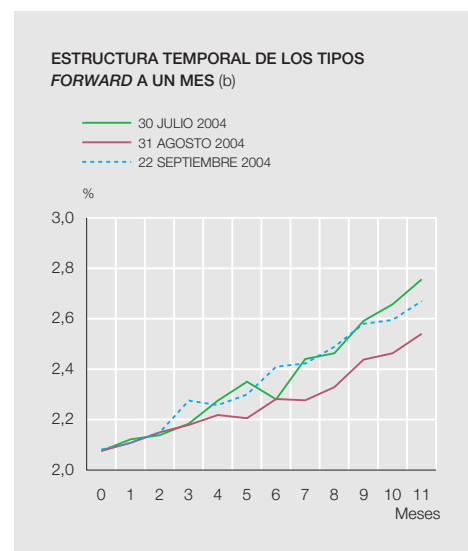
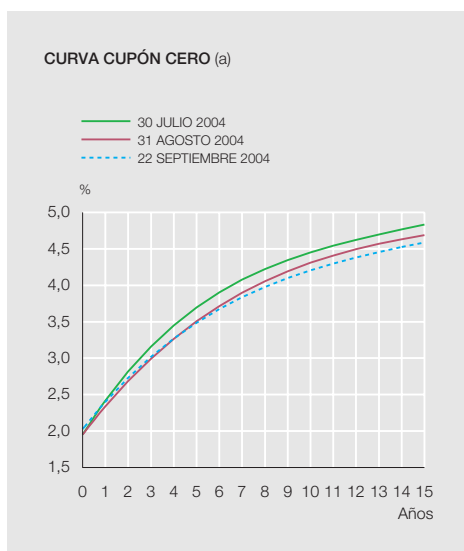
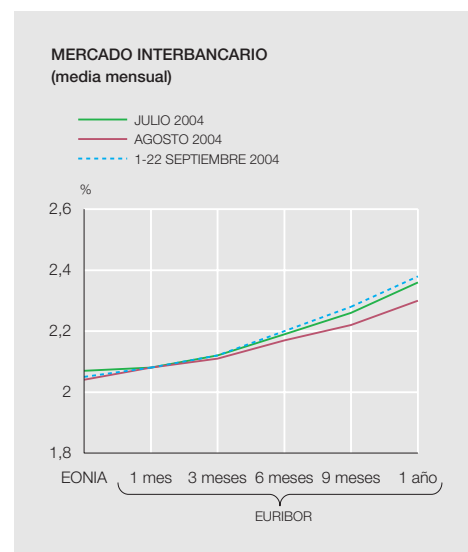
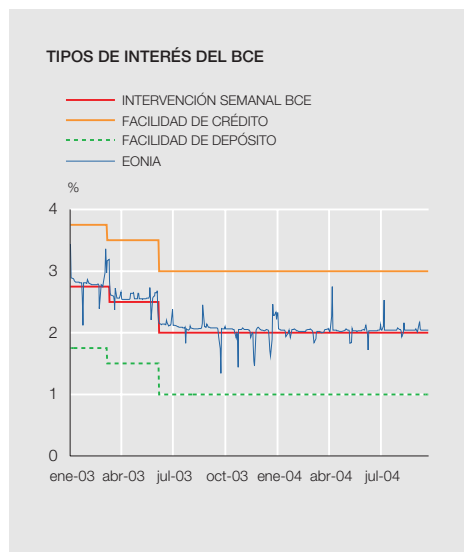
En las principales economías del sudeste de Asia, los datos de actividad del segundo trimestre del año mostraron, en general, un dinamismo superior o similar al registrado en el primero, con la excepción de Corea del Sur, donde persiste la debilidad en el consumo. Sin embargo, los indicadores disponibles del tercer trimestre apuntaron, en varios países, una ligera tendencia a la desaceleración de los elevados ritmos de crecimiento de las exportaciones y de la producción industrial. Asimismo, se observó un aumento gradual, de carácter general, en las tasas de inflación. En China, los indicadores de actividad de agosto señalaron la continuidad del elevado ritmo de crecimiento de la economía en el tercer trimestre, pese a las medidas restrictivas instrumentadas por las autoridades desde comienzos del año. Así, la producción industrial se aceleró levemente en agosto hasta el 15,9% interanual y la inversión en activos fijos recuperó la senda de crecimiento de los meses anteriores, al aumentar un 26,3% en tasa interanual en agosto. Por el lado de la demanda, el consumo privado siguió mostrando un notable grado de dinamismo, a tenor del dato de las ventas al por menor, que presentaron en agosto un ritmo de crecimiento interanual del 13,1%. Pese a que el tono más restrictivo de la política monetaria se tradujo en una nueva desaceleración del crecimiento de la oferta monetaria y del crédito bancario, la tasa de inflación interanual permaneció en agosto en el 5,3%, por el fuerte incremento de los precios de los alimentos.



FUENTE: Eurostat.

En el Reino Unido, el PIB del segundo trimestre creció un 3,7% interanual, frente al 3,4% del primer trimestre, con una desaceleración en el consumo. Para el tercer trimestre los indicadores de opinión reafirman esa desaceleración, pero el repunte en agosto de las ventas al por menor apunta en sentido contrario. Los indicadores adelantados de las manufacturas mantienen un elevado nivel, lo que podría indicar la confirmación de un mayor equilibrio sectorial en el crecimiento del PIB, gracias al tirón en las exportaciones. Los precios de consumo (IPC armonizado) se desaceleraron ligeramente en agosto, hasta una tasa interanual del 1,3%, mientras que los precios de los inmuebles han comenzado a dar signos de desacelerarse, aunque todavía mantienen tasas de avance del 19% interanual en agosto. Tras la subida de 25 pb en agosto, el Banco de Inglaterra mantuvo en su reunión de septiembre, como se esperaba, el tipo de interés oficial en el 4,75%.

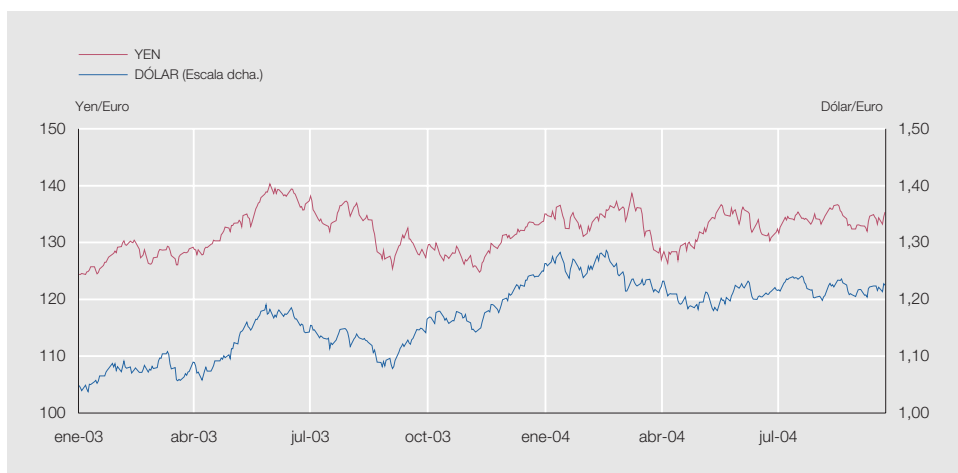
En América Latina se mantuvo en el segundo trimestre una tasa de crecimiento del producto similar a la del primer trimestre del año, en torno al 5,5% interanual y con todos los principales países creciendo por encima del 3,5%. Es de destacar el cambio en la composición del crecimiento. La consolidación de la demanda interna es ya responsable de la totalidad del crecimiento, pues la aportación del sector exterior fue nula, aunque las exportaciones siguieron manteniendo un fuerte dinamismo, contrarrestado por la notable recuperación de las importaciones. Especialmente positivo fue el dato de Brasil, con un crecimiento interanual de 5,7% en el segundo trimestre, que contrasta con la tasa nula que presentaba a final del año 2003. Los países que han atravesado crisis económicas en los últimos años (Argentina, Uruguay y Venezuela) empezaron a mostrar una ligera flexión en su ritmo crecimiento, desde tasas anormalmente elevadas. Los mercados financieros registraron un comportamiento positivo, especialmente reflejado en los diferenciales soberanos, que regresaron a niveles similares o inferiores a los de principios del año. Del mismo modo, destaca la elevación de la calificación soberana de Brasil y Venezuela por parte de las agencias calificadoras, en este último caso tras la celebración y rechazo del referéndum revocatorio del presidente. La aceleración de la actividad y el incremento de los precios energéticos propiciaron un aumento de la inflación en los principales países, hasta situarse por encima del 6% en julio para el conjunto de la región, lo que ha llevado a la mayoría de las autoridades monetarias a adoptar un tono más restrictivo en la política monetaria. Así, los bancos centrales de Brasil y Chile aumentaron el tipo de interés de referencia en 25 pb, hasta el 16,25% y el 2%, respectivamente, y el Banco de México elevó el «corto» por sexta vez en el año.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Estimación con datos del mercado de swaps.
- b. Estimados con datos del EURIBOR.

De acuerdo con la primera estimación de la Contabilidad Nacional del área del euro correspondiente al segundo trimestre de 2004, el PIB se incrementó un 0,5% en términos intertrimestrales, frente al 0,6% del trimestre anterior. Esto ha supuesto un nuevo aumento de la tasa de crecimiento interanual —que ha alcanzado el 2%, siete décimas más que en el pasado trimestre—, evidenciando la continuación del proceso de paulatina recuperación de la actividad en el área. Esta relativa estabilidad de la tasa intertrimestral en el primer semestre del año se corresponde con una evolución también estable de las contribuciones al crecimiento de las demandas interna y externa. En el caso de esta última, su contribución fue, al igual que en el primer trimestre, de 0,4 pp, con una intensa aceleración tanto de las exportaciones como de las importaciones. Por su parte, los componentes de la demanda interna mostraron evoluciones dispares. Así, el consumo privado se desaceleró, al pasar de un crecimiento intertrimestral del 0,6% en el primer trimestre del año a un 0,3%, mientras que se observó un avance del consumo público y, en menor medida, de la formación bruta de capital fijo, que, con un crecimiento del 0,1%, se recuperó de su anterior caída del 0,2%.



FUENTES: BCE y Banco de España.

La información disponible más reciente sobre indicadores de actividad es coherente con el mantenimiento en el tercer trimestre de un grado de dinamismo de la actividad económica similar al observado en la primera mitad del año. Así, la producción industrial de la UEM se elevó un 0,4% en tasa intermensual en julio, frente a la caída del 0,2% registrada en junio, aunque el ritmo de crecimiento interanual disminuyó ligeramente (véase cuadro 1). Por otra parte, mientras que en julio el indicador de confianza industrial elaborado por la Comisión Europea se mantuvo constante y el del sector servicios mostró cierta mejora, las encuestas de directores de compras, tanto de la industria manufacturera como de los servicios, registraron en agosto un cierto empeoramiento, si bien permanecieron en niveles superiores a 50, lo que es compatible con una expansión de la actividad. Por el lado de la demanda, persisten las dudas sobre la intensidad de la recuperación del consumo: en julio la confianza del consumidor no varió y mejoró ligeramente la de los minoristas, mientras que el ritmo de crecimiento de las ventas al por menor se ralentizó y, tanto en julio como en agosto, se percibió una evolución claramente negativa de las matriculaciones de coches. Respecto a la demanda externa, las expectativas de exportación para el tercer trimestre y la cartera de pedidos exteriores se mantienen favorables.

La tasa de inflación del área, medida por la variación interanual del IAPC, permaneció estable en agosto, en el 2,3% (véase gráfico 5). La aceleración de los precios del componente energético —consecuencia de la nueva escalada de los precios del crudo, que en agosto alcanzaron máximos históricos— se vio compensada por la desaceleración de los precios de los alimentos, que incluso registraron, en el caso de los alimentos no elaborados, una caída interanual. A pesar del mantenimiento del ritmo de crecimiento de los precios de los servicios, la tasa de variación interanual del IPSEBENE, que excluye los componentes con un comportamiento más errático (esto es, la energía y los alimentos no elaborados), se incrementó en una décima respecto al mes de julio, hasta el 2,2%, fruto de la ligera aceleración de los precios de los bienes industriales no energéticos. Por su parte, la tasa de variación interanual del índice de precios industriales (IPRI) aumentó en julio cuatro décimas, hasta el 2,8%. Detrás de esta evolución se encuentra la aceleración de los precios de todos los componentes, salvo los bienes de consumo no duradero, destacando por su intensidad los repuntes de los bienes intermedios no energéticos y de la energía.

En su reunión del 2 de septiembre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener sin cambios los tipos de interés oficiales. A pesar de la incertidumbre que rodea a la evolución del

TIPOS		2001	2002	2003	2004				
		DIC	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP (a)
BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito a vivienda	...	...	3,46	3,25	3,29	3,38	...	...
	Crédito a consumo y otros fines	...	...	6,40	6,13	6,04	6,07	...	...
	Depósitos	...	...	1,11	1,09	1,11	1,13	...	...
SOCIEDADES NO FINANCIERAS									
	Crédito (c)	...	...	3,75	3,61	3,50	3,48	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,11	2,72	2,19	2,11	2,18	2,16	2,13	2,20
	Deuda pública a cinco años	4,29	3,59	3,47	3,51	3,61	3,50	3,45	3,46
	Deuda pública a diez años	4,97	4,43	4,34	4,33	4,39	4,28	4,15	4,13
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,19	0,06	0,00	0,05	0,02	0,02	0,05	0,04
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	1,10	1,11	0,32	0,42	0,44	0,42	0,38	0,30
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	-6,39	-23,10	27,44	3,64	5,26	3,57	3,07	5,76

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 16 de septiembre de 2004.

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

c. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros 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 2003. 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.

precio del petróleo, el BCE consideró que en el medio plazo las perspectivas de inflación seguirían siendo compatibles con el objetivo de estabilidad de precios. Por lo tanto, los tipos de interés aplicados en las operaciones principales de financiación y en las facilidades de depósito y de crédito permanecen en el 2%, 1% y 3%, respectivamente (véase el gráfico 6). En el mes de agosto y la parte transcurrida de septiembre, los tipos del mercado interbancario se han mantenido estables, habiéndose observado tan solo un ligero descenso de la curva de rendimientos en todos los plazos en agosto, recuperándose nuevamente en septiembre los niveles de julio. Por su parte, en los mercados secundarios de deuda pública del área del euro, las rentabilidades a diez años disminuyeron moderadamente en el mes de agosto, hasta el 4,2%, nivel en el que se han estabilizado en la parte transcurrida de septiembre, si bien con una cierta tendencia a la baja. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo experimentó una evolución similar en el período analizado, aunque con una reducción ligeramente superior, estrechándose a menos de 10 pb el diferencial positivo entre este país y la UEM.

En los mercados de renta variable europeos, tras las caídas observadas en agosto, las cotizaciones repuntaron en las primeras semanas de septiembre en consonancia con el ligero ajuste a la baja del precio del petróleo, de manera que el índice Dow Jones EURO STOXX amplio se situaba, a la fecha de cierre de este Boletín, en los niveles registrados a finales de abril, lo que supone una ligera revalorización acumulada durante el presente año. En los mercados de divisas, el euro se ha mantenido estable frente al dólar en septiembre, cotizando por encima de los 1,21 dólares (véase gráfico 7). Por su parte, la moneda europea se ha depreciado ligeramente frente al yen en ese mismo período.

El crecimiento interanual de M3 registró una moderada expansión en los meses de julio y agosto, hasta situarse en el 5,5%, lo que, tras el notable aumento registrado en junio, supone un giro en la

**FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, LOS HOGARES E ISFLSH
Y LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS**
Crecimiento interanual (T1,12) (a)

CUADRO 3

	2004	2002	2003	2004		
	JUL (b)	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL
FINANCIACIÓN TOTAL	1.442,3	9,7	11,8	11,7	12,1	12,2
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	1.131,5	14,3	15,9	16,1	16,6	17,1
Hogares e ISFLSH	495,1	15,6	18,7	19,9	20,1	20,2
De los cuales:						
Crédito para adquisición de vivienda (c)	346,9	16,6	21,3	23,0	23,3	23,6
Crédito para consumo y otros fines (c)	147,4	13,6	13,2	13,1	13,2	12,8
Sociedades no financieras	636,3	13,3	13,9	13,3	14,0	14,8
De los cuales:						
Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	450,6	13,1	14,3	14,6	15,4	16,7
Valores de renta fija	10,9	-16,6	-7,1	-6,5	-5,0	-7,8
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (d)	310,8	-1,2	0,4	-1,3	-1,2	-2,5
Valores a corto plazo	38,1	0,2	8,3	-4,7	-11,1	-5,7
Valores a largo plazo	289,2	2,2	-1,6	0,9	1,1	-0,3
Créditos-depósitos (e)	-16,4	-10,3	3,0	-4,8	-2,8	-4,9

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. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

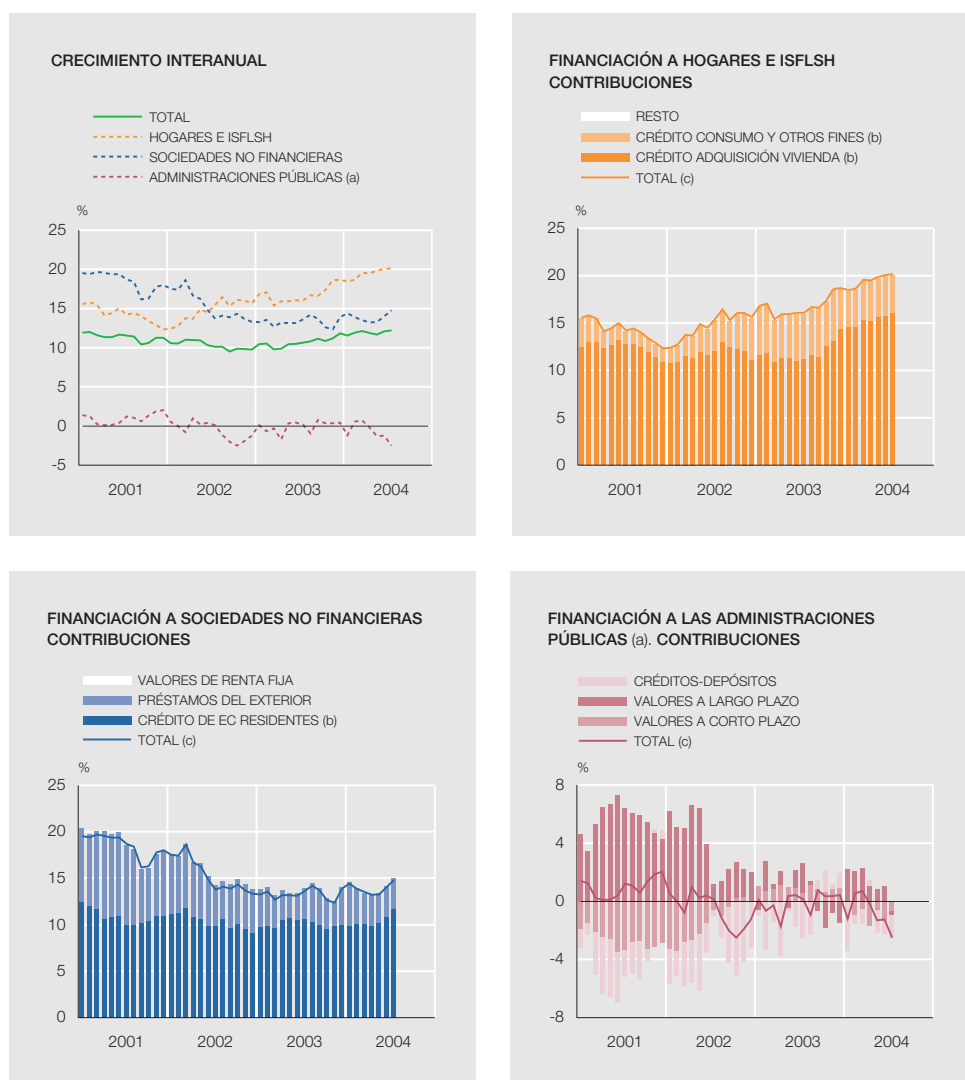
e. Variación interanual del saldo.

tendencia decreciente que venía observándose desde mediados de 2003. Por su parte, el crédito concedido al sector privado mostró en agosto una tasa interanual del 6%, ligeramente inferior a la del mes anterior. Mientras que los préstamos concedidos a los hogares prolongaron su senda de aceleración, el crédito otorgado a las sociedades no financieras, por contra, se ralentizó moderadamente.

**Evolución financiera
en España**

Durante el mes de julio, la financiación obtenida por los hogares continuó avanzando a un ritmo elevado, al tiempo que los recursos captados por las sociedades no financieras registraron un nuevo aumento en su tasa de variación interanual. Por su parte, los activos financieros más líquidos de ambos sectores se aceleraron ligeramente durante el mismo período. La información provisional correspondiente a agosto apunta a una cierta ralentización de las tenencias de activos líquidos del sector privado y de los fondos ajenos recibidos por las empresas y a un mantenimiento del crecimiento de la deuda de las familias.

En los mercados de deuda pública, las rentabilidades negociadas registraron reducciones durante el mes de agosto, mientras que, en la parte transcurrida de septiembre, no se produjeron variaciones significativas, con la excepción de las de los plazos más cortos, que mostraron un cierto repunte. De este modo, los tipos de interés medios de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron en el 2,20% y el 4,13%, respectivamente, lo que representa un aumento de 4 pb y un descenso de 15 pb en relación con los correspondientes valores de julio (véase cuadro 2). El movimiento de la referencia española a diez años fue similar al de la alemana, por lo que el diferencial entre ambas se mantuvo relativamente estable. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas disminuyeron durante el mismo período hasta los 30 pb, prácticamente el mismo nivel observado en diciembre de 2003.

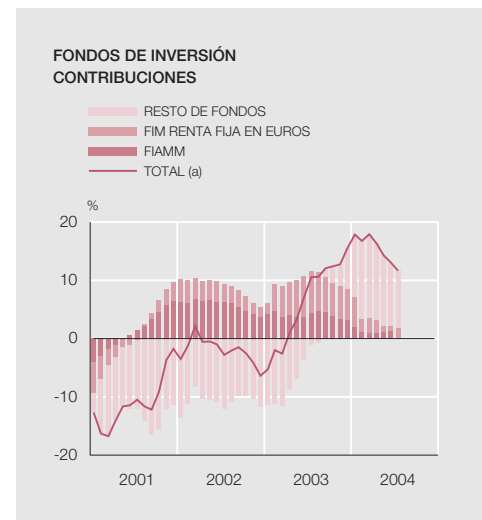
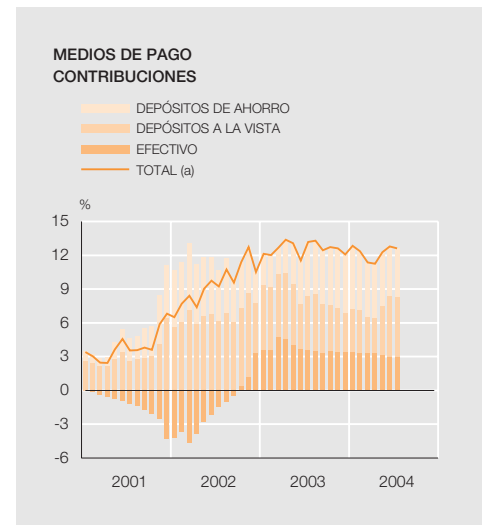
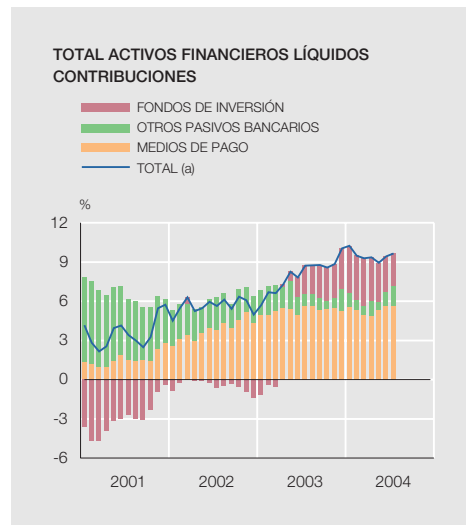


FUENTE: Banco de España.

- a. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- b. Incluye los créditos titulizados.
- c. Crecimiento interanual.

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales, las cotizaciones retomaron un perfil ascendente tras los descensos del mes de julio y la primera parte de agosto, que estuvieron ligados al tensionamiento del precio del petróleo. Así, en la fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumula una ganancia del 5,8% desde finales de 2003, evolución más favorable que la del Euro Stoxx amplio de las bolsas de la UEM y el S&P 500 de las de Estados Unidos, que, durante el mismo período, registraron revalorizaciones del 2,6% y 1%, respectivamente.

Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las familias en las operaciones nuevas de activo y pasivo aumentaron moderadamente en julio. El coste de los préstamos para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines se situó en el 3,38% y 6,07%, respectivamente, 9 y 3 pb por encima de los niveles de junio. Por su parte, la remuneración de sus depósitos se elevó 2 pb, hasta el 1,13%. Por el contrario, el precio de la financiación bancaria a las sociedades no financieras descendió ligeramente, hasta alcanzar el 3,48%.



FUENTE: Banco de España.

a. Crecimiento interanual.

La financiación recibida por los sectores residentes no financieros experimentó en julio un crecimiento interanual similar al registrado en el mes precedente. Este comportamiento fue el resultado de una nueva aceleración de la deuda de las empresas, cuya tasa de variación se situó en el entorno del 15%, de un mantenimiento de los elevados ritmos de avance (alrededor del 20%) de los recursos obtenidos por las familias y de una contracción del volumen de fondos captados por las Administraciones Públicas (véanse cuadro 3 y gráfico 8).

La desagregación por componentes muestra que, en el caso de los hogares, se produjo una nueva aceleración de los préstamos para la adquisición de vivienda, que aumentaron cerca de un 24% en términos interanuales. Por su parte, el avance de los fondos captados por las sociedades no financieras resultó, fundamentalmente, del comportamiento expansivo del crédito otorgado por las entidades residentes, partida que representa el grueso del agregado. La información provisional correspondiente al mes de agosto revela una cierta ralentización de los fondos ajenos de las empresas, que, no obstante, mantendrían tasas de variación por en-

cima de las observadas, en media, durante el primer semestre, al tiempo que la deuda de las familias habría mantenido su elevado ritmo de crecimiento.

En el caso de las Administraciones Públicas, el descenso, en términos interanuales, de la financiación recibida refleja tanto una amortización neta de valores a largo y a corto plazo como una reducción en el saldo entre créditos y depósitos.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares experimentaron una ligera aceleración en julio, resultado de una evolución diferenciada por instrumentos (véase gráfico 9). Así, mientras que los medios de pago se ralentizaron moderadamente, el agregado otros pasivos bancarios —que incluye depósitos a plazo, cesiones, valores bancarios y depósitos en el exterior— registró un incremento en su tasa de variación, como resultado, principalmente, del comportamiento expansivo de las cesiones y valores bancarios y, en menor medida, de los depósitos a plazo.

El patrimonio de los fondos de inversión continuó con la pauta de desaceleración de los meses anteriores, y su tasa de variación interanual se situó, en julio, por debajo del 12%. Por categorías, los FIM de renta fija aumentaron su ritmo de expansión, mientras que los FIAMM y resto de FIM experimentaron una cierta ralentización.

La información provisional referente a los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares en agosto apunta a una desaceleración de los principales agregados.

29.9.2004.