

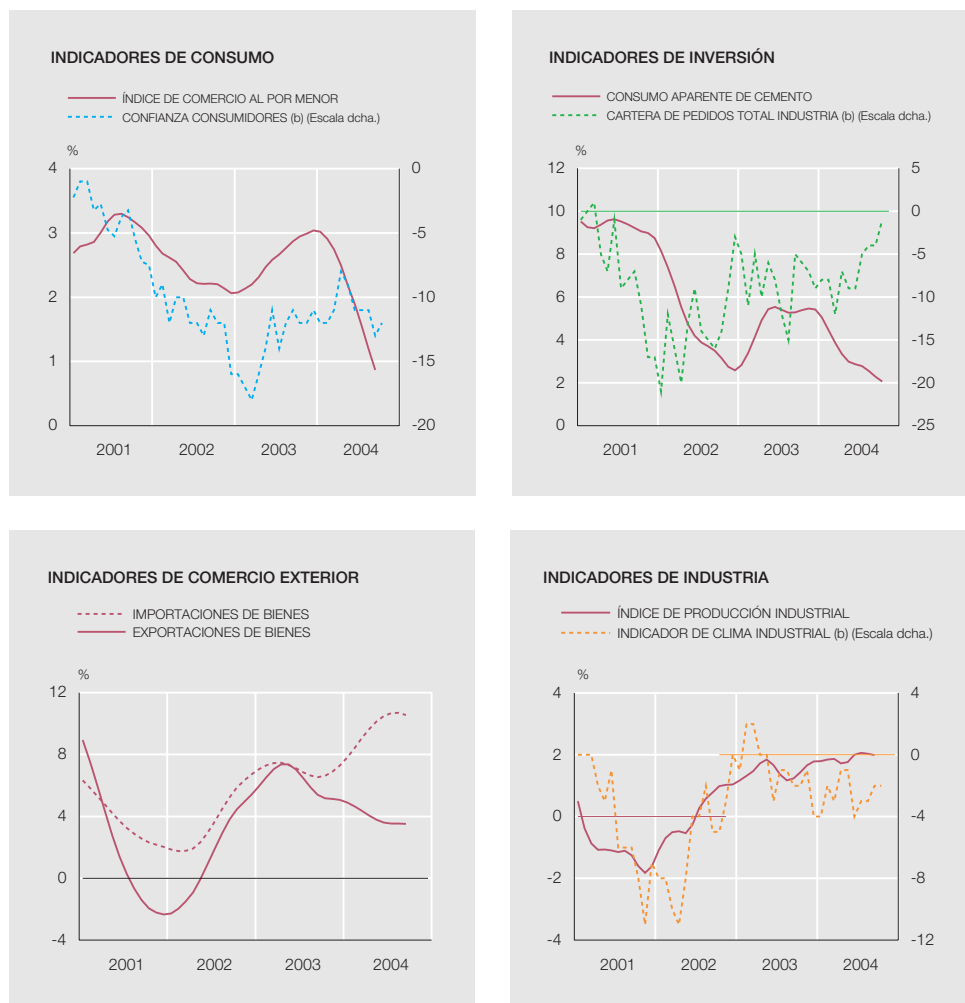
## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

### *Evolución del sector real de la economía española*

Las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR)<sup>1</sup>, publicadas casi al cierre de este Boletín, señalan que la tasa de crecimiento interanual del PIB real permaneció en el 2,6%, en el tercer trimestre, cifra similar a la registrada en el segundo, mientras que el avance intertrimestral fue del 0,6%. La estabilidad en el crecimiento del PIB fue el resultado, no obstante, de una acentuación de las tendencias contrapuestas que vienen registrando la demanda nacional y la aportación de la demanda exterior neta en los últimos trimestres. Así, la demanda interna mantuvo su trayectoria ascendente, al experimentar una aceleración de tres décimas y alcanzar una tasa interanual del 4,4%. Entre sus componentes, destaca el importante impulso experimentado por la inversión en bienes de equipo, que creció un 9,3%, tras el 4,3% del segundo trimestre. También se apreció un leve repunte de la construcción, que registró un aumento interanual del 4,5%. Tanto el consumo privado como el público conservaron una fortaleza notable, creciendo a tasas similares a las exhibidas en el trimestre anterior, del 3,4% y del 4,4%, respectivamente. Por su parte, la aportación negativa del sector exterior al crecimiento del producto alcanzó los 2 puntos porcentuales (pp) en el tercer trimestre, tras haberse revisado a la baja la del segundo, hasta -1,6% pp. El renovado impulso que experimentaron las exportaciones, al crecer un 4,2%, fue inferior al repunte de las importaciones, que elevaron su ritmo de avance en 1,5 pp, hasta el 9,6%. Desde la óptica de la oferta, en el tercer trimestre continuó la recuperación de la actividad industrial y de la agricultura —donde se aminoró la contracción del VAB—; la construcción se sumó a esta tendencia alcista, mientras que el valor añadido de los servicios de mercado volvió a ralentizarse. El tono sostenido del crecimiento del producto se trasladó al empleo, observándose un ritmo de avance similar al del segundo trimestre (2,1%), de forma que las ganancias de productividad aparente del trabajo siguieron siendo moderadas (0,5%).

Los indicadores más actualizados de consumo privado han tendido a mostrar, en general, un mejor comportamiento en los meses de septiembre y octubre, tras el retroceso que registraron algunos de ellos en agosto. No obstante, en el caso del índice de comercio al por menor, que creció un 0,2% interanual en términos reales, en septiembre, el último dato ha reforzado la tendencia a la desaceleración del indicador. En septiembre, las ventas de alimentos moderaron su ritmo de descenso, mientras que las de productos no alimenticios continuaron ralentizándose, aunque conservando un tono más dinámico. Por su parte, las matriculaciones de automóviles se redujeron un 1,2% en octubre, cifra que una vez corregida de efectos estacionales se transforma en un crecimiento superior al 7%, cercano al observado en septiembre. La producción y la importación de bienes de consumo han tendido a reforzar su dinamismo, de forma que el indicador de disponibilidades finalizó el tercer trimestre con una tendencia claramente al alza. La producción interior de bienes de consumo creció un 3,4% en septiembre, mientras que las compras del exterior lo hicieron a un ritmo abultado (12,6%), manteniendo las exportaciones una evolución más moderada (1,6%). Dentro de la producción, la partida que está mostrando mayor fortaleza son los duraderos, cuyo componente creció un 7,8% en septiembre. Entre los indicadores de opinión, la confianza de los consumidores mejoró ligeramente en octubre (véase gráfico 1), mientras que las opiniones del comercio minorista volvieron a registrar un deterioro en ese último mes, en línea con la tendencia mostrada por el índice de ventas.

1. Tasas calculadas sobre series corregidas de calendario y variaciones estacionales.



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.

Entre los indicadores de inversión en bienes de equipo, las disponibilidades de estos productos reforzaron su tono expansivo en el conjunto del tercer trimestre, período en el que aumentaron en torno al 16%, en tasa interanual. A este favorable comportamiento contribuyeron tanto la producción interior, que creció un 4,4% en ese período, como las compras al exterior de bienes de capital, que experimentaron un notable avance en el trimestre, superior al 20%; el reducido incremento observado en septiembre (2,6%) ha sido consecuencia del dato anormalmente elevado registrado un año antes; las exportaciones de estos productos, por su parte, registraron un ligero descenso en septiembre, por segundo mes consecutivo, apuntando una tendencia a la desaceleración. En cuanto a los indicadores de opinión, la cartera de pedidos de la industria prolongó en octubre la senda ascendente iniciada en la primavera (véase gráfico 1), mientras que el indicador de confianza de los productores de bienes de equipo ha experimentado también una mejora hasta el mes de septiembre.

En relación con la información relativa a la construcción, cabe destacar la mejora con la que han iniciado el cuarto trimestre algunos indicadores, especialmente los referidos al mercado laboral, que también se ha reflejado en un aumento notable de la confianza empresarial. Los afiliados a la Seguridad Social en el sector han prolongado su tendencia ascendente en octu-

bre, mes en el que el paro registrado volvió a moderar su ritmo de avance. La producción de materiales de construcción también se fortaleció en agosto y septiembre, creciendo un 4,5% en este último mes; únicamente el consumo aparente de cemento se ha separado de esta tónica general, al descender un 7,6% interanual en octubre, marcando una tendencia a la desaceleración (véase gráfico 1). Entre los indicadores de iniciaciones, destaca la recuperación observada a partir de junio por la licitación oficial de obra civil, que creció un 23,9% en el conjunto de los ocho primeros meses del año, tras el fuerte retroceso de abril y mayo. En cuanto a la edificación residencial, la superficie a construir, según los visados de dirección de obra, también experimentó un notable avance en agosto, que ha situado el crecimiento acumulado hasta ese mes en el 12%; los precios de la vivienda libre construida siguen manteniendo tasas elevadas —del 17,2%, en el tercer trimestre— acordes con el tono expansivo del mercado. Por el contrario, las estadísticas de edificación no residencial siguen mostrando un comportamiento contractivo.

Según los últimos datos de comercio exterior, en septiembre las exportaciones reales de mercancías crecieron un moderado 2,4%, en tasa interanual, cerrando el tercer trimestre con un avance del 6,9%, frente al 2,2% del trimestre anterior. Por su parte, las importaciones recortaron su vigor en septiembre, al aumentar un 6,6%; no obstante, su incremento en el tercer trimestre, del 11,9%, superó al alcanzado en primavera. Por áreas geográficas, las exportaciones reales a la UE y al resto del mundo presentaron crecimientos relativamente similares en el tercer trimestre, tras la notable aceleración de las dirigidas a la UE. En cuanto a las importaciones, las compras de bienes de inversión mostraron una gran fortaleza en el conjunto del trimestre, como ya se ha señalado (21,7%), mientras que las de bienes intermedios (9,1%) y las de consumo (11,5%) avanzaron también significativamente. El ritmo de crecimiento del déficit comercial, en términos nominales, se atenuó en septiembre (29,6%), a pesar de que la relación real de intercambio empeoró notablemente en ese mes, en parte como consecuencia del encarecimiento de la energía importada. Por otra parte, los indicadores más actualizados referidos al turismo —como las pernoctaciones o los turistas entrados por fronteras— han mantenido en octubre la tendencia a la recuperación que iniciaron en el verano, aunque sus resultados en el período transcurrido del año siguen reflejando una notable atonía.

Los datos de la balanza de pagos para los ocho primeros meses de 2004 recogen una ampliación del déficit de la balanza por cuenta corriente, que alcanzó los 22.015 millones de euros, duplicando el saldo negativo del mismo período de 2003. Este dato refleja el deterioro del déficit comercial y, en menor medida, la contracción del superávit de turismo, junto con saldos cada vez más negativos para los otros servicios y las rentas. La única rúbrica con un comportamiento más favorable ha sido la de transferencias corrientes, que en agosto mejoró su saldo positivo. La cuenta de capital también incrementó su superávit hasta los 5.824 millones de euros, en el período comprendido entre enero y agosto. A pesar de ello, el notable deterioro de la balanza por cuenta corriente se ha traducido en una ampliación de la necesidad de financiación de la economía, que ha alcanzado los 16.191 millones de euros, muy por encima del déficit de 5.536 millones registrado en los ocho primeros meses de 2003.

Desde la óptica de la oferta, el índice de producción industrial (IPI) creció a una tasa interanual del 3,9% en septiembre, recuperando el vigor que había perdido en los dos meses anteriores. En términos de la serie corregida de efectos de calendario, el crecimiento fue del 3,4%, de forma que en el conjunto del tercer trimestre la actividad industrial se incrementó un 2,3%, un aumento similar al registrado el trimestre anterior. Por componentes, la producción de bienes de equipo es la más dinámica (4,3% en el tercer trimestre, en términos de la serie corregida), seguida de la de bienes intermedios (2,8%) y la de bienes de consumo (0,2%). Los indicadores de empleo y de opiniones apuntan hacia un mantenimiento del ritmo de crecimiento en el



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

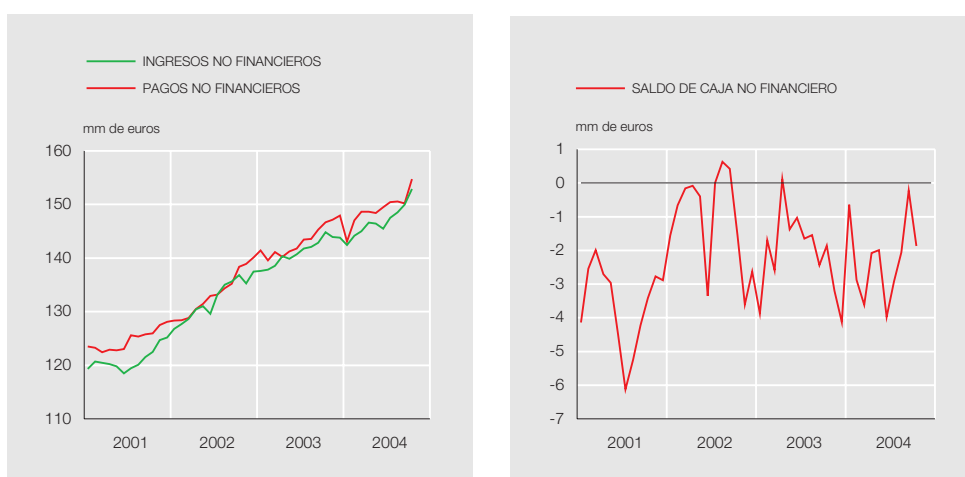
- a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.
- b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta octubre de 2004.

cuarto trimestre. Así, el ritmo de variación interanual de los afiliados de la Seguridad Social se mantuvo en el  $-0,6\%$  en octubre, mientras que se intensificó la reducción del paro registrado en el sector ( $-2,9\%$ ). Por otro lado, el indicador de confianza registró una leve mejora en septiembre, permaneciendo estable en octubre (véase gráfico 1), mientras que el PMI de manufacturas se recuperó en el último mes del empeoramiento de septiembre. La utilización de la capacidad productiva volvió a situarse por encima de su nivel histórico al inicio del cuarto trimestre ( $79,3\%$ ), si bien esta cifra supone un cierto retroceso en relación con el tercero.

En cuanto a la actividad en el sector terciario, las estadísticas de empleo han mostrado un comportamiento bastante positivo en el conjunto del tercer trimestre y en octubre. Las afiliaciones se aceleraron en el último mes hasta cerca del  $4,8\%$ , y el crecimiento del paro registrado se moderó significativamente. El PMI de servicios también avanzó ligeramente en octubre, rompiendo la línea de descensos iniciada en agosto. Sin embargo, el indicador de confianza del sector servicios y el del comercio minorista, en particular, han prolongado en octubre la pérdida de vigor registrada en el tercer trimestre.

Los principales indicadores del mercado de trabajo han mantenido en octubre la pauta de suave mejoría apuntada en el tercer trimestre por la CNTR y la EPA (cuyos resultados se comentan en detalle en otro artículo de este Boletín). Las afiliaciones a la Seguridad Social experimentaron un incremento interanual del  $3,1\%$  en octubre, por encima del  $2,8\%$  de septiembre (véase gráfico 2), aunque en términos del número medio de afiliaciones —menos afectado por los períodos no laborales— la aceleración en octubre ha sido más leve (del  $2,7\%$  de septiembre al  $2,8\%$ ). Los contratos registrados en el INEM —un indicador parcial, ya que solo recoge entradas al empleo— se redujeron un  $5,5\%$  interanual en octubre, lo que contrasta con el notable avance que habían manifestado hasta septiembre. En cuanto al paro registrado, continuó evolucionando de forma favorable en octubre, mes en el que experimentó un descenso interanual del  $1,1\%$ , el primero en tres años, tras un crecimiento de la misma magnitud en el tercer trimestre.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado obtuvo un superávit de 7.678 millones de euros ( $1\%$  del PIB) hasta octubre de 2004, cifra inferior a los 8.530 millones de euros de superávit (equivalente al  $1,1\%$  del PIB) registrada un año antes. Tanto los ingresos como los gastos elevaron su crecimiento en octubre, aunque estos últimos en mayor medida, y lo



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.

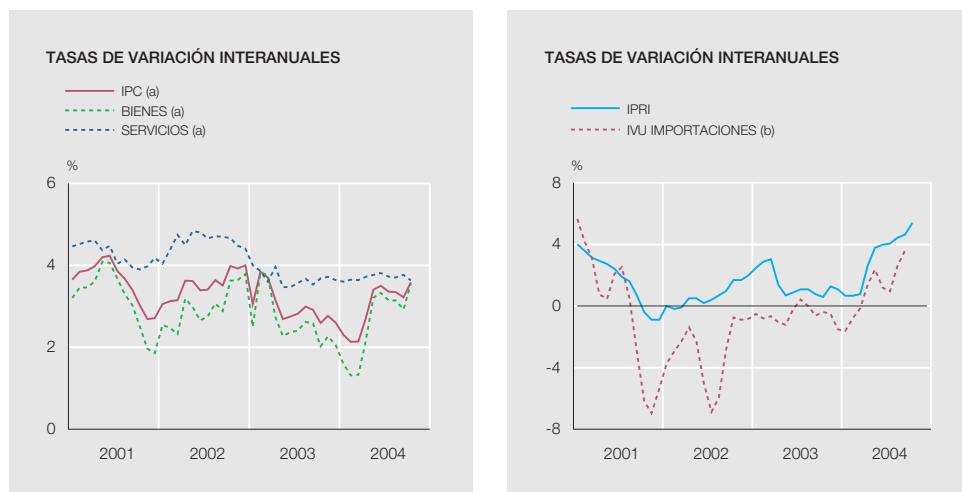
situaron en tasas del 3,5% y del 4,8%, respectivamente. Los ingresos se aceleraron, impulsados por la evolución del IVA y de los impuestos directos, en tanto que la aceleración de los gastos se debió al pago a la Comunidad Autónoma de Andalucía de la liquidación definitiva del sistema de financiación del período 1997-2000. En términos de caja, la ejecución presupuestaria hasta octubre se saldó con un superávit de 3.109 millones de euros, ampliando notablemente el superávit de 850 millones registrado en el mismo período del año anterior.

### Precios y costes

Los datos de la CNTR para el tercer trimestre han mostrado una ligera desaceleración de la remuneración por asalariado en el conjunto de la economía, que creció un 3,7% en tasa interanual, frente al 3,9% del primer semestre. En la misma línea, el coste laboral unitario recortó en una décima su tasa de variación, hasta crecer 3,2%. A pesar de ello, tanto el deflactor del PIB como el del consumo privado experimentaron una notable aceleración, en relación con la primera mitad del año, alcanzando incrementos del 4% y del 3,3%, respectivamente.

Entre los indicadores de costes con información más reciente, destaca la tónica de estabilidad del aumento salarial pactado en los convenios colectivos, que permanece en el 2,9%, con datos hasta octubre. En los últimos dos meses se ha producido un notable avance de la negociación colectiva, al firmarse convenios para más de un millón de trabajadores, la mayor parte de los cuales han sido de nueva firma. En esta modalidad, el incremento salarial acumulado se ha moderado ligeramente, hasta el 2,9%, sin que se perciba por el momento una presión sobre las tarifas salariales derivada del alza reciente de la inflación.

En octubre, el IPC experimentó un incremento intermensual del 1%, que propició una elevación de cuatro décimas de su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 3,6%. Este repunte, que interrumpe el proceso de suave desaceleración que venía mostrando el IPC en los últimos meses, se debe fundamentalmente al importante encarecimiento de la energía. De hecho, aunque la tasa de variación intermensual del IPSEBENE fue del 0,9%, en términos interanuales se mantuvo estabilizado en el 2,9% alcanzado en agosto.



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.

Entre los principales componentes del IPC, como puede apreciarse en el gráfico 4, se ha producido una aceleración bastante generalizada de los precios de los bienes, que ha sido mitigada parcialmente por el agregado de servicios. En concreto, los precios de los servicios redujeron su tasa de crecimiento interanual en dos décimas, hasta el 3,6%, reflejando una cierta moderación de las tarifas de la enseñanza superior y el descenso de los precios de los servicios recreativos y deportivos y de los viajes organizados, en este último caso, un descenso que ha sido superior al habitual. Dentro de los bienes, los precios finales de productos energéticos han repuntado en más de cuatro puntos, en tasa interanual, hasta crecer el 11,6%, destacando el aumento de los precios de los combustibles de calefacción y los carburantes. El componente de bienes industriales no energéticos también elevó su tasa de crecimiento interanual en relación con septiembre (en 0,3 pp), hasta situarla en el 1,3%, la más elevada del último año. Este comportamiento ha venido determinado por los precios del vestido y el calzado, que han iniciado la nueva temporada con aumentos superiores a los del año anterior. Por su parte, el componente de alimentos no elaborados alcanzó un ritmo de avance del 1,8% en octubre, mientras que el otro componente alimenticio fue el único índice que recortó su tasa de variación, del 4,3% de septiembre al 4% actual.

En octubre, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) registró un crecimiento interanual del 3,6%, elevándose dicha tasa cuatro décimas respecto al mes precedente. Dado que la inflación en la UEM repuntó en menor cuantía, el diferencial se amplió hasta los 1,2 pp en octubre. En este mes, se ha estrechado el diferencial en los servicios, mientras que los precios finales de los bienes se aceleraron en ambas áreas, aunque más en nuestro país.

Los precios industriales intensificaron en octubre la aceleración de los meses anteriores, como consecuencia, en gran parte, del abultado incremento de los precios energéticos. El índice general de precios industriales aumentó un 0,7% en el último mes, elevando en ocho décimas su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 5,4%. La aceleración más acusada corresponde a los precios de obtención de la energía (hasta el 14,2%), si bien todos los componentes principales, a excepción del de bienes de consumo duradero, registraron aumentos más moderados en sus tasas de crecimiento. En particular, los precios de los bienes intermedios aumentaron un 6,2%, manteniéndose en el entorno del 2% para los bienes de equipo y de consumo.

## ***Evolución económica y financiera en la UEM***

Según los índices de valor unitario (IVU), los precios de las importaciones se aceleraron en septiembre, hasta el 4,2% en tasa interanual. Los precios de los productos no energéticos se incrementaron un 2,1%, debido al importante repunte de los bienes intermedios. Los precios de la energía importada mantuvieron en septiembre una elevada tasa de aumento (19,6%). En cuanto a las compras al exterior, se ha moderado notablemente el ritmo de avance de sus precios, que fue del 0,9% en septiembre, tras el 5,6% de agosto. La ralentización se extendió tanto a las ventas dirigidas a la UE (0,5%) como a las extracomunitarias (2,2%).

La significativa y generalizada depreciación del dólar (alrededor del 4% en términos efectivos nominales en noviembre respecto al valor medio del mes anterior) fue, junto con la interrupción de la escalada del precio del petróleo, la nota más destacada en los mercados financieros durante el último mes. El euro alcanzó en noviembre máximos históricos frente al dólar, al situarse por encima de los 1,30 dólares por euro, al tiempo que el yen cotizaba en el entorno de los 103 yenes por dólar, en una situación en la que los mercados financieros parecen percibir un mayor protagonismo de la depreciación de la divisa en la corrección del desequilibrio por cuenta corriente estadounidense. En este contexto, la Reserva Federal prosiguió con la subida gradual de tipos oficiales, y se registraron ganancias significativas en los mercados bursátiles y un aumento de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos, a la vez que una reducción de los diferenciales soberanos en los países emergentes y, especialmente, en los de los bonos corporativos de baja calificación crediticia. Respecto a la evolución del precio del petróleo, después de alcanzar un máximo histórico cercano a los 52 dólares a fines de octubre, el precio del barril tipo Brent descendió significativamente a lo largo de noviembre, hasta situarse en alrededor de 45 dólares a finales de mes. Los factores que condicionaron este descenso fueron un cierto incremento de las existencias de crudo, el aumento de la producción de petróleos ligeros y la revisión a la baja de las previsiones de demanda mundial de combustibles, arrastradas por un menor optimismo en las expectativas de crecimiento global. En sentido contrario, el precio del oro mantuvo la tendencia al alza iniciada en agosto, hasta situarse en niveles máximos históricos a fines de noviembre.

En *Estados Unidos* los indicadores publicados a lo largo de noviembre tendieron, en general, a disipar la incertidumbre sobre la fortaleza de la actividad, tras la desaceleración del segundo trimestre. El crecimiento del PIB en el tercer trimestre se situó en el 3,7% en tasa trimestral anualizada, por encima del 3,3% alcanzado en el segundo, aunque la tasa interanual se desaceleró hasta el 3,9%, desde el 4,8%. La actividad fue impulsada fundamentalmente por el mejor comportamiento del consumo privado (que contribuyó en 3,2 pp al crecimiento trimestral, frente a apenas 1 pp en el trimestre previo). La inversión privada mantuvo su dinamismo, al crecer un 8,5% en el trimestre, gracias a la inversión en equipo, dado que el componente de estructuras y la inversión residencial registraron una notable desaceleración. Los datos conocidos del cuarto trimestre, como las ventas al por menor de octubre y la confianza del consumidor en noviembre, mantuvieron, en general, el tono positivo. Particularmente notable fue el fuerte e inesperado aumento del empleo en octubre (337.000 puestos de trabajo). Esta cifra, junto a la revisión al alza de las de agosto y septiembre, mejora significativamente el panorama del mercado de trabajo y sitúa la tasa de crecimiento interanual del empleo privado no agrario en el 1,8%, la más alta desde septiembre de 2000. Por su parte, la productividad del tercer trimestre empezó a reflejar el aumento del empleo y de las horas trabajadas, de modo que su tasa de variación trimestral anualizada para el tercer trimestre se redujo al 1,9%, desde el 3,9% previo. La inflación, tanto la de los precios de consumo como la de los de producción, se aceleró bruscamente en octubre (del 2,5% en septiembre al 3,2% en octubre en el primer caso, y del 3,3% al 4,4% en el segundo), si bien el impulso se debió, fundamentalmente, al coste de la energía, manteniéndose las tasas subyacentes en niveles aún muy reducidos (2% y 1,8%, respectivamente). Finalmente, la



Reserva Federal elevó el tipo objetivo de los fondos federales del 1,75% al 2%, el más alto en tres años.

En *Japón*, por el contrario, los datos recientes alimentaron las dudas sobre la fortaleza de la expansión. Así, se registró una ralentización sorprendentemente fuerte del ritmo de crecimiento del PIB en el tercer trimestre: la tasa trimestral de crecimiento fue de una décima (frente al 0,3% del segundo trimestre), mientras que la tasa interanual se situó en el 3,9%, en contraposición al 4,2% del trimestre anterior. Este comportamiento se explicaría por la evolución de la formación de capital y de las exportaciones, los pilares del crecimiento en trimestres anteriores, frente a la creciente fortaleza del consumo privado. Los indicadores de oferta, demanda y empleo confirmaron, en líneas generales, las tendencias apuntadas por el dato y la composición del PIB. Así, en el mes de septiembre se desaceleró el crecimiento de la producción industrial (del 9,7 al 4,1% interanual), y el de los pedidos de maquinaria (del 5,4% al 5% previo), y se produjo un fuerte deterioro del indicador adelantado de actividad económica (27,3, frente al 59,1 de agosto). Sin embargo, por el lado de la demanda, se observó un nuevo retroceso de las ventas al por menor (-1,4% interanual en octubre, frente al -0,3% previo) y un incremento de la renta personal. La consolidación del consumo privado estaría asociada a la evolución del mercado de trabajo (con una tasa de paro que se redujo en septiembre en dos décimas, hasta el 4,6%, y un crecimiento interanual del empleo positivo). La tasa interanual de los precios de consumo fue positiva en octubre (0,5%) por vez primera desde agosto de 1999, impulsada por el alza en los precios de los bienes intermedios, que provocaron un ascenso de los precios al por mayor del 1,9% interanual en octubre, una décima más que en septiembre.

En las *principales economías del Sudeste de Asia*, los datos de actividad del tercer trimestre del año mostraron, en general, una desaceleración del ritmo de crecimiento en la mayor parte de los países, por la reducción del fuerte ritmo previo de aumento de las exportaciones, que ha inducido una moderación del avance de la producción. Al igual que en meses precedentes, el consumo privado se mantuvo como motor de la actividad (con la notable excepción de Corea del Sur), lo que, junto con el precio de la energía, contribuyó a alimentar el repunte general de la inflación. En *China*, los indicadores de actividad recientes parecen apuntar a la desaceleración moderada del ritmo de crecimiento en el cuarto trimestre, tras alcanzar una tasa de crecimiento interanual del 9,1% en el tercero. Así, el incremento de la producción industrial se desaceleró levemente en octubre (15,7% interanual, frente al 16,1% de septiembre). Por el contrario, los indicadores de consumo mantuvieron su dinamismo: las ventas al por menor registraron un crecimiento interanual del 14,2%, dos décimas más que en septiembre. En cuanto al sector exterior, las exportaciones moderaron su crecimiento interanual hasta el 28,5% (desde el 33,1% previo). La inflación se contuvo en octubre, hasta situarse en el 4,3% interanual, nueve décimas menos que en septiembre, apoyada en la desaceleración de los precios de los alimentos. Pese a ello, los riesgos derivados del recalentamiento de la economía aconsejaron llevar a cabo una política monetaria menos expansiva, de manera que el Banco Central modificó al alza en 27 pb los tipos oficiales, por primera vez en nueve años, hasta situarlos en el 2,25%.

Los signos de enfriamiento de la actividad se multiplicaron en el *Reino Unido*. Según la segunda estimación del PIB del tercer trimestre, este habría desacelerado su crecimiento hasta el 3%, en términos interanuales, frente al 3,6% del trimestre previo. La producción industrial volvió a contraerse en septiembre (-0,9% interanual, tras el -0,3% anterior) y las ventas al por menor desaceleraron su crecimiento en octubre (5,9% interanual, desde el 6,9%). Respecto a los precios, el IPC registró una muy moderada aceleración en octubre (1,2% interanual, desde el 1,1%), debido al componente energético, y sigue muy por debajo del 2% del objetivo cen-

tral del Banco de Inglaterra, que desde agosto ha interrumpido la senda alcista de tipos de interés oficiales. Por su parte, el índice de precios de la vivienda registró una caída en octubre del 1,1% mensual, lo que deja la tasa interanual en el 16,5%, frente al 19,6% de septiembre.

En *América Latina* los primeros datos de actividad del tercer trimestre fueron positivos, con unas tasas de crecimiento incluso por encima de lo esperado. Así, en México el PIB creció un 4,4% interanual en el tercer trimestre (3,9% en el segundo), la tasa más alta desde finales de 2000; en Venezuela el aumento fue del 15,8% (15,1% en el segundo); en Perú del 4,7%, tras el 3,4% del segundo trimestre; y en Chile del 6,8%, lo que constituye la expansión de mayor cuantía desde el cuarto trimestre de 1997. En el conjunto del área, la demanda de consumo y las exportaciones siguen siendo los motores de la notable expansión. El optimismo se contagió, igualmente, a los mercados financieros, en los que se registraron descensos significativos de los diferenciales soberanos, regresando con ello las condiciones de financiación relativamente laxas presentes a principios de año. Estas condiciones favorables fueron aprovechadas para seguir emitiendo deuda en los mercados internacionales, emisiones que tuvieron buena acogida, e incluso para ensayar instrumentos novedosos de financiación, como la emisión de bonos en euros de México o la emisión en moneda nacional ligada a la cotización frente al dólar en el caso de Colombia. La nota negativa volvió a ser, un mes más, la inflación, que mantuvo en octubre la tendencia creciente iniciada en verano, lo que indujo un tono más restrictivo en la política monetaria en varios casos. Así, en sus reuniones de noviembre, el banco central de Chile aumentó el tipo de interés de referencia en 25 pb, por segunda vez en los últimos meses; el Banco de México elevó a finales de noviembre el *corto* por octava vez en el año y estableció un depósito de regulación monetaria con el fin de drenar liquidez adicional del sistema; por último, el Banco de Brasil elevó en otros 50 pb el SELIC, situándolo en el 17,25%, con lo que revirtió todo el descenso de 2004. En Argentina se presentaron las condiciones definitivas del canje de la deuda, aunque persisten algunas incertidumbres que condicionan sus posibilidades de éxito y el calendario previsto.

De acuerdo con las estimaciones preliminares de Eurostat, el crecimiento del producto interior bruto del área del euro se desaceleró en el tercer trimestre de 2004, hasta alcanzar una tasa intertrimestral del 0,3%, frente a la media del 0,5% observada en los cuatro trimestres precedentes. Esto ha supuesto, además, una ligera disminución de su ritmo de expansión interanual —que se ha situado en el 1,9%—. Si bien no está disponible todavía el desglose de este crecimiento del producto por componentes de la demanda para el conjunto de la UEM, la información nacional existente apunta a una posible ralentización de las exportaciones, parcialmente compensada con un repunte de la formación bruta de capital fijo. La desaceleración de la economía mundial en la segunda mitad del año y los altos niveles alcanzados por el precio del petróleo son posiblemente los dos principales factores que han frenado el ritmo de recuperación de la zona del euro en el tercer trimestre.

La información aparecida más recientemente es coherente con el mantenimiento de un crecimiento sostenido de la actividad económica en el tramo final del año, aunque con algunas dudas acerca de su intensidad. Así, en la vertiente de la oferta, la producción industrial de la UEM creció un 0,5% mensual en el mes de septiembre, frente a la caída del 0,6% registrada en agosto, con lo que se aceleró su ritmo de crecimiento interanual (véase cuadro 1). Además, en septiembre y octubre, el indicador de confianza industrial elaborado por la Comisión Europea mostró ligeros avances, que, no obstante, no se vieron corroborados por la evolución del índice de la encuesta de directores de compras de la industria manufacturera, que retrocedió en esos mismos meses. Por su parte, los indicadores de opinión del sector servicios se mantuvieron estables en octubre. En todo caso, los resultados de las encuestas de directores de compras, tanto en las manufacturas como en los servicios, continúan en ni-

		2004					
		JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (b)	Índice de producción industrial	3,4	2,4	1,8	2,9		
	Comercio al por menor	1,4	0,7	-0,1	-0,3		
	Matriculaciones de turismos nuevos	0,7	-1,8	-9,4	-0,6	3,9	
	Indicador de confianza de los consumidores	-14,0	-14,0	-14,0	-13,0	-14,0	
	Indicador de clima industrial	-4,0	-4,0	-4,0	-3,0	-2,0	
	IAPC	2,4	2,3	2,3	2,1	2,4	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	5,3	5,5	5,6	6,0	5,8	
	M1	9,5	10,1	9,2	9,7	9,0	
	Crédito a los sectores residentes						
	Total	6,4	6,3	6,1	6,1	6,1	
	AAPP	7,4	6,4	6,6	5,5	4,4	
	Otros sectores residentes	6,1	6,3	6,0	6,3	6,6	
	Del cual:						
	Préstamos a hogares	7,3	7,3	7,5	7,8	7,8	
	Préstamos a sociedades no financieras	4,0	4,4	4,1	4,6	5,2	
	EONIA	2,03	2,07	2,04	2,05	2,11	2,09
	EURIBOR a tres meses	2,11	2,12	2,11	2,12	2,15	2,17
	Rendimiento bonos a diez años	4,44	4,34	4,17	4,11	3,98	3,89
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,35	0,20	0,16	0,04	0,15	0,31
	Tipo de cambio dólar/euro	1,214	1,227	1,218	1,222	1,249	1,291
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	3,7	0,6	-0,8	1,5	4,1	6,9	

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

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

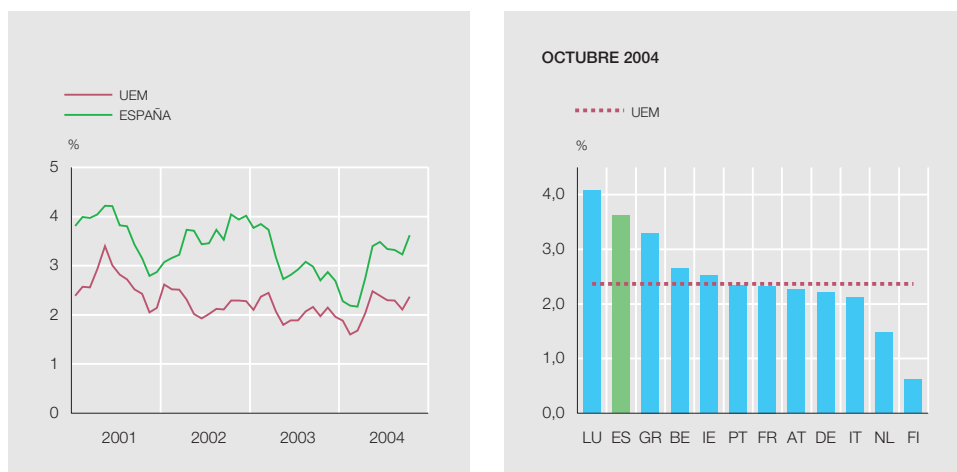
b. Tasa de variación interanual, excepto en los indicadores de confianza.

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 noviembre de 2004.

veles superiores a 50, lo que resulta indicativo de una expansión de la actividad. Por el lado de la demanda, siguen sin aparecer señales concluyentes que respalden un fortalecimiento del consumo, pues, aunque los últimos datos de matriculaciones de automóviles y de confianza minorista fueron claramente positivos, el indicador de confianza de los consumidores ha permanecido estancado y las ventas al por menor no han ofrecido señales de recuperación. Respecto a la demanda externa, los indicadores de expectativas de exportación y de cartera de pedidos exteriores han mantenido un tono favorable, sin que, por el momento, se hayan visto afectados por la reciente apreciación del euro.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la tasa de inflación del área, medida por la variación interanual del IAPC, aumentó tres décimas en octubre, situándose en el 2,4% (véase gráfico 5). Este ritmo de crecimiento de los precios de consumo relativamente elevado se explica por el notable repunte del componente energético, como consecuencia del fuerte crecimiento de los precios del barril de crudo, que, a finales de octubre, alcanzaron cotas superiores a 50 dólares. Estos desarrollos fueron compensados parcialmente por la desaceleración de los precios de los alimentos elaborados. La tasa de variación interanual del IPSEBENE —índice que excluye los componentes con un comportamiento más errático, esto es, la energía y los alimentos no elaborados— permaneció estable en el 2%, debido al mantenimiento del ritmo de crecimiento de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos. Por su parte, la tasa de variación interanual del índice de precios industriales (IPRI) aumentó en septiembre en tres décimas, hasta el 4,5%, como consecuencia de la in-



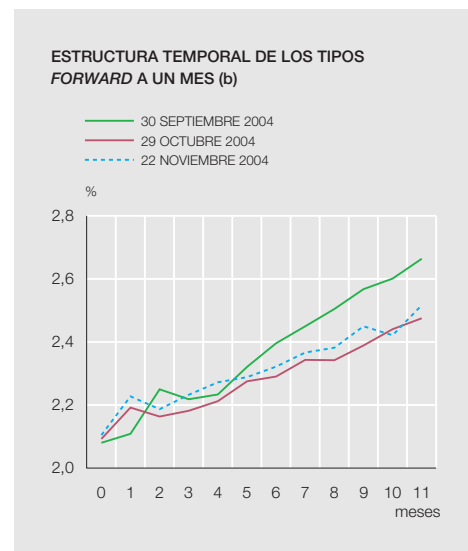
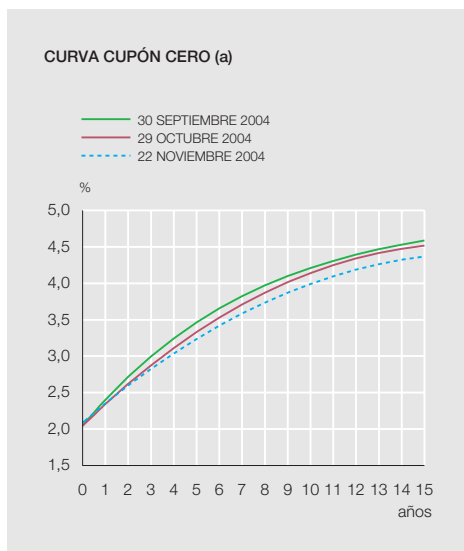
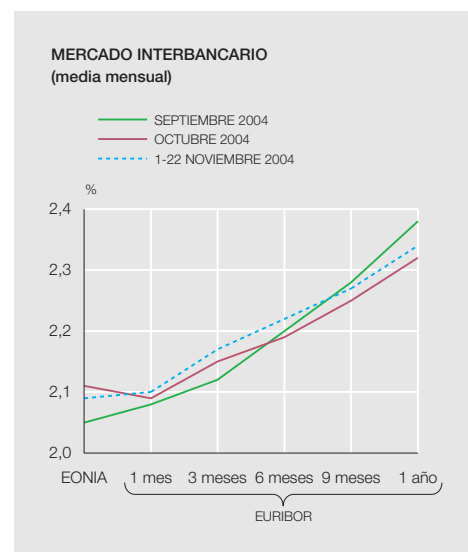
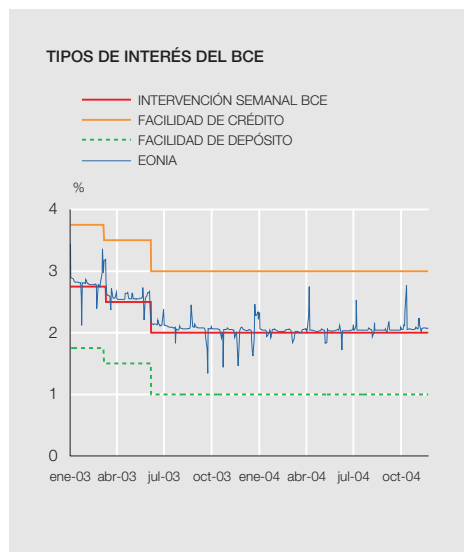
FUENTE: Eurostat.

tensa aceleración de los precios de la energía, mientras que los precios de los bienes de consumo no duradero experimentaron un descenso y el resto de componentes se mantuvieron estables.

Teniendo en cuenta las perspectivas de una recuperación gradual de la actividad económica y de un comportamiento de las tasas de inflación compatible con el objetivo de estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión del 4 de noviembre, mantener sin cambios los tipos de interés oficiales, aunque alertó de los riesgos que el elevado nivel de los precios de la energía representa para las perspectivas inflacionistas. Por tanto, los tipos aplicados a las operaciones principales de financiación y a las facilidades de depósito y de crédito permanecieron en el 2%, 1% y 3%, respectivamente (véase el gráfico 6). En el mes de octubre y la parte transcurrida de noviembre, los tipos del mercado interbancario han continuado estables en torno a 2,1% para el plazo de un mes y a 2,3% para el de un año. En los mercados secundarios de deuda pública del área del euro, las rentabilidades a diez años disminuyeron moderadamente durante el período analizado, hasta el nivel actual del 3,8%. En Estados Unidos, el rendimiento de los activos análogos siguió una trayectoria similar durante el mes de octubre, si bien en la parte transcurrida de noviembre se ha revertido ese proceso. Como consecuencia de esta evolución, el diferencial positivo entre este país y la UEM se ha ampliado, hasta superar los 30 pb en los últimos días.

En los mercados de renta variable europeos, las cotizaciones evolucionaron al alza a lo largo del mes de octubre en consonancia con la mejora de los beneficios empresariales. Esta tendencia se ha intensificado en noviembre, en paralelo a la relajación de los precios del petróleo. A fecha de cierre de este Boletín, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio se situaba en sus niveles máximos del año, con una revalorización acumulada de casi el 7%. En los mercados de divisas, el euro se ha apreciado un 8% frente al dólar entre finales de agosto y la última semana de noviembre, lo que le ha llevado a alcanzar niveles máximos históricos, en torno a 1,30 dólares por euro (véase gráfico 7). En términos del tipo de cambio efectivo nominal, la moneda europea se apreció de forma más moderada (3%) en ese mismo período.

En cuanto a la evolución de los agregados monetarios y crediticios en la zona del euro, el crecimiento interanual de M3 registró una moderada desaceleración en el mes de octubre, hasta situarse en el 5,8%, lo que supone una interrupción de la tendencia que se viene obser-



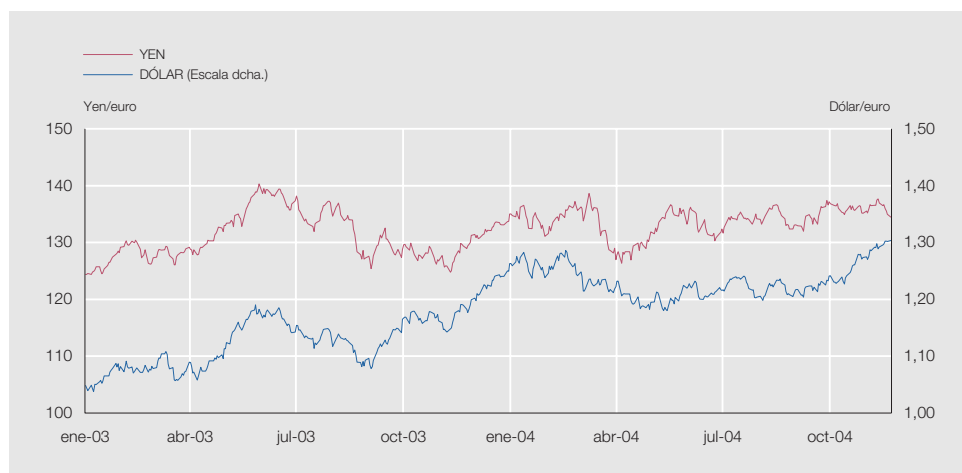
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

vando desde mediados de año. El crédito concedido al sector privado mostró un mayor dinamismo en octubre, alcanzando una tasa interanual del 6,6%, tres décimas superior a la de septiembre. Por lo que hace referencia al desglose sectorial, mientras que los préstamos concedidos a las sociedades no financieras prolongaron su senda de aceleración, los destinados a financiar la compra de bienes de consumo y a la adquisición de vivienda mostraron, por el contrario, una modesta ralentización de su ritmo de crecimiento interanual.

**Evolución financiera en España**

Durante el mes de septiembre, los préstamos concedidos a los hogares continuaron avanzando a un ritmo elevado, al tiempo que los recursos ajenos captados por las sociedades no financieras registraron un ligero repunte en su tasa de variación interanual, en un contexto en el que las condiciones de financiación se mantuvieron holgadas. Por su parte, los activos financieros más líquidos de ambos sectores se aceleraron durante el mismo período. La información provisional correspondiente a octubre apunta a un cierto descenso en la velocidad de expansión



FUENTES: BCE y Banco de España.

## TIPOS DE INTERÉS Y MERCADOS FINANCIEROS NACIONALES

CUADRO 2

		2001	2002	2003	2004				
		DIC	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV (a)
TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito a vivienda	...	...	3,46	3,38	3,46	3,45	...	...
	Crédito a consumo y otros fines	...	...	6,40	6,07	6,54	6,54	...	...
	Depósitos	...	...	1,11	1,12	1,14	1,13	...	...
SOCIEDADES NO FINANCIERAS	Crédito (c)	...	...	3,75	3,48	3,46	3,51	...	...
	MERCADOS FINANCIEROS (d)								
	Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,11	2,72	2,19	2,16	2,13	2,21	2,16	2,19
	Deuda pública a cinco años	4,29	3,59	3,47	3,50	3,45	3,41	3,26	3,15
	Deuda pública a diez años	4,97	4,43	4,34	4,28	4,15	4,08	3,97	3,88
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,19	0,06	0,00	0,02	0,05	0,04	0,04	0,05
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	1,10	1,11	0,32	0,42	0,38	0,28	0,30	0,30
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	-6,39	-23,10	27,44	3,57	3,07	5,30	9,95	12,42

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

- a. Media de datos diarios hasta el 22 de noviembre 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.

de la deuda de las familias y, en el caso de los fondos destinados a las empresas y de los activos líquidos, a un mantenimiento de las mismas pautas de cambio del mes anterior.

En los mercados de deuda pública, las rentabilidades a medio y largo plazo continuaron descendiendo durante el mes de octubre y la parte transcurrida de noviembre, mientras que las de los instrumentos de vencimiento inferior a un año mostraron escasas variaciones. De este modo, los tipos de interés medios de las letras del Tesoro entre seis y doce meses se situaron en el 2,19%, al tiempo que los de los bonos a diez años alcanzaron el 3,88%, lo que supone reducciones de 2 y 20 pb, respectivamente, en relación con los correspondientes niveles de septiembre (véase cuadro 2). 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		
	SEP (b)	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP
FINANCIACIÓN TOTAL	1.455,8	9,8	11,8	12,4	12,2	11,9
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	1.147,7	14,3	15,8	16,9	16,3	16,6
Hogares e ISFLSH	504,4	15,6	18,7	20,1	20,2	20,5
De los cuales:						
Crédito para adquisición de vivienda (c)	355,9	16,6	21,3	23,6	23,7	23,8
Crédito para consumo y otros fines (c)	147,6	13,6	13,2	12,7	12,8	13,2
Sociedades no financieras	643,3	13,3	13,8	14,5	13,3	13,6
De los cuales:						
Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	452,5	13,1	14,1	16,5	15,6	16,2
Valores de renta fija	11,0	-16,6	-7,1	-5,3	-7,7	-7,5
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (d)	308,0	-1,2	0,4	-1,5	-0,3	-2,4
Valores a corto plazo	38,1	0,2	8,3	-5,7	-10,6	-3,5
Valores a largo plazo	291,1	2,2	-1,6	-0,3	0,5	1,0
Créditos - depósitos (e)	-21,2	-10,3	3,0	-1,6	1,9	-9,1

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.

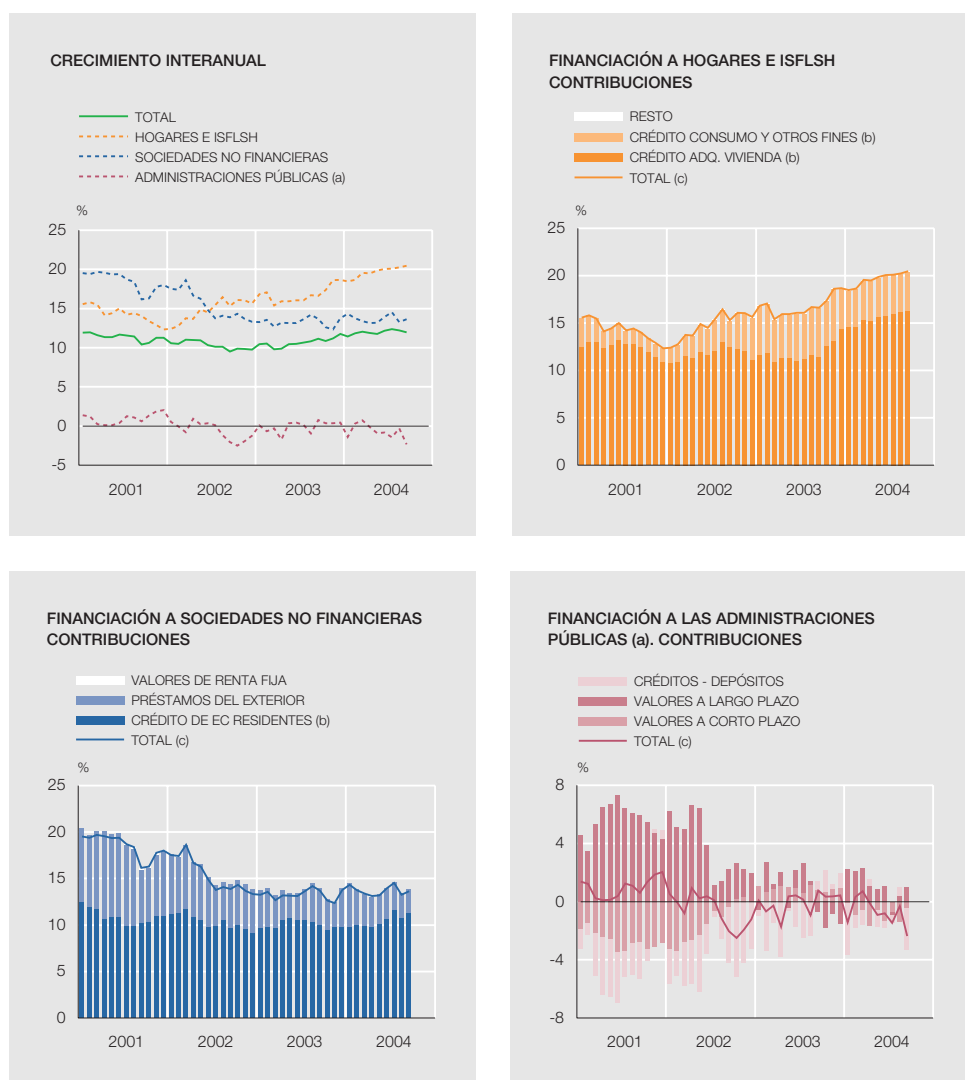
e. Variación interanual del saldo.

evolución de la referencia española a diez años fue similar a la de la alemana, por lo que el diferencial entre ambas no varió sustancialmente. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas no experimentaron cambios significativos durante el período analizado, manteniéndose en el entorno de los 30 pb.

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales, las cotizaciones continuaron recuperándose, de forma más acusada en la parte transcurrida de noviembre, en un contexto en el que el precio del petróleo se redujo moderadamente y en el que los resultados empresariales publicados de las empresas cotizadas, correspondientes al tercer trimestre, mostraron una cierta mejora. De este modo, el Índice General de la Bolsa de Madrid alcanzó los mayores niveles desde 2001, acumulando, en la fecha de cierre de este artículo, una ganancia del 12,4% desde principios de año. Esta evolución fue más favorable que la experimentada por el EURO STOXX amplio de las bolsas de la UEM y el S&P 500 de las de EEUU, que, durante el mismo período, registraron revalorizaciones del 6,9% y 5,9%, respectivamente.

Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las familias y a las sociedades no financieras permanecieron, en septiembre, en niveles muy similares a los registrados el mes precedente. Así, el coste de los préstamos para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines y la remuneración de los depósitos de los hogares se mantuvieron prácticamente inalterados en el 3,45%, 6,54% y 1,13%, respectivamente, mientras que el precio de la financiación bancaria a las empresas aumentó 5 pb, hasta alcanzar el 3,51%.

La financiación recibida por los sectores residentes no financieros experimentó, en septiembre, un ritmo de avance ligeramente inferior al del agosto, con un comportamiento diferencia-



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.

do por sectores. Así, mientras que la deuda de las empresas y de las familias se aceleró ligeramente, con unas tasas de variación que se situaron en el entorno del 14% y por encima del 20%, respectivamente, los fondos captados por las Administraciones Públicas se contrajeron en mayor medida que en los meses precedentes (véanse cuadro 3 y gráfico 8).

En el caso de los hogares, los préstamos para la adquisición de vivienda continuaron creciendo a un ritmo elevado, próximo al 24%, en términos interanuales, al tiempo que los destinados al consumo y otros fines se aceleraron ligeramente, hasta alcanzar su tasa de variación valores superiores al 13%. Por su parte, el aumento de los recursos ajenos captados por las sociedades no financieras resultó, fundamentalmente, del dinamismo del crédito otorgado por las entidades residentes, cuyo avance interanual se situó por encima del 16%, mientras que el resto de instrumentos no modificaron apreciablemente su contribución a la expansión del agregado. La información provisional, correspondiente al mes de octubre, muestra una continuación de las mismas tendencias en el caso de la deuda de las empresas, y una reducción marginal de la elevada tasa de crecimiento de los fondos destinados a las familias.



En el caso de las Administraciones Públicas, el desglose por instrumentos muestra, en relación con los niveles del mismo mes del año anterior, un avance notable de los depósitos mantenidos en el Banco de España y en la banca privada, un aumento del saldo de valores a largo plazo y un descenso del correspondiente a los de corto plazo.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares experimentaron, en septiembre, un cierto aumento en sus ritmos de expansión, resultado de un incremento generalizado en las tasas de variación de todos los instrumentos (véase gráfico 9). En el caso de los fondos de inversión, el patrimonio se aceleró moderadamente, a pesar de que las suscripciones netas fueron negativas en todas las modalidades. Por categorías, los FIAMM presentaron crecimientos interanuales ligeramente negativos, los FIM de renta fija en euros mantuvieron la misma tasa de agosto, mientras que la revaloración de las participaciones permitió que el resto de FIM aumentara la suya. La información provisional referente a los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares en octubre muestra, en general, un mantenimiento del mismo comportamiento del mes anterior.

25.11.2004.