

## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

## Evolución reciente de la economía española

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

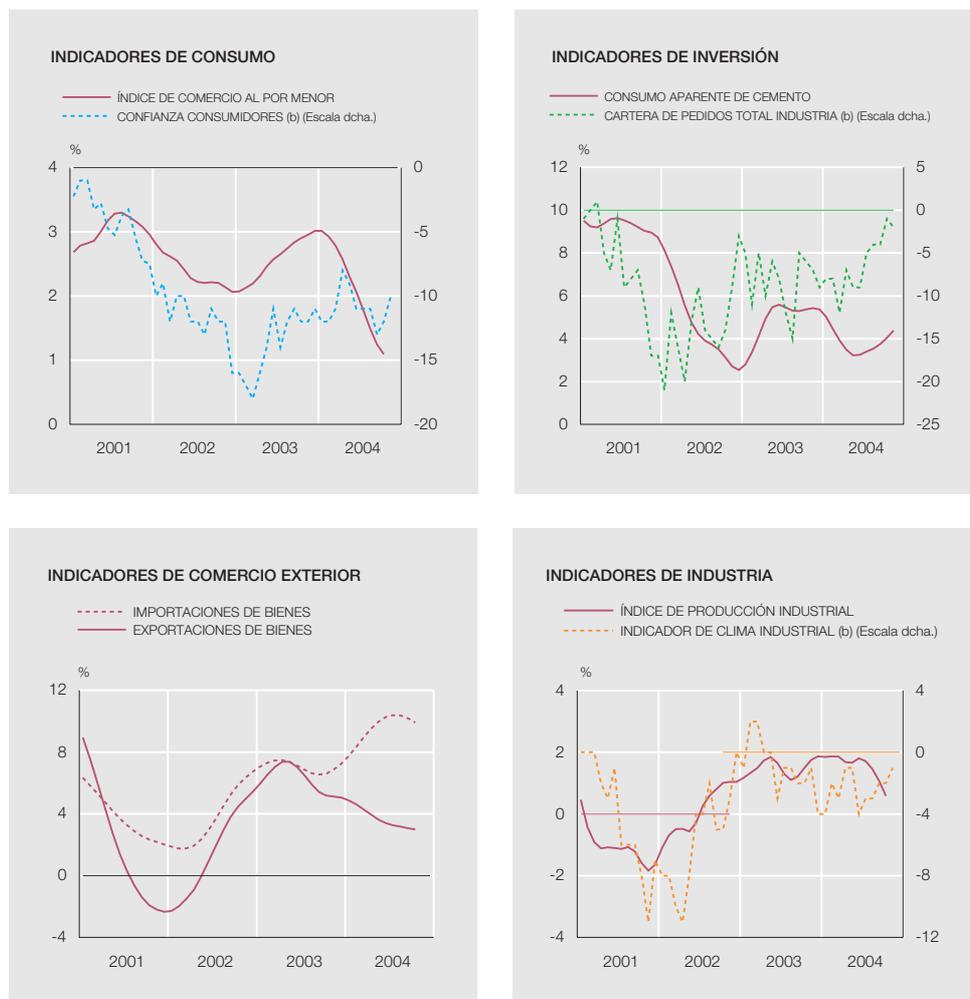
Como ya se comentó en el Boletín de noviembre, las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR)<sup>1</sup> señalan que el PIB real de la economía española estabilizó su tasa de crecimiento interanual en el 2,6%, en el tercer trimestre de 2004. Este comportamiento fue consecuencia, por un lado, de la trayectoria ascendente de la demanda interna, que se fortaleció, en un contexto de elevado crecimiento del consumo, debido al impulso de la inversión en bienes de equipo y al leve repunte de la construcción; por otro lado, la demanda exterior neta aumentó su contribución negativa al crecimiento. La información referida al comportamiento de la economía en los meses finales del año, todavía muy parcial, muestra una continuidad de las pautas observadas a lo largo del tercer trimestre. Entre los indicadores de oferta, la producción industrial ha apuntado un debilitamiento, pero no se observan signos de moderación en el proceso de creación de empleo.

Los indicadores más actualizados de consumo privado, referidos al mes de noviembre, han atenuado la tendencia a la moderación que venían mostrando casi todos ellos. Así, las matriculaciones de automóviles registraron un impulso en noviembre, al crecer un 13,6% en tasa interanual, en sintonía con la mejora que también reflejaron las opiniones de los consumidores relativas a la oportunidad de realizar compras de bienes duraderos en ese mes. El indicador de confianza de los consumidores afianzó en el último mes la mejora de octubre, fruto de las percepciones más optimistas expresadas por los consumidores sobre la evolución futura del paro y la posibilidad de ahorrar en los próximos meses (véase gráfico 1). Del mismo modo, la confianza del comercio minorista experimentó un ligero progreso en noviembre, tras el deterioro de los tres meses precedentes, reflejando un mayor optimismo sobre la situación actual y prevista de los negocios. Sin embargo, el índice de ventas de comercio al por menor descendió en octubre un 0,9% en términos reales (en parte, por motivos de calendario), prolongando la tónica de desaceleración de los últimos meses. En octubre, las ventas de alimentos continuaron moderando su ritmo de descenso, mientras que las de productos no alimenticios retrocedieron por primera vez en el transcurso del año, acentuando el perfil de moderación de los meses recientes. El índice de disponibilidades, que finalizó el tercer trimestre con una tendencia alcista, experimentó una notable desaceleración en octubre, arrastrado por el comportamiento negativo de la producción interior de este tipo de bienes y, en menor medida, por la moderación de las compras exteriores, aunque estas mantuvieron registros positivos.

Entre los indicadores de inversión en bienes de equipo, las importaciones de estos bienes conservaron en octubre un fuerte ritmo de avance (18,4%), pero la producción interior registró un comportamiento muy negativo (-9,1%), imprimiendo un perfil de ralentización en la evolución tendencial del indicador de disponibilidades; este, no obstante, continúa registrando tasas de crecimiento elevadas. Entre los indicadores de opinión, el indicador de clima industrial de los productores de bienes de equipo empeoró en noviembre, tras los avances registrados en los dos meses anteriores, al deteriorarse la cartera de pedidos y las perspectivas de producción. En términos de las perspectivas más generales de demanda, la cartera de pedidos de la industria ha frenado su tendencia ascendente en noviembre (véase gráfico 1).

En relación con la construcción, el indicador de confianza retrocedió ligeramente en noviembre, por el deterioro de la tendencia prevista del empleo, aunque se mantiene en niveles elevados, por encima de los observados en la media del tercer trimestre. Además, los indicado-

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



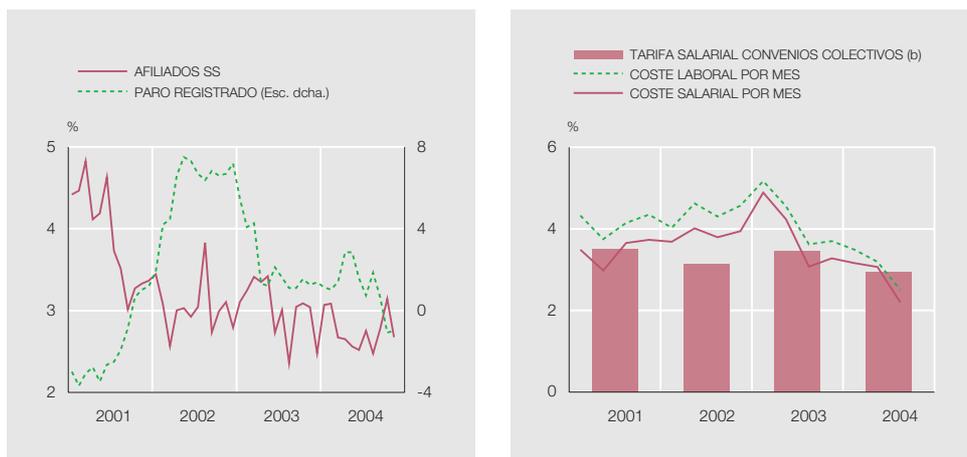
FUENTES: Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística, OFICEMEN, Departamento de Aduanas y Banco de España.

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

b. Nivel de la serie original.

res referidos al empleo en el sector constructor han evolucionado favorablemente hasta el mes de noviembre: los afiliados a la Seguridad Social han crecido un 5% y el paro registrado ha continuado ralentizando su ritmo de aumento. Entre la información referida a consumos intermedios, tanto el consumo aparente de cemento como la producción de materiales de construcción retrocedieron en octubre, si bien el cemento se ha recuperado con fuerza en noviembre (véase gráfico 1). Los indicadores de iniciaciones siguen reflejando crecimientos abultados. La licitación oficial de obra civil aumentó un 23% en el conjunto de los nueve primeros meses del año, aunque se ralentizó en septiembre, y la superficie construible de edificios residenciales volvió a experimentar un avance importante en septiembre (13,7%), según los visados de dirección de obra, que sitúa el crecimiento acumulado hasta ese mes en el 12,1%. Por el contrario, las estadísticas de edificación no residencial siguen mostrando un comportamiento contractivo.

Según los datos de comercio exterior, en octubre las exportaciones reales de mercancías descendieron un 3,1%, en tasa interanual (en parte, por efectos del calendario), prolongando la tónica de moderación de los dos meses precedentes. Por áreas geográficas, la mayor desaceleración se registró en las ventas destinadas a los quince países de la antigua UE, que descendieron



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

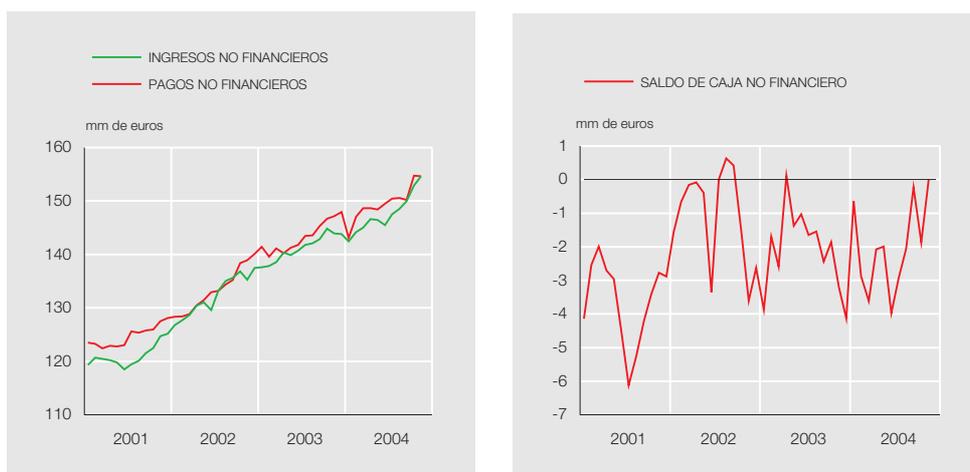
a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.

b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta noviembre de 2004.

un 4,1% en términos reales, en contraste con el tono expansivo del tercer trimestre. Asimismo, las exportaciones al resto del mundo descendieron un 0,9%. Las importaciones reales aumentaron un 4,3% en octubre, tras el fuerte avance del tercer trimestre. Aunque las compras de bienes de inversión mantuvieron crecimientos notablemente elevados —un 18,4%, resultado, en parte, del sustancial descenso de sus precios—, las de bienes de consumo y bienes intermedios no energéticos mostraron una importante moderación. El déficit comercial, en términos nominales, situó su ritmo de avance en el 31,2%, a pesar de que la relación real de intercambio registró una tímida mejora; en el conjunto de los diez primeros meses del año el déficit se ha incrementado un 30,5%. Por otra parte, los indicadores más actualizados referidos al turismo han mostrado una tendencia de recuperación en los últimos meses: los turistas entrados por fronteras registraron aumentos en el entorno del 9% en octubre y noviembre, mientras que sus pernoctaciones en hoteles han alcanzado tasas interanuales positivas desde septiembre.

Los datos de la balanza de pagos para los nueve primeros meses de 2004 arrojan una evolución muy negativa de la cuenta corriente, que acumula un déficit de 27.159 millones de euros, notablemente superior al registrado en el mismo periodo de 2003 (13.963 millones). Este resultado refleja, fundamentalmente, la ampliación del déficit del comercio de bienes y, en menor medida, el menor superávit turístico, así como sendos deterioros de los saldos negativos de servicios no turísticos y rentas. La única rúbrica que mantiene un comportamiento positivo son las transferencias corrientes netas. Por su parte, la cuenta de capital incrementó su superávit hasta los 6.138 millones de euros entre enero y septiembre, frente a los 5.568 millones contabilizados en idénticas fechas del ejercicio anterior.

Desde la óptica de la oferta, el índice de producción industrial (IPI) descendió un 7% en octubre, en tasa interanual, reflejando en parte un menor número de días hábiles que en octubre de 2003. No obstante, una vez corregidos los efectos de calendario también registró un comportamiento negativo, descendiendo un 1,5%, en contraste con el incremento del 2,2% interanual registrado en el promedio del tercer trimestre. Por destino económico, los resultados negativos se extendieron a todos los componentes del IPI: la producción de bienes de consumo descendió un 2,8%, en términos de la serie corregida, reflejando un deterioro muy acusado de la producción no alimenticia; la de bienes de equipo retrocedió un 3,7%, tras varios meses de crecimiento estable, en torno al 4%, y la de bienes intermedios truncó la evolución positiva de los últimos meses al caer un 0,2%; la producción de energía, aunque se ralentizó,



FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y Banco de España.

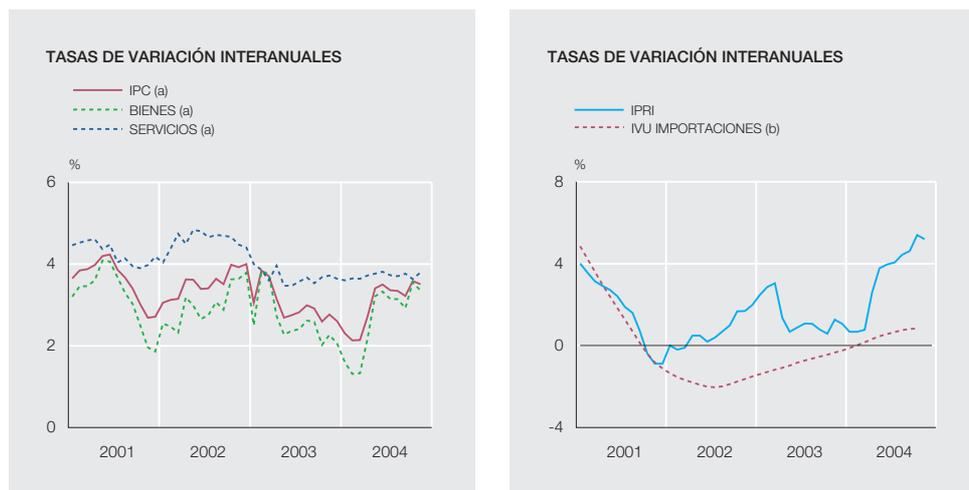
a. Tanto la serie de ingresos como la de pagos incluyen la parte de recaudación que, en virtud de los sistemas de financiación de las Administraciones Territoriales, corresponde a estas.

creció un 1,2%. No obstante, los indicadores de empleo y de opiniones industriales han apuntado una cierta mejora en los últimos meses. En noviembre, el número de afiliados a la Seguridad Social mantuvo un ritmo de caída moderado (-0,8%), mientras que el paro registrado en el sector siguió disminuyendo. Por otro lado, el indicador de confianza registró un leve avance en ese mes, que refleja un mayor optimismo sobre las expectativas futuras de producción (véase gráfico 1), y el PMI de manufacturas ha mostrado asimismo un perfil de cierta recuperación.

En cuanto a la actividad en el sector terciario, las estadísticas de empleo han reflejado un tímido empeoramiento en el mes de noviembre —las afiliaciones se desaceleraron hasta el 3,9%, y el paro registrado se aceleró ligeramente (0,9%)—, si bien ambos indicadores apuntan, en el conjunto de octubre y noviembre, una tónica de mejora en relación con el promedio del tercer trimestre. El PMI de servicios también retrocedió en noviembre, aunque continúa en niveles indicativos de expansión, por decimonoveno mes consecutivo, mientras que el indicador de confianza del sector servicios y el del comercio minorista reflejaron cierta mejoría en noviembre, aunque sin recuperar los niveles medios del tercer trimestre.

Los principales indicadores del mercado de trabajo han consolidado en noviembre la mejora que registraron en el tercer trimestre. Las afiliaciones a la Seguridad Social experimentaron un incremento interanual del 2,7% en noviembre, tras el repunte del 3,1% del mes anterior (véase gráfico 2); no obstante, en términos del número medio de afiliaciones mensuales —serie que está menos afectada por el calendario laboral—, se registró una aceleración de dos décimas, hasta el 3%. Los contratos registrados en el INEM, que recogen las entradas al empleo, retomaron en noviembre el notable avance que venían mostrando con anterioridad al retroceso de octubre. En cuanto al paro registrado, continuó evolucionando de forma favorable en ese mismo mes, en el que experimentó un descenso interanual del 1%, próximo al de octubre (-1,1%).

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado obtuvo hasta noviembre de 2004 un superávit de 1.982 millones de euros (0,3% del PIB), inferior a los 5.108 millones de euros (equivalentes al 0,7% del PIB) registrados un año antes. La reducción del superávit del Estado es consecuencia de la asunción de la deuda histórica de RENFE, por importe de 3.659 millo-



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.

nes de euros, que se ha reflejado en un aumento de los gastos del 7,7% hasta noviembre. Sin este efecto, el superávit acumulado hubiera crecido un 10,4% respecto al observado en los once primeros meses de 2003. Por su parte, los ingresos experimentaron una aceleración, impulsados por la evolución del IVA, y situaron su crecimiento en el 4,2%. En términos de caja, la ejecución presupuestaria se saldó con un superávit de 3.223 millones de euros hasta noviembre de 2004, en contraste con el déficit de 902 millones registrado en el mismo período del año anterior.

**Precios y costes**

Según la encuesta trimestral de coste laboral (ETCL) del tercer trimestre, los costes laborales se desaceleraron significativamente en ese período, al recortar en 0,7 puntos porcentuales (pp) su tasa de crecimiento interanual, hasta el 2,5%. En el caso de los costes salariales el recorte fue de 0,9 pp, hasta el 2,2%, mientras que los costes extra-salariales estabilizaron su ritmo de avance en torno al 3,4%. Por ramas de actividad, la moderación del tercer trimestre vino determinada por la evolución que experimentaron los costes laborales en los servicios, que rebajaron su ritmo de avance hasta el 1,9%, desde el 3,2% del trimestre anterior, mientras que en la construcción se estabilizaron (5,5%) y en la industria se aceleraron (3,2%). Por su parte, sin embargo, el registro de convenios colectivos firmados en 2004 muestra, con datos hasta noviembre, que el aumento salarial pactado se elevó ligeramente en ese mes, hasta el 2,95%. Este incremento se mantiene por debajo del registrado en 2003, antes de la inclusión de las cláusulas de salvaguardia (3,47%). En los últimos tres meses se ha producido un notable avance del proceso de negociación, que ya abarca a 7,5 millones de trabajadores. Por ramas de actividad, el incremento de las tarifas es del 3,32% en la agricultura, 2,96% en la industria, 3,43% en la construcción y 2,76% en los servicios.

En noviembre, el IPC experimentó un incremento intermensual del 0,2%, que dio lugar a un descenso de una décima en su tasa de crecimiento interanual, hasta el 3,5%. Esta leve moderación de la inflación en noviembre se debe fundamentalmente a la desaceleración de los precios energéticos, que han quebrado la trayectoria alcista de los tres meses precedentes. Por su parte, el IPSEBENE, que aumentó un 0,4% respecto al mes anterior, mantuvo estabilizado su ritmo de avance interanual en el 2,9%, en noviembre, por cuarto mes consecutivo.

Entre los principales componentes del IPC, como puede apreciarse en el gráfico 4, la desaceleración se concentró en los precios de los bienes industriales, tanto energéticos como, en me-

nor medida, no energéticos, lo que ha permitido compensar la desfavorable evolución de los precios alimenticios y de los servicios. Los precios de los servicios ampliaron su tasa de crecimiento interanual en dos décimas, hasta el 3,8%, reflejando aumentos de las tarifas de la enseñanza infantil, primaria y secundaria no habituales en estas fechas, la aceleración de los precios de los servicios recreativos y de las tarifas aéreas, así como unos descensos intermensuales de los precios relacionados con el turismo menos intensos que en el pasado año; por el contrario, los servicios telefónicos se abarataron. Los precios finales de productos energéticos recortaron 1,7 pp su tasa de crecimiento interanual, hasta el 9,9%, destacando los descensos intermensuales de los precios de los combustibles de calefacción y los carburantes. El componente de bienes industriales no energéticos también moderó su tasa de crecimiento interanual con relación a octubre, hasta el 1,2%, al continuar la trayectoria descendente que mantienen los precios vinculados a la electrónica, y evolucionar favorablemente los precios del vestido, prensa y revistas. Por último, los precios de los alimentos no elaborados se aceleraron por segundo mes consecutivo, hasta situar su tasa interanual en el 2,3%, mientras que el otro componente alimenticio se deslizó levemente al alza, y aumentó un 4,1% interanual.

En noviembre, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) registró igualmente un crecimiento interanual del 3,5%, rebajando en una décima la tasa del mes precedente. Dado que la inflación en la UEM se desaceleró en mayor cuantía, el diferencial se amplió hasta situarse en 1,3 pp. En el último mes, aumentaron los diferenciales de alimentos y servicios, mientras que se redujeron los correspondientes a energía y bienes industriales no energéticos.

Los precios industriales quebraron en noviembre la trayectoria alcista de los meses anteriores, como consecuencia, principalmente, de la evolución más favorable de los precios energéticos. El índice general de precios industriales disminuyó un 0,1% en el último mes, recortando dos décimas su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 5,2%. Los precios de obtención de la energía redujeron en 1,6 pp su tasa de crecimiento interanual, hasta el 12,6%, mientras que el índice no energético se aceleró una décima, situando su tasa interanual en el 3,7%. Entre los componentes no energéticos, los precios de los bienes de equipo y de los bienes de consumo duradero también recortaron su ritmo de avance interanual (hasta el 1,5% y 1,8%, respectivamente), mientras que tanto los precios correspondientes a bienes de consumo no duradero (2,4%) como los relativos a bienes intermedios (6,3%) se aceleraron una décima.

Según los índices de valor unitario (IVU), los precios de las importaciones se desaceleraron en octubre hasta el 2,6%, tras haber mostrado crecimientos en torno al 4% en los dos meses precedentes. Los precios de los productos no energéticos registraron un crecimiento nulo en el último mes, frente al 2,1% del mes anterior, destacando el notable retroceso que experimentaron los correspondientes a equipo (-9,7%) y consumo alimenticio (-4,3%). Sin embargo, los precios de la energía importada intensificaron su incremento interanual hasta el 28,3% —en octubre, los precios del crudo en los mercados internacionales superaron la cota de 50 dólares por barril—. El IVU de las ventas exteriores amplió su ritmo de avance interanual en octubre hasta el 2,7%, tras la moderación del mes precedente, reflejando una aceleración prácticamente generalizada de sus principales componentes no energéticos, que se extendió tanto a las ventas dirigidas a la UE (2,8%) como, en menor medida, a las extracomunitarias (2,7%).

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

La evolución financiera internacional siguió caracterizada por la debilidad del dólar, que llegó a alcanzar un nuevo mínimo frente al euro a comienzos del mes de diciembre, aunque se estabilizó frente al yen. Además, fueron rasgos destacados el mantenimiento en niveles moderados de los tipos de interés a largo plazo en EEUU, si bien se amplió su diferencial de rentabilidad respecto a los bonos de la zona del euro, y las ganancias en los principales índices bursátiles. De igual forma, los diferenciales de los tipos de interés de los bonos corporativos y

los de los bonos soberanos de países emergentes se mantuvieron en niveles reducidos. La Reserva Federal elevó, una vez más, el tipo de interés objetivo de los fondos federales en 25 puntos básicos, hasta el 2,25%. Tras este movimiento han persistido en los mercados financieros expectativas de subidas adicionales en los tipos de interés oficiales americanos en las próximas reuniones del FOMC. Por su parte, el precio del petróleo cedió alrededor de un 25%, desde los máximos de octubre hasta el mínimo alcanzado en la primera semana de diciembre, sin que esta disminución se trasladase en la misma proporción a los precios de los futuros a largo plazo. Entre los factores que explican este descenso pueden identificarse las suaves temperaturas en el hemisferio norte y el aumento de las existencias, factores que sin embargo podrían haber empezado a revertirse desde mediados de diciembre y que explicarían que el precio del petróleo haya vuelto a repuntar en torno a un 10% desde ese mínimo. La decisión de la OPEP del 10 de diciembre de reducir su producción para ajustarla a las cuotas oficiales no pareció tener efectos significativos sobre el precio del petróleo.

En *Estados Unidos*, la revisión del PIB del tercer trimestre mostró un crecimiento del 3,9% en tasa trimestral anualizada, por encima del 3,3% alcanzado en el segundo, aunque la tasa interanual se desaceleró hasta el 4%, desde el 4,8%. La actividad fue impulsada fundamentalmente por la aceleración del consumo privado, que aportó 3,5 puntos porcentuales al crecimiento trimestral, muy por encima de su contribución en el trimestre previo. Los indicadores disponibles de los meses de octubre y noviembre apuntan a un mantenimiento del dinamismo de la economía durante el cuarto trimestre. En particular, la fortaleza de las ventas al por menor ha permitido despejar las dudas sobre la evolución del consumo privado que previamente habían suscitado algunos indicadores, entre otros, el Beige Book de la Reserva Federal. Otros indicadores también han evolucionado positivamente, como los índices de opinión empresarial (ISM) de octubre y noviembre, las existencias, que aumentaron en octubre aunque menos que las ventas, y los pedidos y envíos de bienes duraderos. La creación de empleo de noviembre, sin embargo, resultó relativamente moderada y por debajo de las expectativas. El déficit comercial empeoró en octubre hasta una cifra récord de 55,5 miles de millones de dólares, debido principalmente al aumento de los precios del petróleo. En cuanto a la inflación, el índice de precios al consumo registró una aceleración en noviembre hasta el 3,5% interanual, desde el 3,2% anterior, mientras que la inflación subyacente mantuvo una evolución más moderada (2,2%, frente al 2,0% anterior). En cualquier caso, en su último comunicado la Reserva Federal no apreció riesgos inflacionistas.

En *Japón*, la revisión de los datos de Contabilidad Nacional del tercer trimestre confirmó la ralentización de la actividad. Así, el PIB creció un 2,6% en términos interanuales en el tercer trimestre (0,1% trimestral), frente al 3% del segundo (-0,1% trimestral). Es importante señalar que esta cifra ha sido calculada a partir de una nueva metodología, según la cual se han revisado también las series trimestrales de Contabilidad Nacional desde el año 1994. Tras esta revisión, el crecimiento económico de los últimos años habría sido menor en alrededor de un 1%, al igual que la deflación medida por el deflactor del PIB. Los indicadores recientes han mostrado una evolución dispar, aunque las muestras de debilidad parecen haberse acentuado en la mayor parte de ellos. Desde el lado de la oferta, la evolución de los indicadores adelantado y coincidente de actividad económica ha sido especialmente negativa en octubre, aunque también registraron cierto deterioro la producción industrial, los pedidos de maquinaria y el índice Tankan. Por el lado de la demanda, el retroceso de las ventas al por menor y del gasto de las familias, y el ligero incremento de la tasa de paro apuntan hacia un posible deterioro del consumo privado, si bien el incremento de la renta personal en octubre y la mejora de la confianza del consumidor, que se ha situado en torno a los máximos del año en noviembre, podrían matizar dicha evolución. Por último, las exportaciones se recuperaron, pero el fuerte ascenso de las importaciones se

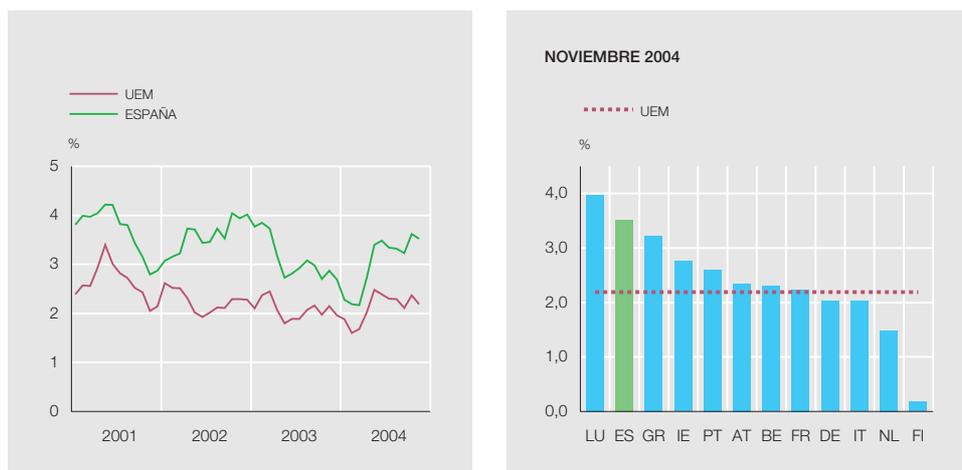
trajo en un deterioro adicional del superávit comercial. Desde la vertiente de los precios, la evolución de la inflación subyacente en octubre (-0,1% interanual) pone de manifiesto el mantenimiento de las presiones deflacionistas, pese al ligero incremento del índice general de precios (0,5%), muy influido por la evolución de las materias primas.

En el *Reino Unido*, continuaron los signos de desaceleración en la actividad y en el mercado de la vivienda. La producción industrial cayó de nuevo en octubre por cuarto mes consecutivo. La encuesta de tendencias industriales registró una caída en diciembre, y el déficit comercial empeoró significativamente en octubre como resultado principalmente de una contracción de las exportaciones. Pese a ello, la tasa de paro se redujo en noviembre al 4,7%, frente al 4,8% anterior, el empleo siguió avanzando y se aceleraron las ganancias salariales. En la misma línea, las ventas al por menor de noviembre continuaron mostrando una cierta resistencia a la desaceleración. En lo que respecta al comportamiento de los precios, cabe destacar la considerable aceleración registrada por el IPC armonizado en noviembre, hasta el 1,5% interanual, desde el 1,2%, debido al empuje de los costes de transporte, aunque sigue manteniéndose por debajo del objetivo del 2% del Banco de Inglaterra. Por su parte, el índice de precios de la vivienda registró una caída del 0,4% mensual en noviembre, lo que deja la tasa interanual en el 14,4%, frente al 16,2% de octubre.

En las *principales economías del sudeste de Asia*, se registró en el tercer trimestre del año una ligera desaceleración del crecimiento interanual del PIB real, fundamentalmente por la menor aportación neta de la demanda externa. Por su parte, la moderación de los aumentos de precios energéticos internacionales al final del tercer trimestre ha supuesto una cierta reducción de las tasas de inflación en la mayor parte de los países. En *China*, los últimos indicadores conocidos parecen seguir apuntando hacia una suave desaceleración de la actividad en el cuarto trimestre. A la moderación del crecimiento de la producción industrial de octubre y noviembre se ha añadido una cierta ralentización de la inversión en activos fijos, cuyo crecimiento interanual se situó en un 24,9% en noviembre, frente al 26,4% de octubre. Del mismo modo, las ventas al por menor moderaron su dinamismo. En cuanto al sector exterior, en noviembre repuntaron tanto las exportaciones como las importaciones, alcanzando tasas interanuales del 45,9% y 38,5%, respectivamente. La inflación se redujo hasta situarse en el 2,8% interanual en noviembre, desde el 4,3% de octubre, como consecuencia de la desaceleración del crecimiento de los precios de los alimentos.

En *América Latina*, tras conocerse los datos de PIB del tercer trimestre se confirmó la fortaleza de la actividad. En el agregado del área, el PIB se situó en tasas cercanas al 6% interanual, cifra similar a la de los dos trimestres anteriores. La contribución de la demanda externa pasó a ser negativa, a pesar del mantenimiento del dinamismo de las exportaciones, al hilo del fuerte crecimiento de las importaciones, derivado de la recuperación de la formación bruta de capital. En este contexto, los mercados financieros latinoamericanos siguieron mostrando un comportamiento positivo. Por países, destacó el buen dato del PIB en Brasil, que llevó la tasa de crecimiento interanual al 6,1%, desde el 5,6% del segundo trimestre, impulsada por un aumento de la inversión por encima del 20%, mientras que Colombia ha sido el único país que se ha desacelerado hasta la fecha (con un crecimiento interanual del 2,6%). El dinamismo de la actividad mantuvo las presiones inflacionistas, si bien la tasa de inflación para el conjunto del área tendió a estabilizarse en torno al 6,5%. En cualquier caso, los bancos centrales de México y Brasil siguieron endureciendo las condiciones monetarias. En Argentina, la actividad experimentó una nueva aceleración en el tercer trimestre, hasta un 8,3% interanual, apoyada en la inversión, pero se retrasó el desenlace de la reestructuración de la deuda asociada a la propuesta de canje presentada en noviembre.

En el tercer trimestre del año, el ritmo de expansión del PIB de la UEM se desaceleró, en términos intertrimestrales, en dos décimas, hasta el 0,3%. Por componentes, destaca la fuerte

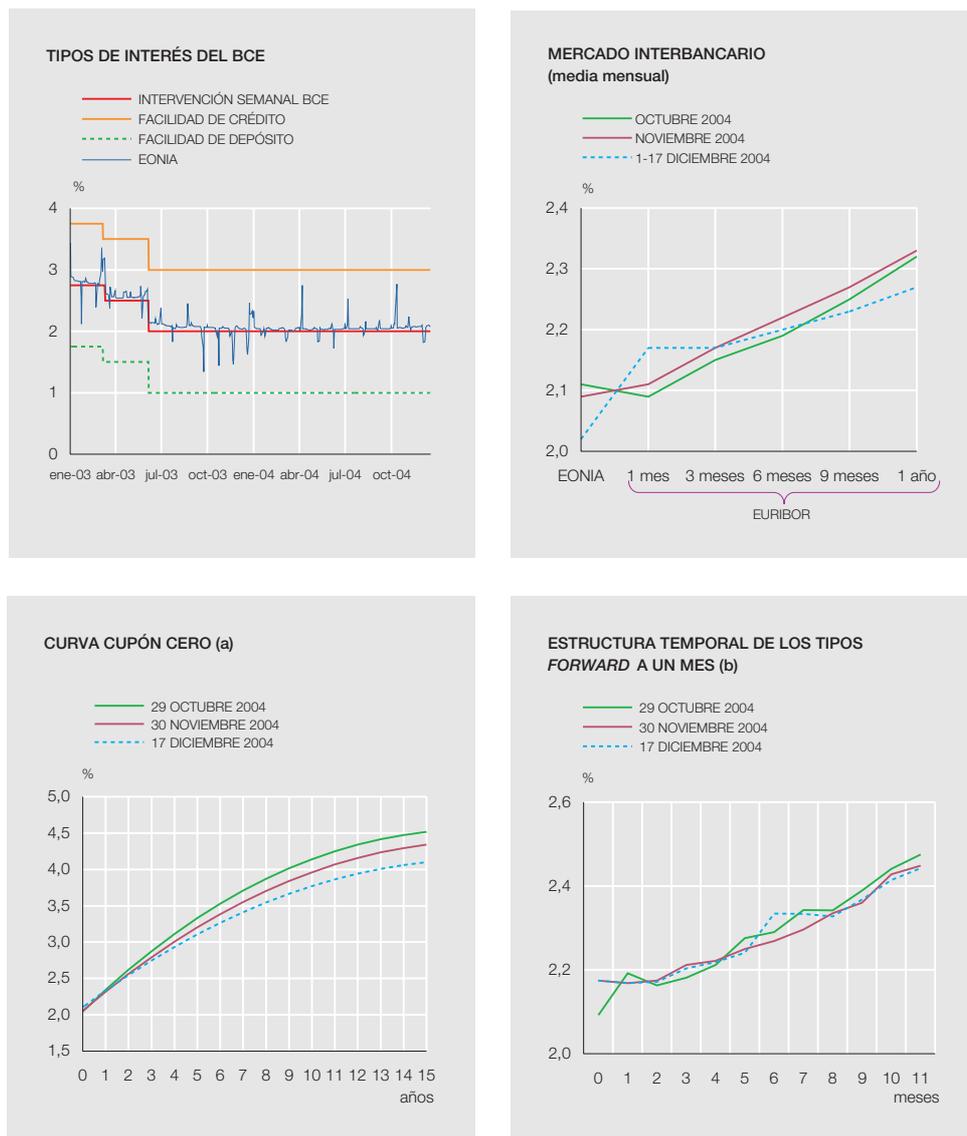


FUENTE: Eurostat.

ralentización de las exportaciones, que, junto con el repunte de las importaciones, motivó que el saldo neto exterior detrajera 0,7 pp al crecimiento del PIB (frente a una aportación positiva de 0,2 pp en el segundo trimestre). Por su parte, la contribución de la demanda interna —excluidas las existencias— aumentó en dos décimas, hasta situarse en 0,4 puntos porcentuales. Ello fue resultado del mayor dinamismo de la formación bruta de capital fijo y del consumo público, en tanto que el consumo privado mantuvo un débil ritmo de expansión. Finalmente, la variación de existencias aportó 0,7 puntos porcentuales al producto.

La información aparecida más recientemente es coherente con el mantenimiento, en el tramo final de 2004, de un ritmo de expansión de la actividad económica más moderado que el observado en el primer semestre del año. Así, en la vertiente de la oferta, el índice de producción industrial mostró una notable atonía en octubre, de manera que su tasa de variación interanual se situó por debajo de la observada los meses precedentes. Además, el indicador de confianza de la encuesta de directores de compras de la industria manufacturera registró un notable descenso en noviembre, hasta situarse, para el conjunto del área, en su nivel más bajo desde septiembre de 2003. No obstante, el indicador de confianza industrial elaborado por la Comisión Europea se mantuvo estable en el mismo mes. En cuanto al sector servicios, los indicadores análogos empeoraron en noviembre. Por el lado de la demanda, cabe destacar algunos tímidos indicios de fortalecimiento del consumo privado, pues los datos más recientes de matriculaciones de automóviles, ventas al por menor y confianza del consumidor han sido favorables. Sin embargo, la confianza minorista ha disminuido. Respecto a la demanda externa, los indicadores de expectativas de exportación y de cartera de pedidos exteriores han mostrado escasas variaciones, lo que parece señalar que el impacto de la etapa más reciente de apreciación del euro ha sido, por el momento, reducido.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la tasa de inflación del área, medida por la variación interanual del IAPC, descendió dos décimas en noviembre, situándose en el 2,2% (véase gráfico 5). Esta evolución se explica, en gran medida, por la desaceleración del componente energético, motivada, a su vez, por el descenso del precio del barril de petróleo (en una magnitud próxima al 15%, para la variedad tipo Brent medido en dólares, entre los máximos de octubre y finales de noviembre). Además, también experimentaron una ligera ralentización los precios de los alimentos elaborados, lo que permitió que la tasa de variación del IPSEBENE disminuyera en una décima, hasta el 1,9%. Por su parte, la tasa de variación inte-



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

El crecimiento anual del índice de precios industriales (IPRI) aumentó en octubre en siete décimas, hasta el 4%, como consecuencia de la intensa aceleración en aquel mes de los precios de la energía, pero también del repunte de la mayor parte de los restantes componentes.

En todo caso, la evolución reciente de los precios no impide que se mantengan las expectativas de un descenso a medio plazo de la tasa de inflación hacia niveles inferiores a la referencia del 2%, que incorpora la definición de estabilidad de precios del BCE. De hecho, su Consejo de Gobierno decidió, en su reunión del 2 de diciembre, mantener sin cambios los tipos de interés oficiales. En consecuencia, 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 gráfico 6). En la primera mitad de diciembre, los tipos del mercado interbancario han registrado un pequeño descenso en los plazos más largos, lo que se ha traducido en un mayor aplanamiento de la curva de rendimientos. En los mercados secundarios de deuda pública del área del euro, las rentabilidades a diez años han continuado dismi-



FUENTES: BCE y Banco de España.

nuyendo durante el período analizado, hasta situarse en torno al 3,7%, esto es, unos 30 puntos básicos por debajo del nivel alcanzado a finales de octubre. Puesto que en Estados Unidos el rendimiento de los activos análogos siguió una trayectoria opuesta durante gran parte del período, el diferencial positivo entre este país y la UEM se ha ampliado hasta superar los 50 puntos básicos en los últimos días.

En los mercados de renta variable europeos, las cotizaciones han evolucionado al alza, en paralelo a la relajación de los precios del petróleo. A fecha de cierre de este Boletín, el índice Dow Jones EURO STOXX amplió se situaba en sus niveles máximos del año, con una revalorización acumulada del 8%. En los mercados de divisas, el euro se ha apreciado un 10% frente al dólar entre finales de agosto y mediados de diciembre, lo que le ha llevado a alcanzar niveles máximos históricos, por encima de los 1,33 dólares por euro (véase gráfico 7). En términos del tipo de cambio efectivo nominal, la moneda europea se apreció de forma más moderada (un 4,2%) 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 ligera desaceleración en el mes de octubre, hasta situarse en el 5,8%. El crédito concedido al sector privado mostró un mayor dinamismo en ese mes, alcanzando una tasa interanual del 6,6%, tres décimas superior a la de septiembre. Por lo que hace referencia al desglose sectorial, mientras que se prolongó la senda de aceleración de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras, los otorgados a los hogares para adquisición de vivienda se mantuvieron estables y los destinados a financiar la compra de bienes de consumo mostraron, por el contrario, una ralentización de su ritmo de crecimiento interanual.

### *Evolución financiera en España*

Durante octubre, la deuda de los hogares siguió creciendo a un ritmo elevado, aunque ligeramente inferior al registrado en los meses precedentes, al tiempo que los recursos ajenos captados por las sociedades no financieras experimentaron un repunte en su expansión interanual, en una coyuntura en la que las condiciones de financiación continuaron siendo holgadas. Por su parte, los activos financieros más líquidos de ambos sectores incrementaron nuevamente sus tasas de variación interanual.

En los mercados de deuda pública, durante el mes de noviembre y la parte transcurrida de diciembre, las rentabilidades a medio y largo plazo continuaron descendiendo, al tiempo que las de los instrumentos de vencimiento inferior al año no experimentaron cambios significati-

		2004					
		JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (b)	Índice de producción industrial	2,5	1,7	3,4	1,0		
	Comercio al por menor	0,7	-0,2	-0,5	-0,2		
	Matriculaciones de turismos nuevos	-1,8	-9,5	-0,6	3,9	4,8	
	Indicador de confianza de los consumidores	-14,0	-14,0	-13,0	-14,0	-13,0	
	Indicador de clima industrial	-4,0	-4,0	-3,0	-3,0	-3,0	
	IAPC	2,3	2,3	2,1	2,4	2,2	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	5,5	5,6	6,0	5,8		
	M1	10,1	9,2	9,7	9,0		
	Crédito a los sectores residentes						
	Total	6,3	6,1	6,1	6,1		
	AAPP	6,4	6,6	5,5	4,4		
	Otros sectores residentes	6,3	6,0	6,3	6,6		
	<i>Del cual:</i>						
	Préstamos a hogares	7,3	7,5	7,8	7,8		
	Préstamos a sociedades no financieras	4,4	4,1	4,6	5,2		
	EONIA	2,07	2,04	2,05	2,11	2,09	2,02
	EURIBOR a tres meses	2,12	2,11	2,12	2,15	2,17	2,17
	Rendimiento bonos a diez años	4,34	4,17	4,11	3,98	3,87	3,70
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,20	0,16	0,04	0,15	0,35	0,58
	Tipo de cambio dólar/euro	1,227	1,218	1,222	1,249	1,299	1,333
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	0,6	-0,8	1,5	4,1	7,0	8,0	

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

a. Media del mes hasta el día 17 de diciembre 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 17 de diciembre de 2004.

vos. 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 redujeron, respecto a los niveles observados en octubre, en 3 y 29 puntos básicos (pb), respectivamente, quedando situados en el 2,13% y en el 3,68% (véase cuadro 2). El retroceso de la rentabilidad del bono español a diez años fue algo mayor que el correspondiente al alemán, por lo que el diferencial entre ambos se contrajo ligeramente hasta valores prácticamente nulos, lo que refleja, fundamentalmente, el cambio de la referencia alemana. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas se mantuvieron relativamente estables, en el entorno de los 30 pb.

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales los precios negociados continuaron avanzando durante noviembre y la parte transcurrida de diciembre, en un contexto en el que la volatilidad de las cotizaciones se mantuvo en niveles reducidos. En el caso español, esta evolución ha venido acompañada, además, por unos elevados volúmenes de contratación. De este modo, el Índice General de la Bolsa de Madrid ha ido alcanzando sucesivamente varios máximos anuales, acumulando, en la fecha de cierre de este artículo, una ganancia del 16,1% desde principios de año. Este comportamiento fue mucho más favorable que el experimentado 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 8,8% y 8,4%, respectivamente.

		2001	2002	2003	2004				
		DIC	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC (a)
TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito a vivienda	...	...	3,46	3,46	3,45	3,45	...	...
	Crédito a consumo y otros fines	...	...	6,40	6,54	6,54	6,34	...	...
	Depósitos	...	...	1,11	1,14	1,13	1,16	...	...
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS								
	Crédito (c)	...	...	3,75	3,46	3,51	3,53	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,11	2,72	2,19	2,13	2,21	2,16	2,19	2,13
	Deuda pública a cinco años	4,29	3,59	3,47	3,45	3,41	3,26	3,13	2,99
	Deuda pública a diez años	4,97	4,43	4,34	4,15	4,08	3,97	3,85	3,68
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,19	0,06	0,00	0,05	0,04	0,04	0,03	0,00
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	1,10	1,11	0,32	0,38	0,28	0,30	0,29	0,29
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	-6,39	-23,10	27,44	3,07	5,30	9,95	13,58	16,09

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

- a. Media de datos diarios hasta el 15 de diciembre 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.

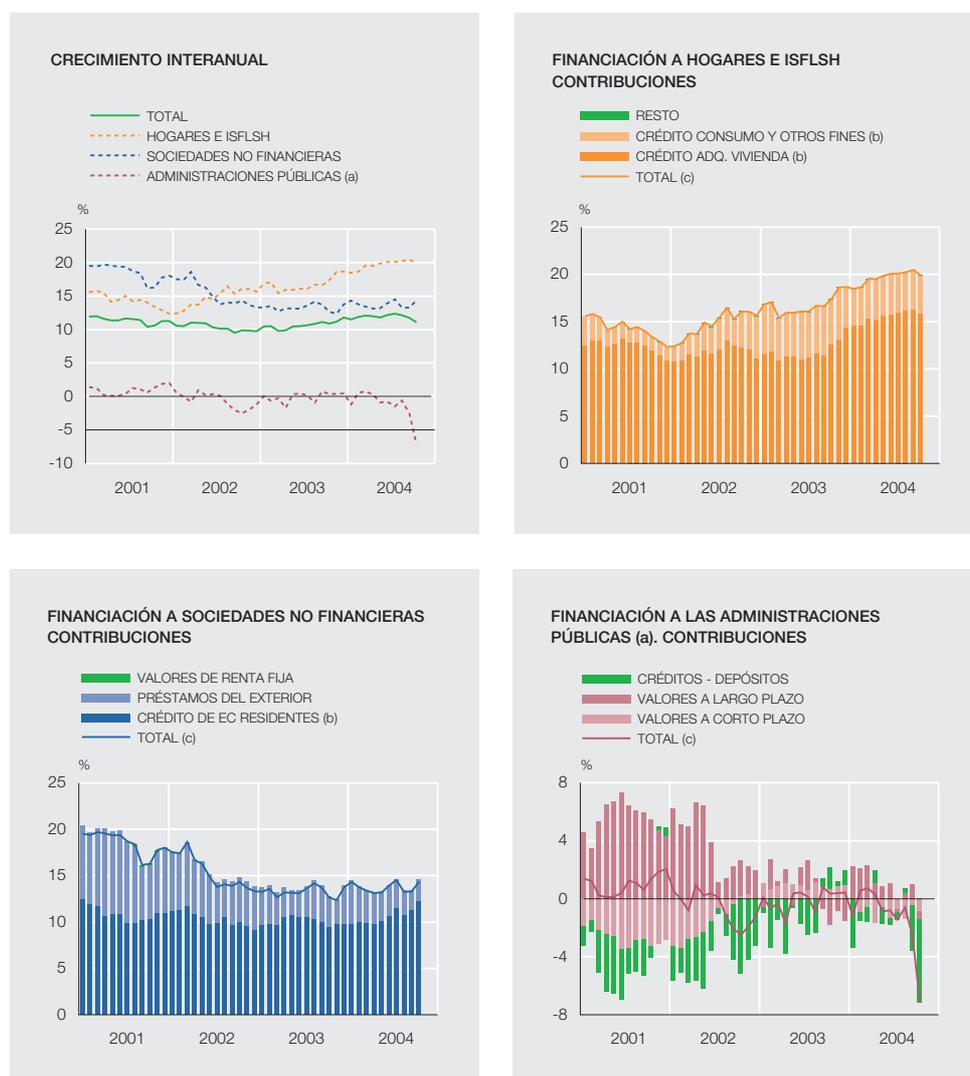
#### FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, LOS HOGARES E ISFLSH Y LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

##### Crecimiento interanual (T1,12) (a)

	2004	2002	2003	2004		
	OCT (b)	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT
FINANCIACIÓN TOTAL	1.451,5	9,8	11,8	12,1	11,7	11,1
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	1.165,2	14,3	15,8	16,2	16,4	16,7
Hogares e ISFLSH	511,0	15,6	18,7	20,2	20,5	19,9
<i>De los cuales:</i>						
Crédito para adquisición de vivienda (c)	361,5	16,6	21,3	23,7	23,8	23,1
Crédito para consumo y otros fines (c)	148,7	13,6	13,2	12,8	13,2	12,8
Sociedades no financieras	654,1	13,3	13,8	13,3	13,3	14,4
<i>De los cuales:</i>						
Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	463,7	13,1	14,1	15,6	16,2	17,6
Valores de renta fija	10,7	-16,6	-7,1	-7,7	-7,5	-10,3
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (d)	286,3	-1,2	0,4	-0,6	-2,6	-7,1
Valores a corto plazo	36,6	0,2	8,3	-10,8	-3,5	-6,9
Valores a largo plazo	284,9	2,2	-1,6	0,5	1,1	-0,5
Créditos - depósitos (e)	-35,1	-10,3	3,0	1,0	-9,8	-17,7

FUENTE: Banco de España.

- a. La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.  
b. Saldo en miles de millones de euros.  
c. Incluye los créditos titulizados.  
d. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.  
e. Variación interanual del saldo.

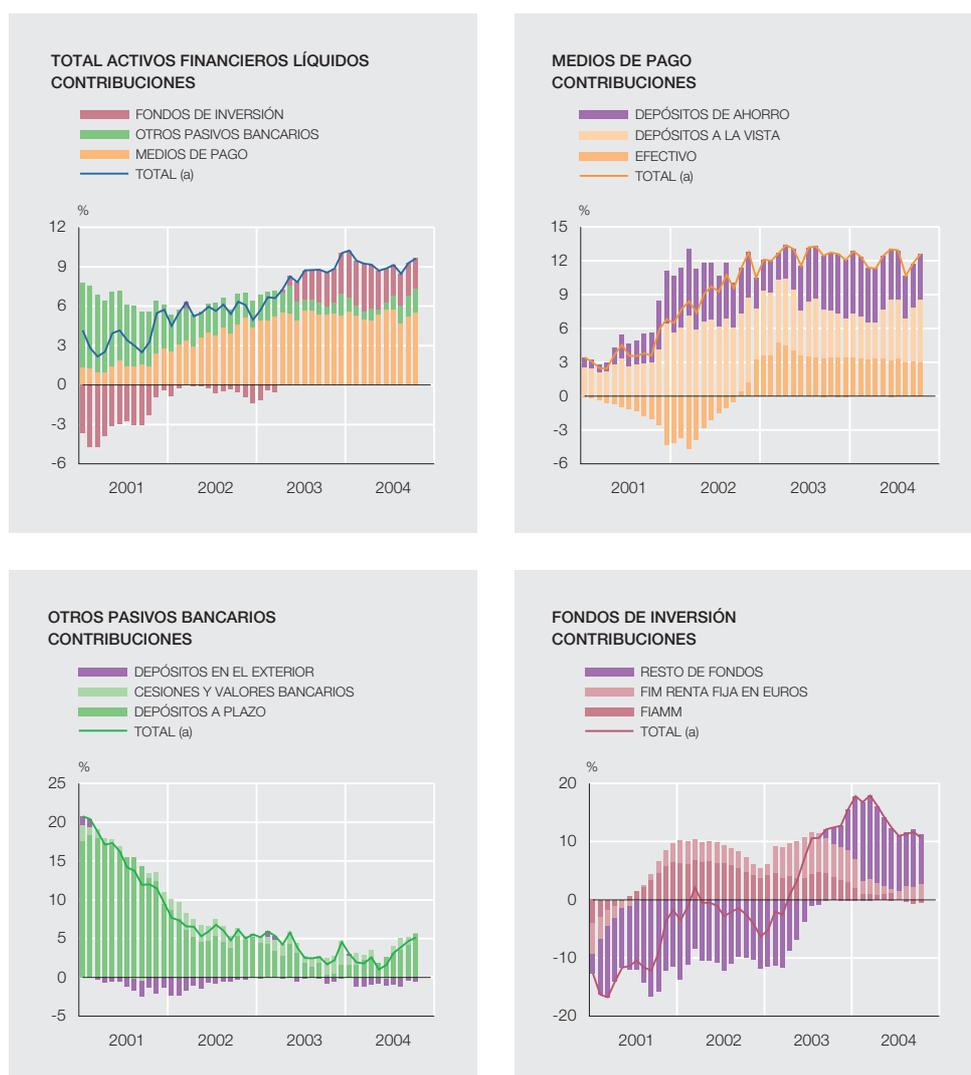


FUENTE: Banco de España.

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

Los tipos de interés de las operaciones nuevas aplicados por las entidades de crédito a su clientela no mostraron, en general, variaciones significativas durante el mes de octubre. Así, el coste de los préstamos para la adquisición de vivienda, el de la financiación bancaria a las sociedades no financieras y la remuneración de los depósitos de los hogares se mantuvieron prácticamente inalterados en el 3,45%, 3,53% y 1,16%, respectivamente. En cambio, el tipo de interés de los créditos destinados al consumo y otros fines se redujo en 20 pb, hasta situarse en el 6,34%, corrigiendo parcialmente el repunte experimentado en los meses anteriores.

La financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes no financieros experimentó, en octubre, al igual que el mes precedente, un descenso en su velocidad de expansión, con un comportamiento diferenciado por agrupaciones institucionales. Así, mientras que los recursos ajenos de las empresas se aceleraron, de modo que su tasa de variación se situó por encima del 14%, el ritmo de avance de la deuda de los hogares mostró un cierto descenso, aunque continúa en niveles cercanos al 20%, y los fondos captados por las Administraciones Públicas se contrajeron notablemente (véanse cuadro 3 y gráfico 8).



FUENTE: Banco de España.

a. Crecimiento interanual.

Por lo que se refiere a los hogares, tanto los préstamos para la adquisición de vivienda como los destinados al consumo y otros fines experimentaron una ligera reducción en sus ritmos de avance interanual, aunque, en el primer caso, continuaron presentando tasas de variación elevadas, en torno al 23%. Por su parte, la aceleración de los recursos ajenos captados por las sociedades no financieras resultó, principalmente, del avance mostrado por los créditos concedidos por las entidades residentes, cuyo saldo aumentó cerca del 18% en relación con el mismo período del año anterior. En cambio, la financiación con valores de renta fija continuó contrayéndose, a una velocidad incluso superior a la de los meses precedentes.

En el caso de las Administraciones Públicas, la tasa de variación interanual de la financiación recibida descendió hasta el -7,1%. Por instrumentos, se observó, en relación con los niveles del mismo período del año anterior, un avance notable de los depósitos mantenidos en el Banco de España y en la banca privada, y un descenso tanto del saldo de valores a largo plazo como 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 octubre, un incremento en sus ritmos de expansión interanual, resultado de un aumento en las tasas de variación de la mayoría de agregados, con la excepción de los fondos de inversión, que se desaceleraron, aunque con un comportamiento desigual por categorías (véase gráfico 9). Así, mientras que los FIAMM presentaron reembolsos que se tradujeron en una tasa de expansión interanual negativa, los FIM de renta fija en euros y el resto de FIM continuaron avanzando a ritmos similares a los del mes precedente, a raíz tanto de las suscripciones netas positivas como, especialmente en los fondos que invierten en acciones, de las ganancias patrimoniales derivadas de la evolución de los mercados.

21.12.2004.