

## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

## Evolución reciente de la economía española

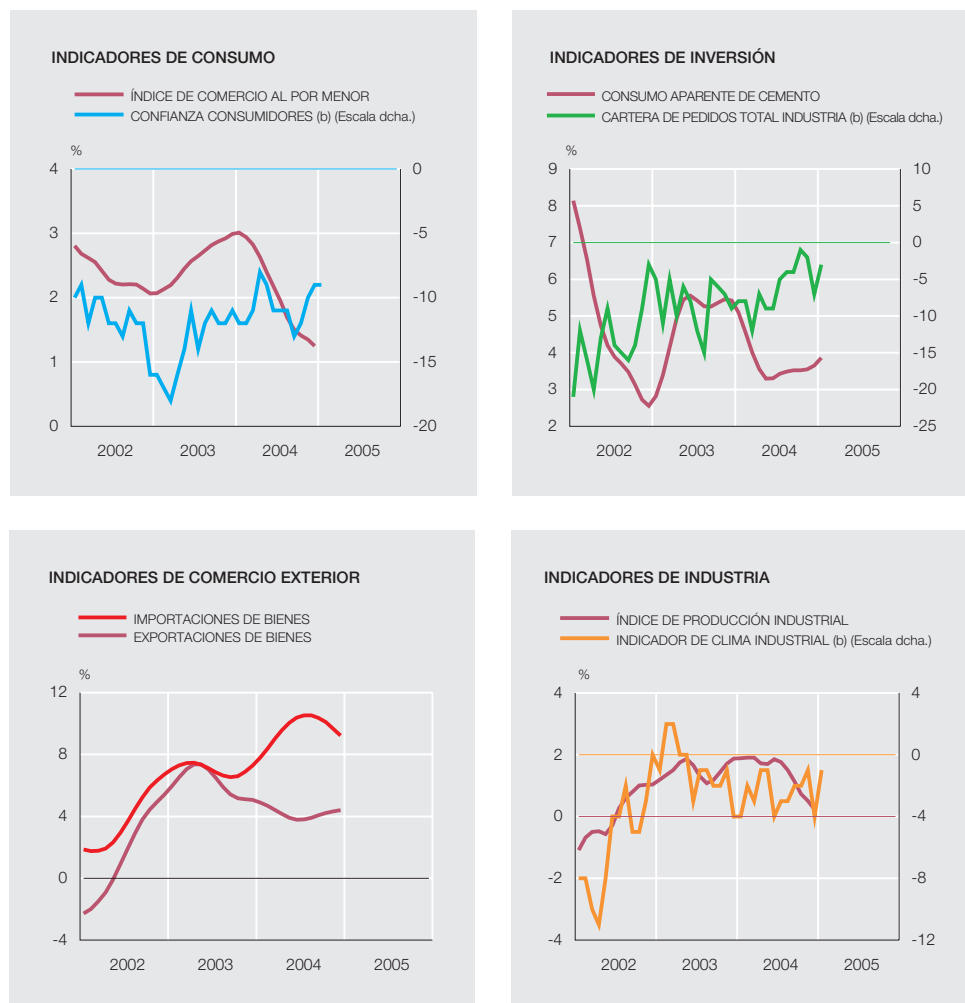
### **Evolución del sector real de la economía española**

Según las últimas cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR)<sup>1</sup>, en el cuarto trimestre de 2004 la economía española creció un 2,7%, en tasa interanual (0,8% en tasa intertrimestral), tras haber aumentado un 2,6% en el tercer trimestre. Este nuevo dato, que está en línea con el avance realizado por el Banco de España en el Informe trimestral publicado en el Boletín de enero, confirma la tónica de crecimiento sostenido observada a lo largo del año, con una suave tendencia a la aceleración en el último trimestre del ejercicio. El mayor crecimiento del PIB en los meses finales del año se apoyó en una aportación del sector exterior ligeramente menos negativa que la del tercer trimestre, mientras que el ritmo de crecimiento de la demanda interna se mantuvo en el 4,5% estimado para el tercer trimestre. Así, la aportación negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del producto fue de 1,9 puntos porcentuales (pp), tras haber detruido 2 pp en el trimestre previo; tanto las importaciones de bienes y servicios como las exportaciones se aceleraron. En cuanto a la demanda interna, el consumo privado mostró una fortaleza similar a la del trimestre anterior, al crecer un 3,5%, comportamiento que vino acompañado por un mayor vigor del consumo público, que aumentó un 5,4%. La formación bruta de capital fijo reforzó algo su ritmo de avance, hasta situarlo en el 6%, frente al 5,8% anterior. Desde el punto de vista de la actividad productiva, la industria interrumpió su recuperación, mientras que la construcción volvió a ser, como en trimestres precedentes, la actividad más dinámica, con un crecimiento del 4%. Finalmente, el empleo se aceleró una décima, hasta el 2,2%, lo que se tradujo en un mayor empuje del empleo asalariado, que creció también un 2,2%.

Los datos del cuarto trimestre proporcionan un primer cierre del año 2004, que sitúa el crecimiento del PIB, en el conjunto del año, en el 2,7%, frente al 2,5% del año anterior. El mayor crecimiento reflejó, fundamentalmente, una aceleración de la demanda nacional (desde el 3,2% experimentado en 2003 hasta el 4,2%, en 2004), que se extendió a todos sus componentes, siendo especialmente intensa en el caso de los bienes de equipo y, también, en el del consumo privado. La aportación de la demanda exterior fue, sin embargo, negativa y elevada (-1,7 pp). El empleo se incrementó un 2,1%, frente al 1,7% de 2003, aunque el crecimiento de la productividad se ralentizó hasta el 0,6%. En la economía de mercado, el empleo aumentó un 2,5%, de forma que la productividad del trabajo retrocedió ligeramente (-0,1%).

Entre la información más reciente referida al consumo privado, en parte relativa ya a los primeros meses de 2005, los indicadores de confianza del comercio minorista y de los consumidores permanecieron estables en enero, consolidando este último la mejora de los tres meses precedentes y frenando el primero su evolución descendente (véase gráfico 1). Sin embargo, el índice general del comercio al por menor registró en diciembre un crecimiento interanual del 2,6%, en términos reales, tras el 4,7% observado en noviembre, consolidando una tendencia a la moderación. Por componentes, tanto los bienes alimenticios como el resto de bienes crecieron en diciembre a ritmos similares (2,4% y 2,8%, respectivamente). También las disponibilidades de bienes de consumo apuntan una pérdida de vigor en el cuarto trimestre, que se confirma al incorporar la información correspondiente a la producción industrial y al comercio de diciembre; únicamente el componente alimenticio muestra una evolución ascendente. Las matriculaciones de automóviles, que también terminaron el año con un debilitamiento, han registrado, por su parte, un notable impulso en enero, al crecer un 7,5% en tasa interanual.

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.

La inversión en bienes de equipo cerró el año 2004 con tasas de crecimiento elevadas, aunque ligeramente inferiores a las del tercer trimestre. La evolución de las disponibilidades de este tipo de bienes en el cuarto trimestre del año ha confirmado el perfil mostrado por los datos de la CNTR. El mantenimiento de las elevadas tasas de crecimiento de este indicador se apoyó en un notable avance de las importaciones, que compensó plenamente el menor vigor de la producción interior. De hecho, entre los indicadores de opinión, el indicador de clima industrial de los productores de bienes de equipo empeoró significativamente en enero, al deteriorarse las perspectivas de producción. Por su parte, la cartera de pedidos del total de la industria se recuperó en enero, tras los malos resultados de los meses de noviembre y diciembre, mostrando un sostenimiento de las expectativas de demanda (véase gráfico 1).

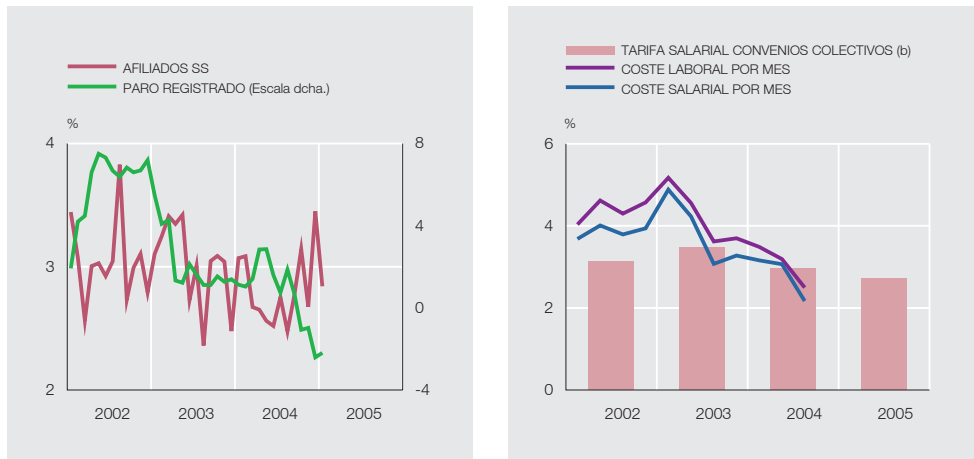
La inversión en construcción mantuvo una gran fortaleza en el cuarto trimestre de 2004, que parece haberse prolongado en los primeros meses de 2005. A pesar del descenso del indicador de confianza de los constructores en enero, su nivel se mantiene por encima del alcanzado en el primer semestre del año, reflejando buenas perspectivas para la producción y la cartera de pedidos. Tanto el consumo aparente de cemento, que registró en enero un incremento del 4% interanual al corregir los datos de los efectos de calendario (véase gráfico 1),

como el IPI de materiales de construcción, que aumentó un 5% en diciembre, mantienen una senda de avance ascendente. Los indicadores de empleo en la construcción también han evolucionado favorablemente en los meses de diciembre y enero, período en el que el número de afiliados a la Seguridad Social ha crecido a ritmos del 5% y el paro registrado ha seguido atenuando su crecimiento. Entre los indicadores adelantados, la licitación oficial de obra civil ha aumentado un 31% en el conjunto de los diez primeros meses del año 2004, aunque se ralentizó en septiembre y octubre, y los visados de edificación residencial se incrementaron un 10,3% hasta octubre, si bien las estadísticas de edificación no residencial reflejan un comportamiento contractivo. En cuanto a la evolución de los precios, los datos oficiales del Ministerio de la Vivienda indican que el precio de estos activos creció un 17,4% en 2004, tasa muy cercana al 17,6% registrado en 2003.

Según los datos de comercio exterior, las exportaciones reales de mercancías se incrementaron un 4,4% en diciembre, en tasa interanual, cerrando el cuarto trimestre de 2004 con un crecimiento medio del 4,3%, por debajo del 6,7% registrado en el tercer trimestre. Por áreas geográficas, las ventas destinadas a los países de la UE 15 aumentaron un 5,1%, en términos nominales, destacando los incrementos de las ventas destinadas a Francia y Portugal; las exportaciones dirigidas al resto del mundo crecieron un 10,1% en diciembre, a pesar del fuerte retroceso (-14,1%) de las destinadas a América Latina. Por su parte, las importaciones aumentaron un 10,5% en términos reales, en diciembre, cerrando el cuarto trimestre de 2004 con un aumento del 8,8%, similar al observado el trimestre precedente. Por grupos de productos, las compras de bienes de equipo avanzaron un 29%, en el conjunto del trimestre, mientras que las de consumo crecieron un 8,3%; las importaciones de bienes intermedios no energéticos mantuvieron un perfil de desaceleración, aumentando un 5,2%, en términos reales, a pesar del repunte de las compras de energía. El déficit comercial se incrementó en diciembre un 44,2%, en términos nominales, por el deterioro del desequilibrio real y el empeoramiento adicional de la relación real de intercambios en ese mes; en el conjunto del año 2004 el déficit se ha incrementado un 31,1%.

Los indicadores más actualizados referidos al turismo han mantenido la tendencia de recuperación iniciada tras los meses de verano: el número de turistas entrados por fronteras, tras incrementarse un 10% interanual, en el cuarto trimestre de 2004, experimentó un nuevo avance, del 5,3%, en enero, mientras que los ingresos por este concepto crecieron un 6,9% en noviembre. Sin embargo, los datos globales de la balanza de pagos para los once primeros meses de 2004 arrojan una evolución muy negativa del saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital, que acumulan un déficit de 26.976 millones de euros, frente a los 11.792 millones registrados en igual período del año anterior. Este resultado refleja un nuevo deterioro del déficit de la balanza por cuenta corriente, que se ha incrementado un 82,1% en tasa interanual, hasta alcanzar los 33.828 millones de euros. El mayor déficit comercial y, en menor medida, el menor superávit del turismo, junto con saldos cada vez más negativos de las restantes partidas (otros servicios, rentas y transferencias), explican la evolución desfavorable del saldo de la cuenta corriente hasta noviembre.

El índice de producción industrial registró un modesto crecimiento en diciembre (0,9% corregido de efectos de calendario), confirmando la pérdida de vigor de la actividad de la industria, que también ha recogido los datos de cifras de negocios y de entradas de pedidos. En el último trimestre de 2004, la producción industrial experimentó un incremento del 0,5% interanual, frente al 2,2% alcanzado en el promedio del tercer trimestre. Esta moderación se extendió a todos los componentes del índice por destino económico de los bienes: la producción de bienes de consumo aumentó un 0,1%, corregida de calendario, reflejando un deterioro muy acusado de la producción de bienes de consumo duradero



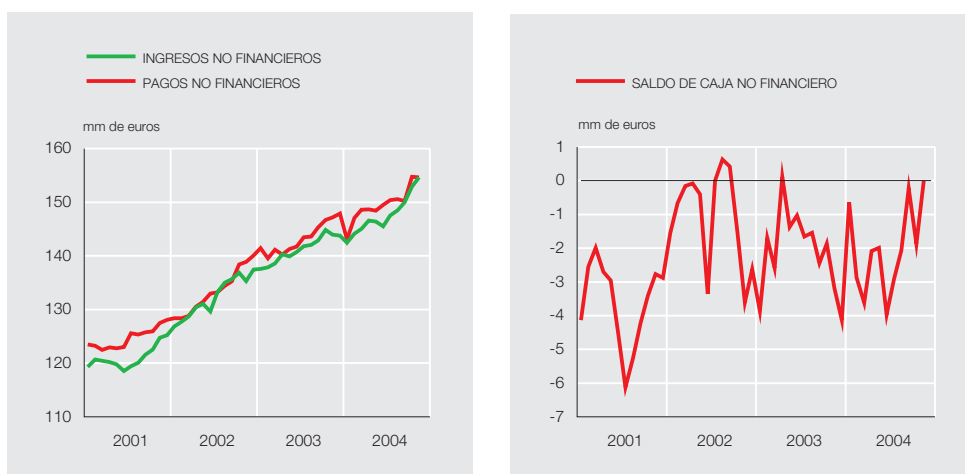
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

- a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.
- b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta enero de 2005.

(-5,4%), condicionada, a su vez, por el dato desfavorable de la fabricación de automóviles; la producción de bienes de equipo retrocedió un 0,8%, frente a los incrementos en torno al 4% de los meses de verano, y la de bienes intermedios, con un comportamiento similar a la de bienes de equipo, trunció en el último trimestre la evolución positiva de los dos trimestres precedentes. Los indicadores de empleo y de opiniones, sin embargo, han apuntado una mejora en los últimos meses. Así, el indicador de confianza de la industria registró un avance de tres puntos en enero (véase gráfico 1), al mejorar las expectativas de producción y de cartera de pedidos. La utilización de la capacidad productiva también se ha incrementado, alcanzando al comienzo de 2005 un nivel no observado desde el tercer trimestre de 2001, y el PMI de las manufacturas, tras cuatro meses consecutivos de avances, ha consolidado un perfil de recuperación. Por otra parte, el paro registrado en el sector continuó disminuyendo en enero, mientras que el número de afiliados a la Seguridad Social ha atenuado su ritmo de caída interanual.

En cuanto a las actividades de servicios, las estadísticas mensuales de empleo han mantenido en enero la tónica de mejora que registraron en el cuarto trimestre de 2004. En concreto, el número de afiliados a la Seguridad Social se incrementó un 4,2% en tasa interanual, mientras que el número de parados registrados, siguiendo las tendencias de los últimos meses, cayó un 0,7%, en relación con enero de 2004. El indicador de actividad en los servicios cerró el cuarto trimestre de 2004 con una ligera aceleración, a pesar del mal dato de diciembre, y el índice PMI registró un nuevo avance en el mes de enero, apuntando hacia un período de mayor vigor, que rompería el perfil descendente observado desde el mes de agosto. El indicador de confianza mantiene un nivel superior al del cuarto trimestre de 2004, a pesar del retroceso de enero.

La información más reciente confirma la fortaleza del empleo en los últimos meses de 2004 y primeros de 2005, también reflejada en los datos de la CNTR. Según la EPA, el número de ocupados aumentó un 2,7% en el cuarto trimestre de 2004, lo que supone una aceleración de dos décimas respecto al trimestre anterior (estos datos se analizan con más detalle en otro artículo de este Boletín). La intensificación del ritmo de creación de empleo se centró en el colectivo de trabajadores asalariados, que aumentó un 3%, mientras que los trabajadores por cuenta propia redujeron su ritmo de avance hasta el 1,7%. Por ramas de actividad, la aceleración se concentró en la industria y la construcción, mientras que en los servicios se frenó la creación de



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

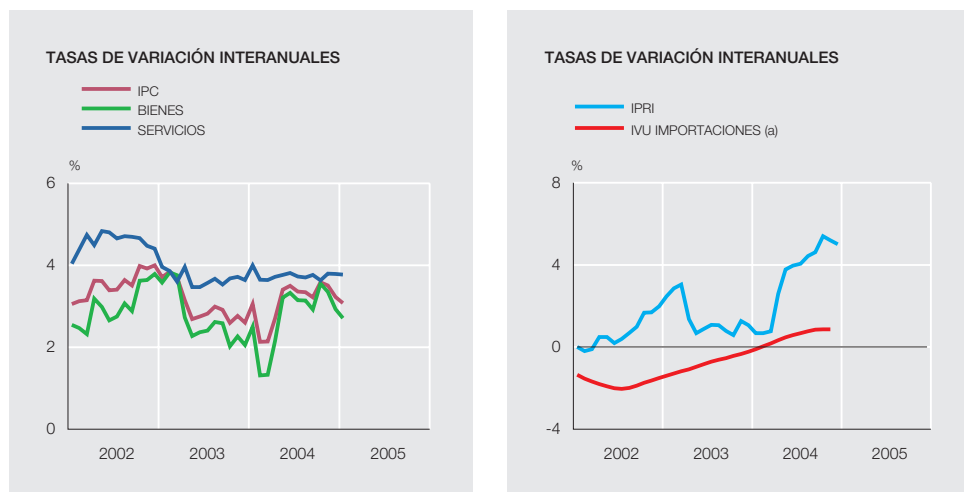
a. Tanto la serie de ingresos como la de pagos incluyen la parte de recaudación que, en virtud de los sistemas de financiación de las Administraciones Territoriales, corresponde a estas.

puestos de trabajo y se intensificó la caída del empleo agrícola. Por su parte, los datos medios de afiliaciones a la Seguridad Social corroboran el continuado dinamismo del empleo, tras experimentar en enero un aumento interanual del 3,3% (3,2% en diciembre). La información disponible indica que en el cuarto trimestre de 2004 se intensificó el descenso del número de parados: según la EPA, el número de parados disminuyó en ese período, rebajando la tasa de paro hasta el 10,4%; los datos del INEM, que confirman la caída del desempleo en los meses finales del pasado año, han mostrado en enero una ligera moderación en el ritmo de reducción interanual del desempleo, hasta el 2,2%, desde el 2,4% de diciembre (véase gráfico 2).

Al cierre de esta nota se han publicado las cuentas de las Administraciones Públicas para el año 2004, elaboradas con la metodología de la Contabilidad Nacional, que proporcionan un déficit del 0,3% del PIB para el conjunto del sector, frente al superávit del 0,3% del PIB registrado un año antes. Este saldo negativo de 2004, inferior al que se venía manejando, se debió a que la Administración Central (el Estado y sus Organismos) acumuló un déficit del 1,3% del PIB, motivado en parte por la asunción de la deuda histórica de RENFE (0,7% del PIB), mientras que la Seguridad Social logró un superávit del 1% del PIB. Por su parte, tanto las Comunidades autónomas como las Corporaciones locales, registraron un pequeño déficit, del 0,02% del PIB. No obstante, ha de recordarse que el Estado realizó en 2004 una transferencia, equivalente al 0,3% del PIB, a la Comunidad Autónoma de Andalucía como liquidación definitiva del sistema de financiación del período 1997-2000. En enero de 2005, la ejecución del Presupuesto del Estado en términos de caja se saldó con un déficit de 6.812 millones de euros, frente a los 2.471 millones de enero de 2004, como consecuencia de un aumento de los ingresos del 43,3% y de un incremento de los pagos del 78%; no obstante, estas cifras son escasamente representativas del comportamiento presupuestario del Estado en los próximos meses.

### Precios y costes

La remuneración por asalariado se incrementó un 3,8% en el cuarto trimestre de 2004, según las estimaciones de la CNTR, manteniendo la senda de suave desaceleración observada a lo largo del año. En la economía de mercado, el avance de la remuneración se moderó hasta el 2,8%, frente al 3,2% del tercer trimestre. Los datos más recientes sobre negociación colectiva sitúan el aumento salarial pactado en los convenios registrados en enero de 2005 en el 2,7%, por debajo de la cifra observada en 2004 (3%), antes de incluir las cláusulas de salvaguarda.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

Los convenios registrados durante el mes de enero afectan a 3,3 millones de trabajadores, cifra algo mayor que la observada en ese mismo mes el año anterior. Por ramas de actividad, los mayores incrementos de tarifas corresponden a la agricultura (3,4%) y la construcción (3%), mientras que en la industria (2,8%) y en los servicios (2,5%) los crecimientos fueron algo menores. Por otra parte, con los datos disponibles hasta el momento, el impacto estimado de la activación de la cláusulas de salvaguarda correspondientes al año 2004 es de 0,64 pp, por encima de los 0,2 pp del año 2003.

Las estimaciones de la CNTR muestran que tanto el deflactor de la demanda final como el del consumo privado, permanecieron estabilizados en tasas interanuales del 4% y del 3,3%, respectivamente, en el cuarto trimestre de 2004. Entre los indicadores de precios más recientes, el índice de precios de consumo (IPC) descendió ocho décimas en enero y su tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 3,1%, desde el 3,2% observado en diciembre (véase gráfico 4). Por su parte, el IPSEBENE aumentó un 2,8%, una décima menos que en el mes anterior, abandonando la estabilidad que mantenía desde el mes de agosto. Por componentes, los precios de los bienes industriales no energéticos redujeron en dos décimas su tasa de crecimiento interanual, hasta el 1%, debido a la incidencia de las rebajas de invierno, que tuvieron un efecto más acusado sobre algunas prendas de vestir que en enero de 2003. Los precios finales de productos energéticos también registraron caídas en enero, reduciendo su crecimiento interanual al 6%; cabe señalar el aumento de las tarifas eléctricas y el descenso de los precios de los combustibles de calefacción y de los carburantes, en términos intermensuales. Los precios de los alimentos no elaborados repuntaron en enero, tras la desaceleración del mes anterior, al aumentar un 1% en tasa intermensual y elevar su tasa de crecimiento interanual hasta el 2,3%, mientras que los precios de los alimentos elaborados también elevaron en una décima su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 4,2%. Finalmente, los precios de los servicios mantuvieron estable su tasa de crecimiento interanual en el 3,8%. En enero, se han producido revisiones habituales de las tarifas de algunos servicios, que en algunos casos han resultado superiores a las del año anterior, como es el caso de los precios del transporte público urbano y de otros servicios de transporte; también cabe mencionar el ligero aumento de los precios de los servicios telefónicos, tras el incremento de la cuota de abono por parte de Telefónica. Sin embargo, algunos precios relacionados con el turismo y la hostelería —como los precios de los viajes organizados y los de hoteles y otros alojamientos—

tos— han registrado, tras la temporada de Navidad, recortes más intensos que en años anteriores.

El IAPC disminuyó un 1% en enero, reduciendo en dos décimas su tasa de crecimiento interanual, hasta el 3,1%, tasa que coincide con la del indicador adelantado publicado por el INE con anterioridad. De acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la inflación en la UEM disminuyó tres décimas en enero, hasta el 2,1%, con lo que el diferencial de inflación con la zona habría aumentado una décima en ese mes, hasta 1 pp. Con datos hasta diciembre, el diferencial de crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos se situaba en 0,5 pp, el correspondiente a precios de los servicios en 1 pp, el de la energía en 0,5 pp y el de los alimentos en 1,4 pp.

En enero, el IPRI aumentó un 0,5%, reduciendo dos décimas su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 4,8%. El mejor comportamiento de los precios de la energía, tras los máximos alcanzados en octubre, y la ligera desaceleración de los precios de producción de los bienes intermedios compensaron plenamente los incrementos registrados en los precios de fabricación de los bienes de consumo y de los bienes de equipo. El índice general sin energía aumentó una décima su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 4%. Por otra parte, el índice de precios percibidos por los agricultores registró un incremento intermensual del 4,4% en el mes de noviembre, aunque mantuvo una tasa de variación interanual negativa del -0,4%.

Finalmente, los precios de las importaciones, aproximados por el índice de valor unitario (IVU), repuntaron en diciembre hasta el 5,8%, finalizando el cuarto trimestre de 2004 con un crecimiento medio del 5,1% (5,2% en el tercer trimestre). Por componentes, los precios energéticos atenuaron algo su fuerte ritmo de avance desde los máximos de octubre. Los IVU no energéticos, sin embargo, se aceleraron en el último mes, hasta el 4,2%, comportamiento que se extendió a sus principales componentes. En cuanto a las exportaciones, el índice de valor unitario (IVU) creció un 2,2% en diciembre, por debajo de la media del cuarto trimestre (3,3%).

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

Hasta el último tercio del mes de febrero, la evolución financiera internacional se caracterizó por una relativa calma. En los mercados de cambios, el dólar se situó en niveles próximos a 1,30 dólares por euro, tras un mes de diciembre en el que la divisa norteamericana había registrado un acusado movimiento depreciatorio que la había situado en niveles mínimos frente al euro. Por su parte, el yen tendió a depreciarse ligeramente frente al dólar en el mes de febrero, hasta situarse en torno a 105 yenes por dólar, en un contexto caracterizado por la publicación de datos económicos muy negativos sobre la economía japonesa. A esta depreciación del yen podría haber contribuido además el desvanecimiento de las expectativas de una revaluación próxima del yuan chino, tras la reunión del G7 del 4 y 5 de febrero. A finales de este mes, el dólar volvió a perder valor frente al euro y frente al yen. También cabe destacar el descenso adicional de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo en las principales economías —más acusado en el área del euro—, a pesar de que partían de niveles ya muy reducidos, en algunos casos próximos a los mínimos históricos. Dicho descenso sería coherente con la esperada moderación del ritmo de actividad y/o la contención de las presiones inflacionistas, y reflejaría también la fuerte demanda de títulos públicos a largo plazo por parte de inversores institucionales. Este descenso de los tipos de interés a largo plazo contrasta con el ritmo de elevación de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos, donde la Reserva Federal aumentó una vez más el tipo objetivo de los fondos federales en 25 puntos básicos (pb), hasta situarlo en el 2,5%, al tiempo que se mantienen fuertes expectativas de elevaciones adicionales en los próximos meses. Por su parte, las bolsas registraron subidas tras las caídas de enero.

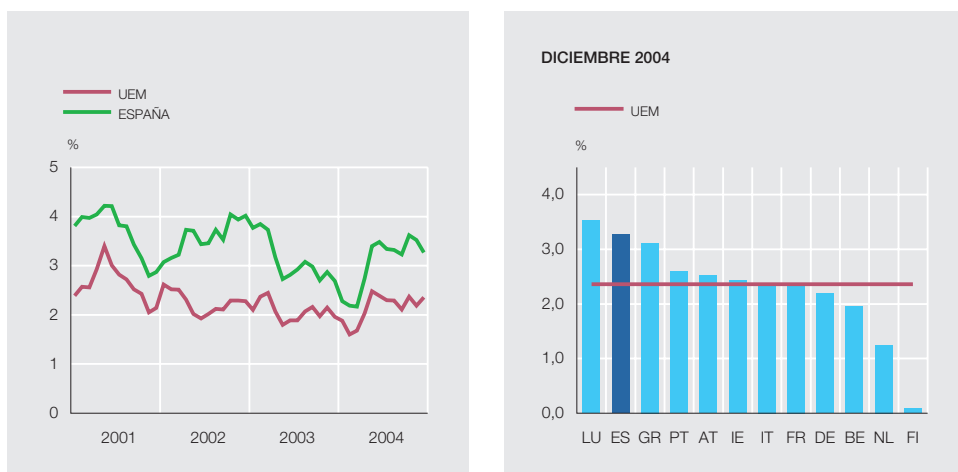


Los mercados emergentes —y en particular los latinoamericanos— evolucionaron de forma muy favorable: la mayor parte de los tipos de cambio de este grupo de países han tendido a apreciarse frente al dólar, con la excepción de los que mantienen un régimen de tipo de cambio fijo; los diferenciales de rentabilidad de sus bonos soberanos se han situado en niveles mínimos históricos o cerca de ellos; y las bolsas han tendido a subir hasta niveles similares a los máximos alcanzados a finales del año pasado. En los mercados de materias primas, el precio del petróleo Brent permaneció relativamente estable, en una banda de entre 43 y 46 dólares por barril, mientras se espera la decisión de la OPEP sobre el mantenimiento o reducción de las cuotas de producción en su próxima reunión del 16 de marzo. El resto de los precios de las materias primas se mantuvieron también estables, por término medio.

En *Estados Unidos*, conforme a los últimos datos disponibles de Contabilidad Nacional, el PIB del cuarto trimestre de 2004 creció un 3,8% en tasa trimestral anualizada, en comparación con el 4% del trimestre anterior, de manera que en el conjunto del año el crecimiento se situó en el 4,4%, el más alto desde 1999. El consumo privado siguió siendo el principal motor de crecimiento, a pesar de que se desaceleró, mientras que el sector exterior tuvo una aportación muy negativa (-1,4%) debido al fuerte crecimiento de las importaciones. Los indicadores más recientes apuntan a un ritmo firme de actividad en el primer trimestre de 2005, aunque ligeramente más moderado. La evolución más negativa se observó en el mercado de trabajo, cuyos datos volvieron a decepcionar por la baja creación del empleo y el retroceso de la población activa. Por su parte, el índice de precios al consumo creció en enero un 0,1%, por lo que la tasa interanual se moderó, del 3,3% al 3,2 %, aunque el índice subyacente subió una décima, hasta el 2,3%. El déficit comercial registró en diciembre una mejoría frente al mes anterior, al tiempo que se revisó a la baja el déficit de noviembre. Sin embargo, ello no impidió que en el conjunto del año el déficit comercial creciera hasta el 5,3% del PIB, frente al 4,5% registrado en 2003. La Administración norteamericana hizo público el presupuesto federal para 2006, en el que propone una contención del crecimiento de los gastos discrecionales no militares y la consolidación de la bajada de impuestos de 2003. A su vez, presentó un plan de paulatina reducción del déficit federal, hasta un 1,3% de PIB en 2010, así como —a más largo plazo— un programa para eliminar el descubierta financiero potencial de la Seguridad Social a través de la creación de cuentas de ahorro privadas. Los mercados acogieron positivamente estos anuncios, aunque su aprobación en el Senado y, en su caso, su cumplimiento están sujetos a una notable incertidumbre.

En *Japón*, los datos de Contabilidad Nacional mostraron una fuerte ralentización de la actividad en el cuarto trimestre, con un descenso en el crecimiento del PIB hasta el 0,6% (tasa interanual), frente al 2,6% anterior, debido a la negativa evolución del consumo privado, de la demanda externa y de la inversión. Este dato, añadido a las revisiones a la baja de los datos anteriores, supone la caída del PIB trimestral por tercer trimestre consecutivo, por lo que la economía nipona había entrado técnicamente en recesión. Los indicadores más recientes confirman parcialmente esta evolución negativa. La producción industrial se desaceleró en diciembre, al tiempo que la evolución de las ventas al por menor y la renta personal apuntan una ralentización del consumo privado. Por el contrario, la creación de empleo y la confianza del consumidor han evolucionado favorablemente. Persisten las presiones deflacionistas, tal y como indica la paulatina desaceleración del índice general de precios, desde el 0,8% en noviembre (tasa interanual) hasta el -0,1% en enero, y el nivel de la inflación subyacente se redujo hasta el -0,3% interanual en enero.

En el *Reino Unido*, la primera estimación del PIB del cuarto trimestre mostró un avance del 0,7 (tasa trimestral), frente al 0,5% anterior. Con ello, la tasa interanual se redujo moderadamente, desde el 3,1% hasta el 2,9%. Estos datos confirman que la desaceleración ha sido suave y el ritmo de actividad es próximo al potencial, con datos de empleo y tasa de actividad muy po-

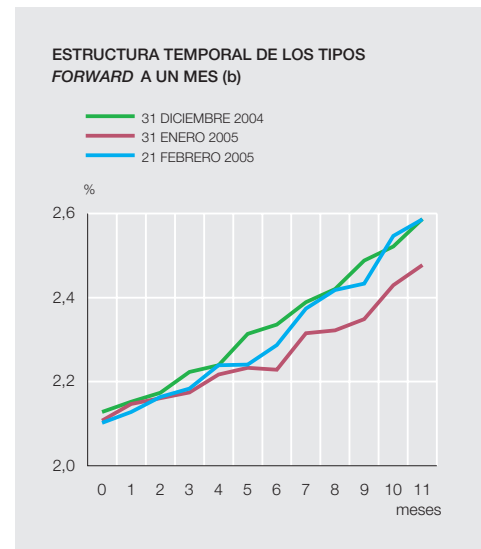
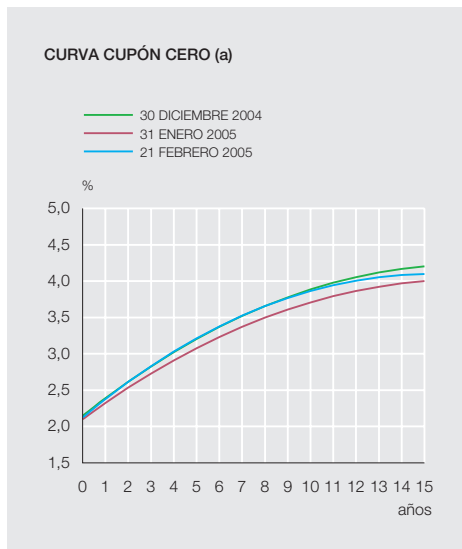
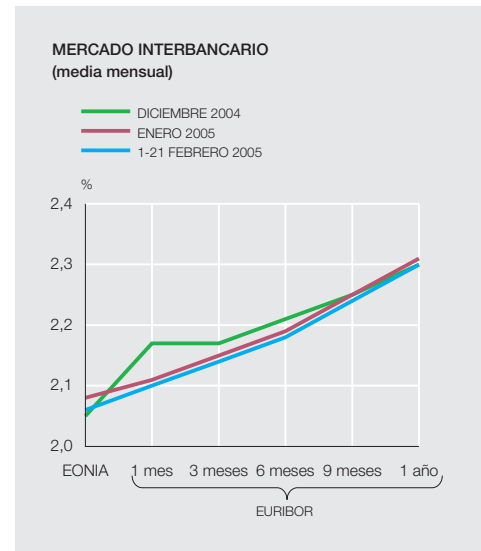
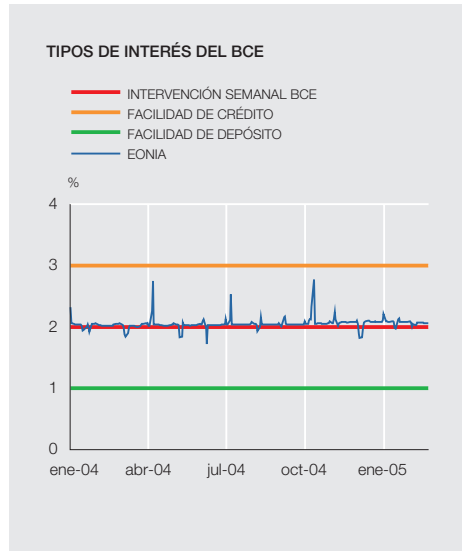


FUENTE: Eurostat.

sitivos. En cuanto a la evolución de los precios, el IPC se estabilizó en el 1,6% (tasa interanual) en enero, el deflactor del PIB se situó en el 2% en 2004, mientras que los precios de los inmuebles, según el índice Halifax, siguieron desacelerándose en enero, hasta el 12,4% (tasa interanual), frente al 14,1% de diciembre.

En *China*, el PIB real del cuarto trimestre se aceleró hasta el 9,5% interanual, frente al 9,1% del tercero, en parte fruto de un fuerte crecimiento de la actividad en el sector primario, por lo que se ha superado el objetivo de las autoridades chinas de moderar el crecimiento hasta el 8%. A pesar de ello, las medidas contractivas adoptadas por las autoridades han tenido efectos en términos de una leve desaceleración de la producción industrial y de la inversión en activos fijos, al tiempo que la inflación siguió reduciéndose, hasta el 1,9% interanual, en enero. Los datos de balanza de pagos de enero mostraron un notable dinamismo del sector exterior, con tasas de crecimiento muy elevadas de exportaciones e importaciones (del 42,2% y 24%, respectivamente). El resto de las *principales economías del Sudeste asiático* mostraron una evolución divergente en cuanto al crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre de 2004, que se redujo en Singapur y en Filipinas —aunque mantienen ritmos relativamente elevados—, y se aceleró en Indonesia. Por su parte, la inflación interanual disminuyó nuevamente en enero en la mayoría de las economías del área.

En *América Latina*, los indicadores de oferta y demanda disponibles apuntan a una prolongación durante el cuarto trimestre del buen tono de la actividad, particularmente en la demanda interna, lo que podría situar el crecimiento económico de la región cerca del 5,5% para el conjunto del año. Además, esta fuerte expansión económica aún no ha hecho mella en las cuentas exteriores. Así, el superávit comercial podría situarse en torno al 4% del PIB en 2004, al tiempo que el saldo por cuenta corriente podría ser superior al 1% del PIB. A este superávit ha contribuido sustancialmente Brasil. En este contexto de consolidación de la expansión, se produjeron comportamientos divergentes en la evolución de los precios. Así, en Argentina la inflación siguió acelerándose en enero, hasta el 7,2%, frente al 6,1% anterior, y en Brasil la inflación se situó en el 7,4% en enero; por su parte, en Colombia, México y Chile se registraron moderadas reducciones. A pesar de ello, en los dos últimos países, y también en Brasil, los tipos de interés oficiales se modificaron al alza. Por último, cabe destacar que en Argentina concluyó el plazo para participar en el canje de deuda. Tras unos inicios titubeantes, la adscripción se aceleró durante las últimas semanas, aunque los datos definitivos no se conocerán hasta el 25 de marzo.

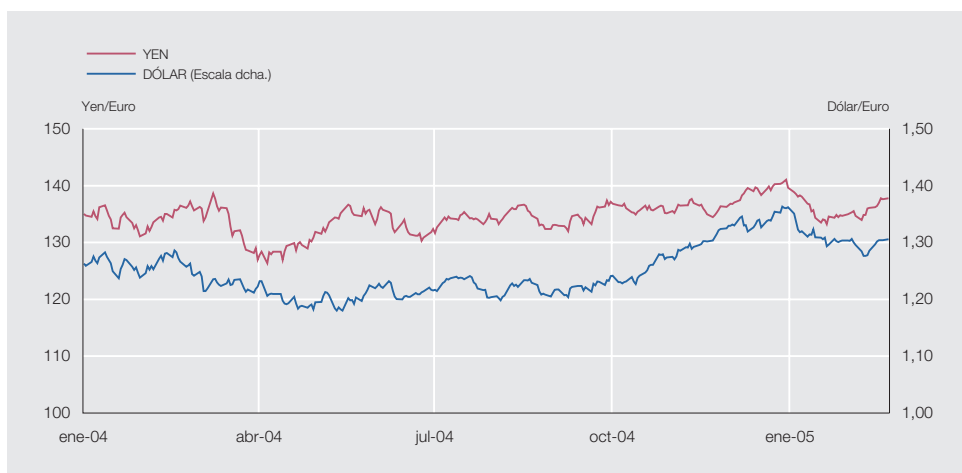


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

De acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, en el cuarto trimestre de 2004 el producto interior bruto del área del euro se desaceleró hasta registrar una tasa de variación del 0,2% en términos intertrimestrales, muy por debajo del crecimiento experimentado en la primera parte del año. Ello ha supuesto una disminución de dos décimas respecto al trimestre anterior en su ritmo de expansión interanual, que se situó en el 1,6%. Así, en el conjunto de 2004, el producto del área corregido de efectos de calendario creció un 1,7%. También según estimaciones preliminares, los resultados por países para el cuarto trimestre de 2004 han sido muy dispares. En Francia y, en menor medida, en España, el PIB se aceleró, mostrando tasas intertrimestrales del 0,7% y 0,8%, respectivamente, mientras que, en Alemania, Italia y Holanda, el producto se redujo en relación con el trimestre anterior en una cuantía en torno al -0,2%.

La información aparecida más recientemente proporciona algunas señales de mejora, aunque no con carácter general. En relación con la actividad en la industria, el índice de producción industrial (IPI) del área registró en diciembre un crecimiento intermensual positivo des-



FUENTES: BCE y Banco de España.

pués de dos meses consecutivos de contracción, lo que ha supuesto que finalice el año 2004 un 1% por encima del nivel alcanzado en diciembre de 2003. Por su parte, las encuestas de confianza arrojaron en enero resultados distintos según la fuente de procedencia, ya que los índices elaborados por la Comisión Europea para el sector industrial y el de la construcción mostraron un ligero descenso, mientras que el índice de directores de compras del sector manufacturero aumentó, hasta alcanzar su nivel máximo de los tres últimos meses. También avanzaron los indicadores de opinión del sector servicios en enero. Por el lado de la demanda, sobresale la favorable evolución en diciembre del indicador de consumo que recoge las ventas al por menor y de la confianza de los minoristas en enero, mientras que el indicador de confianza de los consumidores y la matriculación de automóviles permanecieron estables en el mes de enero.

Por su parte, la Comisión Europea revisó una décima a la baja el intervalo de previsiones de crecimiento para el primer trimestre de 2005, que se deriva de su modelo basado en indicadores, y publicó por vez primera el intervalo correspondiente al segundo trimestre. Según estas estimaciones, el crecimiento para los dos primeros trimestres del año en curso se situaría entre un 0,2% y un 0,6% en tasa intertrimestral.

En cuanto a la evolución de los precios de consumo, la estimación provisional de Eurostat sitúa en un 2,1% la tasa interanual de variación del IAPC de enero, tres décimas por debajo del nivel del mes anterior (véase gráfico 5). Aunque no se dispone todavía del desglose por componentes del IAPC, la información publicada por algunos países miembros sugiere que la desaceleración de los precios afecta a la mayor parte de los grupos de bienes y está parcialmente relacionada con un efecto base, derivado de las subidas de los precios administrados que tuvieron lugar en enero de 2004. Por su parte, el índice de precios industriales (IPRI) experimentó en diciembre una tasa de variación interanual del 3,5%, dos décimas por debajo de la de noviembre. Ello fue consecuencia de la caída del precio de la energía, ya que se encarecieron los bienes de consumo no duradero y los precios del resto de los componentes del índice experimentaron escasas variaciones.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión del 3 de febrero, mantener invariables los tipos de interés oficiales, dado que las perspectivas de inflación son coherentes con el objetivo de estabilidad de precios. No obstante, alertó de la existencia de riesgos alcistas para la estabilidad de precios a medio plazo, por lo que considera esencial adop-

		2004				2005	
		SEP	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (b)	Índice de producción industrial	3,6	1,1	0,3	1,0		
	Comercio al por menor	-0,5	-0,7	0,2	0,5		
	Matriculaciones de turismos nuevos	-0,6	3,9	4,8	1,9	1,6	
	Indicador de confianza de los consumidores	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	
	Indicador de clima industrial	-3,0	-3,0	-3,0	-4,0	-5,0	
	IAPC (c)	2,1	2,4	2,2	2,4	2,1 (p)	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (d)	M3	6,0	5,8	6,0	6,4	6,6	
	M1	9,7	9,0	9,8	8,4	9,2	
	Crédito a los sectores residentes						
	Total	6,0	6,0	6,0	6,0	6,5	
	AAPP	5,2	4,2	3,3	2,3	3,7	
	Otros sectores residentes	6,3	6,5	6,7	7,0	7,3	
	Del cual:						
	Préstamos a hogares	7,8	7,8	7,9	7,8	8,1	
	Préstamos a sociedades no financieras	4,5	5,1	5,2	5,4	5,7	
	EONIA	2,05	2,11	2,09	2,05	2,08	2,06
	EURIBOR a tres meses	2,12	2,15	2,17	2,17	2,15	2,14
	Rendimiento bonos a diez años	4,11	3,98	3,87	3,69	3,63	3,57
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,04	0,15	0,35	0,58	0,63	0,58
	Tipo de cambio dólar/euro	1,222	1,249	1,299	1,341	1,312	1,295
	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	1,5	4,1	7,0	9,9	1,9	5,3

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

a. Media del mes hasta el día 21 de febrero de 2005.

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

c. El dato de enero corresponde a la estimación provisional de Eurostat.

d. Tasa de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales.

e. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 21 de febrero de 2005.

tar una actitud de vigilancia con respecto a estos riesgos. 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 enero y las primeras semanas de febrero, los tipos del mercado interbancario han seguido una trayectoria ligeramente descendente en todos los plazos, de forma que la curva de rendimientos mantiene en la actualidad una ligera pendiente positiva, comprendida entre el 2,1% del EONIA y el 2,3% del depósito interbancario a un año. En los mercados secundarios de deuda pública del área del euro las rentabilidades a diez años disminuyeron de forma moderada durante el período analizado, hasta situarse en niveles cercanos al 3,5%. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda a diez años siguió una trayectoria parecida, por lo que el diferencial positivo con la UEM se mantiene próximo a los 0,6 puntos porcentuales.

En los mercados de renta variable europeos, las cotizaciones han experimentado un ascenso en las primeras semanas de febrero, tras la relativa estabilidad observada en enero. El índice Dow Jones EURO STOXX amplio acumula una revalorización del 5,3% desde principios de año. En este período, en los mercados de divisas el euro se depreció en torno a un 5% frente al dólar, oscilando en los últimos días algo por encima de 1,30 dólares por euro (véase gráfico 7). En términos del tipo de cambio efectivo nominal, la apreciación del euro ha sido de un 2% en lo que va de año.

TIPOS		2001	2002	2003	2004		2005		
		DIC	DIC	DIC	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB (a)
BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito a vivienda	...	...	3,46	3,45	3,48	3,39	...	...
	Crédito a consumo y otros fines	...	...	6,40	6,34	6,29	6,27	...	...
	Depósitos	...	...	1,11	1,16	1,16	1,15	...	...
SOCIEDADES NO FINANCIERAS									
	Crédito (c)	...	...	3,75	3,53	3,51	3,44	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,11	2,72	2,19	2,16	2,19	2,17	2,15	2,19
	Deuda pública a cinco años	4,29	3,59	3,47	3,26	3,13	2,98	2,98	2,96
	Deuda pública a diez años	4,97	4,43	4,34	3,97	3,85	3,64	3,59	3,51
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,19	0,06	0,00	0,04	0,03	-0,00	-0,00	0,01
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	1,10	1,11	0,32	0,30	0,29	0,29	0,29	0,27
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	-6,39	-23,10	27,44	9,95	13,58	18,70	2,57	6,43

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

- a. Media de datos diarios hasta el 16 de febrero de 2005.  
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.

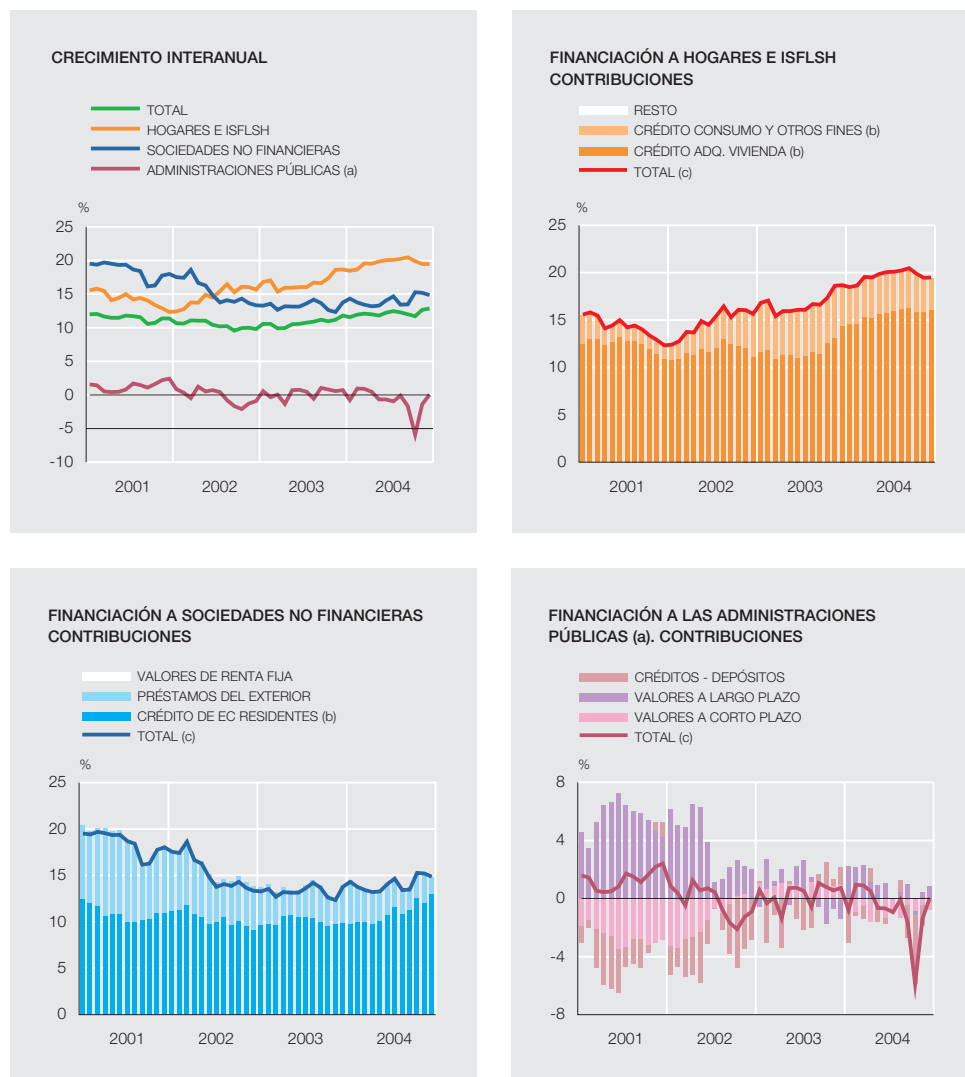
### FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, LOS HOGARES E ISFLSH Y LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS Crecimiento interanual (T1,12) (a)

CUADRO 3

	2004	2002	2003	2004		
	DIC (b)	DIC	DIC	OCT	NOV	DIC
FINANCIACIÓN TOTAL	1.528,9	9,8	11,8	11,7	12,7	12,8
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	1.207,0	14,3	15,8	17,3	17,0	16,8
Hogares e ISFLSH	526,9	15,6	18,7	19,9	19,5	19,5
De los cuales:						
Crédito para adquisición de vivienda (c)	375,6	16,6	21,3	23,2	23,1	23,3
Crédito para consumo y otros fines (c)	150,4	13,6	13,2	12,7	11,4	11,1
Sociedades no financieras	680,1	13,3	13,8	15,3	15,2	14,9
De los cuales:						
Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	481,8	13,1	14,1	18,1	17,2	19,0
Valores de renta fija	11,2	-16,6	-7,1	-1,7	-1,3	0,8
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (d)	321,9	-0,9	0,7	-5,9	-1,4	0,0
Valores a corto plazo	37,3	0,2	8,3	-6,9	-3,5	-6,4
Valores a largo plazo	289,9	2,2	-1,5	-0,3	0,5	0,9
Créditos - depósitos (e)	-5,3	-9,3	3,8	-14,8	-4,4	0,0

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.



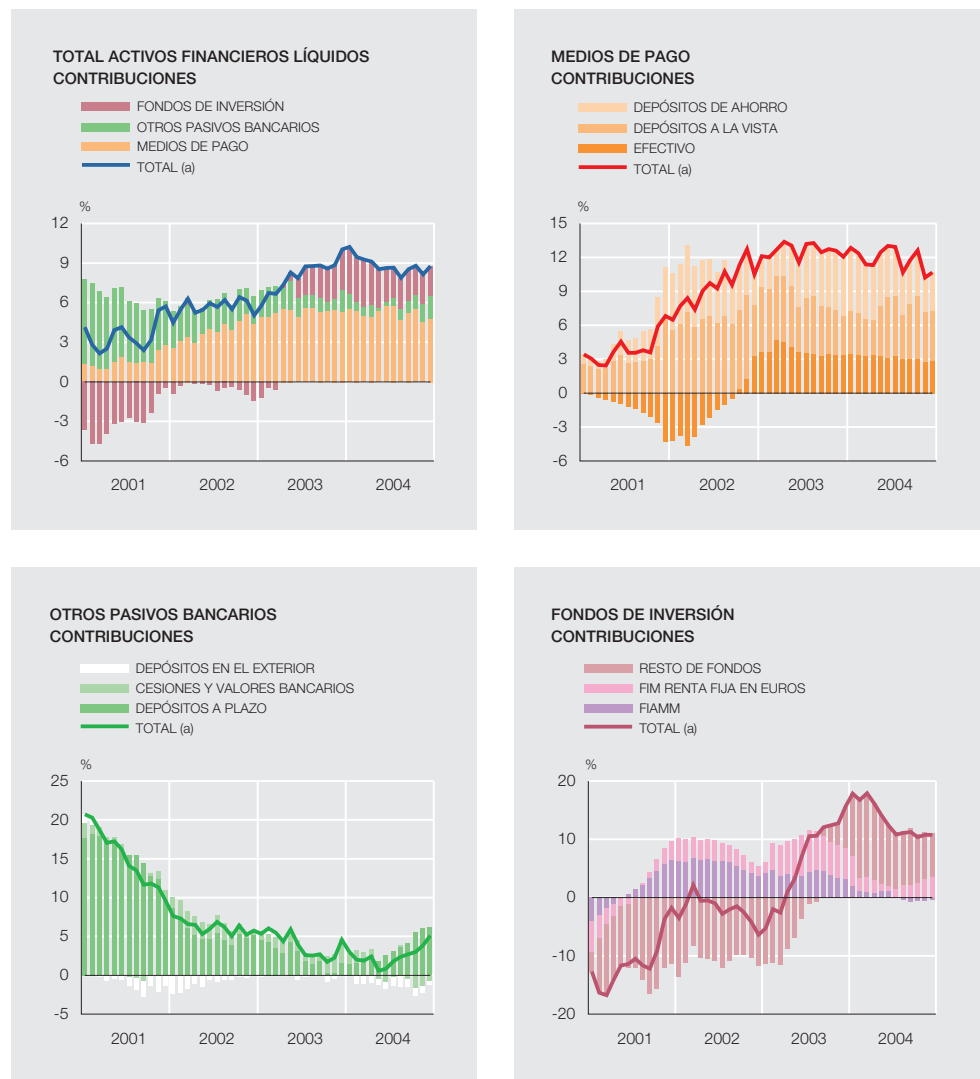
FUENTE: Banco de España.

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

En cuanto a la evolución de los agregados monetarios y crediticios en la zona del euro, el crecimiento interanual de M3 aumentó ligeramente en enero, hasta situarse en el 6,6%, prosiguiendo la trayectoria alcista que, con la excepción del mes de octubre, ha venido experimentando este agregado desde mediados de año. El crédito concedido al sector privado registró asimismo un incremento en su tasa de crecimiento interanual, que se situó en el 7,3%. Por lo que respecta al desglose sectorial, mientras que los préstamos concedidos a las sociedades no financieras prolongaron la senda expansiva de los últimos meses, los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda mantuvieron su crecimiento interanual y aumentó el ritmo de avance de los destinados a financiar la compra de bienes de consumo.

**Evolución financiera en España**

Durante el pasado diciembre, la financiación obtenida por los hogares mantuvo un elevado ritmo de crecimiento que, de acuerdo con la información provisional disponible, se podría haber acrecentado adicionalmente en enero. Los recursos ajenos captados por las sociedades no financieras experimentaron una moderada ralentización el último mes del pasado año,



FUENTE: Banco de España.

a. Crecimiento interanual.

que no parece haberse prolongado a comienzos del presente. Estos cambios han venido acompañados de un ascenso en el ritmo de expansión de los activos financieros más líquidos del sector privado.

En los mercados de deuda pública, durante el mes de enero y la parte transcurrida de febrero, las rentabilidades negociadas a corto y medio plazo no experimentaron cambios significativos, mientras que las de largo plazo continuaron descendiendo. De este modo, durante la primera quincena de febrero, los tipos de interés medios de las letras del Tesoro a entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron en el 2,19% y el 3,51%, respectivamente, lo que representa un aumento de 2 pb y un descenso de 13 pb en relación con los correspondientes niveles de diciembre de 2004 (véase cuadro 2). El movimiento de la referencia española a diez años fue muy similar al de la alemana, por lo que el diferencial entre ambas permaneció estable alrededor de cero. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas apenas mostraron variaciones y se mantuvieron en torno a los reducidos valores registrados a finales del año pasado.



En los mercados bursátiles nacionales, hasta mediados del mes de febrero, las cotizaciones mantuvieron el perfil ascendente de los últimos meses de 2004. De este modo, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba una ganancia del 6,4%, evolución algo más favorable que la del EURO STOXX amplio de las bolsas de la UEM, que se revalorizó ligeramente por encima del 5% durante el mismo período, y que contrasta con la del S&P 500 de las de EEUU, que en la misma fecha se situaba en torno a los mismos niveles de cierre del año pasado. Durante la segunda mitad del mes, no obstante, ha tenido lugar un cierto retroceso en los tres índices, que no ha afectado a la comparación entre las correspondientes variaciones acumuladas.

Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las empresas y a las familias en las operaciones nuevas de activo y pasivo descendieron en el mes de diciembre de 2004. De este modo, el precio de la financiación bancaria a las sociedades no financieras se situó en el 3,44%, 7 pb menos que en noviembre. Por su parte, el coste de los préstamos a los hogares para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines se redujo en 9 pb y 2 pb, respectivamente, hasta alcanzar el 3,39% y 6,27%, mientras que la remuneración de sus depósitos fue del 1,15%, 1 pb por debajo del nivel del mes precedente.

La financiación recibida por los sectores residentes no financieros experimentó, en diciembre de 2004, un crecimiento interanual muy similar al registrado en el mes anterior. Este comportamiento fue resultado de una ligera desaceleración de la deuda de las empresas, que aumentó algo menos del 15% en términos interanuales, de un mantenimiento del ritmo de avance de los recursos obtenidos por las familias, que crecieron casi un 20% en relación con el mismo período del año precedente, y de un ascenso en la tasa de expansión del volumen de fondos destinados a las Administraciones Públicas (véanse cuadro 3 y gráfico 8).

La desagregación por componentes muestra que, en el caso de los hogares, los préstamos para la adquisición de vivienda y los destinados al consumo y otros fines avanzaron, en términos interanuales, alrededor del 23% y del 11%, respectivamente, cifras similares a las registradas en noviembre. Por su parte, la moderación en el ritmo de crecimiento de los fondos recibidos por las sociedades no financieras fue consecuencia de la ralentización en la financiación procedente del exterior, puesto que tanto el crédito otorgado por las entidades residentes como la emisión de valores de renta fija mostraron un comportamiento más expansivo que en el mes precedente. La información provisional correspondiente al mes de enero revela una cierta aceleración de la deuda tanto de las familias como de las empresas.

En el caso de las Administraciones Públicas el ligero aumento de la financiación captada fue el resultado de una amortización neta de valores a corto plazo, una emisión neta de valores a largo plazo y un mantenimiento del saldo entre créditos y depósitos.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares se aceleraron en diciembre de 2004, evolución que resultó de un aumento generalizado en las tasas de variación de la mayoría de agregados, con la excepción de los fondos de inversión, que mantuvieron inalterada la suya (véase gráfico 9). Dentro de estos, los FIM de renta fija y los FIAMM elevaron su ritmo de avance —si bien en este último caso continuó siendo negativo—, mientras que el resto de los FIM mostraron cierta ralentización. La información provisional referente al mes de enero apunta a un mantenimiento de estas tendencias.

28.2.2005.