

EVOLUCIÓN RECENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Evolución del sector real de la economía española

Las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR)¹ referidas al cuarto trimestre de 2004, que fueron comentadas en el *Boletín Económico* de febrero, confirmaron que el año pasado finalizó con un crecimiento interanual del PIB del 2,7%, apoyado en un fuerte avance de la demanda interna, del 4,5%, y una aportación negativa elevada de la demanda exterior. A lo largo del año, se observó un fortalecimiento de la inversión en capital fijo, mientras que el consumo privado mantuvo estabilizado su crecimiento en tasas próximas al 3,5%, a partir del segundo trimestre. La información coyuntural relativa a los primeros meses del año 2005, todavía muy parcial, indica que la inversión sigue comportándose de forma expansiva, mientras que el consumo privado muestra una mayor estabilidad en su evolución, en un contexto en el que alguno de sus componentes ha tendido a reducir su dinamismo. Entre los indicadores de actividad, los referidos a la industria han mostrado avances moderados en el inicio del año. Por su parte, la información sobre el empleo apunta hacia tasas de crecimiento elevadas, aunque no prolonga la aceleración observada en la parte final de 2004.

Entre los indicadores más actualizados de consumo privado, el indicador de confianza de los consumidores, tras retroceder ligeramente en febrero, se mantuvo estable en marzo, situándose, en el conjunto de los tres primeros meses de 2005, por encima de su nivel medio en el trimestre anterior (véase gráfico 1); no obstante, en marzo las opiniones sobre la situación económica de los hogares y la economía, en general, se redujeron adicionalmente. Por su parte, los últimos datos del indicador de confianza del comercio minorista y del índice de comercio al por menor han tendido a corregir la moderación registrada en los meses anteriores. Así, el indicador de confianza ha cerrado el primer trimestre superando los niveles del último cuarto de 2004. Por su parte, las ventas minoristas, en términos reales, aumentaron un 1,1% interanual en febrero (un 2,4%, si se corrigen de efectos de calendario), destacando, por componentes, la recuperación de las ventas de alimentos en el último mes. Otros indicadores, como la producción industrial de bienes de consumo, han mostrado una mayor atonía; también las matriculaciones de automóviles, tras el reducido incremento experimentado en febrero, del 0,5% interanual, han prolongado su tendencia a la desaceleración, aunque todavía avanzaron un 3,7% en el conjunto de los dos primeros meses del año. Por último, los datos de la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares correspondientes al cuarto trimestre de 2004 han confirmado el tono expansivo con el que el gasto total de los hogares finalizó el año pasado, que se cerró con un aumento medio del 4,9%, a precios constantes; la encuesta ha recogido una cierta mejora en la percepción de los hogares sobre la facilidad de llegar a fin de mes y las posibilidades de ahorrar.

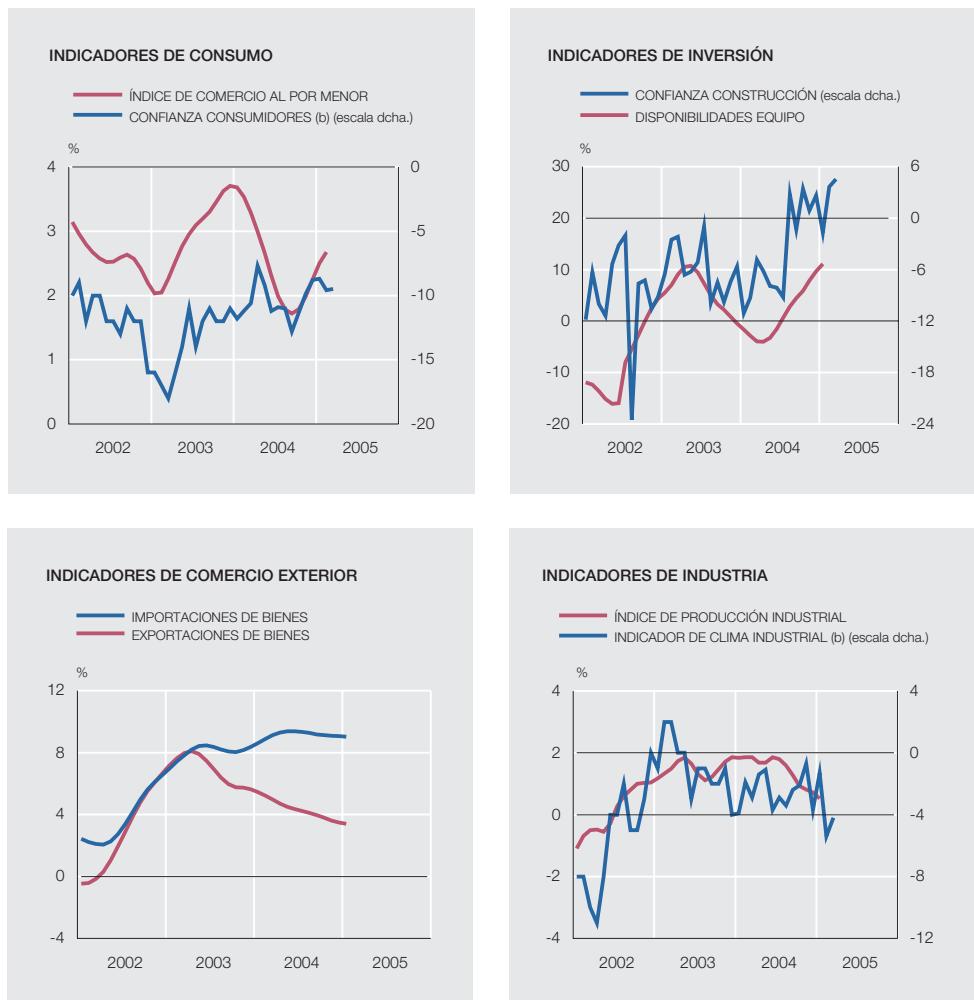
Aunque, en enero, la producción interior de bienes de equipo agudizó el comportamiento contracíclico de los últimos meses, la evolución positiva de las importaciones de estos bienes compensó sobradamente la debilidad de la producción interior, reforzando, de hecho, el vigor del indicador de disponibilidades (véase gráfico 1). Además, el indicador de clima industrial de los productores de bienes de equipo mejoró ligeramente en febrero, aunque se mantiene por debajo del valor del cuarto trimestre de 2004, y se produjo una mejora sustancial de las perspectivas de producción. Sin embargo, la cartera de pedidos de la industria ha empeorado en el primer trimestre, marcando un cierto deterioro de las expectativas de demanda, en relación con la segunda mitad de 2004.

La información relativa a la construcción apunta a una estabilidad en la evolución de este agregado, en un contexto de confianza elevada: el indicador correspondiente mejoró significativamente en

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

INDICADORES DE DEMANDA Y ACTIVIDAD (a)

GRÁFICO 1



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

- a. Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.
 b. Nivel de la serie original.

febrero y marzo, situándose por encima de la media del cuarto trimestre de 2004, al reflejar una percepción muy favorable sobre la contratación (véase gráfico 1). El consumo aparente de cemento registró en febrero un incremento del 2,2% interanual, mientras que el IPI de materiales de construcción aumentó un 2% en enero, dentro de una cierta tendencia a la moderación, el primero, y a la recuperación, el segundo. Los indicadores de empleo en la construcción, por su parte, no modificaron su ritmo de evolución en febrero, período en el que los afiliados a la Seguridad Social crecieron un 5%, en línea con su comportamiento anterior a diciembre, y el paro registrado tendió a estabilizarse. Entre los indicadores adelantados, la licitación oficial de obra civil aumentó un 24,3% en el conjunto de 2004, con un perfil de recuperación en noviembre y diciembre, y la superficie a construir, según los visados de edificación residencial, se incrementó un 9,9% hasta diciembre, mientras que las estadísticas de edificación no residencial reflejaron un comportamiento más contractivo.

Según los datos de comercio exterior, las exportaciones reales de mercancías cayeron un 3,1% en enero, en tasa interanual, tras haberse incrementado un 4,4% en diciembre; en términos nominales, las exportaciones aumentaron un 1,9% en el primer mes del año. Por áreas geográficas, las ventas destinadas a los países de la UE disminuyeron un 2% real, aunque puede destacarse el dinamismo de las ventas a Francia y Portugal y, en menor medida, a

Alemania. Las exportaciones dirigidas al resto del mundo cayeron un 6,2% en términos reales, destacando el fuerte retroceso de las destinadas a América Latina. Por su parte, las importaciones aumentaron un 8,5% en términos reales, en enero, algo por debajo del incremento de diciembre (10,5%); el incremento nominal fue de 13,9%. Por grupos de productos, las compras reales de bienes de equipo avanzaron un 21,7%, mientras que las de consumo crecieron un 3,4%; las importaciones de bienes intermedios no energéticos se aceleraron hasta el 9,4% y las compras de energía crecieron un 6%. El déficit comercial se incrementó en enero un 50,4%, en términos nominales, como consecuencia del deterioro del desequilibrio real. Por otra parte, los principales indicadores referidos al turismo han mantenido al comienzo de 2005 la tendencia de recuperación que iniciaron en la última parte del año anterior, aunque los datos de febrero han frenado el notable dinamismo que se apuntaba en enero. Las pernoctaciones de extranjeros crecieron un 2,7%, en el conjunto de los dos primeros meses del año (3,5% en el cuarto trimestre), mientras que el número de turistas entrados por fronteras se incrementó, en ese mismo período, un 2% interanual (10% en los tres últimos meses de 2004). Los ingresos por turismo crecieron un 2% en diciembre, cerrando el año con un aumento del 1%.

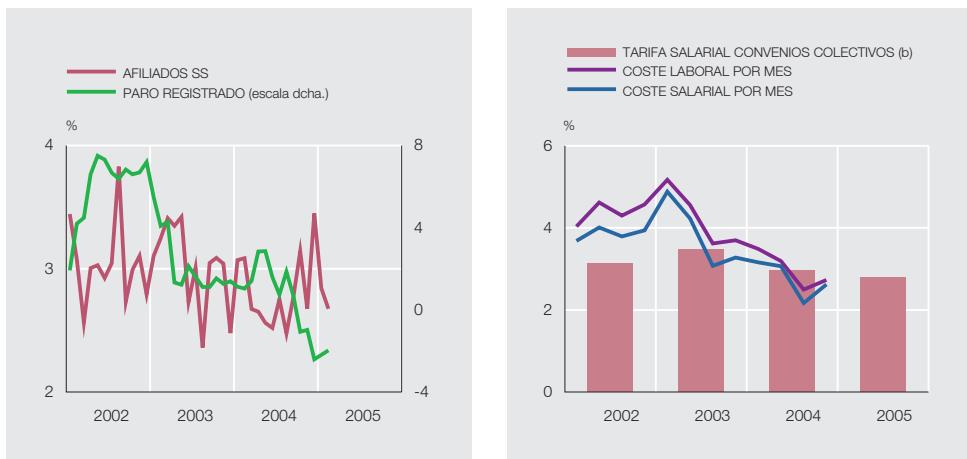
Los datos globales de la balanza de pagos para 2004 arrojaron una evolución muy negativa del saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital, que acumularon un déficit de 31.007 millones de euros, frente a los 12.065 millones registrados el año anterior. Este resultado reflejó un nuevo deterioro del déficit de la balanza por cuenta corriente, que se incrementó un 89,8%, hasta alcanzar 39.538 millones de euros. El mayor déficit comercial y, en menor medida, el menor superávit del turismo, junto con el deterioro del resto de saldos, explicaron la evolución desfavorable de la cuenta corriente.

El índice de producción industrial registró en enero un crecimiento del 1,1%, una vez corregido de efectos de calendario, frenando la pérdida de vigor mostrada en los meses finales de 2004. Igualmente, los índices de cifras de negocios y de entradas de pedidos mostraron una evolución positiva en enero. La recuperación de la producción industrial fue más intensa en el caso de los bienes intermedios (incluida la energía), componente que aumentó un 3,1%; la producción de bienes de consumo mostró una notable atonía, aunque el ritmo de descenso del componente de bienes de consumo no alimenticio se recortó significativamente, mientras que la producción de alimentos mantiene tasas de variación positivas; por último, la producción de bienes de equipo intensificó la caída del trimestre anterior. Los indicadores de empleo y de opiniones en la industria han apuntado, sin embargo, una ralentización. Así, el indicador de confianza registró un retroceso significativo en febrero, al empeorar todas las partidas que lo componen, que apenas se ha corregido en marzo (véase gráfico 1). El PMI de las manufacturas también disminuyó en ese mes, tras cuatro meses consecutivos de avances, si bien continúa situado claramente por encima del nivel que señala una expansión de la actividad industrial. Por último, el paro registrado en el sector suavizó en febrero su ritmo de caída, mientras que el número de afiliados a la Seguridad Social ha acentuado su ritmo de descenso.

En cuanto a las actividades de servicios, las estadísticas mensuales de empleo han mantenido en los primeros meses del año la mejora que registraron en el cuarto trimestre de 2004. En concreto, el número de afiliados a la Seguridad Social se incrementó en febrero un 4% en tasa interanual, mientras que el número de parados registrados, siguiendo las tendencias de los últimos meses, cayó un 0,6%. Entre los indicadores de opinión, el índice PMI registró un nuevo avance en febrero, confirmando el perfil ascendente exhibido desde el mes de diciembre, mientras que el indicador de confianza se recuperó ligeramente en marzo, cerrando el trimestre en un nivel algo superior al del cuarto trimestre de 2004. Finalmente, el indicador de actividad del sector servicios apuntó una desaceleración de la cifra de negocios en enero.

EMPLEO Y SALARIOS (a)

GRÁFICO 2



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 febrero de 2005.

El empleo ha continuado mostrando elevadas tasas de crecimiento en los meses transcurridos de 2005, si bien la información más reciente, referida a febrero, apunta hacia una estabilización del ritmo de crecimiento. El número de afiliados a la Seguridad Social creció un 2,7% en ese mes, ligeramente por debajo de la tasa alcanzada en enero; cuando se analizan los datos medios mensuales, que muestran menos volatilidad que los datos de fin de mes, se observa que la desaceleración fue algo mayor, al crecer un 3,1%, frente al 3,3% de enero. Los contratos registrados en el INEM, que recogen las entradas al empleo, retrocedieron un 11%, intensificando la caída que habían mostrado en enero (7,6%). Respecto al paro, los datos del INEM mostraron en febrero una ligera moderación en el ritmo de reducción interanual del desempleo, hasta el 2%, desde el 2,2% de enero (véase gráfico 2).

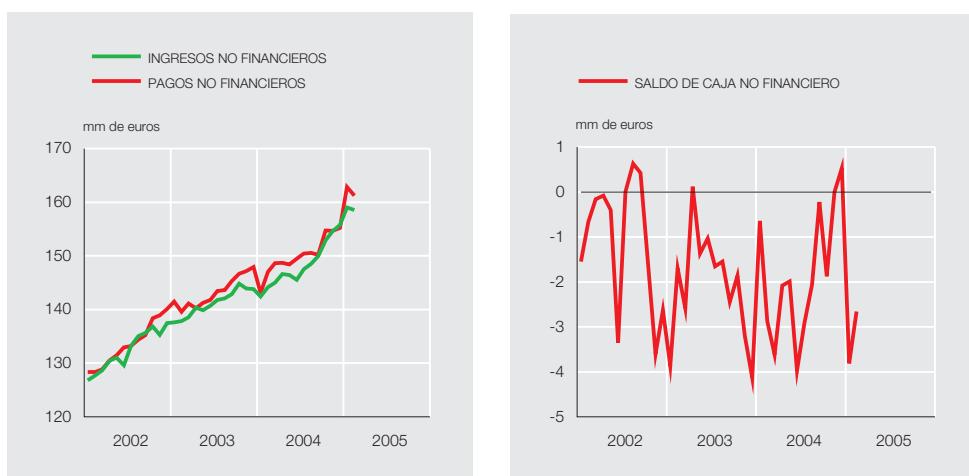
Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo hasta febrero de 2005 un superávit de 8.332 millones de euros (1% del PIB), frente al superávit de 6.841 millones de euros (0,9% del PIB) registrado hasta febrero de 2004. Los ingresos experimentaron un incremento del 9,9% respecto al mismo período del año anterior, mientras que los gastos crecieron a una tasa del 4,9%. Sin embargo, en términos de caja, la ejecución presupuestaria hasta febrero se saldó con un pequeño déficit de 28 millones de euros, frente al superávit de 3.161 millones registrado en los dos primeros meses del año anterior. En este contexto, cabe mencionar que tanto los ingresos como los gastos se desaceleraron en febrero hasta tasas acumuladas del 9,9% y del 27,4%, respectivamente. La diferente evolución de los gastos en términos de caja respecto de la registrada con la metodología de la Contabilidad Nacional se debió a la rúbrica de intereses y, en menor medida, a la de transferencias corrientes. Conviene recordar, en cualquier caso, que las cifras de estos primeros meses del año son muy erráticas y escasamente representativas del comportamiento posterior de las cuentas del Estado.

Precios y costes

Según la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL) del cuarto trimestre de 2004, los costes laborales se aceleraron ligeramente en ese período, al aumentar en 0,2 puntos porcentuales (pp) su tasa de crecimiento interanual, hasta el 2,7%. Esta evolución fue el resultado de movimientos contrapuestos de los costes salariales, en los que se produjo una aceleración de cuatro décimas, hasta el 2,6%, y de los otros costes, que rebajaron su ritmo de avance en esa misma cuantía, al 3%. En el promedio del año, el coste laboral creció un 3% (4,2% en 2003). Los datos más recientes sobre negociación colectiva sitúan el aumento salarial pactado en los convenios registrados hasta

INGRESOS Y PAGOS LÍQUIDOS DEL ESTADO (a). SALDO DE CAJA
Totales móviles de doce meses

GRÁFICO 3



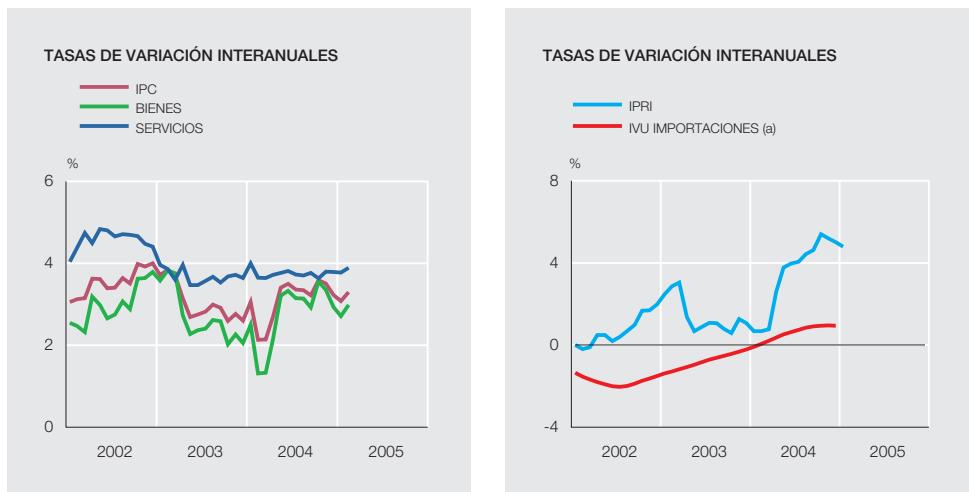
FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y Banco de España.

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.

febrero en el 2,8%, dos décimas por debajo del incremento de 2004 antes de incluir las cláusulas de salvaguarda (3%). La mayor parte de estos convenios son revisados, con un incremento de las tarifas del 2,8%, mientras que los de nueva firma, en los que se pactó una subida del 2,6%, son aún muy poco representativos. Los convenios registrados hasta el mes de febrero afectaron a casi 4 millones de trabajadores, cifra algo mayor que la observada en el mismo mes del año anterior. Por ramas de actividad, los mayores incrementos de tarifas corresponden a la agricultura (3,4%), la industria (3%) y la construcción (3%), mientras que en los servicios el crecimiento es algo menor (2,5%). Por otra parte, con los datos disponibles hasta el momento, el impacto estimado de la activación de las cláusulas de salvaguarda correspondientes al año 2004 es de 0,63 pp.

Entre los indicadores de precios, el índice de precios de consumo (IPC) aumentó tres décimas en febrero y su tasa de crecimiento interanual alcanzó el 3,3%, desde el 3,1% observado en enero (véase gráfico 4). Por su parte, el IPSEBENE aumentó un 2,8%, igual que en el mes anterior. Por componentes, se produjo una fuerte aceleración de los precios de los productos energéticos, hasta el 7,6% (frente al 6% del mes anterior), reflejando las subidas de los carburantes y de los combustibles de calefacción. Los precios de los alimentos no elaborados también se aceleraron, hasta el 3,5%, acusando el encarecimiento de las legumbres y hortalizas, así como el menor descenso de los precios del pescado, en relación con el año anterior. Los precios de los servicios se elevaron un 3,9% interanual en febrero, una décima más que en enero, con subidas en diversas partidas, entre ellas, el transporte por carretera. Por el contrario, los precios de los bienes industriales no energéticos (0,9%) y de los alimentos elaborados (3,8%) moderaron ligeramente sus ritmos de avance.

El IAPC aumentó un 0,2% en febrero, incrementando en dos décimas su tasa de crecimiento interanual, hasta el 3,3%, coincidiendo con la del indicador adelantado publicado por el INE. La inflación en la UEM aumentó dos décimas en febrero, hasta el 2,1%, con lo que el diferencial de inflación con la zona se mantuvo en 1,2 pp, su valor medio en el cuarto trimestre de 2004. El diferencial de crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos se situó en 0,5 pp, el correspondiente a precios de los servicios en 1,4 pp, el de la energía en -0,2 pp y el de los alimentos en 1,8 pp. El indicador adelantado del INE apunta a un nuevo incremento de la tasa interanual del IAPC en marzo, hasta el 3,4%, lo que elevaría el diferencial en una décima.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

En febrero, el IPRI elevó en una décima su ritmo de crecimiento interanual hasta el 4,9%. El peor comportamiento de los precios de la energía, que aumentaron un 11%, reflejando el encarecimiento del petróleo en los mercados internacionales, y la ligera aceleración de los precios de producción de los bienes de equipo (hasta el 1,9%), compensaron la desaceleración del componente de bienes intermedios y la estabilidad en el avance de los precios de fabricación de los bienes de consumo. El índice general sin energía disminuyó tres décimas su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 3,7%. Por otra parte, el índice de precios percibidos por los agricultores registró una nueva aceleración en el mes de diciembre, elevando su tasa de crecimiento interanual hasta el 2,5%.

Finalmente, los precios de las importaciones, aproximados por el índice de valor unitario (IVU), aumentaron un 5% en enero, manteniendo de esta forma las elevadas tasas de crecimiento que registraron en el cuarto trimestre de 2004. Por componentes, los precios energéticos conservaron el perfil de desaceleración que muestran desde octubre, aunque siguen manteniendo altas tasas de crecimiento. Los IVU no energéticos se desaceleraron, aunque crecieron por encima de lo que lo hicieron en la media del último trimestre de 2004. En cuanto a las exportaciones, el índice de valor unitario (IVU) aumentó un 5,1% en enero, claramente por encima de la media del cuarto trimestre (3,2%).

Evolución económica y financiera en la UEM

La evolución financiera internacional se caracterizó por el repunte de los tipos de interés a largo plazo en EEUU y por los aumentos en los precios de las materias primas. Así, desde mediados de febrero, se ha registrado un incremento próximo a los 50 puntos básicos (pb) en la rentabilidad del bono estadounidense a diez años, sin que este aumento fuera acompañado por un movimiento similar en los tipos de interés a largo plazo en la zona del euro ni en Japón. Las declaraciones del presidente de la Reserva Federal en las que cuestionaba la tendencia bajista anterior de los tipos a largo plazo, a pesar del gradual tensionamiento de los tipos oficiales, y la publicación de datos negativos sobre el déficit público y el déficit exterior en Estados Unidos, junto con el recrudecimiento de las presiones inflacionistas en dicho país, podrían explicar esta evolución. También influyeron las declaraciones de algunos bancos centrales sobre la posibilidad de diversificar sus tenencias de reservas, actualmente muy concentradas en dólares. En cualquier caso, esta alza de los tipos de interés es conforme a una corrección ordenada desde niveles de tipos a largo plazo particularmente reducidos. Por su

parte, la Reserva Federal incrementó los tipos de interés oficiales en 25 pb tras la reunión del Comité de Operaciones Monetarias celebrada el 22 de marzo, hasta situar el objetivo de los fondos federales en el 2,75%.

En los mercados financieros emergentes se produjo también una corrección en los precios de los activos respecto a los máximos observados a inicios de marzo, que afectó simultáneamente a bonos, bolsas y tipos de cambio. Esta puede atribuirse, en su mayor parte, a la elevación de los tipos de interés a largo plazo en EEUU, dado que no se ha producido en el período un empeoramiento de los fundamentos de las economías emergentes.

Los mercados de materias primas experimentaron, desde inicios del mes de febrero, incrementos de precios generalizados. La reciente decisión de la OPEP de aumentar su cuota de producción en 500.000 barriles diarios —prácticamente equivalente al 2% de la cuota anterior— no impidió el aumento del precio del petróleo, impulsado por las continuas revisiones al alza de la demanda mundial de crudo. Así, el petróleo tipo Brent aumentó alrededor de un 25%, hasta alcanzar máximos históricos a finales de marzo. Además, este aumento se trasladó en más de un 90% a los precios de los futuros para entrega a más de seis años, que también registraron máximos históricos a finales del mes de marzo.

En *Estados Unidos*, la estimación final del PIB para el cuarto trimestre mostró un crecimiento del 3,8% en tasa trimestral anualizada, sin cambios respecto a la estimación preliminar, por lo que el avance en el conjunto del año se situó en el 4,4%. Por su parte, los indicadores más recientes también mantuvieron un tono positivo, aunque volvieron a acentuarse los desequilibrios fiscal y exterior. Por el lado de la oferta, destacaron el avance de los pedidos de bienes de capital, el aumento de la producción industrial y el buen dato de empleo en febrero. También hay que notar la revisión al alza de la productividad en el cuarto trimestre de 2004, hasta el 2,1% (tasa trimestral anualizada), frente al 0,8% anterior, lo que situó su crecimiento medio en 2004 en el 4,1%. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor de febrero y las revisiones de las cifras de diciembre y enero apuntan a un avance firme del consumo. Las notas de preocupación las aportaron los datos sobre la ejecución presupuestaria en febrero, que mostraron un déficit muy superior al registrado en el mismo mes de 2004, y el incremento en el déficit comercial en enero hasta 58,3 mm de dólares, debido al estancamiento de las exportaciones y el aumento de las importaciones. Por su parte, el aumento del déficit por cuenta corriente en el cuarto trimestre de 2004 situó el déficit para el conjunto del año un 25% por encima del contabilizado en 2003, alcanzando un 5,7% del PIB.

En *Japón*, la revisión de la contabilidad nacional confirmó la ralentización de la actividad en el cuarto trimestre, con un descenso en el crecimiento del PIB hasta el 0,8% interanual, si bien dos décimas más que en la primera estimación, frente al 2,5% del tercer trimestre. Los indicadores más recientes mostraron una evolución algo más positiva, tanto por los indicadores adelantado y coincidente de actividad económica como por los datos sobre gasto de las familias, renta personal y confianza del consumidor. Persisten las presiones deflacionistas, tal y como indica el índice general de precios, que se redujo un -0,3% interanual en febrero, y el nivel de la inflación subyacente, que se situó en el -0,4% en el mismo mes.

En el *Reino Unido*, la estimación final del PIB en el cuarto trimestre dio una tasa de avance del 0,7%, lo que situó el crecimiento en 2004 en un 3,1%, frente al 2,2% del año anterior. Aunque el Banco de Inglaterra decidió que el tipo de interés oficial continuara sin cambios en el 4,75%, en su informe de inflación destacó el repunte en los precios de importación y producción.

En *China* tuvo lugar una aceleración de la producción industrial y de la inversión en los dos primeros meses de este año. Además, el consumo privado acentuó su dinamismo en febrero,

		2004			2005		
		OCT	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (b)	Índice de producción industrial	1,1	0,3	1,0	2,2		
	Comercio al por menor	-0,6	0,5	0,3	-0,6		
	Matriculaciones de turismos nuevos	3,9	4,8	1,9	1,6	-2,2	
	Indicador de confianza de los consumidores	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	-13,0	
	Indicador de clima industrial	-3,0	-3,0	-4,0	-5,0	-7,0	
	IAPC	2,4	2,2	2,4	1,9	2,1	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	5,8	6,0	6,4	6,6	6,4	
	M1	9,0	9,8	8,4	9,3	9,9	
	Crédito a los sectores residentes						
	Total	6,0	6,0	6,0	6,5	6,6	
	AAPP	4,2	3,3	2,3	3,5	3,9	
	Otros sectores residentes	6,5	6,7	7,0	7,3	7,3	
	Del cual:						
	Préstamos a hogares	7,8	7,9	7,8	8,1	8,1	
	Préstamos a sociedades no financieras	5,1	5,2	5,4	5,7	5,7	
	EONIA	2,11	2,09	2,05	2,08	2,06	2,05
	EURIBOR a tres meses	2,15	2,17	2,17	2,15	2,14	2,13
	Rendimiento bonos a diez años	3,98	3,87	3,69	3,63	3,62	3,79
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,15	0,35	0,58	0,63	0,59	0,70
	Tipo de cambio dólar/euro	1,249	1,299	1,341	1,312	1,301	1,328
	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	4,1	7,0	9,9	1,9	4,7	3,7

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

a. Media del mes hasta el día 17 de marzo de 2005.

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.

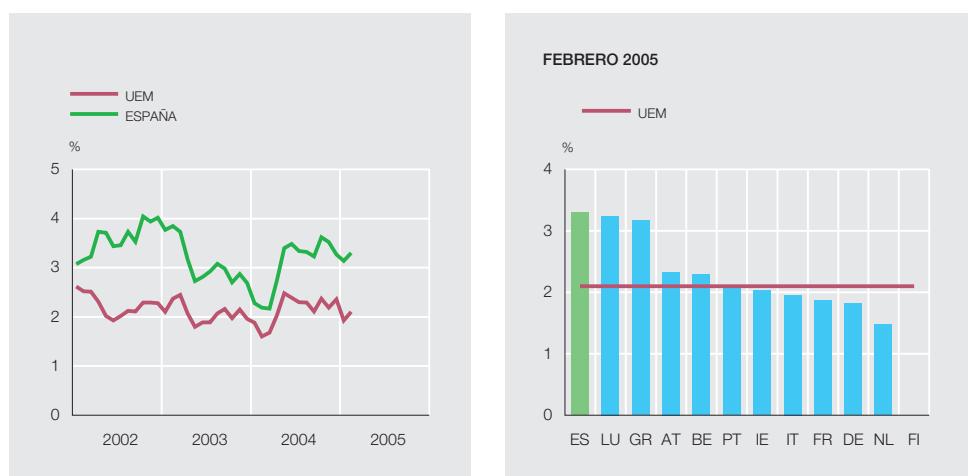
d. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 17 de marzo de 2005.

a tenor de la evolución de las ventas al por menor. Por otro lado, la inflación repuntó hasta el 3,9% interanual en febrero, dos puntos más que en enero, principalmente por el fuerte incremento de los precios de los alimentos. Los datos de aduanas de febrero mostraron una reducción del superávit comercial. En cuanto al *resto de las principales economías del Sudeste asiático*, se publicaron los datos de crecimiento del PIB para el cuarto trimestre del año. Estos reflejaron, en líneas generales, una pequeña disminución en el ritmo de actividad, que, en todo caso, se mantiene robusto, con crecimientos de entre el 5% y el 7% en tasas interanuales, en un contexto de suave descenso del fuerte ritmo de expansión de las exportaciones.

En *América Latina* se publicaron los datos de contabilidad nacional para el cuarto trimestre de 2004 en casi todos los países de la región. Destacó la aceleración de la actividad en Argentina, hasta el 9,1% en tasa interanual, lo que supone el 9% para 2004. Tanto Brasil como México crecieron un 4,9% en tasa interanual, aunque con dos diferencias entre ambos países: para Brasil supuso una desaceleración de la actividad, al contrario que en México; y en Brasil la contribución del sector exterior al crecimiento fue positiva, mientras que fue negativa en México, por primera vez en los últimos diez trimestres. En el conjunto del área, los indicadores del primer trimestre de 2005 señalan una cierta moderación en el ritmo de actividad, aunque se mantienen en tasas elevadas. En relación con los precios, en febrero se registraron ligeras reducciones de la inflación en todos los países, con las excepciones de Brasil y Argentina, con tasas de inflación del 7,4% y del 8,1%, respectivamente. En este contexto, Brasil volvió a elevar los tipos de interés oficiales y Argentina está llevando a cabo operaciones para moderar el

ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5



FUENTE: Eurostat.

crecimiento de la base monetaria. En Argentina concluyó el canje de deuda con una quita efectiva de en torno al 70% y una participación del 76%, por lo que quedan unos 24 mm de dólares de deuda no canjeada.

De acuerdo con la primera estimación provisional de la contabilidad nacional del área del euro correspondiente al cuarto trimestre de 2004, el PIB se incrementó un 0,2% en términos intertrimestrales, la misma tasa que en el trimestre anterior —revisada esta última cifra a la baja desde el 0,3% publicado anteriormente—. Por componentes, el consumo privado aumentó su ritmo de expansión y la variación intertrimestral de la formación bruta de capital fijo se mantuvo en el 0,6%, mientras que el consumo público moderó su crecimiento. Como resultado, la aportación de la demanda interna al PIB, excluyendo las existencias, alcanzó los 0,4 pp, frente a los 0,2 pp del tercer trimestre. En el ámbito externo, se observó una desaceleración mayor de las importaciones que de las exportaciones, con lo que, aunque el sector exterior continuó detrayendo crecimiento del PIB, lo hizo en menor medida que en el trimestre anterior. Finalmente, la aportación de la variación de existencias al producto fue ligeramente negativa, por lo que solo compensó parcialmente la fuerte acumulación del trimestre anterior. Con estos datos, se estima que el PIB de la UEM creció un 1,8% en el año 2004, muy por encima de la tasa registrada un año antes, como resultado de la mejora de la demanda exterior neta y de la formación bruta de capital fijo, ya que el resto de componentes mostraron un ritmo de avance similar.

Los indicadores disponibles apuntan a una tenue mejora del ritmo de expansión de la actividad en los primeros meses de 2005. Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial creció en enero, por segundo mes consecutivo, a un ritmo relativamente elevado, hasta situar la tasa de aumento interanual en el 2,2% (véase cuadro 1). La información procedente de encuestas, más cualitativa, no fue, sin embargo, tan favorable: a lo largo del primer trimestre, los índices de confianza de las encuestas de la Comisión Europea descendieron tanto en la industria como en los servicios, mientras que los procedentes de los directores de compras se mantuvieron estables, en enero y febrero, en el sector manufacturero y disminuyeron ligeramente en el de servicios. Por el lado de la demanda, las ventas minoristas en enero y la matriculación de automóviles en febrero no muestran todavía una tendencia al alza sostenida y los indicadores de confianza de los consumidores y de los minoristas de la Comisión Europea permanecieron relativamente estables en los primeros meses del año.

TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 6



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

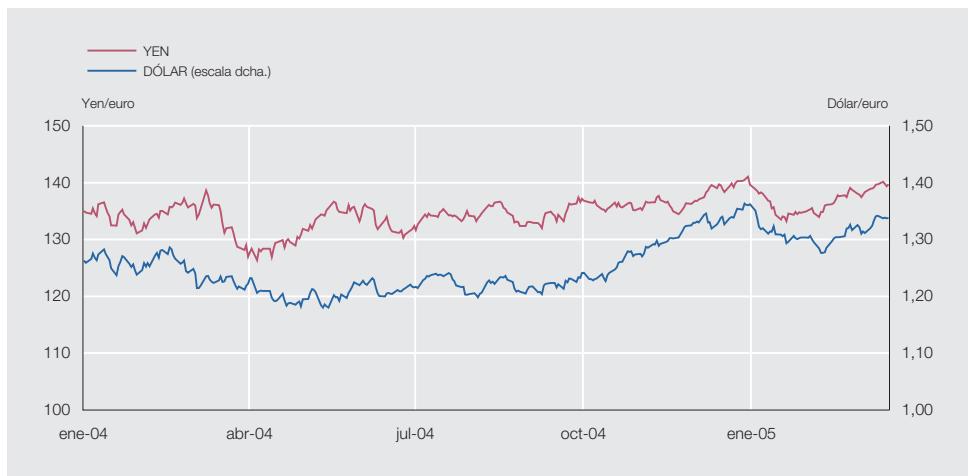
- a. Estimación con datos del mercado de swaps.
b. Estimados con datos del EURIBOR.

En cuanto a la evolución de los precios de consumo, la tasa de variación interanual del IAPC se situó en febrero en el 2,1%, dos décimas por encima de la del mes anterior (véase gráfico 5). Este aumento fue debido al encarecimiento relativo de los alimentos no elaborados y la energía. De hecho, la tasa interanual de crecimiento del índice IPSEBENE —que excluye esos dos componentes— fue del 1,6%, una décima por debajo del mes anterior. Según la estimación provisional de Eurostat, la inflación se habría mantenido en el 2,1% en el mes de marzo. Por su parte, el índice de precios industriales (IPRI) registró en enero una tasa interanual de variación del 3,9%, impulsada, asimismo, por el aumento de los precios de la energía.

En este contexto, caracterizado por un avance moderado de la actividad económica del área y por una evolución de la inflación en línea con la definición de estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del 3 de marzo, mantuvo sin cambios los tipos de interés oficiales. 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

TIPOS DE CAMBIO DEL EURO FREnte AL DÓLAR Y AL YEN

GRÁFICO 7



FUENTES: BCE y Banco de España.

gráfico 6). En febrero y las tres primeras semanas de marzo el mercado interbancario ha mostrado una gran estabilidad, sin apenas reflejar oscilaciones en los tipos. 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 aumentaron de forma moderada durante el período analizado, hasta situarse en torno al 3,8%. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda a diez años también siguió una trayectoria alcista, solo ligeramente más acusada que en la UEM, con lo que el diferencial positivo con la UEM se incrementó en dos décimas, hasta los 0,7 pp.

En los mercados de renta variable europeos, tras la notable mejora registrada en la primera parte de febrero, durante el resto de ese mes y las tres primeras semanas de marzo las cotizaciones mostraron una cierta tendencia a la baja. La revalorización acumulada anual hasta el día 17 de marzo según el índice Dow Jones EURO STOXX se sitúa en el 3,7%. En los mercados de divisas, el euro se apreció desde mediados de marzo tanto frente al dólar como en términos del tipo de cambio efectivo nominal, hasta situarse en torno a los 1,34 dólares por euro a mediados de marzo, nivel muy cercano al máximo alcanzado a finales de 2004.

Finalmente, el agregado M3 registró en febrero una tasa de crecimiento interanual del 6,4%, ligeramente inferior a la del mes precedente. El crédito concedido al sector privado mantuvo el ritmo de aumento interanual observado en enero, que se situó en el 7,3%. Por lo que respecta al desglose sectorial, los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y los préstamos a los hogares (tanto los destinados a adquisición de vivienda como los destinados a financiar la compra de bienes de consumo) mantuvieron también sus tasas de variación.

Evolución financiera en España

Durante el mes de enero, la financiación captada por los hogares y las sociedades continuó creciendo a ritmos elevados, similares a los de diciembre del año pasado, al tiempo que los activos financieros más líquidos del sector privado registraron un avance interanual que se situó en torno a los mismos valores del mes anterior. La información provisional correspondiente a febrero apunta a un mantenimiento de la tasa de expansión de la deuda de las familias y a una cierta aceleración de los recursos ajenos de las empresas y de las tenencias de activos líquidos de ambos sectores.

Las rentabilidades a medio y largo plazo negociadas en los mercados de deuda pública continuaron descendiendo durante las dos primeras semanas de febrero, pero posterior-

TIPOS DE INTERÉS Y MERCADOS FINANCIEROS NACIONALES

CUADRO 2

	TIPOS BANCARIOS (b)	2001		2002		2003		2004		2005	
		DIC	DIC	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR (a)	
HOGARES E ISFLSH											
Crédito a vivienda		...	...	3,46	3,48	3,39	3,43	...	...
Crédito a consumo y otros fines		...	...	6,40	6,29	6,27	6,53	...	...
Depósitos		...	...	1,11	1,16	1,15	1,14	...	...
SOCIEDADES NO FINANCIERAS											
Crédito (c)		...	...	3,75	3,51	3,44	3,49	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,11	2,72	2,19	2,19	2,17	2,15	2,19	2,15		
	Deuda pública a cinco años	4,29	3,59	3,47	3,13	2,98	2,98	3,01	3,09		
	Deuda pública a diez años	4,97	4,43	4,34	3,85	3,64	3,59	3,58	3,74		
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,19	0,06	0,00	0,03	-0,00	-0,00	0,01	-0,00		
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	1,10	1,11	0,32	0,29	0,29	0,29	0,27	0,26		
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	-6,39	-23,10	27,44	13,58	18,70	2,57	4,78	3,23		

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 16 de marzo 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

	FINANCIACIÓN TOTAL	2005		2002		2003		2004	
		ENE (b)	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE	DIC	ENE
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH		1.543,2	9,9	11,8	12,3	12,5	13,0		
Hogares e ISFLSH		1.216,1	14,3	15,8	16,5	16,4	16,6		
De los cuales:		534,7	15,6	18,7	19,5	19,7	20,2		
Crédito para adquisición de vivienda (c)		381,9	16,6	21,3	23,1	23,6	23,9		
Crédito para consumo y otros fines (c)		151,9	13,6	13,2	11,4	11,1	11,8		
Sociedades no financieras		681,4	13,3	13,8	14,2	13,9	13,9		
De los cuales:									
Préstamos de entidades de crédito residentes (c)		487,1	13,1	14,1	17,2	19,0	19,5		
Valores de renta fija		11,4	-16,6	-7,2	-1,9	0,2	1,4		
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (d)		327,1	-0,7	0,7	-1,1	0,1	1,3		
Valores a corto plazo		40,0	0,2	8,3	-3,5	-6,3	1,0		
Valores a largo plazo		292,2	2,2	-1,5	0,5	1,0	0,4		
Créditos – depósitos (e)		-5,1	-8,6	3,7	-3,5	0,2	2,5		

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.

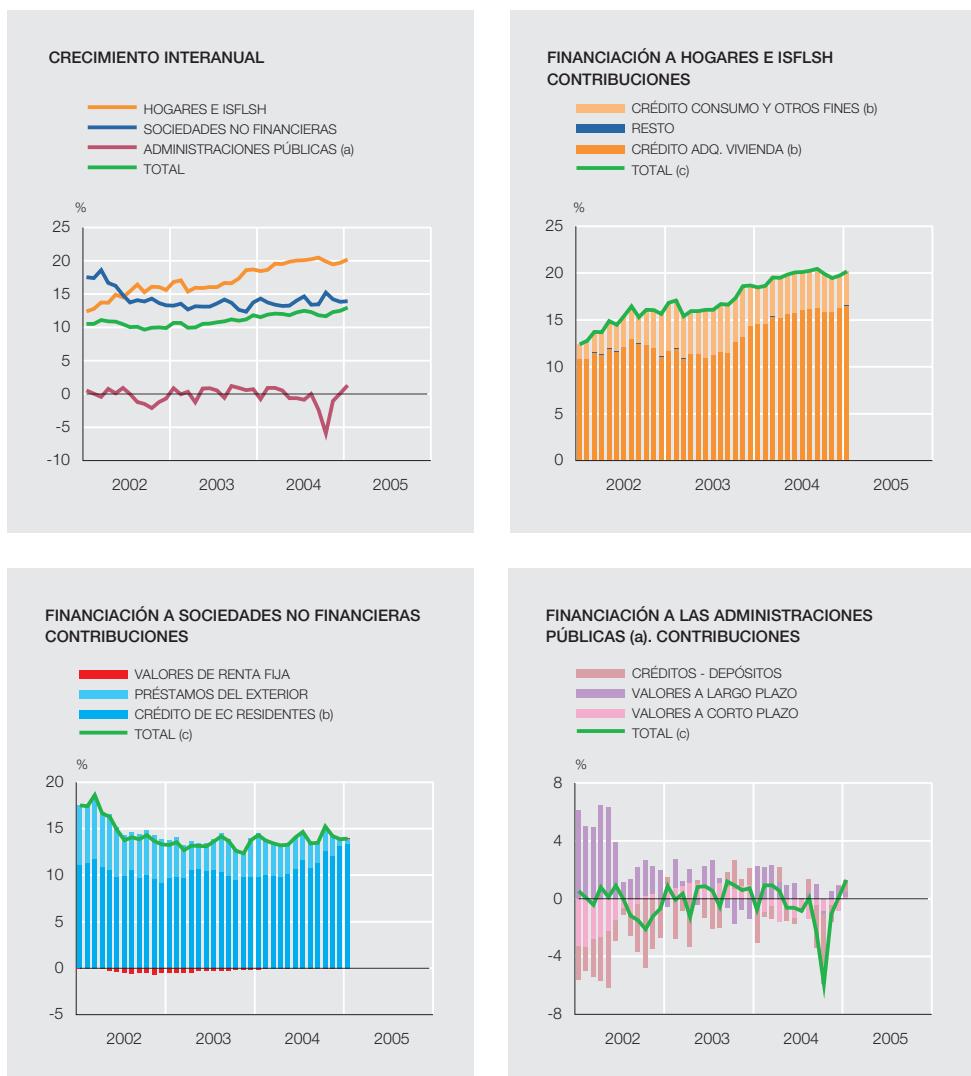
c. Incluye los créditos titulizados.

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

e. Variación interanual del saldo.

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS

GRÁFICO 8



FUENTE: Banco de España.

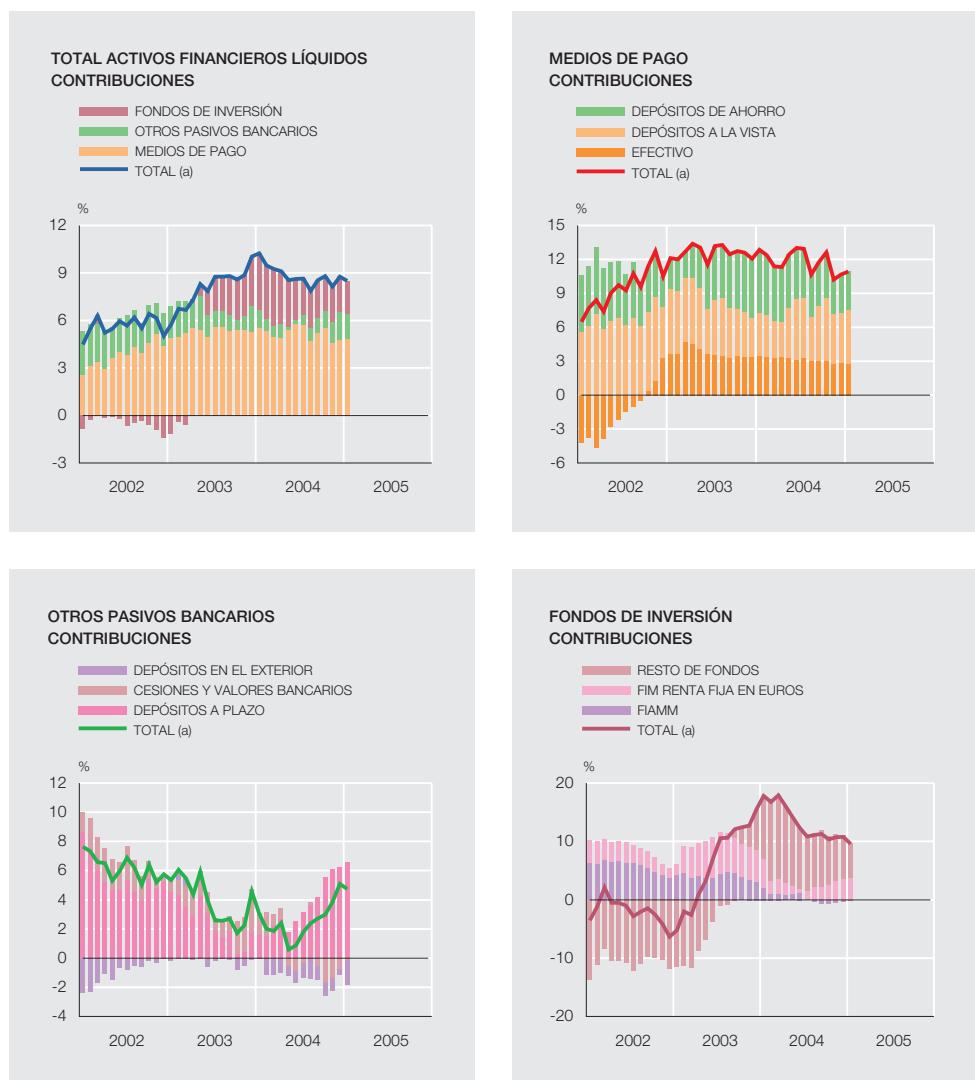
- a. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- b. Incluye los créditos titulizados.
- c. Crecimiento interanual.

mente repuntaron hasta alcanzar los valores más elevados de este año. En cambio, en los tramos cortos de la curva apenas se produjeron modificaciones. De este modo, durante la primera quincena de marzo, las rentabilidades medias de los bonos a diez años se situaban en el 3,74%, lo que representa un incremento de 15 pb en relación con las cifras de enero, mientras que los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses se mantenían en los mismos niveles (véase cuadro 2). La referencia española a diez años tuvo una evolución muy similar a la alemana, por lo que el diferencial entre ambas mostró escasas variaciones. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas permanecieron en torno a los reducidos registros de los últimos meses.

En los mercados bursátiles nacionales las cotizaciones mantuvieron durante febrero el perfil creciente de los últimos meses. Durante la parte transcurrida de marzo se han producido, en cambio, descensos, en un contexto de un nuevo tensionamiento de los precios del petróleo. No obstante, las volatilidades implícitas se han mantenido en los reducidos niveles observa-

**ACTIVOS FINANCIEROS LÍQUIDOS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS,
HOGARES E ISFLSH**

GRÁFICO 9



FUENTE: Banco de España.

a. Crecimiento interanual.

dos en el período reciente. Tras esta evolución, en la fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba desde principios de año una ganancia del 3,2%, comportamiento similar al del EURO STOXX amplio de las bolsas de la UEM, y más favorable que el del S&P 500 de las de EEUU, que presentaba pérdidas en torno al 1,8%.

Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las empresas y a las familias en las operaciones nuevas de activo se incrementaron en enero, mientras que los de pasivo descendieron ligeramente. De este modo, los costes de los préstamos concedidos a los hogares para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines se situaron en el 3,43% y 6,53%, respectivamente, 4 pb y 26 pb por encima de las cifras de diciembre, mientras que la remuneración de sus depósitos disminuyó moderadamente, hasta el 1,14%. Por su parte, el precio de la financiación bancaria a las sociedades no financieras aumentó en 5 pb, hasta alcanzar el 3,49%.

La financiación recibida por el total de los sectores residentes no financieros registró, en enero, un ascenso en su ritmo de expansión interanual de 0,5 pp, evolución que resultó de la

aceleración de los recursos obtenidos por las familias, que aumentaron algo más de un 20% en relación con el mismo mes del año anterior, del mantenimiento de la tasa de avance de la deuda de las empresas, que creció en torno al 14%, y del mayor dinamismo de los fondos destinados a las Administraciones Públicas (véanse cuadro 3 y gráfico 8).

La desagregación por finalidades muestra que, en el caso de los hogares, los préstamos para la adquisición de vivienda y los destinados al consumo y otros fines alcanzaron en enero ritmos de avance interanual cercanos al 24% y al 12%, respectivamente, cifras ligeramente superiores a las observadas en diciembre. Por lo que se refiere a los fondos recibidos por las sociedades no financieras, la ralentización en la financiación procedente del exterior compensó la moderada aceleración en el crédito otorgado por las entidades residentes y en la emisión de valores de renta fija. La información provisional correspondiente al mes de febrero revela un mantenimiento de la tasa de expansión de la deuda de las familias y un aumento de la correspondiente a las empresas.

La financiación recibida por las Administraciones Públicas aumentó, en enero, su tasa de crecimiento interanual hasta situarla por encima del 1%, lo que representa un avance de más de un punto porcentual en relación con el pasado mes de diciembre. Esta evolución resultó de un comportamiento desigual por instrumentos. Así, la emisión neta de valores a corto plazo acumulada durante los últimos doce meses fue positiva por primera vez desde 2003, mientras que los valores a largo plazo mostraron una ligera desaceleración. Por su parte, el saldo neto entre créditos y depósitos se incrementó en relación con el mismo período del año anterior.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares mantuvieron su ritmo de expansión en enero, resultado de una evolución diferenciada por instrumentos (véase gráfico 9). Así, los medios de pago aumentaron su tasa de crecimiento interanual, mientras que lo contrario ocurrió con los otros pasivos bancarios y con los fondos de inversión. Dentro de estos, los FIM de renta fija y los FIAMM incrementaron, de nuevo, su avance interanual, comportamiento que contrasta con la ralentización del resto de los FIM. La información provisional referente a los activos financieros más líquidos del sector privado en febrero apunta a una aceleración de los principales agregados.

31.3.2005.