

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Evolución reciente de la economía española

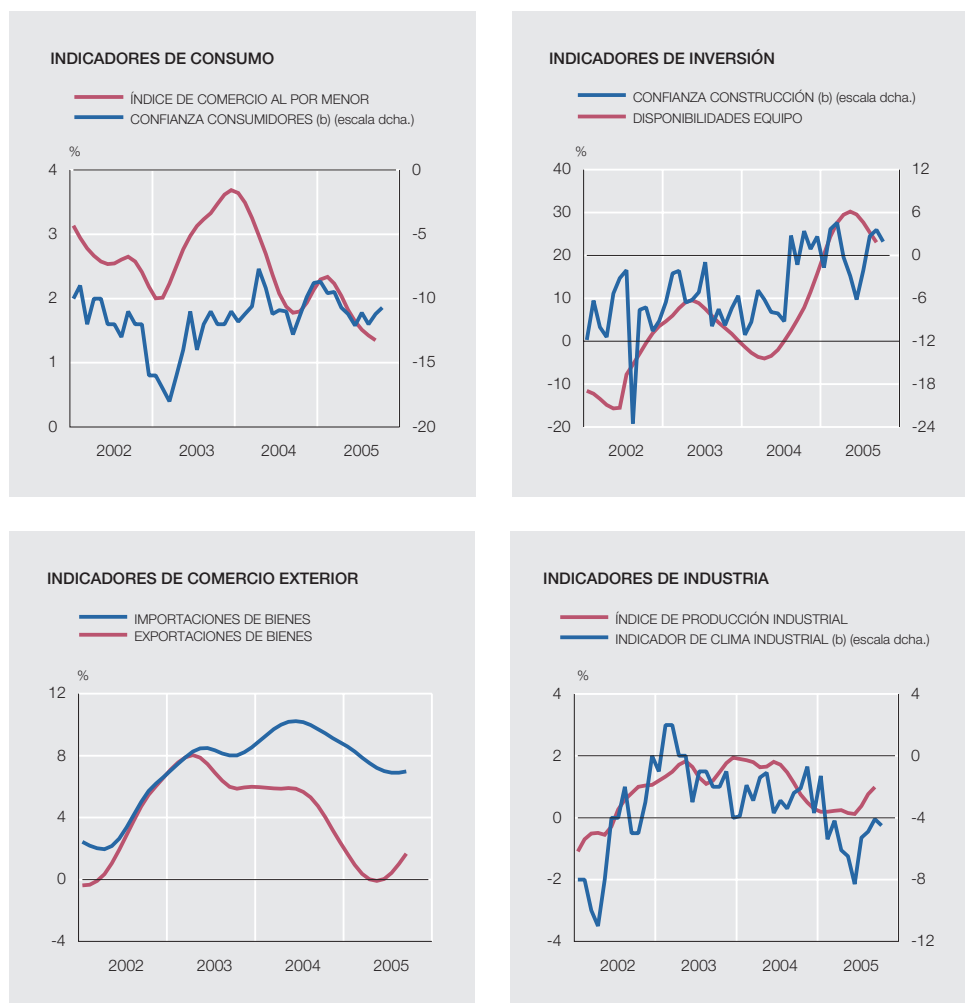
Evolución del sector real de la economía española

Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral, el PIB español registró una ligera aceleración en el tercer trimestre del año, hasta el 3,5%, en tasa interanual, una décima más de lo observado en el período anterior. De esta forma, se prolonga el perfil de mayor dinamismo que ha venido mostrando la actividad en los últimos cuatro trimestres. La tasa de crecimiento intertrimestral fue del 0,8%. A diferencia del pasado reciente, esta mayor expansión se basó en un comportamiento algo menos negativo del saldo exterior, cuya contribución al crecimiento mejoró en dos décimas, mientras que la aportación de la demanda nacional fue ligeramente inferior a la del segundo trimestre. El consumo privado y la inversión en bienes de equipo se ralentizaron, aunque siguieron avanzando a tasas elevadas (4,4% y 8,8%, respectivamente); en cambio, la inversión en construcción mostró un mayor dinamismo en el tercer trimestre (6,3%). Por el lado del sector exterior, se observó una aceleración de las exportaciones y un menor empuje de las importaciones, si bien las tasas de crecimiento de estos dos agregados (1,3% y 7,7%, respectivamente) continúan presentando una diferencia muy apreciable. Todas las ramas de la economía mostraron una mayor expansión en el tercer trimestre, con la única excepción de los servicios, cuyo ritmo de avance se estabilizó. Por último, el empleo mantuvo una tasa interanual del 3,2%, de forma que la productividad aparente del trabajo se aceleró una décima, hasta el 0,3%.

La información coyuntural más reciente no sugiere, en general, cambios sustanciales en el comportamiento del consumo privado. Las encuestas de opinión dirigidas tanto a los empresarios del sector de comercio minorista como a los consumidores muestran que en octubre el nivel de confianza de estos colectivos fue similar al de los meses anteriores (véase gráfico 1). Esta estabilidad podría prolongarse en los próximos meses, si se confirma la percepción de los consumidores sobre la evolución económica futura. Entre los indicadores relativos al consumo duradero, las matriculaciones de automóviles, que registraron un fuerte descenso en el mes de octubre (-9% en tasa interanual), ofrecen signos de pérdida de dinamismo. Aunque este dato se encuentra condicionado por los efectos de la huelga de transportistas que tuvo lugar ese mes, la tendencia hacia la desaceleración en las ventas de automóviles ya se observaba en meses previos.

Los indicadores más adelantados de bienes de equipo apuntan un mantenimiento de la suave tendencia a la moderación, que ya experimentaron en los meses de verano. El indicador de clima industrial del sector productor de este tipo de bienes registró en octubre un apreciable empeoramiento con respecto a su valor medio entre julio y septiembre, muy condicionado por el deterioro de la cartera de pedidos. Por otro lado, la utilización de la capacidad productiva estimada para el cuarto trimestre del año se sitúa en el 80,1%, según la Comisión Europea, valor que resulta elevado respecto a su promedio histórico, pero que es inferior en medio punto al que se observó en el tercer trimestre; paralelamente, el número de empresarios que consideran excesiva su capacidad instalada ha aumentado.

Apenas hay información sobre la inversión en construcción referida al cuarto trimestre. Algunos indicadores que mantienen una relación contemporánea con la actividad constructora —como el consumo de cemento o el número de parados registrados— sugieren una menor pujanza de este sector en octubre. Sin embargo, con datos relativos también al mes de octubre, el número de afiliados a la Seguridad Social en la construcción ha crecido a un ritmo más intenso que en el tercer trimestre —una vez corregido del efecto de la regularización de inmigrantes— y el indicador de clima de la construcción ha mejorado también. Por su parte, los



FUENTES: Comisión Europea, INE, Departamento de Aduanas y Banco de España.

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

indicadores de carácter adelantado, cuya información alcanza al mes de agosto, proyectan una desaceleración del sector. Así, la superficie a construir según los visados de obra nueva para viviendas exhibe un crecimiento acumulado en los ocho primeros meses del 2,3%, por debajo del 10% que se observó en 2004. Asimismo, la licitación en obra civil presenta una expansión muy inferior a la que tuvo el año anterior. No obstante, los visados de obra nueva para la edificación no residencial han crecido intensamente, tras la contracción que experimentaron en 2004.

Los datos de comercio exterior de septiembre mostraron una mejora relativa del saldo, en términos reales, pues la tasa interanual de las exportaciones de bienes se incrementó del 5,2%, en agosto, al 5,9%, mientras que las importaciones pasaron del 13,1% al 7,6%. El impulso de las ventas al exterior tuvo un carácter generalizado en cuanto a su destino geográfico. Este comportamiento favorable podría tener continuidad en los próximos meses, dada la mejora de expectativas de los exportadores en el tercer trimestre de 2005. A la pérdida de dinamismo de las importaciones contribuyeron, en mayor medida, las menores compras de bienes de equipo y de energía. Las importaciones de bienes de consumo aumentaron un 9%, y las de bienes intermedios no energéticos, único componente que mantuvo su ritmo de crecimiento en septiembre, un 4%. Dada la mejora de la relación real de intercambio, el ritmo de aumento del

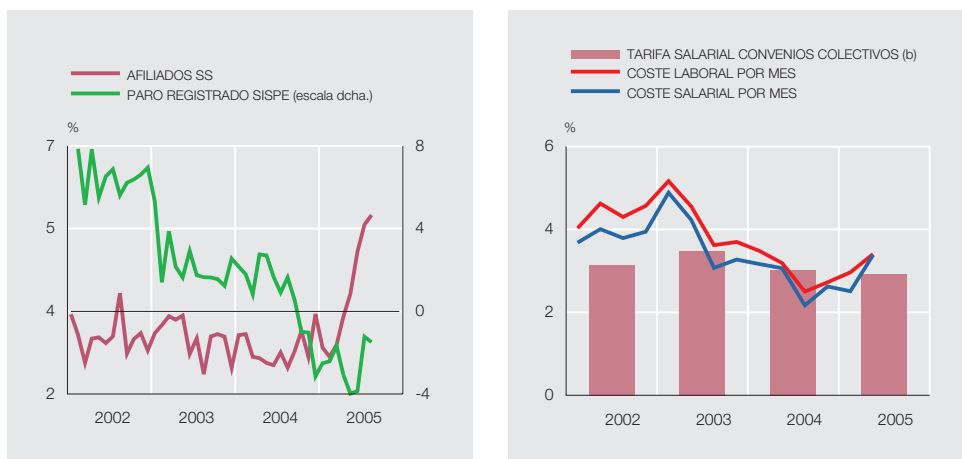
déficit comercial se aminoró en septiembre, respecto al observado en agosto (13%, frente a 34%), con lo que el déficit acumulado en los nueve primeros meses del año registra un incremento algo por encima del 30% respecto al mismo período del año anterior. La nueva información referida al turismo confirma la recuperación detectada a partir del segundo trimestre de este año. Las pernoctaciones de extranjeros finalizaron el tercer trimestre marcando un perfil de aceleración, mientras que los ingresos por turismo mantuvieron un tono favorable en el mes de agosto. Por su parte, los turistas extranjeros entrados por fronteras registraron una cierta desaceleración en el mes de octubre, tras crecer a ritmos elevados en verano.

El saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital en los ocho primeros meses del año acumuló un déficit de 37.377 millones de euros, casi el doble del registrado en el mismo período de 2004. El déficit de la balanza por cuenta corriente se incrementó un 70%, como consecuencia del empeoramiento de la balanza comercial, que se situó en 44.680 millones, y de la reducción del superávit de la balanza de servicios, hasta los 14.466 millones. Esta última se vio afectada por la contracción del saldo positivo de la balanza de turismo y viajes, que no pudo ser compensada por la favorable evolución de los otros servicios. Finalmente, la balanza de capital alcanzó un superávit de 5.182 millones, un 11% menos que en 2004, debido a la disminución de los ingresos por transferencias de la UE.

A lo largo de 2005 la actividad en la industria se ha caracterizado por un escaso dinamismo, aunque se apunta una ligera mejora en los meses finales del año. El índice de producción industrial (IPI) experimentó una moderada tasa de crecimiento interanual en el mes de septiembre (0,5%, corregida de efectos de calendario), que, al margen del anómalo crecimiento observado en agosto, supera los registros de meses previos. Este impulso vino propiciado por la fabricación de bienes de equipo e intermedios, mientras que la producción de bienes de consumo (incluyendo automóviles) siguió disminuyendo. Los índices de cifra de negocios, en términos reales, tuvieron un comportamiento similar al del IPI, en septiembre, mientras que los índices de entradas de pedidos prolongaron el perfil expansivo que venían mostrando, en particular el de bienes de equipo. Los indicadores de opinión, en cambio, mostraron una mayor estabilidad: el indicador de confianza de la industria retrocedió un punto en octubre, manteniéndose en los registros de los últimos meses, mientras que el índice de gestores de compras (PMI) presentó en octubre un valor similar al de septiembre, frenando el anterior proceso de mejora. Los indicadores de empleo en la industria —afiliados y número de parados—, por su parte, han empeorado en octubre.

La información coyuntural relativa a la rama de servicios de mercado señala que, tras un tercer trimestre en el que la actividad siguió creciendo a un ritmo elevado, el inicio del trimestre final del año señala una ligera pérdida de dinamismo de esta actividad. Los indicadores de opinión —índice de gestores de compras (PMI) e indicador de confianza— presentaron en octubre resultados con un ligero tono negativo. En cuanto a los indicadores del mercado de trabajo, disponibles también hasta el mes de octubre, el número de afiliados a la Seguridad Social aumentó a una tasa similar a la observada en el tercer trimestre, mientras que el número de parados se redujo a un ritmo inferior.

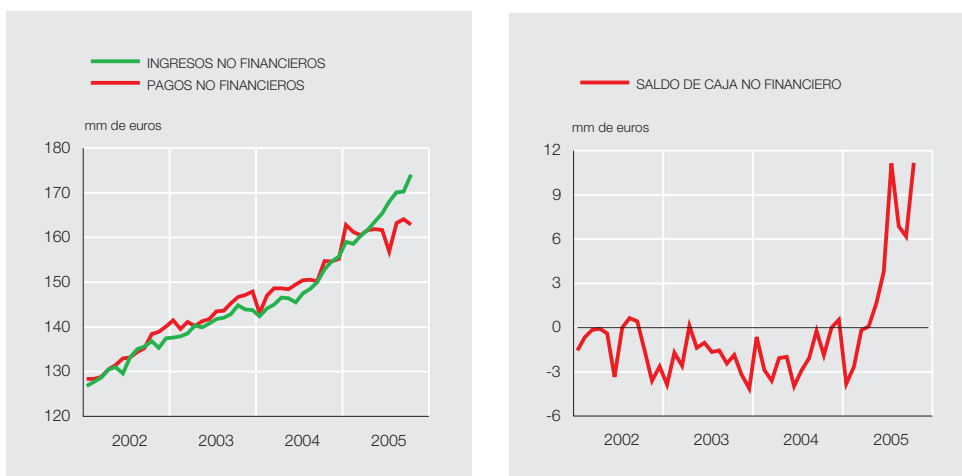
Tras la fortaleza mantenida por el empleo en el tercer trimestre, como ilustran los datos de la EPA que se analizan en otro artículo de este Boletín, los indicadores referidos al mes de octubre muestran un dinamismo ligeramente inferior al de septiembre. Así, los afiliados a la Seguridad Social aumentaron un 5,4% en tasa interanual, una décima menos que el mes anterior, aunque todavía por encima de la tasa del conjunto del tercer trimestre (5,3%) (véase gráfico 2). Descontando los efectos derivados del proceso de regularización de inmigrantes, la desaceleración del número de afiliados en octubre fue de dos décimas, hasta el 2,6%. En cuanto



FUENTES: INE y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

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

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

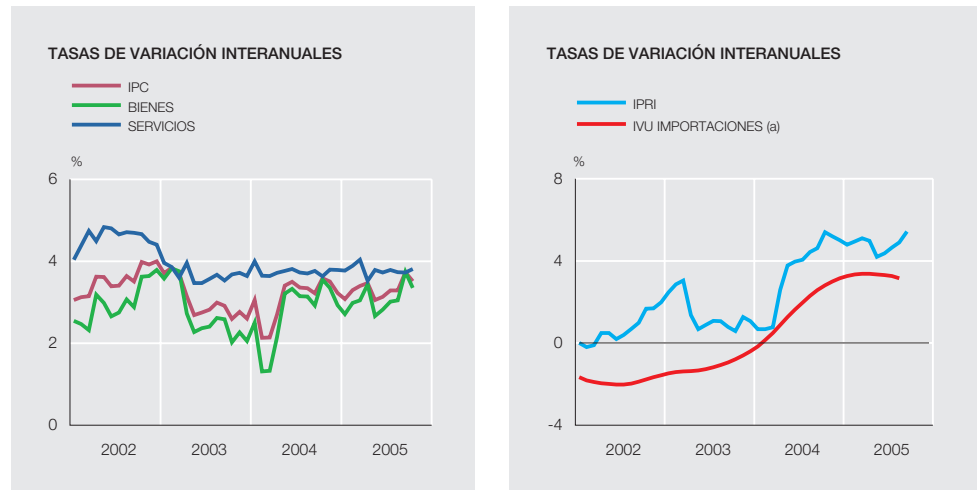


FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y Banco de España.

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

al desempleo, el paro registrado aumentó en 40.000 personas con respecto a septiembre, cifra que es inferior a la variación histórica, aunque supera a la registrada en 2004, por lo que el ritmo de reducción del paro se ralentizó en siete décimas, hasta el -1,1%.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado obtuvo hasta octubre un superávit de 20.015 millones de euros (2,2% del PIB), frente al superávit de 7.811 millones de euros (0,9% del PIB) registrado en los diez primeros meses de 2004. En términos de caja, la ejecución presupuestaria hasta octubre de 2005 se saldó con un superávit de 14.221 millones de euros, frente al superávit de 3.109 millones del mismo período del año anterior (véase gráfico 3). Siguiendo con la ejecución en términos de caja, los ingresos mantuvieron la tónica de elevado crecimiento mostrada a lo largo del año, con una tasa acumulada del 15,7%, como consecuencia del dinamismo de los impuestos directos y, en menor medida, del IVA, en tanto



FUENTES: INE y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

que los ingresos no impositivos crecieron muy débilmente. Los pagos se desaceleraron hasta una tasa del 4,6%, frente al 7,8% acumulado hasta el mes anterior, debido, sobre todo, al efecto de la transferencia de 2.500 millones de euros que tuvo lugar en octubre de 2004 para la cancelación de la deuda pendiente con la Comunidad Autónoma de Andalucía. También disminuyeron notablemente los pagos por intereses, cuya evolución está determinada por el calendario de vencimientos de la deuda pública.

Precios y costes

Según los datos de la CNTR, en el tercer trimestre los costes laborales unitarios mantuvieron un crecimiento interanual del 2,4%, similar al del trimestre anterior, puesto que la remuneración por asalariado siguió aumentando a un ritmo del 2,6%. El deflactor del PIB, sin embargo, se aceleró de nuevo, hasta el 4,4%. Entre los indicadores salariales, el aumento pactado en la negociación colectiva hasta el mes de octubre fue del 2,92%, ligeramente por debajo del valor observado en el año 2004 antes de incluir el efecto de las cláusulas de salvaguardia (3,02%). Los trabajadores afectados por estos acuerdos son ya 7.319.000 asalariados (un 94% de los que firmaron convenio en 2004). Por ramas de actividad, los mayores incrementos corresponden a la agricultura (3,4%), seguida de la industria (3%), la construcción (2,9%) y, finalmente, los servicios (2,8%). Según se desprende de los convenios de nueva firma, hasta el momento no parece que haya habido una traslación de las mayores tasas de inflación a los incrementos negociados en convenio, que presentan un aumento medio del 3,08% (frente al 3,27% estimado hasta agosto); en contraposición, más de tres cuartas partes de los convenios incorporan cláusula de salvaguardia.

Los precios de consumo aumentaron un 0,8% en octubre respecto al mes anterior, con lo que la tasa interanual se redujo 2 décimas, hasta el 3,5% (véase gráfico 4). Este recorte fue debido, exclusivamente, a la moderación de los precios de los productos energéticos [que disminuyeron 3,8 puntos porcentuales (pp)], mientras que el índice IPSEBENE, que excluye los precios de los alimentos no elaborados y de la energía, se aceleró en una décima, situando su crecimiento interanual en el 2,6%. Dentro del IPSEBENE, las tasas de los principales componentes se incrementaron, en octubre, en una décima en los casos de los alimentos elaborados y de los servicios —hasta 2,9% y 3,8%, respectivamente—, y en dos décimas en el de los bienes industriales no energéticos —hasta el 1,1%—. De la misma forma, el IAPC se desaceleró tres décimas en octubre, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 3,5% (0,8% en tasa inter-

mensual). Con este dato, el diferencial de inflación con la UEM se redujo a 1 pp, frente a 1,2 puntos en septiembre.

Los precios de producción se han visto afectados por la evolución del precio del petróleo. El índice de precios industriales (IPRI) del mes de octubre moderó su tasa de variación, situándola en el 4,9% interanual, desde el 5,4% de septiembre, debido, en parte, al comportamiento del componente energético, que redujo su ritmo de avance en cerca de 3 pp, hasta el 15,2%. Entre los componentes no energéticos, los precios de bienes intermedios se moderaron (3%), así como los de bienes de equipo (1,8%), mientras que los precios de producción de los bienes de consumo se aceleraron significativamente, hasta el 3% interanual.

Los precios del comercio exterior tendieron a ralentizar su avance en el mes de septiembre, tanto en la vertiente exportadora como en la importadora. Los índices de valor unitario (IVU) de exportación se desaceleraron en siete décimas, hasta el 5,4% de crecimiento interanual, debido al menor crecimiento de los IVU energéticos. El ritmo de expansión de los precios de las importaciones cayó más acusadamente, 1,8 pp, hasta el 4,3%, debido a la desaceleración de los precios de los bienes no energéticos, que recortaron su tasa hasta el 0,7%; los IVU de importación de la energía se aceleraron hasta el 28,9%. Los precios de los bienes de consumo se redujeron en un 0,6% debido al abaratamiento del componente alimenticio (-3,3%), mientras que para el resto de bienes de consumo los precios aumentaron un 0,2%. Finalmente, los bienes de equipo se encarecieron un 4,2% y disminuyó el ritmo de crecimiento de los precios de los bienes intermedios no energéticos hasta el 0,7%.

Evolución económica y financiera en la UEM

Durante el último mes continuó la apreciación generalizada del dólar, hasta alcanzar niveles de 1,17 dólares por euro y 119,2 yenes por dólar en la tercera semana de noviembre. Esta apreciación adicional (del 2,8% contra el euro y del 2,4% contra el yen en las tres primeras semanas de noviembre y de alrededor del 14% en ambos casos desde inicios de año) se sustenta en las fuertes compras de activos financieros estadounidenses por el sector privado no residente (un 40% más en los primeros nueve meses de 2005 que en el mismo período de 2004) y en las importantes repatriaciones de beneficios de las empresas americanas, animadas por los incentivos fiscales aprobados por el Congreso de ese país. En las entradas de flujos de capital privado han influido las perspectivas de crecimiento de EEUU y el favorable diferencial de tipos a corto y a largo plazo.

Por lo que se refiere a los mercados internacionales, los tipos de interés a largo plazo estadounidenses se estabilizaron en torno al 4,5%, mientras que los diferenciales de los bonos empresariales de peor calificación crediticia en EEUU mantuvieron la tendencia al alza —aunque muy moderada— de meses anteriores. Los principales índices bursátiles registraron ganancias y, en algunos casos, se situaron cercanos a los máximos del año. Las subidas fueron particularmente acusadas en Japón. Por su parte, los mercados emergentes, tras la corrección a la baja experimentada en octubre, volvieron a mantener un buen comportamiento, tanto en bonos como en bolsa. Así, algunos de los diferenciales soberanos volvieron a situarse en niveles próximos a los mínimos del año, mientras que las bolsas alcanzaban nuevos máximos. Los tipos de cambio tendieron a apreciarse frente al dólar en Latinoamérica y Asia, mientras que se depreciaron moderadamente frente al euro en algunos de los nuevos miembros de la UE.

El precio del petróleo continuó su tendencia descendente durante el mes de noviembre, desde las cotizaciones máximas históricas de inicios de septiembre. Así, el Brent cotizaba a 55 dólares por barril en la tercera semana de noviembre, un 15% por debajo de su precio a inicios de octubre. A esta disminución del precio contribuyeron las temperaturas inusualmente suaves en EEUU y la revisión a la baja de las previsiones de demanda mundial de crudo para

el resto de 2005 y 2006. Por su parte, los contratos a futuro de largo plazo (para entrega a seis años) también experimentaron una reducción de precio, lo que los situó alrededor de los 53 dólares por barril.

En Estados Unidos se produjo una aceleración del crecimiento del PIB en el tercer trimestre, del 3,3% al 3,8% trimestral anualizado (la tasa interanual permaneció en el 3,6%). En esta ocasión la composición del crecimiento fue algo más desequilibrada que en el segundo trimestre, pues la demanda interna recobró vigor (creció un 3,5% trimestral anualizado, frente a 2,1% anterior) y la demanda externa redujo notablemente su aportación. Los indicadores más recientes apuntan hacia el mantenimiento del dinamismo de la actividad, tras el bache de septiembre, como consecuencia del huracán Katrina. Estos indicadores fueron particularmente favorables por el lado de la oferta, pues la producción industrial creció un 0,9% mensual en octubre, frente a una caída del 1,5% en septiembre, el indicador adelantado de actividad aumentó un 0,9% mensual (respecto a una caída del 0,8% en septiembre) y el ISM de servicios se recuperó a los niveles anteriores al Katrina. Por el lado de la demanda, los indicadores del sentimiento del consumidor en octubre y noviembre siguen en niveles inferiores a los del verano, aunque recuperándose. También la creación de empleo en octubre fue menor de lo esperado y, además, se revisó a la baja la cifra de septiembre. A pesar de ello, la tasa de paro se redujo una décima en octubre, hasta el 5%. Por su lado, los indicadores de precios del mes de octubre se desaceleraron gracias a la moderación de los precios energéticos. Así, la tasa de inflación medida por el IPC se redujo tres décimas en términos interanuales, hasta el 4,4%, al tiempo que la tasa subyacente aumentó una décima, hasta el 2,1%; los precios de producción también se moderaron en octubre, del 6,7% al 5,9% en términos interanuales. En este contexto, la Reserva Federal volvió a aumentar los tipos de interés un cuarto de punto, hasta alcanzar el 4%. Se produjo un nuevo deterioro del déficit comercial en el mes de septiembre (de 59.000 a 66.000 millones de dólares), aunque explicado fundamentalmente por el aumento de los precios del petróleo. A su vez, la productividad repuntó fuertemente en el tercer trimestre, hasta el 3,9% trimestral anualizado, frente al 2,4% del segundo.

En Japón, el PIB real mantuvo un dinamismo notable en el tercer trimestre, al crecer un 3% interanual, frente al 2,2% del segundo trimestre (1,7% y 3,3%, respectivamente, en tasa trimestral anualizada). Este vigor se fundamentó en la positiva evolución del consumo privado y de la inversión, especialmente en maquinaria. Los indicadores más recientes señalan un ímpetu algo menor en el final del tercer trimestre. Así, por el lado de la oferta, en septiembre empeoró la evolución de la producción industrial, los índices sintéticos de actividad y los pedidos de maquinaria. Por el lado de la demanda, en el mismo mes se ralentizaron considerablemente las ventas al por menor y la renta de las familias, aunque su gasto experimentó una evolución positiva por primera vez desde enero de 2005 y, ya en octubre, la confianza del consumidor mejoró. También el mercado de trabajo tuvo un comportamiento muy positivo: el empleo creció un 1,1% interanual en septiembre, la tasa de paro se redujo una décima, hasta el 4,2%, y aumentó la remuneración de los asalariados. Por su parte, el superávit corriente se amplió en septiembre gracias a la mayor desaceleración de las importaciones que de las exportaciones. Por último, a pesar del repunte de los precios al por mayor en octubre, las presiones deflacionistas en los precios de consumo continuaron en octubre con una tasa del -0,7% interanual para el índice total y del 0% excluidos los alimentos. Aunque el Banco de Japón había hecho declaraciones sobre la posibilidad de introducir cambios en su política monetaria en vistas a una esperada reducción de las presiones deflacionistas, no efectuó ninguna modificación en dicha política el mes de noviembre.

En el Reino Unido, el PIB creció un 1,7% interanual en el tercer trimestre respecto al 1,5% del trimestre previo (la tasa trimestral anualizada se redujo cuatro décimas, hasta el 1,6%), impulsado por el

alza en el consumo privado (1,6% interanual) y en la inversión (2,8% interanual). Los indicadores recientes son relativamente favorables, pues la producción industrial moderó su caída en septiembre (-1,1%, frente a -1,5% en agosto) y las ventas al por menor crecieron un 1,5% en octubre, frente a 0,7% de septiembre. El mercado laboral mantuvo un fuerte dinamismo, que se tradujo en un mantenimiento de la tasa de paro en niveles muy reducidos, del 2,8% en octubre. La tasa de inflación medida por el IPC armonizado se desaceleró del 2,5% al 2,3% en octubre, gracias a la moderación del precio del petróleo, mientras que los precios de la vivienda, que se venían desacelerando en los meses anteriores, aumentaron ligeramente su tasa de crecimiento en octubre frente a septiembre.

En China, el PIB creció un 9,4% interanual en el tercer trimestre (9,5% en el segundo). Los indicadores recientes, de producción industrial y de ventas al por menor, apuntan a un mantenimiento del dinamismo económico. Las exportaciones repuntaron de nuevo en octubre, alcanzando una tasa de crecimiento interanual del 29,6%, mientras que se mantuvo la tasa de crecimiento de las importaciones en un 23,4%, lo que ha permitido alcanzar un superávit comercial de 80.000 millones de dólares en los diez primeros meses del año. El superávit por cuenta corriente del primer semestre se situó en 67.000 millones de dólares (equivalente a 8,1% del PIB de dicho semestre). Por su parte, la tasa de inflación de los precios de consumo se incrementó tres décimas en octubre, hasta el 1,2% interanual, al compás del encarecimiento de los alimentos. La reducción de los precios de los hidrocarburos contribuyó a la desaceleración de los precios de producción, hasta el 4% interanual (4,5% en septiembre).

En América Latina, los datos de contabilidad nacional publicados del tercer trimestre mostraron la firmeza de la actividad. En México, el PIB se aceleró ligeramente, hasta el 3,3% interanual; en Chile se desaceleró notablemente (1,6 puntos), hasta el 5,2%; en Perú se mantuvo en una tasa interanual similar a la del trimestre previo (5,8%), y en Venezuela creció un 9,8%, 1,3 puntos menos que en el segundo trimestre, al tiempo que se revisó al alza su calificación soberana. Los datos de sector exterior y de las cuentas públicas siguieron siendo positivos en general, mientras que las últimas cifras de inflación mostraron aumentos en Brasil, Colombia, Chile y, en especial, Argentina, mientras que en México se redujo hasta situarse en el 3,1% interanual en octubre, lo que constituye un mínimo de las últimas tres décadas.

De acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, en el tercer trimestre de 2005 el PIB del área del euro se incrementó un 0,6% en relación con los tres meses previos. Esta tasa es claramente superior a las registradas desde mediados del año pasado y ha supuesto un avance de cuatro décimas en el ritmo de expansión interanual, que se ha situado en el 1,5%. Aunque aún no se dispone del desglose de este crecimiento por componentes de la demanda para el conjunto de la UEM, los detalles disponibles para algunos países apuntan a que el mayor dinamismo del producto podría ser el resultado de la fortaleza de la formación bruta de capital fijo y de las exportaciones.

La información aparecida más recientemente es coherente con el mantenimiento de un crecimiento sostenido de la actividad económica en el tramo final del año, aunque con algunas dudas sobre su intensidad. Así, en la vertiente de la oferta, la producción industrial de la UEM cayó un 0,4% en el mes de septiembre, frente al crecimiento del 0,8% registrado en agosto, con lo que se desaceleró su ritmo de variación interanual (véase cuadro 1). No obstante, el indicador de confianza industrial elaborado por la Comisión Europea mostró en octubre un avance adicional, mientras que el índice de la encuesta de directores de compras de la industria manufacturera alcanzó, en ese mismo mes, el valor máximo desde septiembre del año anterior. A su vez, los indicadores de opinión del sector servicios experimentaron también una tendencia alcista en octubre. Por el lado de la demanda, siguen sin aparecer señales concluyentes que respalden un fortalecimiento del consumo, pues, aunque los últimos datos de con-

		2005					
		JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (b)	Índice de producción industrial	0,6	0,6	2,7	1,0		
	Comercio al por menor	0,4	-0,3	1,3	0,9		
	Matriculaciones de turismos nuevos	6,1	3,0	7,4	4,5	0,1	
	Indicador de confianza de los consumidores	-15,0	-15,0	-15,0	-14,0	-13,0	
	Indicador de clima industrial	-10,0	-8,0	-8,0	-7,0	-6,0	
	IAPC	2,1	2,2	2,2	2,6	2,5	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	7,6	7,9	8,2	8,5		
	M1	10,9	11,1	11,6	11,2		
	Crédito a los sectores residentes	6,6	6,8	7,0	7,3		
	<i>AAPP</i>	1,2	1,2	1,1	1,3		
	<i>Otros sectores residentes</i>	8,1	8,3	8,6	8,9		
	<i>De los cuales:</i>						
	– <i>Préstamos a hogares</i>	8,4	8,5	8,6	8,6		
	– <i>Préstamos a sociedades no financieras</i>	6,3	6,8	6,6	7,0		
	EONIA	2,06	2,07	2,06	2,09	2,07	2,07
	EURIBOR a tres meses	2,11	2,12	2,13	2,14	2,20	2,32
	Rendimiento bonos a diez años	3,25	3,32	3,32	3,16	3,32	3,55
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,78	0,88	1,00	1,07	1,18	1,09
	Tipo de cambio dólar/euro	1,216	1,204	1,229	1,226	1,201	1,180
	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	8,9	13,6	12,4	17,7	13,9	18,3

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

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

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

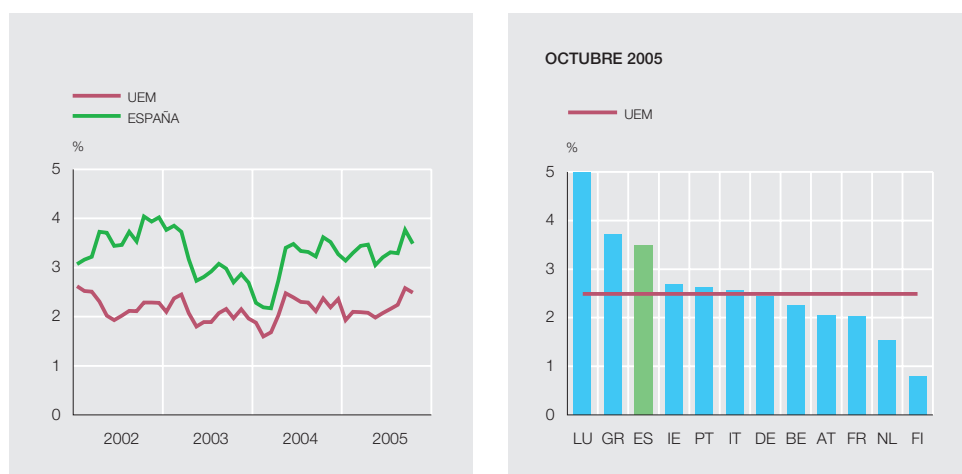
c. Tasa de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales.

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

fianza de los consumidores y minoristas referidos al mes de octubre fueron positivos, los datos más recientes de matriculaciones de automóviles y de ventas al por menor no ofrecen todavía señales claras de recuperación. Respecto a la demanda externa, los indicadores de expectativas de exportación y de cartera de pedidos exteriores mantuvieron en octubre un tono favorable, probablemente impulsados por la reciente depreciación del euro.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la tasa de inflación del área, medida por la variación interanual del IAPC, disminuyó una décima en octubre, situándose en el 2,5% (véase gráfico 5). Esta ligera moderación del ritmo de crecimiento de los precios de consumo se explica por la menor aportación del componente energético, como consecuencia de la ligera tendencia a la baja que registró el precio del barril de crudo. Las tasas de variación del resto de los componentes del IAPC permanecieron relativamente estables, por lo que el incremento interanual del IPSEBENE —índice que excluye los componentes con un comportamiento más errático, esto es, la energía y los alimentos no elaborados— se mantuvo estable en el 1,5%. Por su parte, la tasa de variación interanual del índice de precios industriales (IPRI) aumentó en septiembre en cuatro décimas, hasta el 4,4%, como consecuencia de la intensa aceleración de los precios de la energía y, en menor medida, de los precios de los bienes de consumo no duradero, mientras que el resto de componentes apenas cambiaron sus ritmos de avance.

En este contexto, el Consejo de Gobierno, que ha mantenido su tipo de interés principal en el 2% en sus reuniones de noviembre, ha venido manifestando su preocupación por los riesgos al



FUENTE: Eurostat.

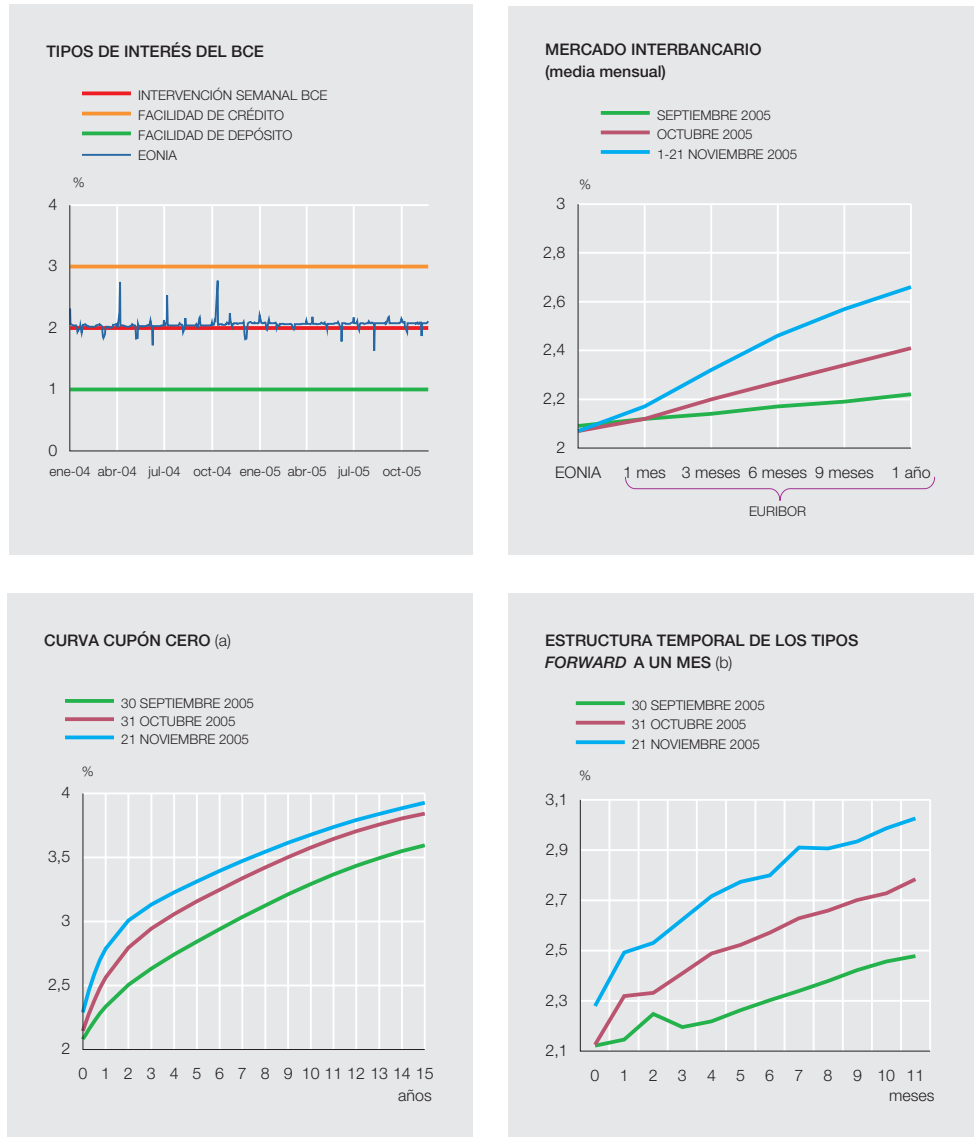
alza que afectan a la evolución de la inflación a medio plazo, y que en su mayor parte se derivan de los efectos del encarecimiento del crudo. Desde mediados del mes de octubre los tipos de interés del mercado interbancario vienen registrando pequeños aumentos, más acusados en los plazos más largos, de forma que la curva de rendimientos presenta ahora una mayor pendiente (véase el gráfico 6). En los mercados secundarios de deuda pública del área del euro, las rentabilidades a diez años aumentaron ligeramente durante el período analizado, hasta el nivel actual del 3,6%. En Estados Unidos, el rendimiento de los activos análogos siguió una trayectoria similar pero más acusada durante el mes de octubre, aunque en la parte transcurrida de noviembre ha revertido ese proceso. Como consecuencia de esta evolución, el diferencial positivo entre este país y la UEM se ha situado alrededor del 1% en los últimos días de noviembre.

En los mercados de renta variable europeos, las cotizaciones han aumentado a lo largo del mes de noviembre, en paralelo a la relajación de los precios del petróleo y a pesar de las expectativas de subidas de los tipos de interés. A fecha de cierre de este Boletín, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio se situaba próximo a los niveles máximos del año, con una revalorización acumulada cercana al 20%. En los mercados de divisas, el euro registró una suave depreciación adicional respecto al dólar en la primera quincena de noviembre, alcanzando niveles mínimos desde el año 2003, en torno a 1,17 dólares por euro (véase gráfico 7). En términos del tipo de cambio efectivo nominal, la moneda europea se depreció de forma más moderada en ese mismo período.

En cuanto a la evolución de los agregados monetarios y crediticios en la zona del euro, el crecimiento interanual de M3 alcanzó el 8,5% en septiembre, lo que supone la prolongación de la tendencia al alza que se viene observando desde principios de año. El crédito concedido al sector privado mostró, de igual manera, mayor dinamismo en septiembre, alcanzando una tasa interanual del 8,9%, tres décimas superior a la de agosto. Por lo que hace referencia al desglose sectorial, mientras que los préstamos concedidos a los hogares para la compra de bienes de consumo y los otorgados a las sociedades no financieras prolongaron su senda de aceleración, los destinados a financiar la adquisición de vivienda mostraron, por el contrario, una moderada ralentización.

Evolución financiera en España

Durante el mes de septiembre, se produjo un nuevo incremento en el ritmo de expansión interanual de la deuda de los hogares y las sociedades, en un entorno en el que las condiciones

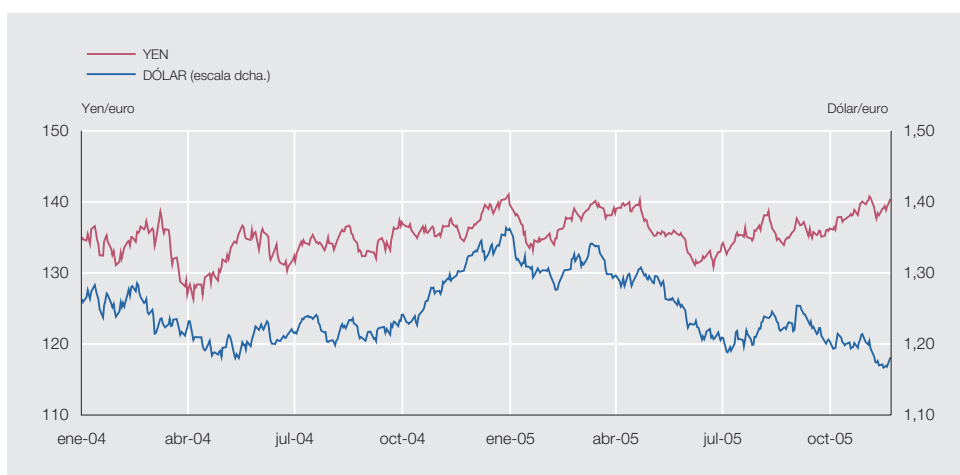


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

de financiación mantuvieron un elevado grado de holgura. Por su parte, los activos financieros más líquidos de ambos sectores registraron una ligera aceleración. La información provisional correspondiente a octubre muestra una estabilidad en las tasas de crecimiento tanto de este componente de la cartera de las empresas y las familias como de sus pasivos.

En los mercados de deuda pública se produjo, en octubre y en la parte transcurrida de noviembre, un aumento de las rentabilidades negociadas, reflejando, en parte, las expectativas de subida de los tipos de intervención oficiales en la zona del euro. Así, entre el 1 y el 21 de noviembre, los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron en unos niveles medios del 2,46% y el 3,49%, respectivamente, lo que supone ascensos de 35 y 40 puntos básicos (pb) en relación con los correspondientes valores de septiembre (véase cuadro 2). La evolución de la referencia española a diez años fue similar a la de la alemana, por lo que el diferencial entre ambas continuó siendo prácticamente nulo. Por su parte, las primas de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no finan-



FUENTES: BCE y Banco de España.

TIPOS DE INTERÉS Y MERCADOS FINANCIEROS NACIONALES

CUADRO 2

		2002	2003	2004	2005				
		DIC	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV (a)
TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito a vivienda	...	3,46	3,39	3,29	3,29	3,28
	Crédito a consumo y otros fines	...	6,40	6,27	5,99	6,38	6,32
	Depósitos	...	1,11	1,15	1,11	1,14	1,13
SOCIEDADES NO FINANCIERAS	Crédito (c)	...	3,75	3,44	3,40	3,48	3,41
	MERCADOS FINANCIEROS (d)								
	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,72	2,19	2,17	2,06	2,10	2,11	2,25	2,46
	Deuda pública a cinco años	3,59	3,47	2,98	2,63	2,71	2,59	2,82	3,07
	Deuda pública a diez años	4,43	4,34	3,64	3,22	3,23	3,09	3,27	3,49
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,06	0,00	-0,00	-0,01	-0,03	0,00	0,01	0,01
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	1,10	0,32	0,29	0,31	0,32	0,31	0,32	0,36
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	-23,10	27,44	18,70	13,86	12,66	21,63	17,89	18,32

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

- a. Media de datos diarios hasta el 21 de noviembre 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.

cieras españolas se mantuvieron en registros reducidos, si bien experimentaron, en el período analizado, un ligero incremento respecto a las cifras de los meses precedentes.

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales, las cotizaciones descendieron durante el mes de octubre, al tiempo que las volatilidades experimentaron un ligero incremento. En la parte transcurrida de noviembre se produjeron, en cambio, escasas variaciones en los precios negociados. De este modo, en la fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa de Madrid redujo, en relación con los niveles de finales de septiembre, la ganancia

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

CUADRO 3

Crecimiento interanual (T1,12) (a)

	2005	2003	2004	2005		
	SEP (b)	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP
FINANCIACIÓN TOTAL	1.680,3	11,8	12,2	14,2	14,4	15,2
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	1.365,9	15,9	16,1	18,7	18,7	19,3
Hogares e ISFLSH	616,7	19,0	20,1	20,1	20,3	20,6
<i>De los cuales:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	448,0	21,6	23,6	24,2	24,3	24,4
– Crédito para consumo y otros fines (c)	167,8	13,7	12,2	10,7	10,9	11,4
Sociedades no financieras	749,2	13,5	12,9	17,5	17,4	18,2
<i>De los cuales:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	540,2	13,6	17,8	22,6	22,6	23,9
– Valores de renta fija	11,1	-7,8	0,2	1,5	3,0	-5,6
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (d)	314,3	0,7	0,0	-1,4	-0,7	0,2
Valores a corto plazo	35,4	8,3	-6,2	-5,5	-4,5	-7,1
Valores a largo plazo	294,5	-1,5	0,9	0,1	0,6	1,1
Créditos - depósitos (e)	-15,5	3,7	-0,1	-2,6	-2,3	0,3

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.

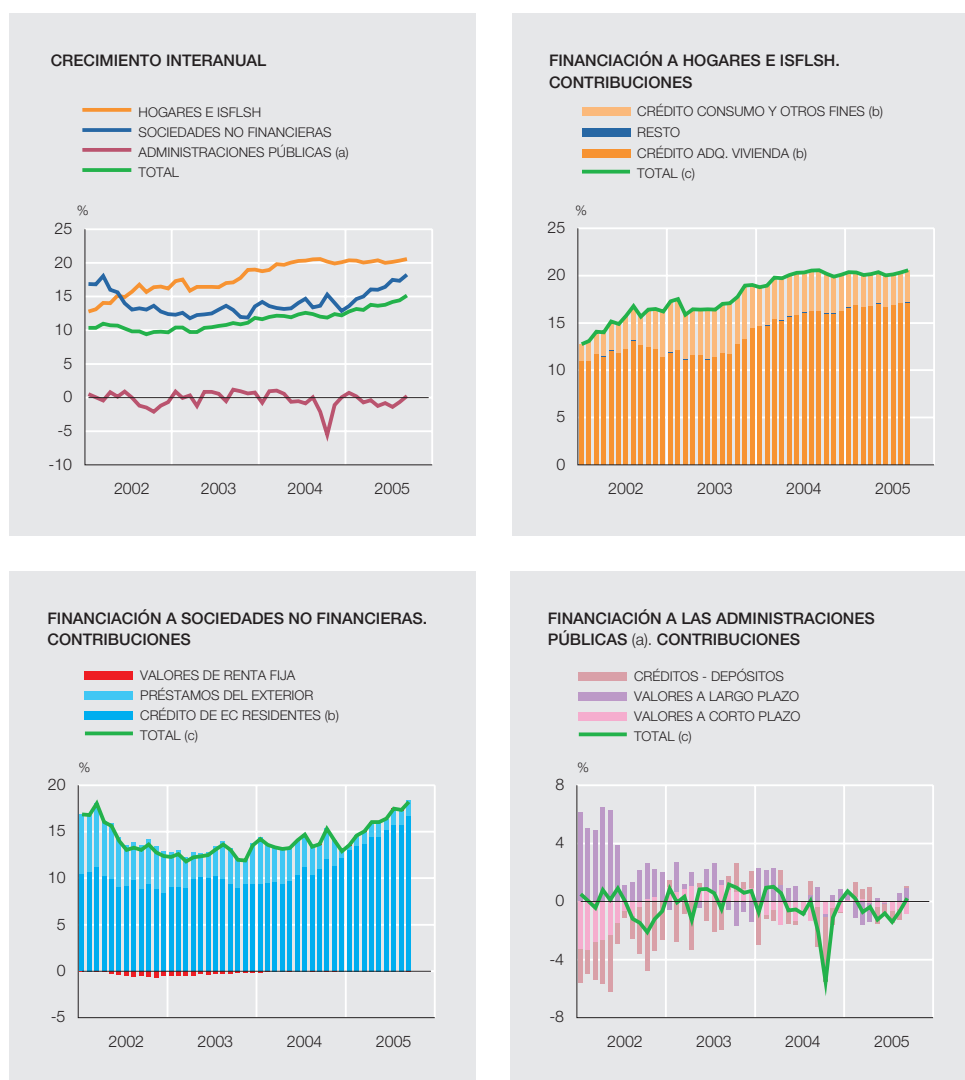
e. Variación interanual del saldo.

acumulada en el año en más de 3 pp, hasta situarse en el 18,3%, revalorización idéntica a la que en la misma fecha mostraba del EURO STOXX amplio de las bolsas de la UEM, pero notablemente más elevada que la del S&P 500 de las de EEUU (3,5%).

Los tipos de interés de las operaciones nuevas de activo y pasivo aplicados por las entidades de crédito al sector privado no financiero mostraron ligeras reducciones en septiembre. Así, el coste de los préstamos a hogares para consumo y otros fines, y el de los créditos destinados a sociedades se redujeron 6 y 7 pb, respectivamente, respecto a los niveles de agosto, hasta situarse en el 6,32% y el 3,41%. Por su parte, el precio de la financiación para la adquisición de vivienda y la remuneración de los depósitos de las familias permanecieron prácticamente inalterados en el 3,28% y 1,13%, respectivamente.

La financiación recibida por los sectores residentes no financieros creció, en septiembre, por encima del 15%, en términos interanuales, casi un punto porcentual más que el dato de agosto. Esta evolución fue principalmente el resultado de la aceleración tanto de la deuda de los hogares como, especialmente, de la de las sociedades, cuyas tasas de variación en relación con el mismo período del año anterior superaron el 20% y 18%, respectivamente. Por su parte, los fondos obtenidos por las Administraciones Públicas presentaron un ligero avance, en términos interanuales, tras las reducciones experimentadas en los meses precedentes (véanse cuadro 3 y gráfico 8).

Por lo que se refiere a los hogares, continuó el elevado crecimiento de la financiación para adquisición de vivienda, con una expansión interanual que superó el 24%, al tiempo que la tasa de variación de la destinada al consumo y otros fines aumentó hasta situarse en el entorno del 11,5%. Por su parte, la aceleración de los recursos ajenos captados por las sociedades



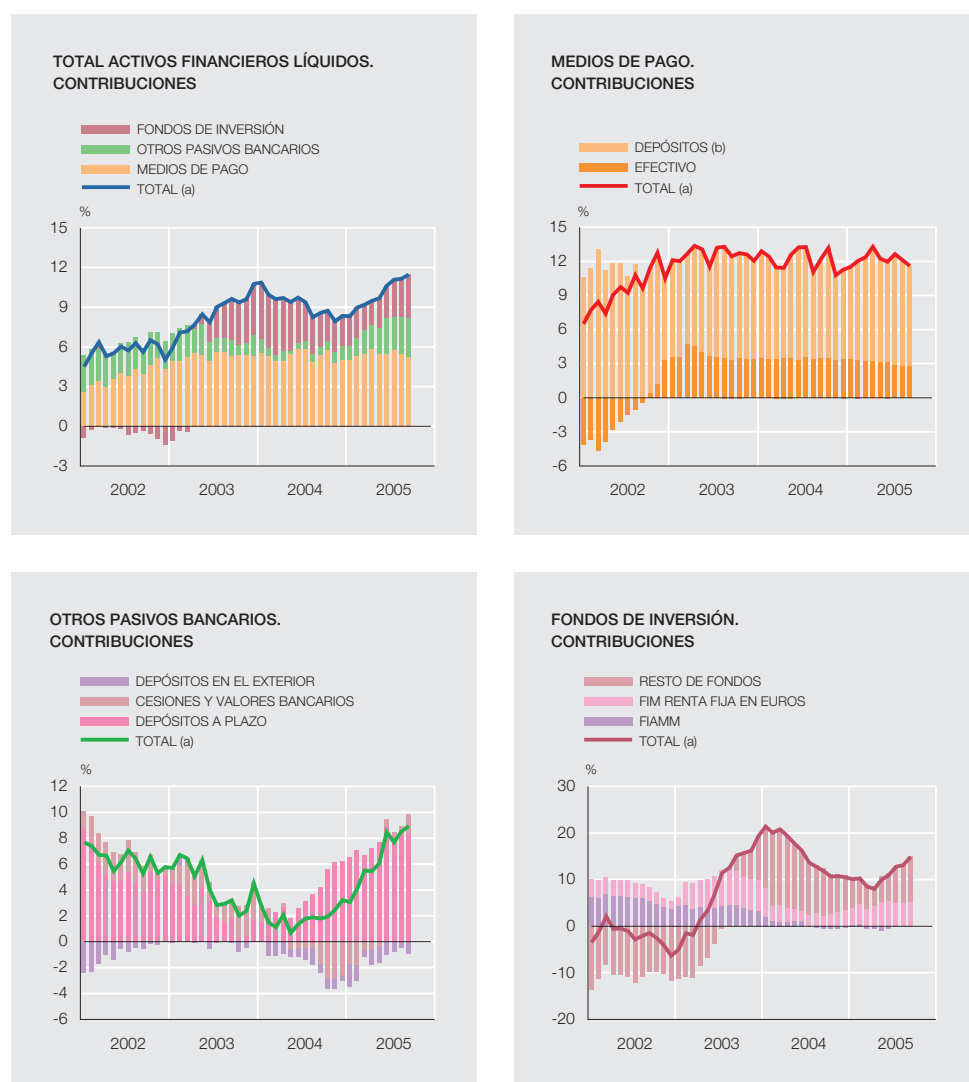
FUENTE: Banco de España.

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

no financieras resultó del dinamismo de los créditos concedidos por las entidades residentes, que ascendieron cerca del 24% en relación con el mismo período del año anterior, que no fue compensado por la mayor atonía de los fondos procedentes del exterior y por la reducción, en términos interanuales, del saldo de valores de renta fija. La información provisional correspondiente a octubre apunta a un mantenimiento de los ritmos de avance de la deuda de empresas y familias.

En el caso de las Administraciones Públicas, el moderado aumento de la financiación captada en los últimos doce meses fue el resultado de una emisión neta de valores a largo y de un ligero incremento del saldo entre créditos y depósitos, que no fueron compensados por la amortización neta de valores a corto plazo.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares registraron, en septiembre, un ritmo de crecimiento interanual ligeramente superior al



FUENTE: Banco de España.

a. Crecimiento interanual.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

de agosto, que resultó de una evolución diferenciada por instrumentos. Así, mientras que los medios de pago se desaceleraron, los otros pasivos bancarios y los fondos de inversión mostraron un mayor dinamismo (véase gráfico 9). La expansión de estos últimos estuvo liderada por los FIM, que avanzaron a una tasa interanual próxima al 15%. El patrimonio de los FIAMM se mantuvo, en cambio, en torno al nivel alcanzado en el mismo mes del año anterior. La información provisional referente a los activos financieros más líquidos del sector privado en octubre no muestra variaciones significativas en relación con septiembre.

25.11.2005.