

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Evolución del sector real de la economía española

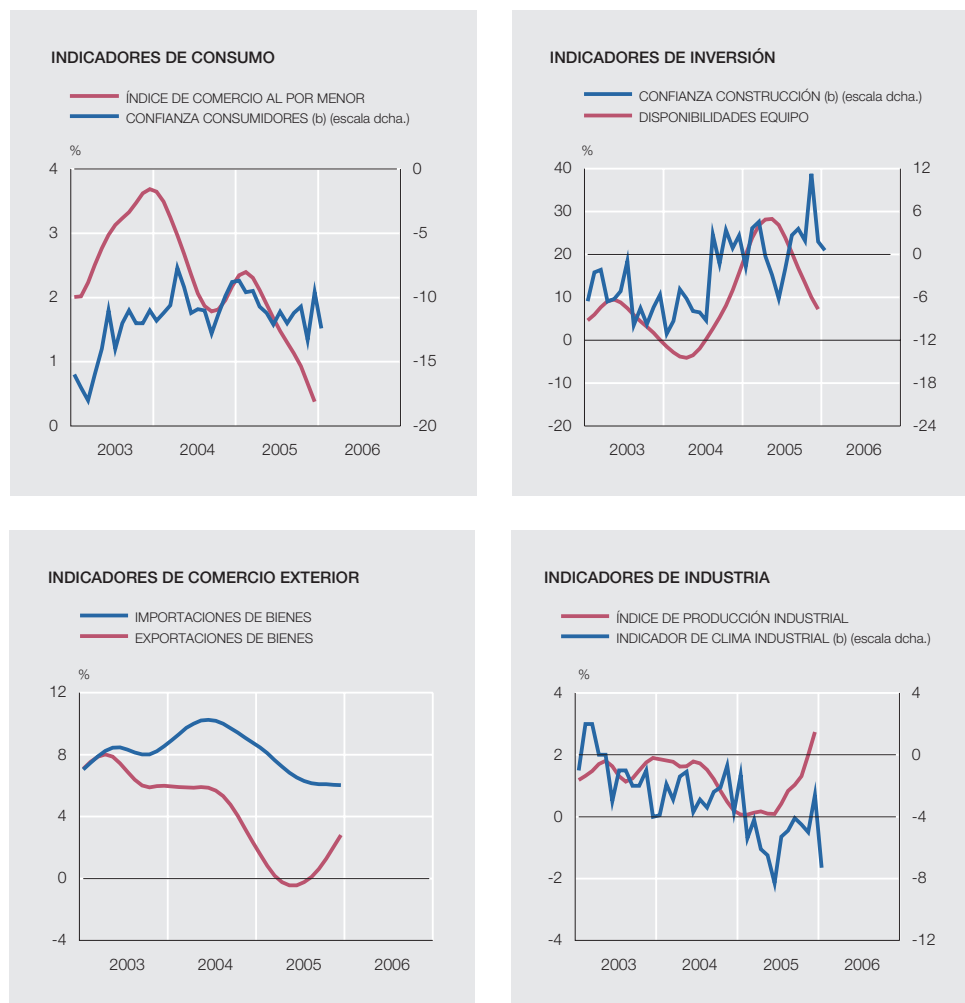
De acuerdo con las últimas estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR)¹, el crecimiento del PIB real de la economía española en el cuarto trimestre de 2005 se mantuvo estabilizado en una tasa interanual del 3,5%, tras experimentar un incremento intertrimestral del 0,9%, similar al del período anterior. Estas cifras, que están en línea con las que anticipó el Banco de España en el Informe trimestral publicado en el Boletín de enero, confirman un crecimiento sostenido de la economía, tras la gradual aceleración registrada desde el segundo trimestre de 2004. El mantenimiento del ritmo de crecimiento en el cuarto trimestre fue resultado de un menor empuje de la demanda nacional, que creció un 4,7% en tasa interanual, compensado por una menor aportación negativa del sector exterior, de -1,5 puntos porcentuales (pp). Por el lado del gasto interno, se observó una apreciable ralentización del consumo privado y de la construcción —que avanzaron un 4% y un 5,6%, respectivamente—, mientras que la inversión en bienes de equipo repuntó ligeramente, manteniendo un ritmo de expansión elevado (9,1%). En cuanto al comercio exterior, las exportaciones de bienes y servicios crecieron un 1,9% en el último trimestre de 2005, en línea con la modesta recuperación que han mostrado, tras el fuerte deterioro del inicio del año; las importaciones, por su parte, se desaceleraron más de 1 pp, al aumentar un 6,6%. Desde la perspectiva de la producción, la construcción siguió siendo la actividad más dinámica, mientras que en la agricultura y la industria el VAB se recuperó muy ligeramente. Finalmente, el empleo creció un 3,2%, en tasa interanual, conservando un empuje notable.

Estos datos confirman el cierre preliminar del año 2005 con un crecimiento del PIB del 3,4%, superior al 3,1% registrado el ejercicio precedente. La aceleración del producto se explica por el mayor dinamismo de la demanda nacional, mientras que el sector exterior tuvo una aportación negativa al crecimiento (-1,9 pp, frente a -1,8 pp en 2004), en un año en que tanto las importaciones como las exportaciones se moderaron en la misma cuantía (2,3 pp), de forma que las ventas al exterior solo crecieron un 1%. El gasto interno se apoyó en un crecimiento elevado del consumo privado (4,3%) y en un repunte de la inversión, que fue más acusado en los bienes de equipo (con un aumento del 9,5%). El empleo, que creció un 3,2% en el conjunto de 2005, mantuvo el dinamismo de los últimos años, caracterizados por unas ganancias muy modestas de la productividad aparente del trabajo (del 0,3% en 2005).

Entre los indicadores del consumo privado, la escasa información correspondiente a 2006 apunta a un cierto debilitamiento. Por un lado, las encuestas de opinión de la Comisión Europea mostraron en enero un deterioro de la confianza de los consumidores y del comercio minorista; en ambos casos, el indicador correspondiente se situó por debajo de su nivel en el último trimestre de 2005 (véase gráfico 1). Por otro lado, las matriculaciones disminuyeron en enero un 0,6% en tasa interanual, interrumpiendo la tendencia ascendente de los dos meses precedentes. Este empeoramiento fue más marcado en los turismos destinados a particulares, mientras que los destinados a empresas de alquiler crecieron un 16%. La última información disponible de otros indicadores solo alcanza al cierre de 2005: así, el índice de ventas del comercio al por menor se desaceleró en el cuarto trimestre por debajo del ya modesto ritmo de avance del tercero.

En cuanto a la inversión en bienes de equipo, la utilización de la capacidad productiva aumentó hasta el 80,7% al comienzo del primer trimestre de este año, por encima de su media his-

1. Tasas calculadas sobre series corregidas de calendario y variaciones estacionales. En el caso del empleo, puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.



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.

tórica, aunque sigue aumentando el porcentaje de empresarios que considera excesiva la capacidad instalada. Por su parte, la cartera de pedidos del total de la industria retrocedió en enero significativamente.

Los indicadores contemporáneos de la construcción han mantenido su empuje al inicio de 2006, aunque algunos han mostrado cierta moderación. En particular, el indicador de confianza de este sector mantuvo en enero un nivel elevado, pese a registrar un retroceso de dos puntos, y las afiliaciones a la Seguridad Social crecieron por encima del 7% en dicho mes (tasa corregida de la regularización, según estimaciones propias), aunque recortaron su tasa de crecimiento. Por otra parte, el descenso del paro registrado en este sector se intensificó al inicio de 2006, hasta el -6,2%. Por componentes, la Encuesta Coyuntural de la Industria de la Construcción (ECIC) del tercer trimestre de 2005 reflejó un notable empuje del valor real de la construcción de viviendas (7,4%) y un tono ligeramente contractivo de la obra civil (-0,6%). En este sentido, los presupuestos de licitación oficial señalan que en 2005 se moderó el dinamismo de esta inversión, tendencia que podría continuar en el inicio del ejercicio que acaba de empezar. Por lo que respecta a la edificación residencial, la información de visados hasta noviembre sugiere un menor empuje de este componente en el conjunto de 2006, aunque con un repunte en el segundo semestre.

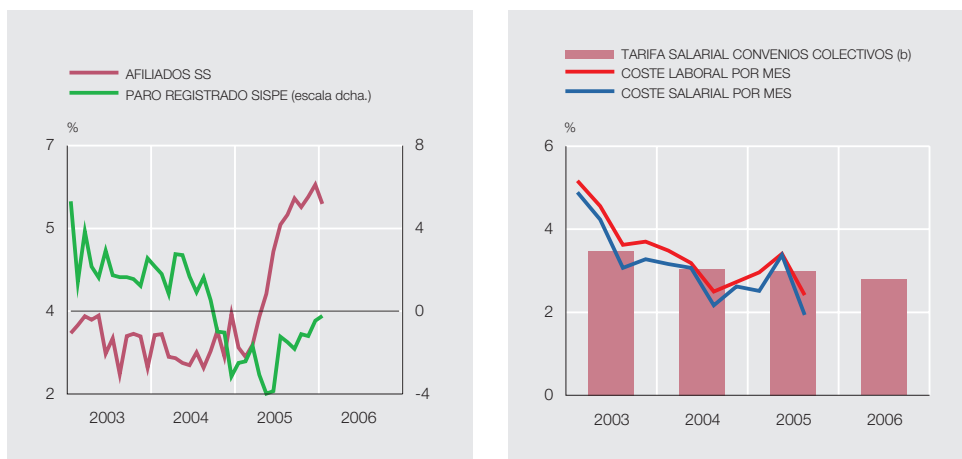
De acuerdo con los datos de Aduanas, en diciembre se apreció una pérdida de dinamismo de las importaciones reales (al pasar del 8,3% al 3,1%), manteniendo las exportaciones un ritmo de avance modesto, en línea con el mes anterior (1,3%). Las ventas al exterior cerraron el cuarto trimestre —y el conjunto de 2005— con una variación casi nula, mientras que las importaciones se ralentizaron, creciendo un 4,8% en los tres últimos meses del año. En 2005, las exportaciones a Europa cayeron y las ventas realizadas al resto del mundo se moderaron significativamente, mientras que las compras procedentes de fuera de la UE mantuvieron un tono mucho más dinámico que las europeas. En diciembre, el menor ritmo de avance del desequilibrio comercial, en términos reales, se tradujo en un menor crecimiento del desequilibrio nominal (15,9%, frente al 28,2% de noviembre), pese al empeoramiento de la relación real de intercambio. Para el total del año 2005, el déficit comercial nominal se amplió un 28,3%, algo menos que el ejercicio anterior.

Los indicadores de turismo interrumpieron en diciembre la senda de aceleración observada en meses anteriores. Las pernoctaciones de viajeros extranjeros en hoteles aumentaron un 2,9% (7,2% en noviembre), aunque repuntaron en el promedio del trimestre —al igual que en el conjunto del año—. Los turistas entrados por fronteras ralentizaron su avance hasta el 2,8%, mientras que el gasto total realizado por los turistas, a precios constantes, disminuyó un 0,8% en diciembre. En el conjunto de 2005, según EGATUR, el gasto total de los turistas aumentó un 4,3%, debido, principalmente, al incremento del número de turistas, puesto que el gasto medio por turista disminuyó un 2%, por el acortamiento de la estancia media en nuestro país. En enero, el número de turistas entrados por fronteras se estabilizó en relación con enero de 2005 (-0,1%), en línea con el menor crecimiento observado en diciembre.

Los datos de Balanza de Pagos para los once primeros meses de 2005 presentan una evolución muy negativa del saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital, que acumulan un déficit de 54.393 millones de euros, un 73% superior al contabilizado en igual período del año anterior. El saldo por cuenta corriente acumuló un déficit de 60.754 millones entre enero y noviembre (un 58,6% superior al registrado en 2004), como consecuencia, fundamentalmente, de la ampliación del desequilibrio comercial (33,7%) y del mayor saldo negativo de las rentas (37,8%). También contribuyeron a dicho resultado la contracción del superávit turístico y el empeoramiento del saldo de las transferencias corrientes. La cuenta de capital presentó un superávit de 6.361 millones de euros entre enero y noviembre, inferior (en un 7,4%) al observado hace un año, que, como se ha comentado en otras ocasiones, viene determinado por las menores transferencias de capital procedentes de la UE.

El índice de producción industrial (IPI) se recuperó en diciembre, en línea con la mejora observada en el clima industrial, en el mismo mes, y con el empuje de las cifras de negocios y de entrada de pedidos. El último trimestre de 2005 se cerró con un avance del IPI modesto (1,6% en serie corregida de estacionalidad), pero claramente superior al registrado en el tercero (0,6%). La información correspondiente al inicio de 2006 no consolida, por el momento, esta progresión. Entre los indicadores cualitativos, el indicador de confianza de la industria y el de gestores de compras retrocedieron en enero. Además, las afiliaciones a la Seguridad Social en esta rama intensificaron su ritmo de descenso en enero, si bien el paro registrado disminuyó un 2,1% en enero, en términos interanuales, frente a una caída del 0,7% a finales de 2005.

Los indicadores de actividad en los servicios han presentado en enero un perfil semejante al de la industria, con un deterioro algo más marcado de los opináticos —tanto el índice de gestores de compras como el de confianza— y del empleo, tras un comportamiento positivo en el último trimestre de 2005. En cualquier caso, mantienen un tono de gran fortaleza, e incluso el paro registrado en esta rama disminuyó ligeramente en enero, en términos interanua-



FUENTES: INE y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

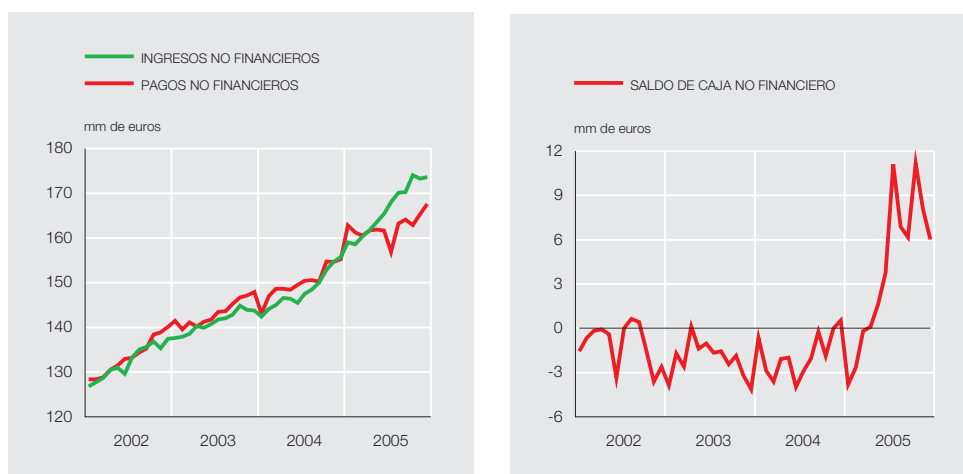
a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.
 b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta enero de 2006.

les (-0,3%), tras estabilizarse en diciembre (0,1%). El indicador de actividad registró una recuperación en noviembre y diciembre, tras el retroceso de octubre, y cerró el cuarto trimestre con un avance estimado superior al 3% (en términos reales).

En cuanto al empleo, la información coyuntural apunta una cierta estabilización en el ritmo de creación de puestos de trabajo al cierre de 2005 y el inicio del presente año. En concreto, los ocupados según la EPA² aumentaron un 4,9% en tasa interanual, entre octubre y diciembre pasados, ligeramente por debajo de la del tercer trimestre (en 0,2 pp). En el mismo período, las afiliaciones a la Seguridad Social se aceleraron hasta el 5,6%, por el efecto de la regularización extraordinaria de 2005. En enero, esta tasa experimentó un recorte de 0,4 pp con respecto a diciembre, situándose en el 5,4%, mientras que los datos medios de afiliaciones —indicador menos volátil— repuntaron ligeramente, hasta crecer un 5,7% en enero (véase gráfico 2). El desempleo siguió disminuyendo en el último trimestre de 2005 a un ritmo notable, según la EPA, pero de forma más moderada que en el período precedente; esto se tradujo en una leve subida de la tasa de paro, en relación con la observada en el verano, que, aun así, se situó en un nivel históricamente bajo a final de año (8,7%). Por su parte, el número de parados registrados en las oficinas públicas de empleo continuó descendiendo en enero, pero de forma cada vez más moderada (un -0,2% interanual). El desglose por ramas permite matizar este comportamiento, ya que únicamente el colectivo sin empleo anterior presentó un repunte de la tasa interanual, al crecer un 4,9%.

Al cierre de este artículo se han publicado los saldos de las Administraciones Públicas para el año 2005, elaborados con la metodología de la Contabilidad Nacional, que proporcionan un superávit del 1,1% del PIB para el conjunto del sector, frente al déficit del 0,1% del PIB registrado un año antes. Tanto la Administración Central (el Estado y sus Organismos) como la Seguridad Social alcanzaron sendos superávits del 0,4% y del 1,1%, respectivamente, en relación con el PIB. Por su parte, las Comunidades Autónomas registraron un déficit del 0,2% del PIB y las Corporaciones Locales un déficit del 0,1% del PIB. En cuanto a la ejecución

2. Los datos de la EPA comentados están corregidos de los efectos derivados del cambio de cuestionario y de recogida de la información introducido en el primer trimestre de 2005. Se analizan con mucho más detalle en otro artículo de este Boletín.



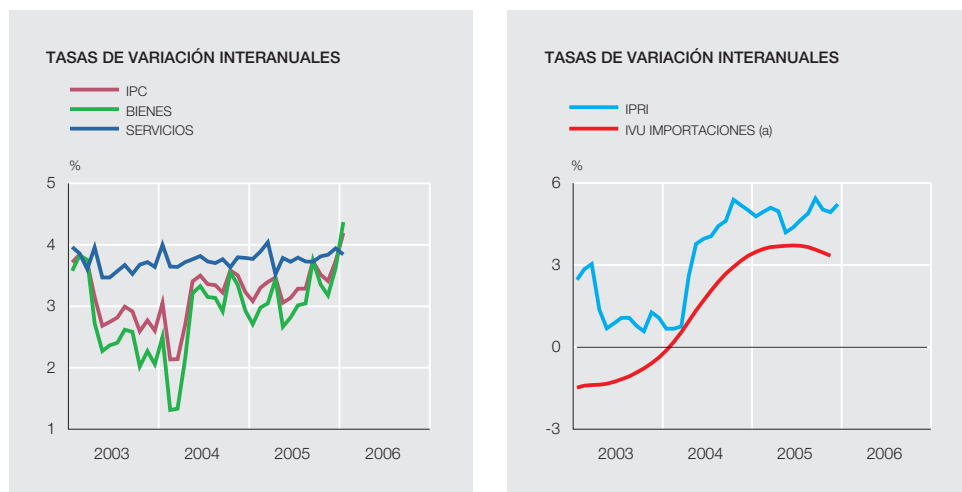
FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

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.

presupuestaria del Estado, el año 2005 se cerró con un superávit de 6.022 millones de euros, en contraste con las previsiones de déficit del Presupuesto (-6.935 millones) y del Avance de Liquidación (-220 millones) (véase gráfico 3). Los ingresos superaron en 6.611 millones de euros lo previsto en dicho Avance, mientras que los pagos superaron esta previsión en 369 millones de euros. Dentro de los ingresos, fueron los impositivos los que manifestaron un mayor dinamismo, al aumentar un 14% en 2005, muy por encima del 8,3% del ejercicio anterior. Los pagos registraron un crecimiento del 7% en el conjunto del año, impulsados por el crecimiento de los pagos de capital, debido, sobre todo, a que las inversiones crecieron un 26,4%. Cabe destacar, no obstante, que esta cifra de pagos estuvo por debajo de la presupuestada inicialmente, por lo que se cumplió con holgura el límite de gasto establecido con arreglo a las Leyes de Estabilidad Presupuestaria. En el mes de enero del año corriente, el Estado obtuvo un déficit de caja de 4.557 millones de euros, frente al déficit de 6.812 millones registrado un año antes.

Precios y costes

Según los datos de la CNTR, en el cuarto trimestre de 2005 los costes laborales unitarios experimentaron un crecimiento interanual del 2,1%, por encima del 2% estimado para el tercer trimestre, como consecuencia de un incremento del 2,4% de la remuneración por asalariado y del mantenimiento de unas ganancias de productividad muy escasas. El deflactor del PIB siguió creciendo a un ritmo sustancial (4,4%), solo ligeramente inferior al registrado el trimestre anterior. La moderación salarial que se desprende de la CNTR —con un crecimiento de la remuneración por asalariado en el conjunto de 2005 del 2,5%, 0,8 pp por debajo de la tasa observada el año anterior— no se aprecia tan claramente en los indicadores coyunturales, que han tendido a estabilizar sus tasas de variación en términos anuales. Así, la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL) ha mostrado un aumento del coste laboral por trabajador y mes del 2,9%, hasta el tercer trimestre de 2005, similar al del ejercicio anterior (3%), aunque con una desaceleración importante en el tercer trimestre. La información de convenios colectivos arroja un aumento salarial inicial del 3% para 2005, prácticamente idéntico al pactado en el ejercicio precedente. De hecho, la subida final de las tarifas de 2005, una vez aplicada la cláusula de salvaguarda frente a la inflación, se elevaría al 3,9%, si bien esta revisión salarial será cobrada por los trabajadores a partir de enero, por lo que otras estadísticas (como la ETCL y la CNTR) la reflejarán ya en 2006. En cuanto a la subida salarial para este año, debe reseñarse la firma,



FUENTES: INE y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

a finales de enero, de la prórroga del Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva, que viene presidiendo la negociación de los convenios desde 2002. En línea con las directrices salariales que emanan de dicho acuerdo, los convenios registrados en enero (que afectan a 3.709.000 trabajadores) pactaron un incremento de las tarifas para 2006 del 2,8%.

El índice de precios de consumo (IPC) disminuyó un 0,4% en enero con respecto al mes precedente, lo que ha supuesto un incremento de su tasa interanual de medio punto, hasta el 4,2% (véase gráfico 4). El IPSEBENE, por el contrario, permaneció estable en el 2,9% alcanzado en diciembre. El comportamiento del índice general vino determinado, en gran medida, por el encarecimiento generalizado de los productos energéticos, componente que registró un notable repunte, de casi cinco puntos, elevando la tasa interanual al 14,8%. Los precios de los alimentos no elaborados se aceleraron ligeramente (0,1 pp), hasta el 5,3%, mientras que los de los alimentos elaborados y de los servicios redujeron su ritmo de avance en la misma cuantía, quedando la tasa interanual en el 3,7% y 3,8%, respectivamente. La evolución de estos dos componentes compensó, dentro del IPSEBENE, la aceleración de los precios de los bienes industriales no energéticos, cuya tasa se elevó del 1,1% al 1,4%. El índice armonizado correspondiente a España registró también un avance en enero del 4,2%, de forma que, al compararlo con el indicador adelantado del IAPC de la UEM (que aumentó dos décimas, hasta el 2,4%), el diferencial de inflación se amplió hasta 1,8 pp, cifra no alcanzada desde finales de 2002.

El índice de precios industriales (IPRI) experimentó un aumento interanual del 6,3% en enero, más de un punto superior al que alcanzó en diciembre de 2005. De nuevo, el principal motivo del repunte fue el componente energético, que se aceleró cinco puntos porcentuales, hasta situar su tasa interanual en el 20,5%. Cabe destacar el encarecimiento experimentado por la producción y distribución de energía eléctrica y gas, además de las coquerías y el refino de petróleo. El resto de componentes también mostró una cierta aceleración en enero, con la excepción de los precios de los bienes de equipo, que mantuvieron el ritmo de crecimiento alcanzado en noviembre (2%).

Tanto los precios de exportación como los de importación se aceleraron en diciembre, en mayor medida el IVU de las importaciones (más de 3 pp), que aumentó un 7,1% en tasa interanual, mientras que el correspondiente a las ventas avanzó un 6,2%. Solo los precios de las exportaciones e importaciones de bienes de consumo no alimenticio se moderaron en dicho mes. En el

conjunto de 2005 se observó un incremento de los IVU, tanto en la vertiente exportadora como importadora, con un encarecimiento notable de los productos energéticos, por encima del 25%. En concreto, los precios de las ventas al exterior crecieron un 4,7% (3,9% si se excluye la energía), y un 5,1% los de las compras (con un avance del 2,3% del agregado no energético).

Evolución económica y financiera en la UEM

Durante el mes de febrero, la evolución financiera internacional en el entorno exterior del área del euro estuvo marcada por la revisión al alza en las expectativas de mercado sobre los tipos de interés oficiales en Estados Unidos. Esto favoreció un aumento de los tipos de interés a corto plazo, mientras que los de la deuda pública a largo plazo se han mantenido más estables, lo que ha acentuado la pendiente negativa de la curva de rendimientos a plazo. Por su parte, los diferenciales de los bonos corporativos y las cotizaciones bursátiles apenas variaron o registraron suaves ganancias. En los mercados de divisas, el yen tendió a apreciarse frente a las principales monedas, en parte debido a que los mercados parecieron anticipar un cambio de régimen de la política monetaria en Japón a favor de la adopción de objetivos en términos de tipos de interés en lugar de objetivos cuantitativos de suministro de liquidez. En este contexto, la bolsa nipona registró pérdidas significativas (en torno al 3%) en la primera mitad de febrero, pero que se interpretaron como un reajuste técnico y de toma de beneficios.

En los mercados emergentes se mantuvo, en general, un buen comportamiento desde la segunda mitad de enero, en continuidad con lo sucedido en 2005. Hay que destacar un nuevo estrechamiento de los diferenciales soberanos hasta mínimos históricos en Europa del Este, Asia y, en especial, en Latinoamérica, donde descendieron más de 50 puntos básicos desde principios de 2006. Los tipos de cambio se mantuvieron estables o con tendencia a la apreciación frente a las tres divisas de referencia en cada área (el dólar en América Latina, el euro en los nuevos miembros de la Unión Europea y el yen en las economías asiáticas). Por su parte, el comportamiento de las bolsas fue dispar, con correcciones significativas a la baja en algunas áreas, tras los fuertes avances de los meses previos, mientras que en otras regiones se mantuvo la tendencia al alza o se estabilizaron.

El precio del petróleo aumentó un 15% durante enero, hasta niveles cercanos al máximo histórico de 68 dólares por barril de crudo Brent, alcanzado al inicio de septiembre de 2005. Esta subida estuvo condicionada por algunos problemas de oferta y, en menor medida, por la inestabilidad geopolítica en Irán y Nigeria. Sin embargo, desde febrero, el incremento de las existencias en Estados Unidos y la reversión de las posiciones en crudo financiadas en yenes presionaron a la baja los precios al contado, con lo que el barril de Brent se situó alrededor de 60 dólares. De este modo, a mediados de febrero los precios a seis años se situaron, por primera vez desde 2002, por encima de los precios al contado, situación inédita en un contexto de altos precios del petróleo.

En *Estados Unidos*, el primer avance de la contabilidad nacional para el cuarto trimestre de 2005 mostró un crecimiento trimestral anualizado del 1,1%, con lo que la tasa interanual disminuyó del 3,6% en el tercer trimestre al 3,1% en el cuarto. De acuerdo con este avance, en el conjunto de 2005 el PIB habría crecido un 3,5%, frente al 4,2% de 2004. La trayectoria alcista de los indicadores de diciembre, junto con los primeros datos de enero, reforzaron la opinión de que esta fuerte desaceleración del PIB en el cuarto trimestre se debió a factores transitorios y de que la economía creció de forma sostenida al final del trimestre e inicios de 2006. Así, las ventas al por menor de enero mostraron un notable incremento mensual del 2,3%. Además, el crecimiento del empleo en enero, junto con las revisiones al alza de los meses anteriores, y la caída de la tasa de paro hasta el 4,7% de la población activa podrían impulsar una recuperación del consumo. Por parte de la inversión y de la actividad industrial,

el repunte de los pedidos y envíos de bienes de capital en diciembre y el fuerte aumento de la producción de bienes de equipo en enero también señalarían un fuerte dinamismo. Los índices generales de precios mostraron un nuevo repunte en enero, debido al aumento de los precios de la energía, aunque las tasas subyacentes siguen contenidas. La tasa de inflación del IPC pasó del 3,4% al 4%, mientras que la subyacente bajó del 2,2% al 2,1%. Por el contrario, empeoró el déficit de la balanza de bienes y servicios, que alcanzó 65,7 mm de dólares en diciembre, lo que supone para todo el año 2005 un déficit del 5,8% del PIB, superior al 5,3% de 2004. En el ámbito fiscal, el déficit federal para 2006 presentado en el presupuesto del gobierno ascendería al 3,2% del PIB, superior al 2,6% del año anterior.

En *Japón*, el PIB creció un 4,2% interanual en el cuarto trimestre de 2005, muy por encima de lo esperado, y también superior al 2,8% registrado en el trimestre anterior, lo que parece confirmar la recuperación de la economía que venían anticipando los indicadores de actividad y de demanda. Esta evolución se sustentó en el fuerte tirón del consumo y de la inversión privada, junto con una sensible reactivación de la demanda externa. En el conjunto de 2005, el PIB creció un 2,8% interanual, cinco décimas más que en 2004. Esta buena marcha de la actividad económica se reflejó también en una mejora de la confianza del consumidor en enero. En el mercado de trabajo, a pesar de la desaceleración paulatina en la creación de empleo en los últimos meses, la creación de 30.000 puestos de trabajo en diciembre redujo la tasa de paro hasta el 4,4% de la población activa. En el sector exterior se acentuó en diciembre el elevado dinamismo de las exportaciones y, al mismo tiempo, se observó un fuerte repunte de las importaciones. En cuanto a los precios, las señales son ambivalentes: por un lado, el índice subyacente de precios de consumo creció en diciembre por segundo mes consecutivo a tasas positivas (0,1% interanual), si bien el índice general se redujo un 0,1% interanual, tras caer un 0,8% en noviembre; por otro lado, el deflactor del PIB en el cuarto trimestre de 2005 agudizó su caída hasta el 1,6% interanual, frente al -1,3% del trimestre anterior.

En el *Reino Unido*, la mayoría de los indicadores mantuvieron una tónica de debilidad, con disminuciones de la producción industrial y de las manufacturas en el cuarto trimestre de 2005, y de las ventas al por menor en enero. También el sector servicios, dentro de su fortaleza, registró una ligera caída del índice de gestores de compras. El mercado de trabajo perdió empuje y en el período octubre-diciembre registró una pérdida de 57.000 empleos, mientras que la tasa de paro aumentó del 4,8% al 5,1% de la población activa. El índice armonizado de los precios de consumo se mantuvo en enero en una tasa del 1,9% interanual, mientras que los precios de producción se aceleraron del 2,4% al 2,9%, si bien su tasa subyacente se redujo una décima, hasta el 1,6% interanual. Hay que resaltar un ligero repunte de los precios de la vivienda, aunque se mantuvieron en tasas moderadas que apuntarían a una cierta estabilidad. El déficit de bienes y servicios en el conjunto de 2005 ascendió a 47,6 mm de libras, superior al déficit de 39 mm en 2004.

En *China*, la producción industrial y las ventas al por menor en diciembre tuvieron un buen comportamiento, como se esperaba tras el robusto crecimiento del 9,9% interanual del PIB en el cuarto trimestre de 2005, tasa que coincidió con la del avance del PIB para el conjunto del año. Por el contrario, la inversión en activos fijos moderó su ritmo de expansión en 5,2 pp, pero continuó mostrando una tasa de crecimiento interanual por encima del 24%. En enero se redujo ligeramente el superávit comercial, a pesar de la inesperada y fuerte expansión de las exportaciones y de un aumento más moderado de las importaciones. El índice de precios de consumo aumentó tres décimas en enero, hasta el 1,9% interanual, y el renminbi continuó apreciándose muy suavemente frente al dólar, al acumular un aumento del 0,8% desde la reforma de julio de 2005 hasta mediados de febrero de 2006.

En *América Latina*, los indicadores de actividad señalaron el mantenimiento de un robusto ritmo de actividad a final de 2005. México creció un 2,7% interanual en el cuarto trimestre de 2005 y registró un avance del 3% en el conjunto del año. En este contexto, los mercados financieros siguieron mostrando un comportamiento muy favorable, con la excepción de los mercados bursátiles en enero. Las favorables condiciones de financiación han permitido seguir avanzando en la recomposición de la estructura de la deuda, con el fin de hacerla menos vulnerable a la volatilidad de las variables financieras. En concreto, en Brasil la deuda pública emitida en el mercado interior indiciada al dólar, que llegó a superar un cuarto del total, ha sido totalmente cancelada. La evolución de los precios de consumo fue dispar entre países, al igual que las acciones de política monetaria. La tasa de inflación en Argentina siguió en enero por encima del 12%, y en Chile y México registró un repunte transitorio, en tanto que en Brasil se mantuvo en el 5,7% y en Colombia se redujo hasta el 4,6%. En este contexto, el Banco de México siguió suavizando el tono de la política monetaria, mientras que en Chile los tipos de interés oficiales continuaron su gradual escalada. Por último, hay que destacar el mantenimiento de unos amplios superávits por cuenta corriente y públicos primarios en 2005, superiores al 1% y al 3% del PIB, respectivamente, en el conjunto del área.

De acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, en el cuarto trimestre de 2005 el PIB del área del euro creció un 0,3% en términos intertrimestrales, tras haber aumentado un 0,6% en el trimestre precedente, lo que ha supuesto una interrupción del ritmo gradual de mejora que venía registrando desde finales de 2004. No obstante, en términos interanuales, el PIB se situó en el 1,7%, una décima por encima de la tasa de variación del trimestre anterior. En el conjunto de 2005, el producto del área creció un 1,3%, ocho décimas por debajo de la tasa media de 2004. También según estimaciones preliminares, Alemania y Francia han registrado un ritmo de expansión muy inferior al del trimestre precedente, siendo el crecimiento nulo en el primer país y del 0,2% en el segundo, mientras que en Holanda y España se han observado tasas de crecimiento cercanas al 1%. Aunque todavía no se dispone de información sobre la composición del crecimiento en la UEM, la información disponible para algunos países apunta hacia el mantenimiento del vigor de la inversión y la debilidad del consumo privado y público.

La información aparecida más recientemente proporciona señales de mejora, en especial la referida al inicio de 2006. Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial correspondiente a diciembre registró un avance intermensual casi nulo, situándose la tasa de variación intertrimestral en el cuarto trimestre por debajo de las registradas los dos trimestres precedentes. En enero, sin embargo, los índices de confianza relativos a la industria, la construcción y los servicios volvieron a experimentar un avance, con la excepción del índice PMI de directores de compras referido al sector de manufacturas, que se mostró estable, si bien en niveles superiores a 50, coherentes con una expansión. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor aumentaron muy moderadamente tanto en diciembre como en el conjunto del cuarto trimestre. En esta línea evolucionaron los indicadores de confianza de los consumidores y del comercio minorista, que en enero se mantuvieron estables. En cambio, en ese mes las matriculaciones de automóviles experimentaron un crecimiento notable.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios de consumo, según la información de carácter provisional facilitada por Eurostat, la inflación del área, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, aumentó dos décimas en enero, hasta el 2,4% (véase gráfico 5). Aunque no se dispone todavía del desglose por componentes del IAPC, la información publicada por algunos países miembros sugiere que la aceleración de los precios está relacionada con la reversión de un efecto base que afectó a los precios de los alimentos no elaborados un año antes y con el impacto del aumento de los precios energéticos. Por su parte, los precios industriales crecieron a una tasa interanual del 4,7% en diciembre, cinco décimas por encima

		2005				2006	
		SEP	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (b)	Índice de producción industrial	1,3	0,2	2,9	2,5		
	Comercio al por menor	1,0	0,3	0,6	0,8		
	Matriculaciones de turismos nuevos	4,6	0,1	-2,0	-1,8	2,0	
	Indicador de confianza de los consumidores	-14,0	-13,0	-13,0	-11,0	-11,0	
	Indicador de clima industrial	-7,0	-6,0	-7,0	-5,0	-4,0	
	IAPC (c)	2,6	2,5	2,3	2,2	2,4	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (d)	M3	8,4	7,9	7,6	7,3		
	M1	11,1	11,2	10,4	11,3		
	Crédito a los sectores residentes	7,4	7,8	8,2	8,4		
	AAPP	1,4	1,9	3,4	4,5		
	Otros sectores residentes	9,1	9,4	9,4	9,5		
	De los cuales:						
	— Préstamos a hogares	8,6	9,0	9,2	9,4		
	— Préstamos a sociedades no financieras	7,3	7,3	7,5	8,0		
	EONIA	2,09	2,07	2,09	2,28	2,33	2,35
	EURIBOR a tres meses	2,14	2,20	2,36	2,47	2,51	2,58
	Rendimiento bonos a diez años	3,16	3,32	3,53	3,41	3,39	3,56
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	1,07	1,18	1,06	1,11	1,06	1,06
	Tipo de cambio dólar/euro	1,226	1,201	1,179	1,186	1,210	1,196
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	17,7	13,9	18,3	23,0	4,1	6,8	

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

a. Media del mes hasta el día 20 de febrero de 2006.

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

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

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

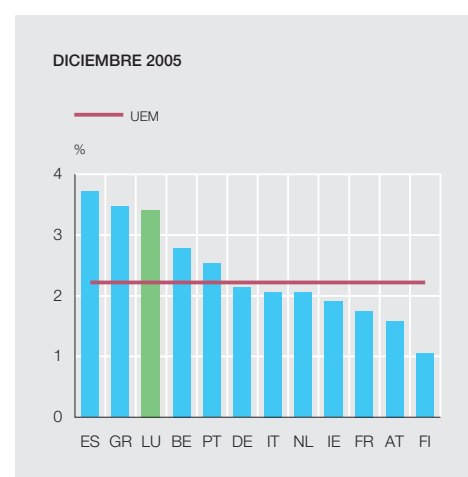
e. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 20 de febrero de 2006.

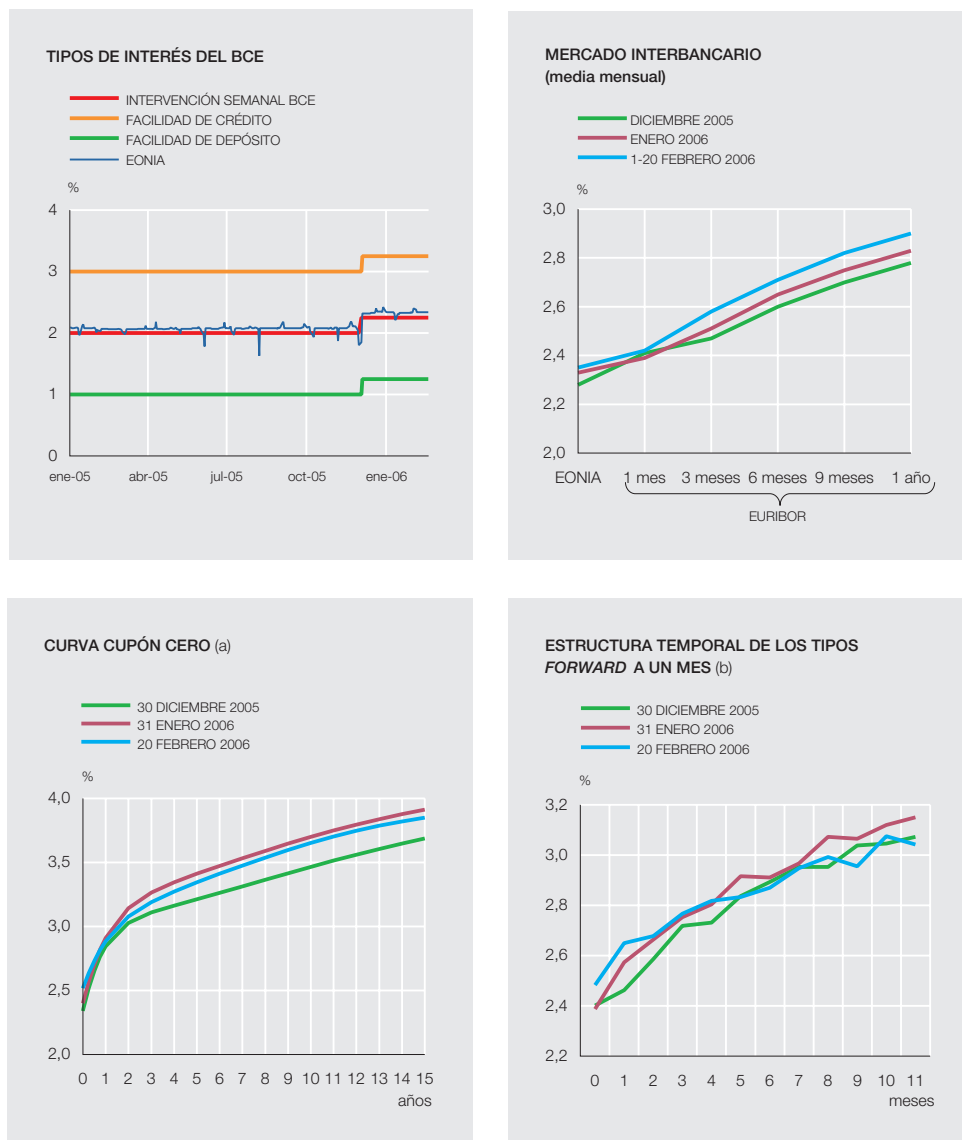
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5



FUENTE: Eurostat.





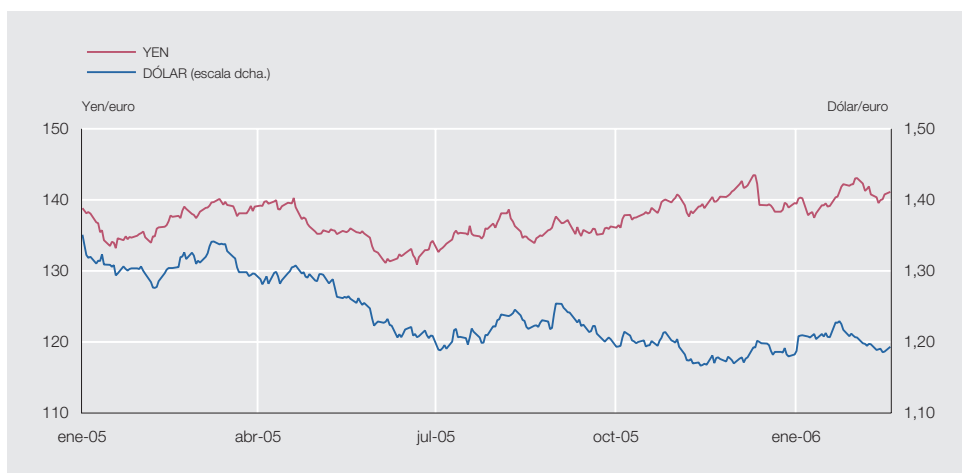
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

de la tasa observada el mes anterior, como consecuencia, en su mayor parte, de la evolución del componente energético.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión del 2 de febrero, mantener 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 2,25%, 1,25% y 3,25%, respectivamente (véase gráfico 6). No obstante, el BCE alertó de la persistencia de riesgos alcistas para la estabilidad de los precios y anunció el mantenimiento de una actitud vigilante, ante un escenario de recuperación económica acompañado de abundante liquidez, con el fin de garantizar el anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo en niveles acordes con la estabilidad de precios.

En el mercado interbancario, la estabilidad ha sido la nota dominante en las primeras semanas del año en curso, de forma que la curva de rendimientos por plazos ha intensificado muy lige-



FUENTES: BCE y Banco de España.

ramente su pendiente positiva. En los mercados secundarios de deuda pública del área del euro, las rentabilidades a diez años aumentaron moderadamente a lo largo de enero, hasta situarse en el 3,6%. En Estados Unidos, el rendimiento de los activos análogos siguió una trayectoria similar y, como consecuencia, se mantuvo invariado el diferencial entre este país y la UEM.

En los mercados de renta variable europeos, las cotizaciones han experimentado un ascenso en las primeras semanas de febrero, de manera que el índice Dow Jones EURO STOXX amplió acumula una revalorización cercana al 7% desde principios de año. En este mismo período, el euro se ha depreciado casi un 3% respecto al dólar, hasta alcanzar en los últimos días niveles similares a los de finales de 2005, en torno a los 1,19 dólares por euro (véase gráfico 7). En términos del tipo de cambio efectivo nominal, en el euro no se ha registrado ningún movimiento importante desde principios de año.

En cuanto a la evolución de los agregados monetarios y crediticios en la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de M3 disminuyó en diciembre tres décimas de punto, hasta situarse en el 7,3%. Continuó, por lo tanto, la tendencia de suave desaceleración que ha caracterizado a esta variable en el último trimestre. El ritmo de avance del crédito concedido al sector privado permaneció estable, situándose en el 9,5% en tasa interanual. Por lo que se refiere al desglose de los préstamos por finalidades, mientras que los otorgados a las sociedades no financieras y los destinados a financiar la adquisición de vivienda prolongaron su senda de aceleración, los concedidos a las familias para la compra de bienes de consumo perdieron dinamismo.

Evolución financiera en España

Durante el mes de diciembre de 2005, la deuda de los hogares y de las sociedades no financieras volvió a acelerarse, al tiempo que los ritmos de avance de los activos financieros más líquidos de ambos sectores se mantuvieron prácticamente inalterados. Esta evolución se enmarcó en un contexto en el que las condiciones de financiación continuaron siendo holgadas, si bien se registraron, como en los meses precedentes, aumentos moderados en las rentabilidades negociadas en los mercados y en los tipos de interés bancarios. La información provisional correspondiente a enero de 2006 apunta a un ligero descenso en la elevada tasa de expansión del crédito de las familias y a un mantenimiento en el crecimiento interanual de los fondos ajenos recibidos por las empresas y de los activos más líquidos de las carteras del sector privado no financiero.

TIPOS		2002	2003	2004	2005		2006		
		DIC	DIC	DIC	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB (a)
TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito a vivienda	...	3,46	3,39	3,31	3,35	3,46	...	
	Crédito a consumo y otros fines	...	6,40	6,27	6,27	6,07	6,26	...	
	Depósitos	...	1,11	1,15	1,14	1,18	1,23	...	
SOCIEDADES NO FINANCIERAS									
	Crédito (c)	...	3,75	3,44	3,43	3,55	3,59	...	
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,72	2,19	2,17	2,25	2,49	2,58	2,60	2,68
	Deuda pública a cinco años	3,59	3,47	2,98	2,82	3,06	3,04	3,06	3,28
	Deuda pública a diez años	4,43	4,34	3,64	3,27	3,48	3,37	3,33	3,49
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,06	0,00	-0,00	0,01	0,01	-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	0,32	0,36	0,39	0,41	0,41
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	-23,10	27,44	18,70	17,89	18,71	20,56	3,77	6,65

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

- a. Media de datos diarios hasta el 15 de febrero de 2006.
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 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

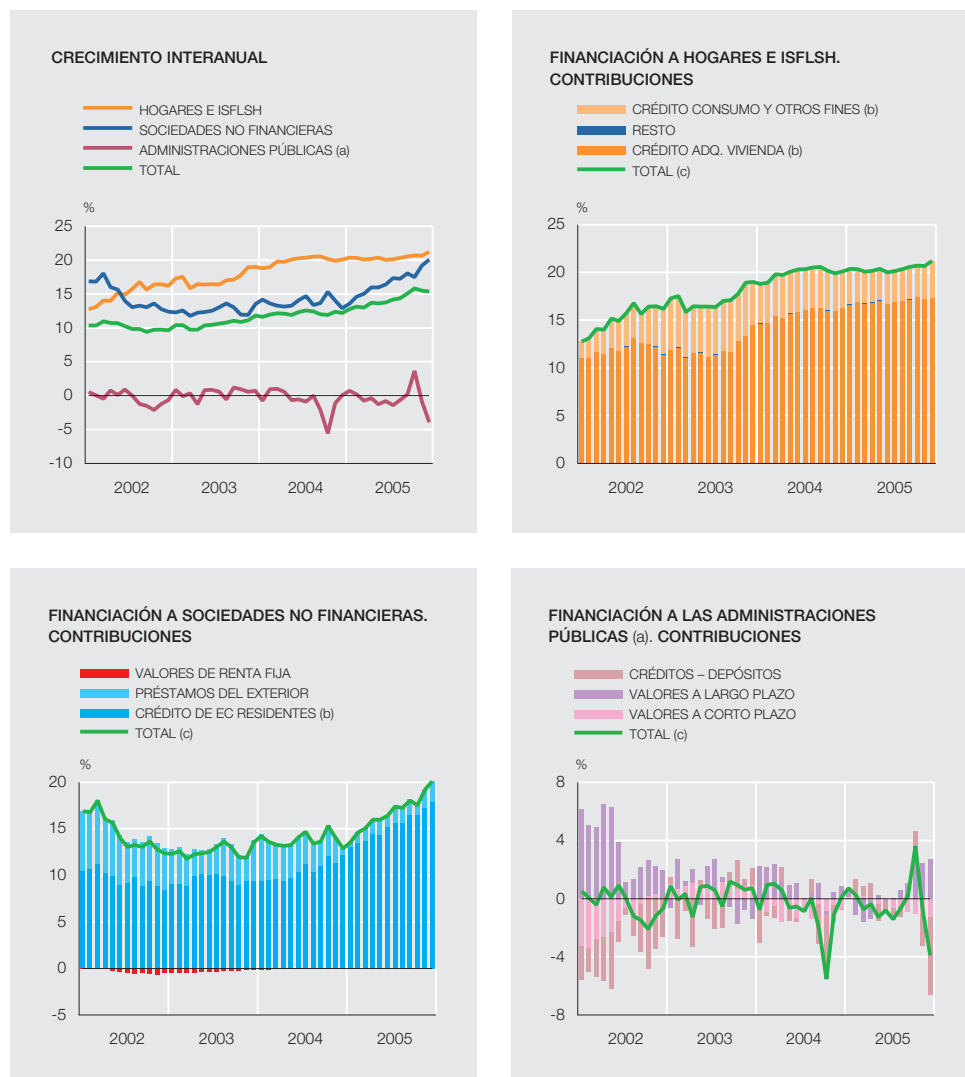
Crecimiento interanual (T1,12) (a)

CUADRO 3

	2005	2003	2004	2005		
	DIC (b)	DIC	DIC	OCT	NOV	DIC
FINANCIACIÓN TOTAL	1.752,9	11,8	12,2	15,8	15,5	15,4
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	1.442,6	15,9	16,1	18,9	19,9	20,6
Hogares e ISFLSH	650,9	19,0	20,1	20,7	20,7	21,2
<i>De los cuales:</i>						
- Crédito para adquisición de vivienda (c)	474,4	21,6	23,6	24,7	24,6	24,5
- Crédito para consumo y otros fines (c)	175,5	13,7	12,2	11,2	11,4	13,2
Sociedades no financieras	791,7	13,5	12,9	17,5	19,2	20,1
<i>De los cuales:</i>						
- Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	577,2	13,6	17,8	23,5	24,5	25,3
- Valores de renta fija	10,9	-7,8	0,2	-3,6	2,0	-1,2
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (d)	310,3	0,7	0,0	3,6	-0,8	-3,9
Valores a corto plazo	33,3	8,3	-6,2	-8,4	-8,7	-10,9
Valores a largo plazo	298,6	-1,5	0,9	2,7	2,6	3,0
Créditos - depósitos (e)	-21,6	3,7	-0,1	6,1	-6,6	-17,2

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.

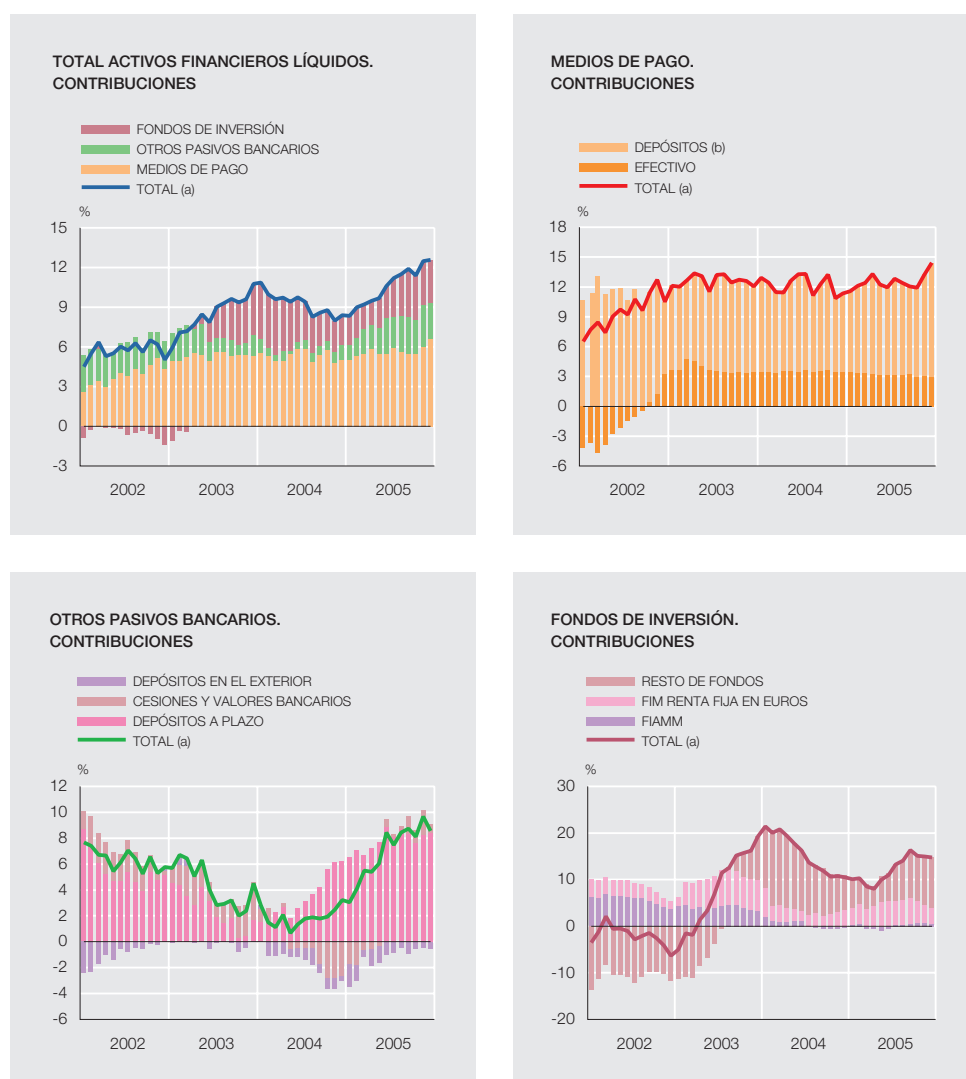


FUENTE: Banco de España.

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

En los mercados de deuda pública, las rentabilidades negociadas, tras la estabilidad que mostraron en enero, retomaron, en la parte transcurrida de febrero, la trayectoria creciente observada en el cuatro trimestre de 2005. De este modo, durante la primera quincena de febrero los tipos de interés medios de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron en el 2,68% y el 3,49%, respectivamente, lo que representa un incremento de 10 puntos básicos (pb) y de 12 pb en relación con los correspondientes niveles de diciembre de 2005 (véase cuadro 2). La evolución de la referencia española a diez años fue muy similar a la 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 se mantuvieron en torno a los reducidos valores de los últimos meses.

En los mercados bursátiles nacionales, las cotizaciones mantuvieron, durante la parte transcurrida de 2006, el perfil ascendente de los meses precedentes. De este modo, en la fecha



FUENTE: Banco de España.

a. Crecimiento interanual.

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

de cierre de este artículo el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba una ganancia del 6,7%, evolución algo más favorable que la del Euro Stoxx amplio de las bolsas de la UEM y que la del S&P 500 de las de Estados Unidos, que, durante el mismo período, registraron una revalorización del 5,7% y del 2,5%, respectivamente.

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 aumentaron nuevamente en diciembre de 2005, en línea con la trayectoria creciente de las rentabilidades negociadas en los mercados. Así, el precio de la financiación bancaria a las sociedades no financieras se situó en el 3,59%, 4 pb más 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 incrementó en 11 pb y 19 pb, respectivamente, y alcanzó el 3,46% y 6,26%, y la remuneración de sus depósitos se elevó 5 pb, hasta el 1,23%.

La financiación recibida por los sectores residentes no financieros creció, en diciembre de 2005, a una tasa interanual similar a la del mes precedente. Esta evolución resultó de un au-

mento en los ritmos de expansión de la deuda de los hogares y de las sociedades, que se situaron en torno al 21% y al 20%, respectivamente, que fue compensado por la contracción de los pasivos netos de las Administraciones Públicas (véanse cuadro 3 y gráfico 8).

La desagregación por componentes muestra que, en el caso de los hogares, el ritmo de avance de los préstamos para la adquisición de vivienda se mantuvo en valores muy elevados, por encima del 24%, al tiempo que los recursos destinados al consumo y otros fines se aceleraron (crecieron, en relación con el mismo período del año anterior, en torno al 13%, casi 2 pp más que en noviembre). Por su parte, el mayor dinamismo de los fondos recibidos por las sociedades no financieras fue, principalmente, resultado del comportamiento expansivo del crédito otorgado por las entidades residentes, que es la principal rúbrica dentro de la deuda empresarial. Por el contrario, la emisión neta de valores de renta fija por parte de este sector fue negativa en términos acumulados de doce meses. La información provisional correspondiente a enero apunta a un mantenimiento de la tasa de variación interanual de la financiación de las empresas y a un ligero descenso de la de las familias.

Al cierre de 2005, la deuda neta de las Administraciones Públicas se redujo casi un 4% en relación con el mismo período del año precedente. Esta evolución fue el resultado de una amortización neta de valores a corto plazo y de un descenso del saldo entre créditos y depósitos, que no se compensaron con la emisión neta positiva de instrumentos a largo plazo.

El ritmo de expansión interanual de los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares se mantuvo, en diciembre de 2005, en los niveles más elevados de los últimos años, resultado de una evolución heterogénea por instrumentos. Así, los medios de pago se aceleraron, mientras que las tasas de variación de los demás componentes se redujeron (véase gráfico 9). En el caso de los fondos de inversión, el patrimonio de los FIAMM y, sobre todo, de los FIM de renta fija mostró cierta ralentización, que no fue compensada por el mayor dinamismo del resto de los FIM. La información provisional referente a enero no muestra cambios significativos en el crecimiento de los activos financieros más líquidos del sector privado.

28.2.2006.