

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Evolución reciente de la economía española

Evolución del sector real de la economía española

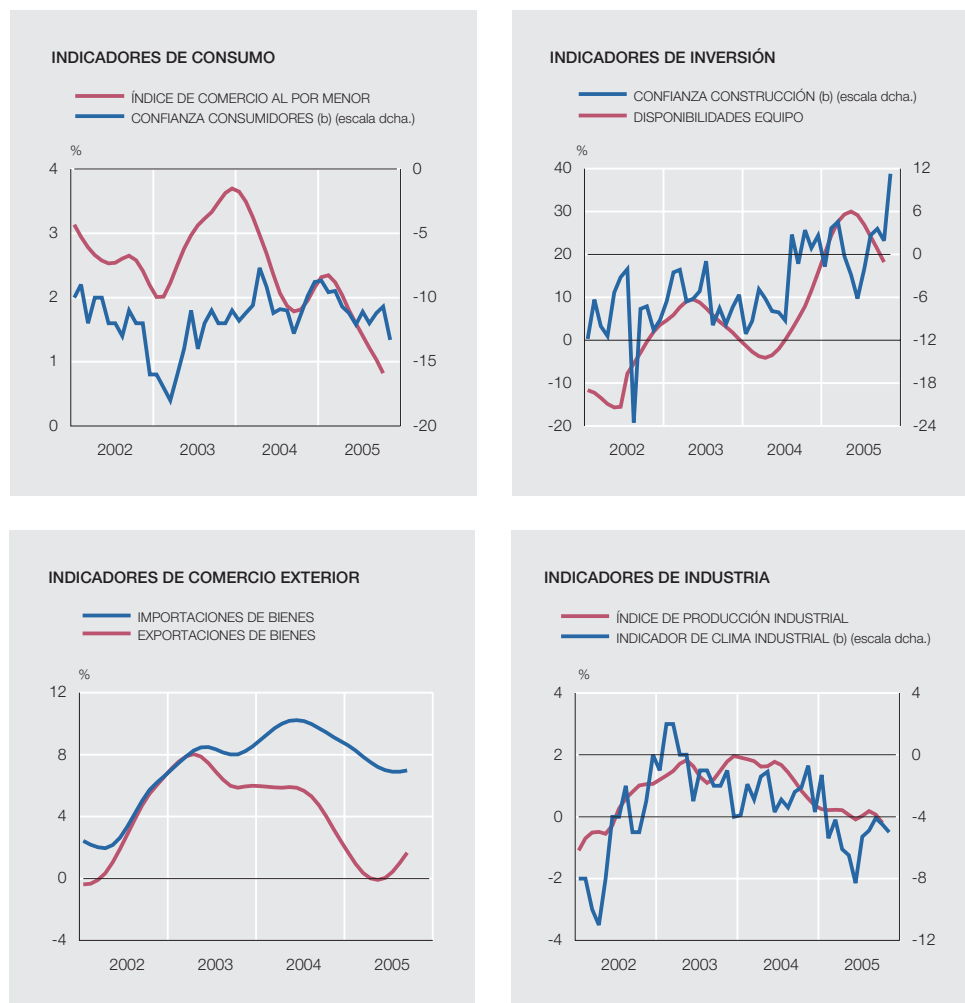
Como ya se comentó en el *Boletín Económico* de noviembre, las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral correspondientes al tercer trimestre de 2005 prolongaron el creciente dinamismo que viene mostrando la actividad económica desde mediados del año pasado, al situar el aumento interanual del PIB español en el 3,5%, una décima más de lo observado en el trimestre anterior¹. Este comportamiento fue consecuencia de una menor contribución negativa al crecimiento del sector exterior, mientras que la demanda nacional mantuvo un avance sostenido y relativamente estable, cercano al 5%. El gasto interno siguió apoyándose en la inversión en construcción, que reforzó su crecimiento, y en el consumo privado, que apenas se desaceleró dos décimas, mientras que la inversión en equipo experimentó una mayor moderación, aunque creció a tasas próximas al 9%. La información referida a los meses finales del año, todavía muy parcial, se sitúa en línea con estas tendencias, aunque en algún caso, como el de la fuerte ralentización registrada por las exportaciones y las importaciones en octubre, es difícil realizar una valoración, ya que puede estar afectada por la huelga de transportistas que tuvo lugar en dicho mes. Asimismo, entre los indicadores de oferta, la mayor debilidad que ha mostrado la producción industrial en octubre puede estar condicionada por los problemas de abastecimiento ocasionados por dicha huelga.

Entre la información coyuntural referida al consumo privado, las encuestas de opinión dirigidas a los empresarios del comercio minorista mostraron una cierta mejora del indicador de confianza en noviembre, a pesar de que el índice de ventas al por menor, en términos reales, experimentó un leve retroceso en el mes anterior, prolongando así su tendencia a la desaceleración, que ha afectado en la misma medida a las ventas de alimentos y a las de productos no alimenticios. En esta misma línea, el indicador de confianza de los consumidores sufrió una ligera disminución en noviembre (véase gráfico 1). En relación con el consumo duradero, las matriculaciones de automóviles siguieron disminuyendo en noviembre (-2,6%), aunque a un ritmo inferior al experimentado el mes anterior, evolución que confirma los signos de pérdida de dinamismo de este componente del gasto. No obstante, en términos más generales, tanto el índice de disponibilidades de bienes de consumo como el indicador sintético del consumo privado mantienen ritmos de crecimiento sostenidos.

Los indicadores de inversión en bienes de equipo han tendido a moderar su dinamismo. Así, el indicador de clima industrial del sector productor de bienes de inversión registró en noviembre un empeoramiento, como consecuencia del deterioro sufrido por las perspectivas de producción, si bien la cartera de pedidos permaneció sin cambios. Por otro lado, las importaciones de bienes de equipo han perdido parte de la fortaleza mostrada en los meses centrales del año, lo que, unido a la contracción que viene observándose en la producción interior de estos bienes, ha derivado en un comportamiento menos expansivo del indicador de disponibilidades.

En relación con la construcción, el indicador de confianza registró un avance sustancial en noviembre, hasta un valor cercano a su máximo histórico, producto de sendas mejoras en la contratación actual y en la tendencia del empleo, ilustrando la fortaleza que viene caracterizando al sector. También los indicadores de empleo evolucionaron favorablemente: la afiliación a la Seguridad Social prolongó hasta noviembre el progresivo aumento de su ritmo de crecimiento —incluso corregido por el efecto de la regularización de inmigrantes—, al igual

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



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.

que ha ocurrido con el paro registrado, que experimentó una caída significativa en dicho mes. No obstante, los indicadores de carácter adelantado han mostrado en el período transcurrido de este año un avance más moderado que el registrado en 2004. Así, la superficie a construir según los visados de obra nueva para viviendas ha acumulado un incremento del 3,7% en los nueve primeros meses, por debajo del 10% observado en 2004. Asimismo, la licitación en obra civil presenta una expansión muy inferior a la del año anterior, si bien se espera un aumento a finales de año.

En octubre se observó una brusca ralentización tanto de las exportaciones como de las importaciones de bienes —que, en el primer caso, se tradujo en una tasa interanual negativa—, que, como se ha señalado antes, puede estar relacionada con la huelga del transporte. El déficit comercial aumentó un 23%, en términos nominales, en dicho mes, cifra algo inferior a la tasa acumulada hasta septiembre, con lo que el déficit acumulado en los diez primeros meses del año se situó en torno a un 30% por encima del registrado durante el mismo período del año anterior. Por otra parte, los indicadores referidos al turismo han tendido a intensificar la recuperación detectada a partir del segundo trimestre de este año. Las pernoctaciones de extranjeros prolongaron en octubre y noviembre el perfil de aceleración observado el mes

anterior, acumulando un aumento del 3,4%, mientras que los turistas extranjeros entrados por fronteras crecieron un 7,7% en noviembre, tras la ligera disminución de su tasa interanual en octubre.

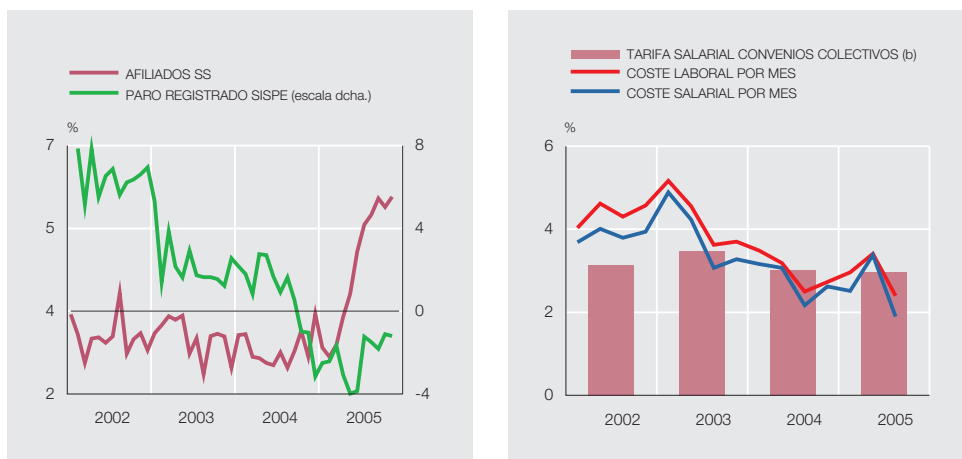
El saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital acumuló un déficit de 43.085 millones de euros en los nueve primeros meses del año, un 82,1% superior al registrado en el mismo período de 2004. El déficit de la balanza por cuenta corriente se incrementó un 63,9%. La ampliación del déficit corriente se debió, principalmente, al empeoramiento de la balanza comercial, que se situó en 50.919 millones, y, en menor medida, al retroceso del superávit de la balanza de servicios, hasta los 16.713 millones. Esta última se vio afectada por la contracción del saldo positivo de la balanza de turismo y viajes, que solo pudo ser compensada parcialmente por la favorable evolución de los otros servicios. Finalmente, la balanza de capital alcanzó un superávit de 5.762 millones, en torno a un 7% menos que en 2004, debido a la disminución de los ingresos por transferencias de capital de la UE.

Desde la óptica de la oferta, la ligera contracción experimentada por el índice de producción industrial (IPI) en octubre está en línea con la atonía de la actividad industrial a lo largo del año. No obstante, este retroceso en la producción industrial pudo estar, en parte, condicionado por la huelga de transportistas que tuvo lugar en dicho mes y que supuso problemas de abastecimiento de materias primas e intermedias para algunas industrias. Por destino económico, la producción de bienes de consumo y, en concreto, de alimentos experimentó un retroceso, mientras que en el resto de componentes —bienes de equipo y productos no alimenticios— se observó una moderación del ritmo de contracción que venían registrando. Los restantes indicadores de la industria han evolucionado, en general, favorablemente en el mes de noviembre. El índice de gestores de compras (PMI) siguió acumulando pequeños avances, que confirman su recuperación, mientras que la confianza industrial se mantuvo estabilizada, con mejoras en las perspectivas de producción y en la cartera de pedidos. Por su parte, los indicadores de empleo mantuvieron un tono similar al de los pasados meses, con una leve caída en el ritmo interanual de afiliación a la Seguridad Social (-0,4%) y también un ligero descenso en el paro registrado (-0,5%).

En cuanto a la actividad del sector terciario, la información coyuntural es bastante positiva. Por una parte, los indicadores de opinión —índice de gestores de compras (PMI) e indicador de confianza— se recuperaron en noviembre de la caída experimentada un mes antes y, por otra, los indicadores del mercado de trabajo evolucionaron favorablemente en dicho mes, con una disminución del 0,5% del paro registrado y un aumento de la afiliación del 6,8%.

En general, los indicadores del empleo han presentado un notable dinamismo en noviembre. Así, los afiliados a la Seguridad Social aumentaron un 5,6% en tasa interanual, dos décimas más que el mes anterior (véase gráfico 2). Descontando los efectos derivados del proceso de regularización de inmigrantes, también se apreció un avance en el número de afiliados, cuya tasa interanual fue del 2,7% en octubre, una décima superior a la del mes anterior. No obstante, el paro registrado situó su tasa interanual en el -1,2%, confirmando la tendencia reciente hacia unos menores ritmos de descenso.

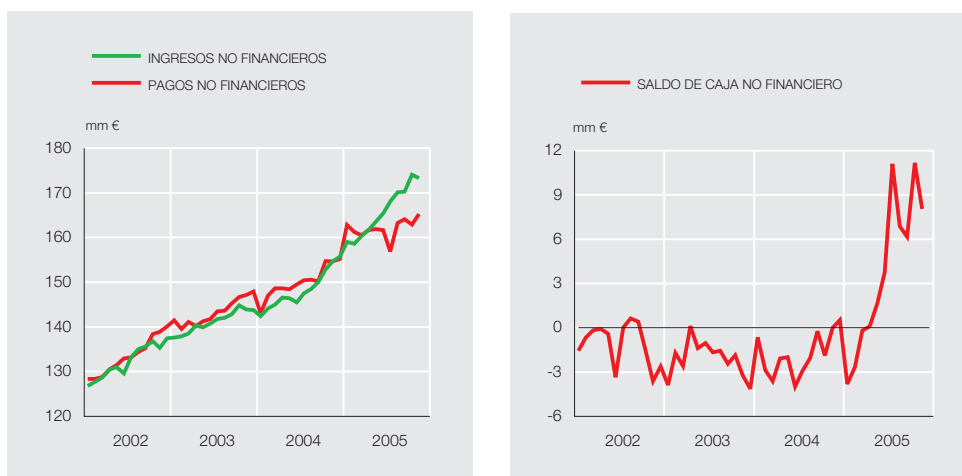
Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo hasta noviembre de 2005 un superávit de 14.871 millones de euros (1,7% del PIB), frente al superávit de 1.774 millones de euros (0,2% del PIB) registrado hasta noviembre de 2004. En términos de caja, la ejecución presupuestaria hasta noviembre de 2005 se saldó con un superávit de 11.209 millones de euros, frente al superávit de 3.223 millones registrado en el mismo período del año anterior. Siguiendo con la ejecución en términos de caja, los ingresos registraron una cierta desaceleración.



FUENTES: INE y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

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

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



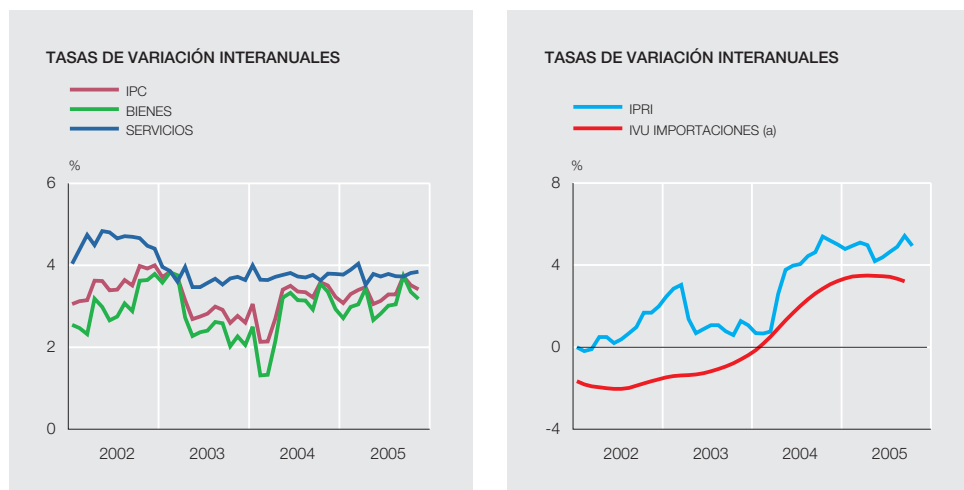
FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

- 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.

ración, si bien conservaron un elevado dinamismo, al crecer un 13%. Por su parte, los pagos se aceleraron moderadamente y aumentaron un 5,6%, frente al 4,6% del mes anterior. La relativa moderación en el ritmo de crecimiento de los ingresos se extendió a las principales figuras impositivas, mientras que la aceleración de los pagos se debió, sobre todo, al capítulo de intereses y a los pagos de capital.

Precios y costes

En el tercer trimestre del año, el coste laboral por trabajador y mes mostró una desaceleración de un punto porcentual, al crecer un 2,4% en tasa interanual, interrumpiendo la tendencia creciente que venía registrando desde el verano de 2004. Detrás de esta evolución se encuentra la ralentización, aún más acusada, observada en el ritmo de avance de su componente salarial, puesto que el resto de costes, por el contrario, se aceleraron levemente, al crecer un 3,7%. Por ramas de actividad, la desaceleración del coste laboral por persona y mes fue



FUENTES: INE y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

generalizada, siendo menos intensa en los servicios, donde mantiene crecimientos más altos (2,9%). En la industria y en la construcción, el ritmo de aumento del coste por mes fue más moderado (2,1% y 2,2%, respectivamente), tras experimentar una importante ralentización en ambos casos. Por su parte, el aumento salarial pactado en los convenios colectivos registrados hasta noviembre se elevó ligeramente, hasta el 2,95%, en relación con los registrados hasta octubre. Este incremento se mantiene, sin embargo, por debajo del registrado en 2004, antes de la inclusión de las cláusulas de salvaguardia (3,02%). En el último mes se ha producido un notable avance en el proceso de negociación, que abarca ya a 7,9 millones de trabajadores —en torno al 83% de los que firmaron convenio para 2004—. Por ramas de actividad, el aumento de las tarifas repuntó levemente en la industria (2,98%) y en los servicios (2,88%), permaneciendo estable en la construcción (2,92%) y en la agricultura (3,44%).

Los precios de consumo aumentaron un 0,2% en noviembre respecto al mes anterior, con lo que la tasa interanual se redujo una décima, hasta el 3,4% (véase gráfico 4). Este recorte fue debido, exclusivamente, a la moderación de los precios de los productos energéticos, que disminuyeron casi tres puntos porcentuales (pp), mientras el 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 2,7%. Dentro del IPSEBENE, la tasa interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se incrementó en una décima, hasta el 1,2%, y la de los alimentos elaborados, en tres, hasta el 3,2%. Los ritmos de avance interanual de los servicios y de los alimentos no elaborados se estabilizaron en el 3,8% y 3,6%, respectivamente. De la misma forma, el IAPC se desaceleró una décima en noviembre, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 3,4% (0,2% en tasa intermensual). Con este dato, el diferencial de inflación con la UEM aumentó hasta 1,1 pp, dado que el IAPC de la UEM se redujo hasta el 2,3% en noviembre.

El índice de precios industriales (IPRI) redujo su tasa de variación hasta el 4,9% interanual, desde el 5% de octubre, debido al comportamiento del componente energético, cuyo ritmo de avance disminuyó en 0,5 pp, hasta el 14,7%. Entre los componentes no energéticos, los precios de producción de los bienes de consumo continuaron acelerándose, alcanzando un incremento interanual del 3,1%; los precios de los bienes de equipo aumentaron un 2%, y los de los bienes intermedios, un 3,1%.

Los precios de las exportaciones —medidos a través de los índices de valor unitario (IVU)— se moderaron en octubre, al crecer a una tasa interanual del 4,2%, frente al 5,4% de septiembre, como consecuencia de una ralentización generalizada por componentes, con la excepción de los precios de las ventas al exterior de alimentos. En el caso de los precios de las importaciones, se observó una ligera aceleración (del 4,3% al 4,8%) en octubre, compartida por todos sus componentes, con la salvedad de los precios energéticos. Los precios de los bienes de consumo importados aumentaron, con lo que su ritmo de avance interanual pasó a ser de nuevo positivo (0,8%), mientras que los precios de los bienes de equipo mostraron un súbito incremento, de casi 10 pp, hasta una tasa interanual del 14%.

Evolución económica y financiera en la UEM

El precio del petróleo experimentó un ligero aumento en diciembre, que elevó el barril de crudo Brent hasta los 57 dólares, lo que también vino acompañado de un leve incremento del precio en los contratos a futuro de largo plazo. El dólar se mantuvo relativamente estable en la segunda mitad de noviembre y primera mitad de diciembre, si bien recientemente cedió parte de la apreciación acumulada frente al euro y el yen japonés, volviendo a niveles en el entorno de 1,20 dólares por euro y 116 yenes por dólar a mediados de diciembre. A pesar de la fortaleza de los indicadores de actividad en Estados Unidos y del fuerte repunte en los flujos de capital dirigidos hacia ese país en octubre, las mejores expectativas de crecimiento en Japón y Europa y las expectativas de mercado de un posible recorte en el diferencial de intereses a favor de la divisa norteamericana pesaron más en el sentido de inducir una ligera depreciación del dólar. Por su parte, los tipos de interés a largo plazo estadounidenses se mantuvieron relativamente estables en niveles ligeramente por encima del 4,5%, al tiempo que no se registraron movimientos particularmente acusados en los principales índices bursátiles, y los diferenciales de los bonos corporativos de peor calificación crediticia registraron una leve mejora.

Por otro lado, en términos generales se mantuvo el buen comportamiento de los mercados emergentes. Así, los diferenciales soberanos se mantuvieron relativamente estables y buena parte de las bolsas en las tres regiones emergentes volvieron a superar sus niveles máximos. Los tipos de cambio registraron, sin embargo, una mayor volatilidad. En Latinoamérica, el real brasileño y el peso mexicano tendieron a depreciarse frente al dólar, a la vez que las monedas asiáticas se apreciaron en paralelo al súbito fortalecimiento del yen. En Europa del Este tendió a corregirse la depreciación de los tipos de cambio frente al euro que se había producido en noviembre.

En Estados Unidos la cifra final del crecimiento del PIB en el tercer trimestre fue del 4,1% trimestral anualizado, frente al 3,8% de la primera estimación (la tasa interanual se mantuvo en el 3,6%). Esto supuso una revisión al alza de la productividad, hasta el 4,7% anualizado en el trimestre. Los indicadores más recientes confirman el vigor del crecimiento, aunque con indicios de moderación en el consumo. Por el lado de la oferta, los pedidos de bienes duraderos crecieron un 3,7% mensual en octubre respecto al -2% en el mes anterior, mientras que en noviembre se produjo un ligero repliegue de los ISM, tanto de manufacturas como de servicios, si bien a niveles compatibles con un robusto crecimiento de ambos sectores. Por el lado de la demanda, aumentaron tanto las ventas al por menor de noviembre como los indicadores del sentimiento del consumidor de noviembre y diciembre. No obstante, lo más destacable fue el repunte de la creación de empleo en noviembre, a un ritmo similar al de antes de los huracanes, aunque la tasa de paro se mantuvo en el 5% en dicho mes. Por otra parte, los indicadores de precios del mes de noviembre se desaceleraron de nuevo, debido a la moderación de los precios de los combustibles. Así, la tasa de inflación medida por el IPC se redujo ocho décimas, hasta el 3,5% interanual, al tiempo que la tasa subyacente se mantuvo inalterada en el 2,1% interanual, y además los precios de importación cayeron un 1,7% mensual. En este contexto, la Reserva Federal volvió a aumentar los tipos de interés un cuarto de punto, hasta alcanzar

el 4,25%. Por último, se produjo un nuevo deterioro del déficit comercial en el mes de octubre, debido al mayor incremento de las importaciones frente a las exportaciones, aunque la balanza por cuenta corriente del tercer trimestre mejoró dos décimas, hasta el 6,2% del PIB, gracias al cobro de las indemnizaciones de los seguros y al incremento de las donaciones como consecuencia de los huracanes.

En Japón, la revisión de la contabilidad nacional del tercer trimestre mostró un crecimiento interanual del 2,9% —una décima menos que en la primera estimación—, en comparación con un 2,6% en el segundo trimestre (1% y 5%, respectivamente, en tasa trimestral anualizada). El notable vigor de la economía japonesa se ha reflejado también en los indicadores más recientes. Por el lado de la oferta, en octubre mejoró la evolución de la producción industrial, de los pedidos de maquinaria y de los índices sintéticos de actividad. Además, para el conjunto del cuarto trimestre, la encuesta Tankan mostró un aumento de la confianza empresarial en las grandes empresas manufactureras. Por el lado de la demanda, en octubre descendieron las ventas al por menor y continuó la caída de la renta de las familias, aunque su gasto mantuvo una evolución positiva y, ya en noviembre, aumentó la confianza del consumidor. El mercado de trabajo perdió algo de empuje en octubre: la creación de empleo se desaceleró levemente, (hasta el 0,9% interanual), la tasa de paro aumentó tres décimas (hasta el 4,5%) y se moderó el crecimiento de la remuneración de los asalariados. Por su parte, en el sector exterior se observó un menor impulso de las exportaciones y una leve aceleración de las importaciones. Por último, el índice subyacente de los precios de consumo creció un 0% interanual en octubre, abandonando por el momento el territorio deflacionista, pero el índice general se redujo un 0,7% interanual, en contraste con el 0,3% del mes previo.

En el Reino Unido, la revisión del PIB añadió una décima más al crecimiento del tercer trimestre, hasta el 1,7% interanual (1,6% trimestral anualizado), impulsado por el alza del consumo privado (1,6% interanual) y de la inversión (2,8%). Los indicadores recientes muestran una cierta dualidad: por un lado, la producción industrial se contrajo un 1,7% interanual en octubre, a la vez que la encuesta de minoristas y el PMI de manufacturas se deterioraron en noviembre, lo que apuntaría a una ulterior desaceleración de la producción de este sector. Por otro, las ventas al por menor repuntaron en dicho mes y el mercado de trabajo mantuvo su vigor, por lo que la tasa de paro permaneció en el 2,8% en noviembre. El índice de precios de consumo se desaceleró del 2,3% al 2,1% en el mes de noviembre por la caída de los precios de la gasolina, mientras que los precios de la vivienda volvieron a acelerarse ligeramente en noviembre.

En China, la mayoría de los indicadores de noviembre, como la producción industrial y la inversión en activos fijos, apuntan al mantenimiento de un elevado dinamismo, si bien las ventas al por menor moderaron levemente su vigor. En cuanto al sector exterior, tras el repunte de octubre, las exportaciones se desaceleraron considerablemente en el mes de noviembre, hasta el 18,4% interanual, mientras que el crecimiento de las importaciones se redujo moderadamente hasta el 20,4%. El superávit comercial alcanzó los 91.000 millones de dólares en los once primeros meses del año, al tiempo que la entrada de inversión extranjera directa continuó cayendo en términos interanuales. A pesar de la desaceleración de los precios de producción desde el 4% al 3,2%, la tasa de inflación de los precios de consumo se incrementó en una décima en noviembre, hasta el 1,3% interanual, por las subidas en los precios de los alimentos.

En América Latina se conocieron nuevos datos de contabilidad nacional del tercer trimestre, que mostraron una mayor moderación de lo esperado respecto al trimestre previo, especialmente en Brasil, pero también en Chile, y menor de lo esperado en Argentina. Así, en Brasil el

		2005					
		JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (b)	Índice de producción industrial	0,6	2,6	1,2	0,1		
	Comercio al por menor	-0,2	2,1	0,5	0,4		
	Matriculaciones de turismos nuevos	3,0	7,4	4,5	0,1	-2,0	
	Indicador de confianza de los consumidores	-15,0	-15,0	-14,0	-13,0	-13,0	
	Indicador de clima industrial	-8,0	-8,0	-7,0	-6,0	-6,0	
	IAPC	2,2	2,2	2,6	2,5	2,3	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	7,9	8,2	8,4	8,0		
	M1	11,1	11,6	11,1	11,2		
	Crédito a los sectores residentes	6,8	7,0	7,3	7,7		
	AAPP	1,2	1,2	1,4	1,9		
	Otros sectores residentes	8,3	8,5	8,9	9,3		
	De los cuales:						
	- Préstamos a hogares	8,5	8,6	8,6	9,0		
	- Préstamos a sociedades no financieras	6,8	6,6	7,0	7,1		
	EONIA	2,07	2,06	2,09	2,07	2,09	2,22
	EURIBOR a tres meses	2,12	2,13	2,14	2,20	2,36	2,46
	Rendimiento bonos a diez años	3,32	3,32	3,16	3,32	3,53	3,44
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,88	1,00	1,07	1,18	1,06	1,13
	Tipo de cambio dólar/euro	1,204	1,229	1,226	1,201	1,179	1,184
	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	13,6	12,4	17,7	13,9	18,3	22,0

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

a. Media del mes hasta el día 16 de diciembre 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.

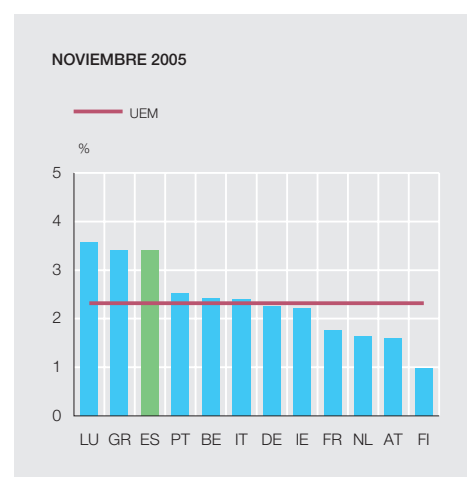
d. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, el día 16 de diciembre de 2005.

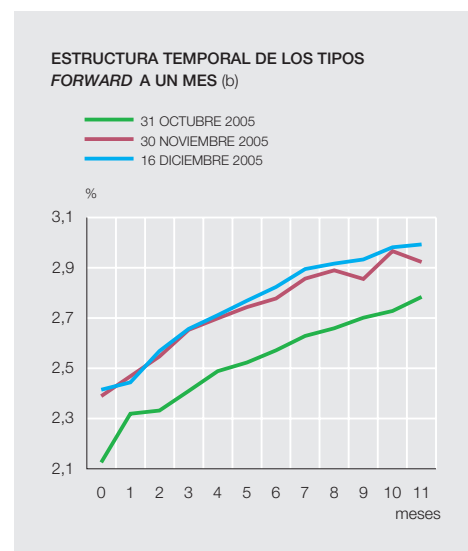
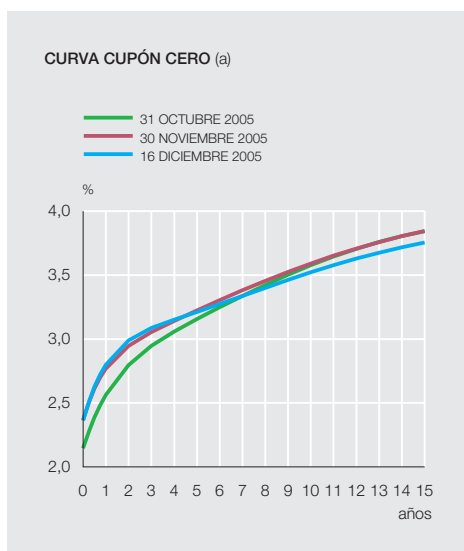
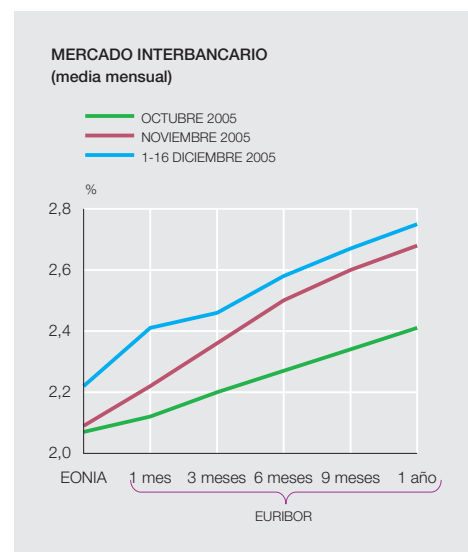
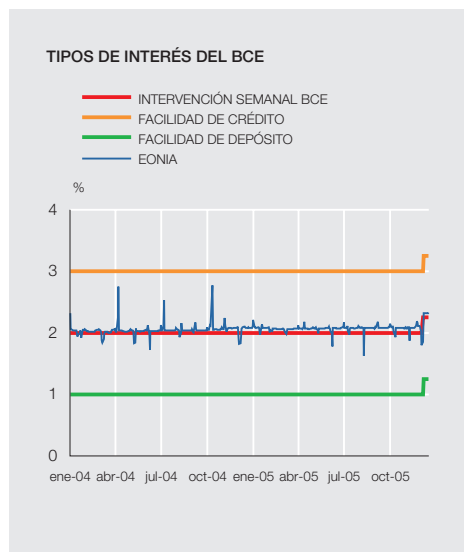
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5



FUENTE: Eurostat.



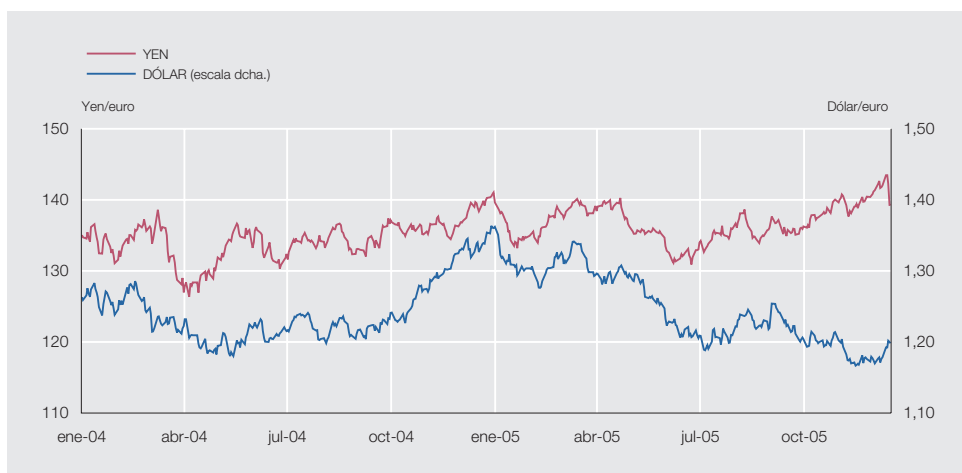


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

PIB se desaceleró tres puntos, hasta el 1% interanual, y en Chile 1,6 puntos, hasta el 5,2%. Por su parte, en Argentina la actividad se expandió un 9,2%, 1,2 puntos menos que en el período previo. En cuanto a la inflación, los datos de noviembre mostraron una moderación en Brasil, Chile, México y Perú, al compás de las apreciaciones de sus divisas y del menor impacto de las alzas en los precios del crudo. En cambio, la inflación volvió a aumentar notablemente en Argentina. En cuanto a la política monetaria, los bancos centrales de México y Brasil bajaron sus respectivos tipos de interés [50 puntos básicos (pb) ambos], en tanto que en Chile se mantuvieron inalterados. Por último, los gobiernos de Argentina y Brasil decidieron cancelar por anticipado sus préstamos pendientes con el Fondo Monetario Internacional, por unos 9.900 y 15.500 millones de dólares, respectivamente.

De acuerdo con la primera estimación de Eurostat, en el tercer trimestre de 2005 el PIB del área del euro se incrementó un 0,6% en términos intertrimestrales, tras haber aumentado un 0,4% en el trimestre precedente. Esta evolución ha supuesto, además, un notable avance de



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

cuatro décimas en su ritmo de expansión interanual, que se ha situado en el 1,6%. Por componentes, cabe destacar, por un lado, la persistencia de la debilidad del consumo privado y, por otro, el elevado dinamismo mostrado por la formación bruta de capital fijo y las exportaciones. Como consecuencia de ello, en el tercer trimestre del año aumentaron su aportación al crecimiento del PIB tanto la demanda interna —excluyendo existencias— como la demanda externa neta (hasta 0,6 y 0,3 pp, respectivamente), lo que se vio contrarrestado parcialmente por la contribución negativa de la variación de existencias.

La información aparecida más recientemente es coherente con un crecimiento sostenido de la actividad económica en el tramo final del año, si bien, probablemente, a un ritmo ligeramente inferior al observado en el tercer trimestre. En la vertiente de la oferta, aunque la evolución de la producción industrial en la UEM no fue muy favorable en octubre, al registrar una caída del 0,8% y reducir en 1,1 pp su ritmo de crecimiento interanual (hasta el 0,1%), los indicadores de opinión han mostrado un buen comportamiento en los dos primeros meses del cuarto trimestre. Así, el índice de la encuesta de directores de compras (PMI) de la industria manufacturera experimentó un nuevo avance en noviembre, mientras que el indicador de confianza industrial elaborado por la Comisión Europea permaneció inalterado. A su vez, los indicadores de opinión del sector servicios mostraron una evolución similar a los de la industria, con un incremento ligeramente mayor del PMI. Por el lado de la demanda, la información disponible no permite todavía anticipar una recuperación firme del consumo, pues al escaso dinamismo mostrado por las matriculaciones de automóviles y las ventas al por menor en la UEM, según los datos más recientes (véase cuadro 1), se unen el empeoramiento de la confianza de los minoristas y el mantenimiento de la confianza de los consumidores en el mes de noviembre. Respecto a la demanda externa, los indicadores de expectativas de exportación y de cartera de pedidos exteriores mantienen un tono favorable.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, el IAPC de la UEM creció en noviembre a una tasa de variación interanual del 2,3%, dos décimas por debajo de la registrada en octubre. Esta nueva moderación de la inflación del área ha venido dada, fundamentalmente, por la desaceleración de los precios de la energía, como resultado de la caída progresiva experimentada por el precio del petróleo a lo largo de todo el mes de noviembre. La menor aportación del componente energético y la moderada disminución del ritmo de crecimiento de los precios de los servicios han permitido compensar la aceleración del resto de componentes del IAPC. En cuanto al IPSEBENE —índice que excluye los componentes más volátiles, es decir, los

TIPOS		2002	2003	2004	2005				
		DIC	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC (a)
TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito a vivienda	...	3,46	3,39	3,29	3,28	3,30
	Crédito a consumo y otros fines	...	6,40	6,27	6,38	6,32	6,29
	Depósitos	...	1,11	1,15	1,14	1,13	1,14
SOCIEDADES NO FINANCIERAS									
	Crédito (c)	...	3,75	3,44	3,48	3,41	3,43
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,72	2,19	2,17	2,10	2,11	2,25	2,49	2,54
	Deuda pública a cinco años	3,59	3,47	2,98	2,71	2,59	2,82	3,06	3,02
	Deuda pública a diez años	4,43	4,34	3,64	3,23	3,09	3,27	3,48	3,40
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,06	0,00	-0,00	-0,03	0,00	0,01	0,01	-0,00
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	1,10	0,32	0,29	0,32	0,31	0,32	0,36	0,37
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	-23,10	27,44	18,70	12,66	21,63	17,89	18,71	18,12

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

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

alimentos no elaborados y la energía—, su tasa de crecimiento interanual se ha mantenido estable en el 1,5%. Por su parte, el índice de precios industriales (IPRI) registró en octubre una disminución de tres décimas en su tasa de variación interanual, hasta el 4,1%, como consecuencia de la fuerte desaceleración de los precios de la energía y, en menor medida, de los precios de los bienes intermedios. Las tasas de crecimiento de los restantes componentes se mantuvieron estables o experimentaron ligeros ascensos.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del 1 de diciembre, llegó a la conclusión de que el incremento de los riesgos relativos al mantenimiento de la estabilidad de precios justificaba un ajuste puntual del tono de la política monetaria, que, no obstante, debía mantener su carácter acomodaticio. Por consiguiente, el Consejo decidió aumentar los tipos de interés oficiales en 25 pb, tras dos años y medio en que habían permanecido inalterados en niveles históricamente bajos. Así, los tipos aplicados a las operaciones principales de financiación y a las facilidades de depósito y de crédito se situaron en el 2,25%, 1,25% y 3,25%, respectivamente. Por su parte, los tipos de interés del mercado interbancario han permanecido estables en lo que va de diciembre, manteniendo la curva de rendimientos su pendiente positiva (véase gráfico 6). En los mercados secundarios de deuda pública del área del euro, las rentabilidades a diez años han disminuido moderadamente durante el período analizado, hasta el nivel actual del 3,4%, mientras que en Estados Unidos han mostrado mayor estabilidad. Como consecuencia de esta evolución, el diferencial positivo entre este país y la UEM se ha situado en torno al 1,1% en los últimos días.

En los mercados de renta variable europeos, las cotizaciones han prolongado su tendencia alcista en la primera mitad del mes de diciembre, a pesar de los nuevos incrementos registrados en el precio del petróleo y de la subida de los tipos de interés. A fecha de cierre de este Boletín, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio se situaba en los niveles máximos del año,

**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		
	OCT (b)	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT
FINANCIACIÓN TOTAL	1.697,5	11,8	12,2	14,4	15,1	15,9
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	1.390,3	15,9	16,1	18,7	19,2	19,0
Hogares e ISFLSH	626,5	19,0	20,1	20,3	20,6	20,7
<i>De los cuales:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	456,1	21,6	23,6	24,3	24,4	24,6
– Crédito para consumo y otros fines (c)	169,4	13,7	12,2	10,9	11,4	11,4
Sociedades no financieras	763,9	13,5	12,9	17,4	18,2	17,6
<i>De los cuales:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	553,5	13,6	17,8	22,6	23,9	23,6
– Valores de renta fija	11,1	-7,8	0,2	3,0	-4,5	-4,1
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (d)	307,2	0,7	0,0	-0,7	0,2	3,6
Valores a corto plazo	33,5	8,3	-6,2	-4,5	-7,1	-8,4
Valores a largo plazo	293,5	-1,5	0,9	0,6	1,1	2,7
Créditos - depósitos (e)	-19,8	3,7	-0,1	-2,3	0,3	6,1

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.

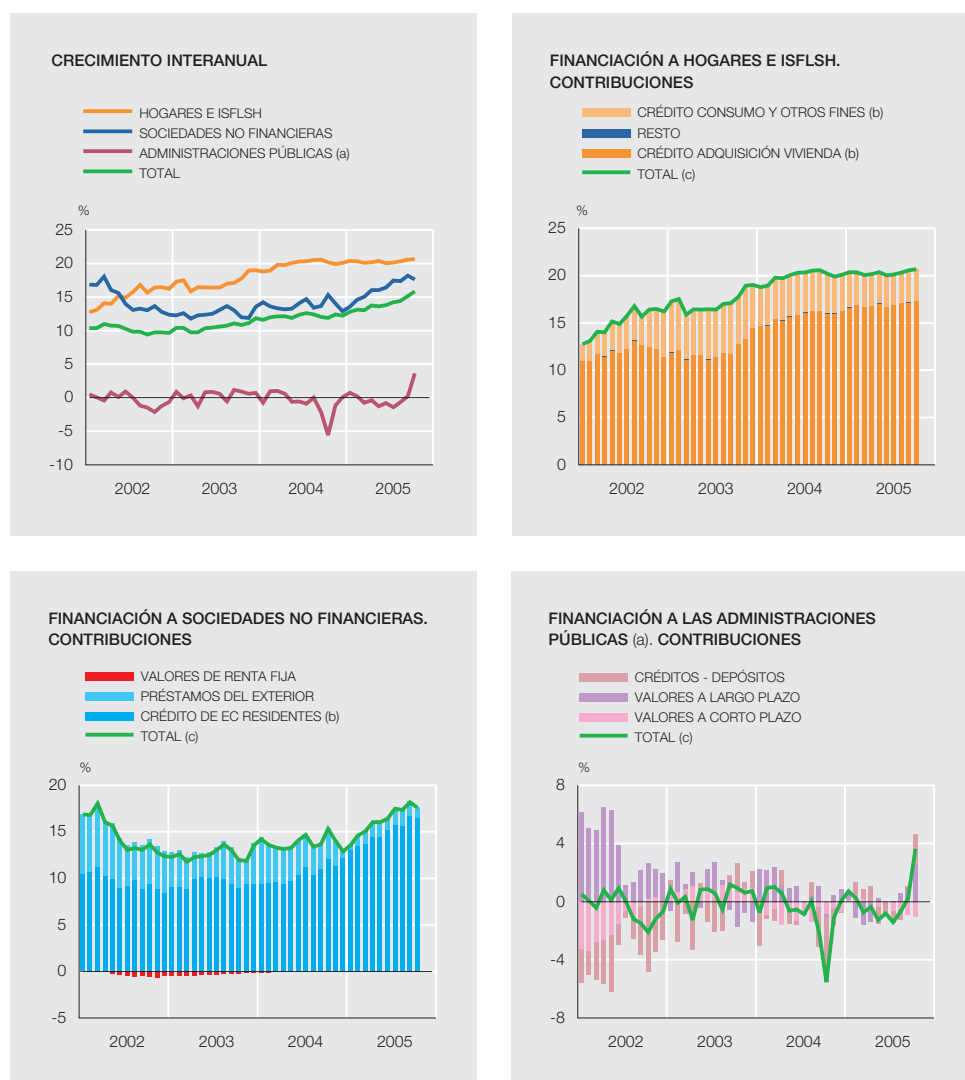
con una revalorización acumulada del 22%. En los mercados de divisas, el euro se ha recuperado con respecto al dólar en los últimos días transcurridos de diciembre, alcanzando niveles en torno a 1,20 dólares por euro (véase gráfico 7). En términos del tipo de cambio efectivo nominal, la moneda europea siguió la misma evolución, pero de forma más moderada en el período analizado.

En cuanto a la evolución de los agregados monetarios y crediticios en la zona del euro, en octubre, M3 experimentó, por primera vez desde principios de año, una disminución de su ritmo de avance, hasta situarse en el 8%, cuatro décimas inferior al observado en el mes de septiembre. Por su parte, el crédito concedido al sector privado continuó mostrando un elevado dinamismo en octubre, alcanzando una tasa interanual del 9,3%, cuatro décimas superior a la del mes anterior. Por lo que respecta al desglose sectorial, los préstamos concedidos a los hogares, tanto para la compra de bienes de consumo como para financiar la adquisición de vivienda, registraron una notable aceleración, y, asimismo, los otorgados a las sociedades no financieras incrementaron su ritmo de crecimiento interanual, pero de forma más moderada.

**Evolución financiera
en España**

Durante el mes de octubre continuó el elevado dinamismo de la deuda de los hogares y de las sociedades, mientras que los activos financieros más líquidos de ambos sectores registraron una ligera desaceleración. Esta evolución se produjo en un contexto en el que las condiciones de financiación siguieron siendo holgadas, a pesar del aumento en los tipos de interés negociados en los mercados.

Las rentabilidades de los instrumentos contratados en los mercados de deuda pública continuaron aumentando en noviembre. Sin embargo, tras el incremento el día 5 de diciembre de los tipos oficiales de la zona del euro en 25 pb, se han producido escasas variaciones en los

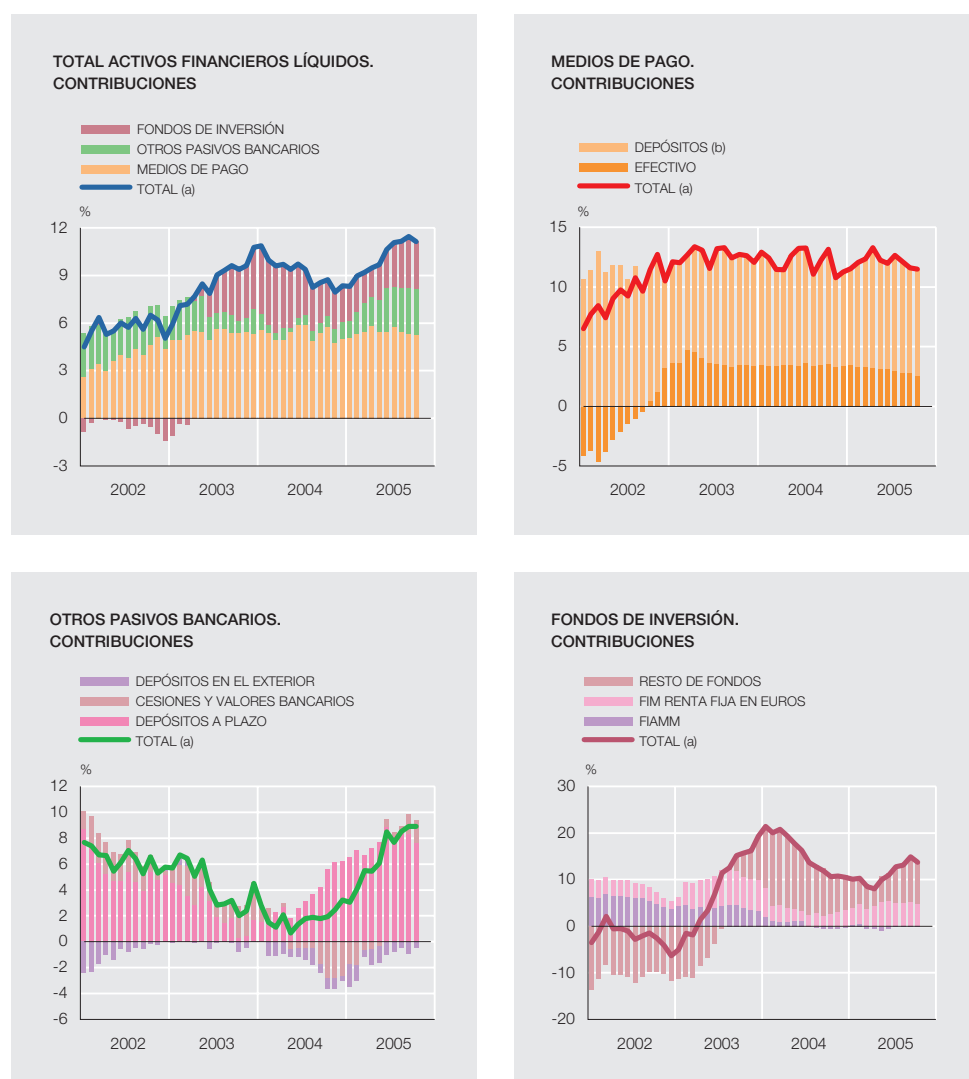


FUENTE: Banco de España.

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

precios de dichos activos. De este modo, los niveles medios de los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron, en la primera quincena de diciembre, en el 2,54% y el 3,40%, respectivamente, lo que supone ascensos de 29 pb y 13 pb respecto a los correspondientes valores de octubre (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 siguió siendo prácticamente nulo. Por su parte, las primas de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas mostraron ligeros incrementos, aunque se mantienen en registros reducidos.

En los mercados bursátiles nacionales, durante noviembre y la parte transcurrida de diciembre, las cotizaciones se situaron en torno a los mismos valores de finales de octubre, evolución que contrasta con la trayectoria ascendente de otras plazas internacionales. De este modo, en la fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa de Madrid presentaba una ganancia acumulada en el año del 18,1%, revalorización inferior al 20,9% que, en la



FUENTE: Banco de España.

a. Crecimiento interanual.

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

misma fecha, mostraba el EURO STOXX amplio de las bolsas de la UEM, aunque notablemente más elevada que la del S&P 500 de las de Estados Unidos (4,9%).

Los tipos de interés de las operaciones nuevas de activo y pasivo aplicados por las entidades de crédito al sector privado no financiero mostraron escasas variaciones durante el mes de octubre. Así, el coste de los préstamos a hogares para consumo y otros fines se situó en el 6,29%, 3 pb por debajo del nivel de septiembre, mientras que el precio de la financiación para la adquisición de vivienda y el correspondiente a los créditos destinados a sociedades aumentaron 2 pb respecto a las cifras del mes precedente, hasta situarse en el 3,30% y el 3,43%, respectivamente. Por su parte, la remuneración de los depósitos de las familias permaneció prácticamente inalterada, en el 1,14%.

La financiación recibida por los sectores residentes no financieros registró, en octubre, un crecimiento interanual cercano al 16%, casi 1 pp por encima del dato de septiembre (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Esta evolución fue, principalmente, el resultado de la aceleración de los

fondos captados por las Administraciones Públicas, ya que los ritmos de avance interanual de la deuda de los hogares y de la de las sociedades fueron similares a los del mes precedente, situándose en el entorno del 20,5% y 18%, respectivamente.

Por lo que se refiere a los hogares, el dinamismo de la deuda siguió estando apoyado en la elevada expansión de la financiación para adquisición de vivienda, que continuó creciendo a un ritmo interanual superior al 24%. Por su parte, todos los componentes de los recursos ajenos captados por las sociedades no financieras tuvieron un comportamiento ligeramente menos expansivo que en septiembre. A pesar de ello, la tasa de variación de los créditos concedidos por las entidades residentes a las empresas, que suponen la principal fuente de financiación del sector, se mantuvo por encima del 23%.

En el caso de las Administraciones Públicas, los fondos captados en los últimos doce meses, equivalentes a más del 3% del nivel de financiación existente en octubre de 2004, fueron el resultado de una emisión neta de valores a largo y de un incremento del saldo entre créditos y depósitos, que no se compensaron con 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 octubre, una ligera desaceleración, fruto, principalmente, de la menor expansión del patrimonio de los fondos de inversión (véase gráfico 9). La evolución de estos estuvo marcada por la moderada reducción del crecimiento interanual de los FIM, que, no obstante, se mantuvo en valores superiores al 18%, y por el reducido incremento del patrimonio de los FIAMM, que se situó ligeramente por encima del nivel alcanzado en el mismo mes del año anterior.

26.12.2005.