

## EVOLUCIÓN RECENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

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

De acuerdo con las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), en el segundo trimestre de 2005 el ritmo de crecimiento interanual del PIB se incrementó una décima, hasta el 3,4%<sup>1</sup>. Desde el punto de vista de su composición, el crecimiento siguió estando caracterizado por la notable divergencia entre el elevado ritmo de avance de la demanda interna y una aportación muy negativa del sector exterior, pautas que apenas se atenuaron durante el segundo trimestre. Así, la demanda interna se desaceleró una décima, hasta crecer un 5,6% en tasa interanual, debido a la menor contribución del gasto en consumo de las AAPP, mientras que el consumo privado y la inversión en construcción mantuvieron la fortaleza de trimestres precedentes, y la inversión en bienes de equipo y el gasto en otros productos intensificaron su ritmo de avance. En cuanto al sector exterior, la recuperación tanto de las exportaciones como de las importaciones se tradujo en una ligera reducción de su aportación negativa al crecimiento del PIB. Desde la óptica del valor añadido, la mayor atonía de la industria se compensó con el dinamismo de los servicios de mercado y de la construcción, y con la evolución menos contractiva de las ramas agrícola y pesquera. El empleo creció a un ritmo interanual del 3,2%, de forma que la productividad aparente del trabajo siguió presentando incrementos muy bajos (0,2%). Por último, tanto los costes laborales unitarios como el deflactor del PIB se aceleraron en una décima, hasta el 2,5% y 4,2%, respectivamente.

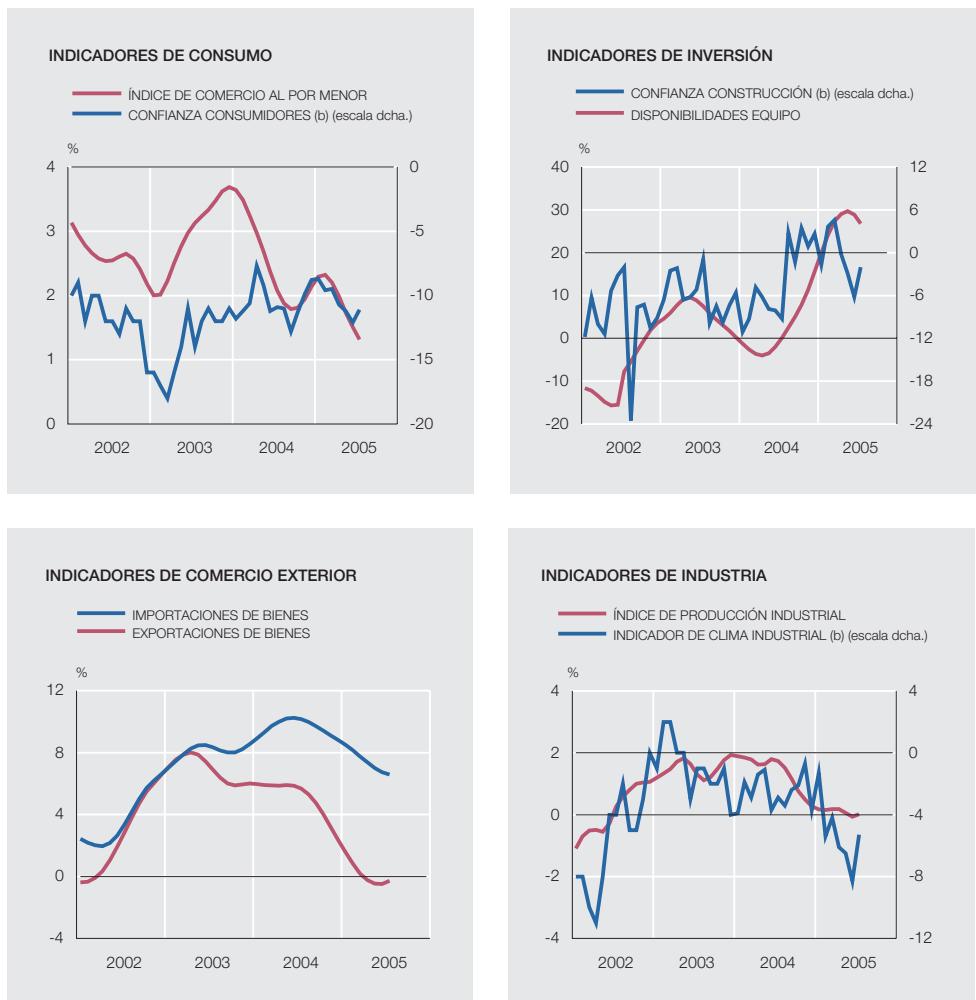
Junto con los datos del segundo trimestre, el INE ha publicado las series de la Contabilidad Nacional (base 2000) desde el año 1995 hasta el 2004. Para los años 2000-2004, las nuevas estimaciones coinciden básicamente con las avanzadas en el mes de mayo, con la salvedad de que se ha revisado el crecimiento estimado en el año 2003, pasando del 2,9% al 3%. Por su parte, las estimaciones para el período 1995-1999, que se facilitan por vez primera en la nueva base, han supuesto una sustancial revisión al alza del crecimiento en los años 1999 y 2000<sup>2</sup>.

En cuanto a la información más reciente, los últimos indicadores del consumo privado han mostrado evoluciones dispares (véase gráfico 1). Las encuestas de opinión reflejaron en julio un sentimiento más positivo, con leves mejoras en los indicadores de confianza de los consumidores y del comercio minorista, así como en el indicador de clima industrial de los productores de bienes de consumo. Las matriculaciones de automóviles se recuperaron en agosto del bache registrado en julio y mantienen un crecimiento tendencial similar al del segundo trimestre. En cambio, el índice deflactado de ventas del comercio al por menor registró un descenso interanual del 1,5% en julio, manteniendo el perfil de desaceleración que viene observándose desde principios de año. Los indicadores de disponibilidades y el indicador sintético de consumo, con información hasta julio, también han registrado una ligera ralentización, debido a la atonía de la producción interior de este tipo de bienes.

Con respecto a la inversión en bienes de equipo, los indicadores más recientes apuntarían, con matices, a una posible atenuación del dinamismo mostrado en meses precedentes. Por un lado, en julio se observó una evolución negativa de las disponibilidades de bienes de equipo, como consecuencia del fuerte retroceso de las importaciones en dicho mes y de la prolongada debilidad de la producción interior. Igualmente, el indicador de clima industrial empeoró en julio, situando la valoración de los productores en niveles inferiores a los del segundo trimestre. Por el contrario, la utilización de la capacidad productiva y el número de empresas

---

1. Tasas calculadas sobre series corregidas de calendario y de variaciones estacionales. 2. La serie publicada en mayo para 2000-2004 no permitía calcular la tasa de crecimiento en el año 2000.



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.

rios que considera excesiva su capacidad instalada continuaron evolucionando favorablemente en el tercer trimestre, y otros indicadores parciales, como las matriculaciones de vehículos de carga, mantuvieron un fuerte ritmo de expansión en agosto.

Los indicadores contemporáneos de la inversión en construcción han seguido mostrando la pujanza manifestada durante el segundo trimestre. Hasta el mes de agosto, tanto el empleo como los consumos intermedios presentaron un crecimiento sostenido, y tan solo el IPI de materiales de construcción reflejó, en julio, una evolución menos favorable. En ese mismo mes, el indicador de confianza del sector recuperó gran parte del retroceso observado a lo largo del trimestre anterior. En cambio, los indicadores adelantados de construcción a partir de visados, licencias y licitación oficial proyectan una progresión más modesta a medio plazo. Es previsible que la edificación residencial mantenga a lo largo del tercer trimestre un ritmo de crecimiento elevado, pero inferior al del primer semestre. En el caso de la edificación no residencial, los indicadores adelantados anticipan una senda de suave aceleración hasta comienzos del año 2006, con una evolución moderada todavía en el tercer trimestre de 2005. Los indicadores de la obra civil reflejan la disminución de la actividad promovida por el sector público, parcialmente compensada por el creciente gasto del sector privado.

Según los datos de comercio exterior, las exportaciones de mercancías, en términos reales, disminuyeron un 6% en julio, truncando la evolución positiva de los últimos meses. Este retroceso —que refleja, en gran medida, un efecto base atribuible a los excelentes resultados del comercio exterior en julio de 2004— resultó generalizado entre los principales grupos de productos y las áreas geográficas. Por motivos similares, el crecimiento interanual de las importaciones en términos reales disminuyó un 2,6% en julio, si bien este descenso no se observó en todos los productos. Las compras de bienes de equipo y de bienes intermedios retrocedieron un 8% y un 4,8%, respectivamente, mientras que las adquisiciones de bienes de consumo aumentaron un 4,4%. En términos nominales, el crecimiento interanual del déficit comercial (20,7%) fue similar al registrado en junio, debido a que el deterioro de la relación real de intercambio —por la creciente factura energética— compensó la desaceleración del desequilibrio real. En relación con el turismo, los indicadores más recientes, referidos a agosto, confirman la recuperación en el número de turistas entrados por fronteras y en el número total de pernoctaciones, aunque la estancia media y, por consiguiente, el gasto medio por turista continuaron disminuyendo.

En el primer semestre el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital acumuló un déficit de 29.226 millones de euros, que duplica al registrado en el mismo período del año anterior. Los incrementos, superiores al 40%, tanto en el déficit de la balanza de mercancías (32.729 millones de euros) como en el de la balanza de rentas (8.895 millones de euros), junto con la reducción de los superávits por transferencias corrientes y servicios, explican el aumento del 78% en el déficit de la balanza por cuenta corriente (33.125 millones de euros). Dentro de la balanza de servicios, no obstante, se está llevando a cabo una revisión de los indicadores que subyacen en la estimación de la rúbrica de turismo y viajes, revisión que, según las estimaciones preliminares disponibles, situaría la disminución del superávit por este concepto, en los seis primeros meses de 2005, en el entorno del 8%, en lugar del 10,9%. El superávit en la balanza por cuenta de capital también se redujo un 3,2%, hasta 3.899 millones de euros.

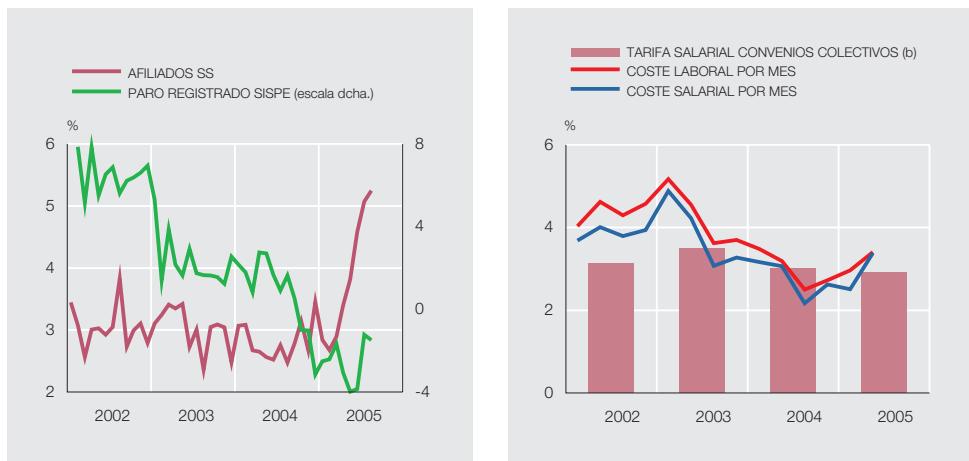
El índice de producción industrial mostró en julio un retroceso del 0,4%, en términos de la serie corregida de efectos de calendario, con lo que se prolongó la debilidad de los meses precedentes. Por destino económico de los bienes, las caídas fueron generalizadas. Sin embargo, dentro de los bienes de consumo, que disminuyeron un 0,8%, se registraron avances notables en la producción de alimentos (5,1%), junto con caídas significativas en los bienes no alimenticios. La cifra de negocios hasta el mes de julio también apunta en esta línea de atonía. En cambio, las entradas de pedidos deflactadas repuntaron en julio, superando los ritmos de avance de los cinco últimos meses. Los indicadores de opinión también presentan un panorama más alentador. El índice de confianza en la industria registró una ligera mejora en julio —después de tres meses de deterioro—, y el PMI de las manufacturas, con un nuevo avance en agosto, se consolida en la zona de expansión por segundo mes consecutivo. Asimismo, las estadísticas de empleo industrial de agosto apuntan en esa dirección, al frenarse el ritmo de descenso en el número de afiliados y al aumentar la intensidad con la que se redujo el paro registrado.

En el sector servicios, el índice PMI se desaceleró en agosto, con lo que mantiene un perfil decreciente, aunque permanece en la zona de expansión. El indicador de confianza de este sector retrocedió en julio por segundo mes consecutivo, mientras que la cifra de negocios recogida en el Indicador de Actividad del Sector Servicios (IASS) se ralentizó en dicho mes. No obstante, las estadísticas de empleo —tanto los afiliados como el paro registrado— mantienen el dinamismo observado en el segundo trimestre.

Los indicadores más recientes del mercado de trabajo confirman la evolución favorable del empleo en los últimos meses. A finales de agosto, el número de afiliados a la Seguridad Social se situaba un 5,2% por encima del registrado un año antes, una décima más que en julio, si

## EMPLEO Y SALARIOS (a)

GRÁFICO 2

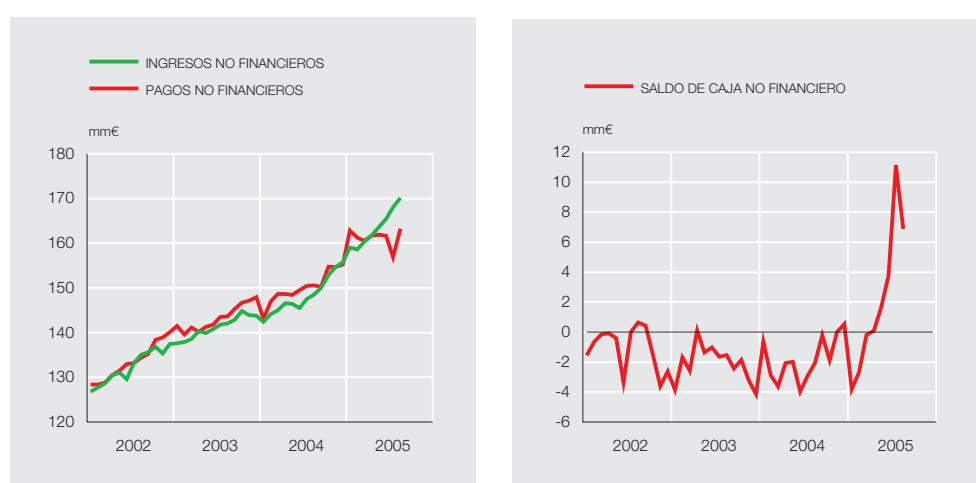


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

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

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

GRÁFICO 3



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

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

bien estas tasas se encuentran influidas de forma significativa por el proceso de regularización de inmigrantes que ha tenido lugar durante los últimos meses. Si se excluye este colectivo, el ritmo de avance interanual se habría ralentizado cuatro décimas en agosto, hasta el 2,6%. El número de parados registrados se incrementó en agosto en 30.000 personas, en línea con lo que viene siendo habitual en este mes, aunque por debajo del aumento experimentado un año antes. En términos interanuales el dato supuso una caída del número de parados a una tasa interanual del -1,5%, frente al -1,2% de julio (véase gráfico 2).

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo hasta agosto de 2005 un superávit de 7.383 millones de euros (0,8% del PIB), frente al superávit de 240 millones de euros (0% del PIB) registrado hasta el mismo mes del año anterior. En términos de caja, la ejecución presupuestaria se saldó con un superávit de 2.408 millones de euros, frente al déficit de 3.937 millones registrado en los ocho primeros meses de 2004 (véase gráfico 3). Siguiendo

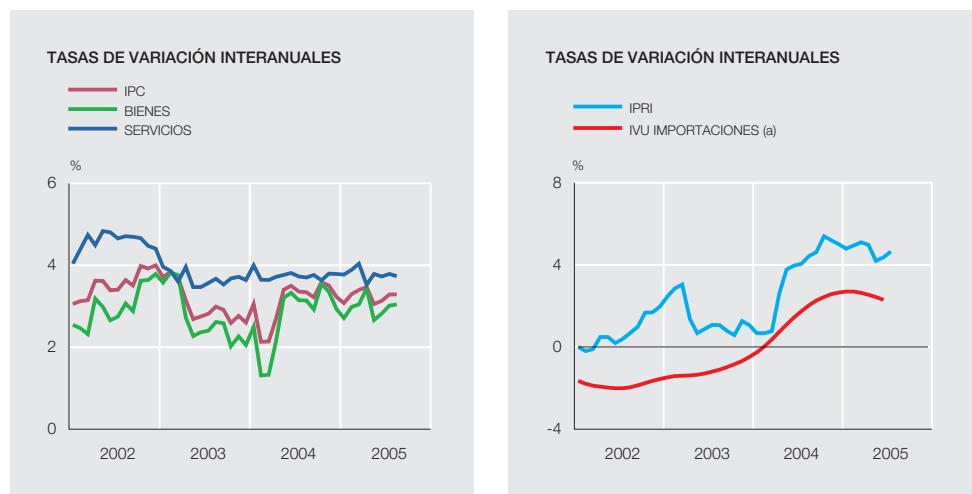
con la ejecución en términos de caja, los ingresos mantuvieron la tónica de elevado crecimiento mostrada a lo largo del año, mientras que los pagos recuperaron una tasa de variación positiva, tras su caída de julio. Los primeros acumularon un crecimiento del 17,3%, como consecuencia del dinamismo de los impuestos directos y del IVA, en tanto que los ingresos no impositivos se redujeron notablemente. Por su parte, los pagos aumentaron un 7,9%, impulsados por el capítulo de inversiones reales, que incorporan este año por primera vez los gastos de mantenimiento de la red ferroviaria convencional (anteriormente a cargo de RENFE), y por los intereses, cuya evolución se encuentra condicionada por el calendario de vencimientos de la deuda pública.

#### **Precios y costes**

Según la Encuesta Trimestral de Coste Laboral, el coste laboral medio por trabajador y mes aumentó un 3,4% en el segundo trimestre, superando el avance del 3% registrado en el primero y prolongando la senda de aceleración observada desde el verano de 2004. El componente salarial exhibió un importante repunte, desde el 2,5% registrado en el primer trimestre hasta un 3,4%. Los costes no salariales, en cambio, recortaron en siete décimas su ritmo de variación, hasta alcanzar un 3,5%. También se observó una convergencia entre las tasas de crecimiento del coste laboral en las diferentes ramas de actividad, debido al fuerte repunte en los servicios (3,6%) y a las aceleraciones más modestas en la construcción (3,3%) y en la industria (3,7%). De acuerdo con los datos más recientes sobre negociación colectiva, el aumento salarial pactado en los convenios registrados hasta finales de julio se elevaba al 2,9%, una décima por debajo del incremento pactado en el año 2004 antes de incluir las cláusulas de salvaguarda. Los convenios registrados hasta el mes de julio conciernen a 5,9 millones de trabajadores, un 63% de los que firmaron convenio en 2004. Por ramas de actividad, el aumento de las tarifas también se mantuvo estable: un 3,5% en agricultura, en torno al 3% en la industria y la construcción, y un 2,8% en los servicios. Con los datos disponibles hasta el momento, el impacto estimado de la activación de las cláusulas de salvaguarda correspondientes al año 2004 asciende a 0,59 puntos porcentuales (pp).

Entre los indicadores de precios, el índice de precios de consumo (IPC) aumentó un 0,4% intermensual en agosto, con lo que la tasa de variación interanual se mantuvo en el 3,3% (véase gráfico 4). Los precios de la energía avanzaron un 11,5%, reflejando las tensiones en los mercados internacionales del petróleo. Los precios de los alimentos no elaborados repuntaron hasta el 2,7%, tras la desaceleración mostrada en julio, presentando en ambos meses registros inferiores a los observados en el segundo trimestre. Excluyendo estos dos conceptos, se observa que la tasa de variación interanual del IPSEBENE se desaceleró una décima, hasta el 2,4%, el valor más reducido en los últimos dieciséis meses. Entre los componentes de este agregado, los precios de los bienes industriales no energéticos repitieron un moderado avance, del 0,7%, gracias a los descensos en vestido y calzado. La disminución de los precios del aceite contribuyó notablemente a la desaceleración —en dos décimas— del componente de alimentos elaborados, que creció un 2,8%. Los precios de los servicios avanzaron un 3,7% —una décima menos que en julio—, reflejando los crecimientos menos intensos de los precios de los viajes y alojamientos, y a pesar del repunte de las tarifas de transporte aéreo.

La tasa de crecimiento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se mantuvo en el 3,3% en agosto. En la zona del euro, el incremento fue, de nuevo, del 2,2%, por lo que el diferencial de inflación de España con la UEM se estabilizó en 1,1 pp. Por componentes, las diferencias más amplias, en relación con la evolución en la zona del euro, se observaron en los servicios y en los alimentos no elaborados (1,7 pp en ambos casos), mientras que las más reducidas se encuentran en los precios de los bienes industriales no energéticos, con 0,5 pp de diferencia.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

El Índice de Precios Industriales (IPRI) aumentó un 0,8% en agosto, lo que supuso un incremento de tres décimas (hasta el 4,9%) en su ritmo de variación interanual. La energía registró un avance del 16,3%, superando en 0,6 pp la tasa observada en julio, mientras que el índice no energético repuntó una décima, hasta el 2,5%. Dentro de este agregado, los precios de los bienes de consumo avanzaron un 2,5%, cinco décimas más que en julio; en cambio, el ritmo de crecimiento interanual de los precios de los bienes de equipo y de los bienes intermedios se redujo en una décima, en ambos casos, hasta el 1,8% y 2,9%, respectivamente. Los precios de los bienes importados, aproximados por el Índice de Valor Unitario (IVU), aumentaron un 8,2% en julio, superando ampliamente los crecimientos de meses precedentes. Los precios de las importaciones energéticas avanzaron un 38,7% y, junto con los bienes de equipo (10,4%), fueron los que registraron las mayores aceleraciones. Los bienes intermedios no energéticos también repuntaron, hasta el 5,1%, mientras que los aumentos más moderados los registraron los precios de los bienes de consumo. En cuanto a los precios de las exportaciones, la tasa de variación interanual del 5,7% observada en julio supone una acentuación del perfil creciente de los últimos meses, donde destaca el repunte de los IVU de los bienes de equipo, que avanzaron un 15,6% en julio.

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

En los meses de agosto y septiembre, el panorama económico internacional se vio de nuevo influido por la escalada de los precios del petróleo. Tras un alza sostenida durante agosto, el huracán Katrina propició que el precio del petróleo alcanzase un nuevo máximo histórico a principios de septiembre de 67 dólares por barril de crudo Brent. Además, la brusca reducción de la capacidad excedente de refino en EEUU llevó a un aumento del precio de los productos refinados del 40% en una semana. A mediados de septiembre, los precios del crudo han ido regresando a los niveles previos a la catástrofe, tras la gradual, aunque aún incompleta, recuperación de la capacidad de producción y de refino en EEUU. Por su parte, los precios de los contratos a futuro siguieron por encima del precio al contado para un horizonte de hasta doce meses.

La evolución financiera internacional registró un comportamiento relativamente favorable en los meses de agosto y septiembre, en gran medida reflejo de una evolución positiva de las principales economías. Los tipos de interés continuaron aumentando en EEUU, con sendas subidas de 25 puntos básicos (pb) del tipo oficial en las reuniones de la Reserva Federal de agosto

y septiembre, que lo situaron en el 3,75%. Los tipos de interés a largo plazo en EEUU repuntaron hasta el 4,4% a principios de agosto, hasta caer, más recientemente, por debajo del 4,2%. Los mercados de renta variable tuvieron, en líneas generales, un comportamiento positivo. El dólar osciló en la banda del 1,20 al 1,25 respecto al euro, y se mantuvo relativamente estable frente al yen entre finales de julio y mediados de septiembre.

Desde el mes de agosto, en los mercados emergentes se han mantenido, en términos generales, las condiciones financieras favorables que se observan desde el inicio del año: tipos de interés a largo plazo y diferenciales de los bonos soberanos reducidos, acompañados de una positiva evolución de los mercados bursátiles y una relativa fortaleza de los tipos de cambio. La principal inestabilidad surgió por la fuerte depreciación de la rupia indonesia a finales de agosto, que en cualquier caso no se trasladó a otros países.

En Estados Unidos, se produjo una moderación del crecimiento del PIB real en el segundo trimestre, del 3,8% al 3,3% trimestral anualizado (la tasa interanual permaneció en el 3,6%). La mayoría de los indicadores de julio y agosto apuntaban a una clara mejoría, pero la catástrofe ocasionada por el huracán Katrina ha empeorado las perspectivas en septiembre. Entre los indicadores más favorables hasta ese momento destacan la evolución del empleo, las ventas al por menor excluyendo automóviles, la producción de manufacturas y la encuesta de directores de compras del sector servicios. Tras el huracán y el fuerte aumento de los precios de la energía, se ha producido una caída del sentimiento del consumidor al menor nivel desde 1992, una notable caída en las encuestas de manufacturas regionales y un fuerte aumento de las solicitudes por desempleo. Por otro lado, la subida de los precios energéticos se reflejó en un aumento de cuatro décimas en la inflación medida por el Índice de Precios de Consumo (IPC), que se situó en el 3,6% interanual en agosto, mientras que la tasa subyacente se mantuvo en niveles moderados (2,1%). En cualquier caso, se espera que el impacto económico del huracán sea transitorio, con una ligera reducción del crecimiento del PIB en lo que queda de 2005 y un ligero aumento en 2006 por los esfuerzos de reconstrucción. Por otro lado, la subida persistente de los precios energéticos y la moderación en el crecimiento de la productividad —que está incrementando los costes laborales unitarios, con la economía creciendo cerca de su potencial— configuran un escenario de riesgo al alza para los precios, al que sigue respondiendo la Reserva Federal. El déficit por cuenta corriente se redujo ligeramente en el segundo trimestre (al 6,3%, desde el 6,5% del PIB del primero). Respecto a la política fiscal, la buena evolución de los ingresos en lo que va de año hacía esperar una reducción del déficit federal al 2,7% del PIB, pero la respuesta al huracán Katrina tenderá a elevar dicho déficit este año y, sobre todo, el año que viene.

En Japón, el PIB real mostró un dinamismo mayor de lo esperado en el segundo trimestre del año, al crecer un 2,1% interanual —frente al 1,3% del primer trimestre—, lo que equivale al 3,3% en términos trimestrales anualizados. Este vigor se fundamentó en la positiva evolución de la inversión y del consumo privado, que compensó la aportación ligeramente negativa de la demanda externa. Los indicadores parciales del tercer trimestre señalaron un menor impulso, aunque se espera que continúe el tono positivo. Por el lado de la oferta, la producción industrial y los índices sintéticos de actividad retrocedieron significativamente en julio, si bien los pedidos de maquinaria se aceleraron notablemente. Por el lado de la demanda, la remuneración de los asalariados se aceleró en julio y la confianza del consumidor mejoró en julio y en agosto, aunque las ventas al por menor se desaceleraron y la renta y el gasto de las familias retrocedieron en julio. En el mercado de trabajo se prolongó el buen ritmo de la creación de empleo (con un 0,6% interanual en julio), pese a lo cual la tasa de paro aumentó en dos décimas, hasta el 4,4%, aunque se mantuvo en niveles reducidos. El sector exterior fue recuperando el tono en julio y agosto, al mostrar las exportaciones y, fundamentalmente, las impor-

taciones un renovado vigor. Por último, a pesar de la aceleración de los precios al por mayor en julio y agosto, las presiones deflacionistas en los precios de consumo persistieron, lo que se reflejó en una caída del 0,3% interanual en julio. El índice subyacente se mantuvo en el -0,2%.

En el Reino Unido, el PIB real del segundo trimestre creció un 1,5% interanual, frente al 1,7% del trimestre anterior (la tasa trimestral anualizada se sitúa en el 2%, respecto al 1% anterior). Esta evolución se debió a la desaceleración del consumo privado, a pesar de que las exportaciones repuntaron con fuerza. Los datos del tercer trimestre siguieron reflejando un mal comportamiento del consumo privado, con una reducción del crecimiento de las ventas al por menor hasta el 0,8% interanual en agosto, ante la continuada desaceleración de los precios de la vivienda. El Banco de Inglaterra decidió no bajar en septiembre el tipo de interés oficial y mantenerlo en el 4,5%, tras el recorte de 25 pb en agosto. La tasa de inflación, medida por el IPC armonizado, ha ido aumentando hasta el 2,4% interanual de agosto.

En China, continúa el fuerte dinamismo de su economía, cuyo PIB real creció un 9,5% interanual en el segundo trimestre. Los principales indicadores de actividad se mantuvieron robustos en julio y en agosto, aunque la producción industrial y las ventas al por menor mostraron una ligera moderación. La inversión extranjera directa continuó cayendo en julio y agosto. Tras el incremento de los precios del petróleo, las importaciones se reactivaron con fuerza, hasta el 23,4% interanual, a la vez que las exportaciones se aceleraron moderadamente respecto a las ya elevadas tasas de crecimiento, hasta el 32,1% interanual. En cuanto a la inflación, el descenso del precio de los alimentos favoreció que la inflación medida por el IPC se redujera hasta el 1,3% interanual, cinco décimas menos que en julio. El tipo de cambio del renminbi, tras la reforma anunciada el pasado 21 de julio, se ha mantenido básicamente estable. El banco central chino también reveló las principales divisas a las que está vinculado el renminbi: dólar, euro, yen y won coreano, aunque no su peso en la cesta. Las autoridades anunciaron pasos adicionales en la reforma del régimen cambiario, al incentivar el desarrollo de los mercados de *forwards* y *swaps* domésticos sobre la divisa china.

En América Latina, el conjunto de las principales economías creció un 4,9% interanual en el segundo trimestre, frente al 4% del primero. Esto supone una notable reactivación económica en la mayoría de los países, tras un inicio de año algo débil. La principal excepción a esta evolución la constituyó México, donde se llegó a registrar una tasa de crecimiento intertrimestral negativa en el segundo trimestre, a pesar de que la tasa interanual repuntó levemente (3,1%, frente a 2,4% del primer trimestre). Cabe destacar el renovado dinamismo de la economía brasileña (3,9% de crecimiento interanual en el segundo trimestre), a pesar de la crisis política, aunque esta ha empezado a hacer mella en algunos indicadores de confianza. También la economía argentina repuntó fuertemente en el segundo trimestre, con un crecimiento interanual de 10,1%. La evolución de los indicadores financieros acompañó a esta favorable situación económica, al registrarse mínimos históricos en el diferencial de rentabilidad de la deuda del agregado latinoamericano respecto a EEUU, ligeramente por debajo de los 300 pb. También la evolución de la inflación fue positiva, hasta situarse en el 5,8% en agosto en el conjunto del área. Así, la inflación en México y Brasil ha vuelto al rango objetivo de la autoridad monetaria, lo que facilitó el inicio de un proceso de bajadas de tipos de interés en agosto y septiembre, respectivamente.

De acuerdo con la primera estimación de la Contabilidad Nacional publicada por Eurostat, el PIB del área del euro creció en términos intertrimestrales un 0,3% en el segundo trimestre de 2005, frente al 0,4% del trimestre anterior. Ello ha supuesto una nueva reducción de su tasa de variación interanual, hasta el 1,1%, lo que evidencia la debilidad que mantiene la actividad

		2005					
		ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (b)	Índice de producción industrial	1,2	0,0	0,5	0,5		
	Comercio al por menor	-0,8	2,1	0,3	0,0		
	Matriculaciones de turismos nuevos	1,0	-4,2	6,1	3,0	7,4	
	Indicador de confianza de los consumidores	-13,0	-15,0	-15,0	-15,0		
	Indicador de clima industrial	-9,0	-11,0	-10,0	-8,0		
	IAPC	2,1	2,0	2,1	2,2	2,2	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	6,8	7,3	7,6	7,9	8,1	
	M1	9,2	10,1	10,9	11,1	11,5	
	Crédito a los sectores residentes	6,7	6,4	6,6	6,7	6,9	
	AAPP	2,9	1,5	1,1	1,1	1,0	
	Otros sectores residentes	7,7	7,8	8,1	8,3	8,5	
	<i>De los cuales:</i>						
	– Préstamos a hogares	8,0	8,2	8,4	8,5	8,6	
	– Préstamos a sociedades no financieras	6,0	6,2	6,3	6,8	6,7	
	EONIA	2,08	2,07	2,06	2,07	2,06	2,09
	EURIBOR a tres meses	2,14	2,13	2,11	2,12	2,13	2,13
	Rendimiento bonos a diez años	3,57	3,41	3,25	3,32	3,32	3,15
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,82	0,78	0,78	0,88	1,00	1,03
	Tipo de cambio dólar/euro	1,294	1,269	1,216	1,204	1,229	1,234
	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	0,2	5,2	8,9	13,6	12,4	14,8

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

a. Media del mes hasta el día 21 de septiembre 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.

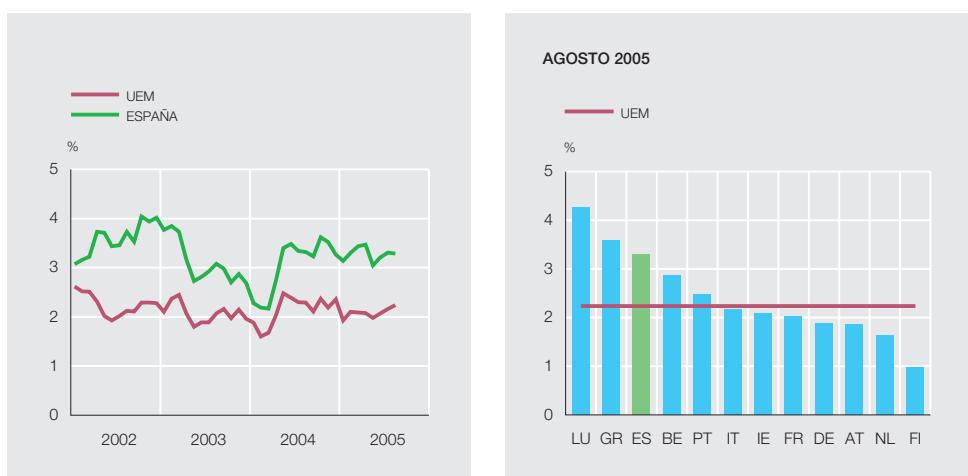
d. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 21 de septiembre de 2005.

económica del área. La ligera ralentización del ritmo de avance del producto obedece, en su mayor parte, al comportamiento de la demanda exterior neta, cuya contribución al aumento del PIB fue nula (0,3 pp en el trimestre previo), como resultado del fuerte ritmo de expansión tanto de las importaciones como de las exportaciones. Por su parte, la aportación al producto de la demanda interna sin existencias fue de 0,1 pp, una décima por debajo de la del trimestre precedente. Entre los componentes de la demanda, el consumo privado y el consumo público se desaceleraron hasta el -0,1% y el 0,3%, respectivamente, mientras que la formación bruta de capital fijo creció un 0,2%, tasa muy reducida pero superior a la del trimestre anterior. Por último, la contribución de la variación de existencias al crecimiento intertrimestral del PIB fue positiva, de 0,2 pp.

La información disponible más reciente sobre los indicadores de actividad es coherente con el mantenimiento de un crecimiento de la actividad económica en el tercer trimestre similar al registrado en la primera parte del año. Así, en la vertiente de oferta, la producción industrial de la UEM se elevó en julio un 0,2% en tasa intermensual, de manera que el ritmo de aumento interanual permaneció en el 0,5% (véase cuadro 1). Por lo que se refiere a los indicadores cualitativos, la información más reciente procedente de las encuestas de directores de compras de agosto refleja un ligero deterioro en las opiniones relativas a la industria manufacturera y a los servicios, deteniéndose, por lo tanto, el avance que experimentaron el mes anterior. No obstante, ambos indicadores permanecen en niveles superiores a 50, lo que es compatible con una expansión de la actividad. Por su parte, los últimos datos de opiniones elaborados por la Comisión Europea se refieren a julio y registraron un avance en todas las actividades. Por lo que respecta a la demanda, los indicadores de

ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5



FUENTE: Eurostat.

consumo no señalan una mejora de este agregado en los meses de verano. Así, las ventas al por menor de la UEM se redujeron en julio en relación con el mes anterior, y las matriculaciones de automóviles experimentaron una evolución claramente negativa en términos intermensuales en julio y agosto, que, sin embargo, se tradujo en un aumento en tasa interanual. A su vez, la confianza de los consumidores se mantuvo en julio en niveles reducidos, y empeoró ligeramente la del comercio minorista. Por el lado de la inversión, de acuerdo con la encuesta trimestral de coyuntura industrial de la Comisión Europea fechada en el tercer trimestre, el nivel de nuevos pedidos mejoró, aunque se sitúa en niveles inferiores a los del primer trimestre del año, y el grado de utilización de la capacidad productiva no varió. Respecto a la demanda externa, las expectativas de exportación tampoco han cambiado en dicho período, mientras que la valoración de la cartera de pedidos exteriores aumentó en julio.

La tasa de inflación del área, medida por la variación interanual del IAPC, se situó en agosto en el 2,2%, tasa igual a la registrada el mes precedente (véase gráfico 5). Esta evolución fue consecuencia del encarecimiento de los alimentos no elaborados y, en menor medida, de los elaborados, ya que los precios de la energía se moderaron y los de los servicios mantuvieron su ritmo de avance. Con ello, la tasa interanual de variación del índice que excluye los alimentos no elaborados y la energía (IPSEBENE) permaneció en agosto en el 1,4%. En cuanto a la evolución del IAPC por países, el diferencial entre la tasa máxima de Luxemburgo y la mínima de Finlandia supera los 3 pp. Por su parte, el crecimiento interanual de los precios industriales se mantuvo en julio en el 4%, como resultado de los efectos contrapuestos de la aceleración de los precios de la energía y a la baja en el resto de componentes: bienes de consumo, bienes intermedios no energéticos y bienes de capital.

En su reunión del 1 de septiembre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener sin cambios los tipos de interés oficiales. El BCE consideró que el nivel actual de los tipos de interés proporciona sustento a la actividad económica y que, a pesar de la incertidumbre que rodea a la evolución del precio del petróleo, las perspectivas de inflación en el medio plazo seguían siendo compatibles con el objetivo de estabilidad de precios, aunque enfatizó la necesidad de vigilar los riesgos al alza en su evolución. Por tanto, los tipos aplicados a las operaciones principales de financiación y a las facilidades de depósito y de crédito permanecen en

## TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 6



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

el 2%, 1% y 3%, respectivamente (véase gráfico 6). En el mes de agosto y la parte transcurrida de septiembre, los tipos del mercado interbancario se han mantenido estables, y en los mercados secundarios de deuda pública del área del euro, las rentabilidades a diez años prolongaron a lo largo del período analizado la tendencia a la baja, de manera que los rendimientos de los bonos a diez años de la UEM se sitúan en la actualidad en niveles cercanos al 3,2%. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda a diez años también experimentó una trayectoria a la baja, aunque más moderada, por lo que el diferencial positivo con la UEM ascendió ligeramente, hasta los 115 pb.

En los mercados europeos de renta variable, tras las caídas observadas en agosto, las cotizaciones repuntaron en las primeras semanas de septiembre, de manera que la revalorización acumulada anual del índice Dow Jones EURO STOXX hasta la tercera semana del mes se situaba próxima al 15%. En los mercados de divisas, el euro ha experimentado una cierta apreciación en el período considerado, hasta alcanzar a la fecha de cierre de este Boletín un



FUENTES: BCE y Banco de España.

valor de 1,22 dólares por euro, con lo que se ha reducido la depreciación acumulada anual hasta el 10% (véase gráfico 7).

Finalmente, el agregado monetario M3 registró en agosto una tasa de crecimiento interanual del 8,1%, dos décimas por encima del mes precedente. Análogamente, los préstamos concedidos al sector privado aumentaron dos décimas su tasa interanual, hasta el 8,5%, en un entorno de bajos tipos de interés. Por lo que respecta al desglose sectorial, los préstamos concedidos a las sociedades no financieras redujeron ligeramente su ritmo de avance. Por su parte, los préstamos a los hogares aumentaron en una décima de punto el ritmo de crecimiento interanual observado en julio, gracias al mayor dinamismo tanto de los préstamos otorgados para financiar la compra de bienes de consumo como de los destinados a vivienda.

#### **Evolución financiera en España**

Durante el mes de julio, la deuda de los hogares y de las sociedades continuó creciendo a tasas elevadas, al mismo tiempo que los activos financieros más líquidos de ambos sectores registraron una ligera aceleración. Esta evolución se produjo en un contexto en el que las condiciones de financiación mantuvieron un grado de holgura muy amplio.

Las rentabilidades negociadas en los mercados de deuda pública aumentaron ligeramente durante agosto, y se redujeron posteriormente. Tras estos movimientos, los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron, entre el 1 y el 21 de septiembre, en unos niveles medios del 2,08% y el 3,08%, respectivamente, lo que representa un ascenso de 2 pb y un descenso de 14 pb en relación con los correspondientes valores de julio (véase cuadro 2). En el caso de la deuda a largo plazo, el registro alcanzado supone un nuevo mínimo histórico. La referencia española a diez años mostró una evolución similar a la de la alemana, por lo que el diferencial entre ambas permaneció estable alrededor de cero. Por su parte, las primas de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas se mantuvieron en torno a las reducidas cifras de los últimos meses.

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales, las cotizaciones retomaron un perfil ascendente en la parte transcurrida de septiembre, tras los ligeros descensos de agosto, movimientos que vinieron acompañados de un mantenimiento de las volatilidades en torno a los reducidos valores de los últimos meses. De este modo, en la fecha de cierre de este artículo,

	TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH	2002	2003	2004	2005				
			DIC	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP (a)
	Crédito a vivienda		...	3,46	3,39	3,42	3,35	3,29	...	...
	Crédito a consumo y otros fines		...	6,40	6,27	6,25	5,99	5,99	...	...
	Depósitos		...	1,11	1,15	1,12	1,13	1,11	...	...
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS									
	Crédito (c)		...	3,75	3,44	3,51	3,40	3,40	...	...
	MERCADOS FINANCIEROS (d)									
	Letras del Tesoro a seis-doce meses		2,72	2,19	2,17	2,05	2,01	2,06	2,10	2,08
	Deuda pública a cinco años		3,59	3,47	2,98	2,79	2,59	2,63	2,71	2,57
	Deuda pública a diez años		4,43	4,34	3,64	3,36	3,19	3,22	3,23	3,08
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán		0,06	0,00	-0,00	0,01	-0,01	-0,01	-0,03	-0,00
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)		1,10	0,32	0,29	0,34	0,32	0,31	0,32	0,31
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)		-23,10	27,44	18,70	6,38	10,07	13,86	12,66	18,34

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 21 de septiembre de 2005.

b. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.

c. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

d. Medias mensuales.

e. Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2003. El día 22.6.2003 entró en vigor un cambio en las condiciones del contrato de las empresas europeas. El nuevo contrato lleva asociadas unas primas menores (en torno al 10%).

f. Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

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

Crecimiento interanual (T1,12) (a)

	FINANCIACIÓN TOTAL	2005	2003	2004	2005	
		JUL (b)	DIC	DIC	MAY	JUN
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	1.654,3	11,9	12,4	13,9	14,1
	Hogares e ISFLSH	1.341,8	16,0	16,2	18,3	18,4
		593,9	18,7	19,5	20,5	20,4
	<i>De los cuales:</i>					
	– Crédito para adquisición de vivienda (c)	429,6	21,3	23,2	24,5	24,3
	– Crédito para consumo y otros fines (c)	163,3	13,2	11,2	11,4	11,5
	Sociedades no financieras	747,9	14,0	13,8	16,6	16,8
	<i>De los cuales:</i>					
	– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	544,1	14,3	18,9	21,3	21,5
	– Valores de renta fija	11,8	-7,8	0,2	1,1	1,0
	ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (d)	312,4	0,7	0,0	-1,2	-0,8
	Valores a corto plazo	36,0	8,3	-6,2	-3,0	-1,3
	Valores a largo plazo	289,5	-1,5	0,9	0,3	0,0
	Créditos - depósitos (e)	-13,1	3,7	-0,1	-3,6	-2,1

FUENTE: Banco de España.

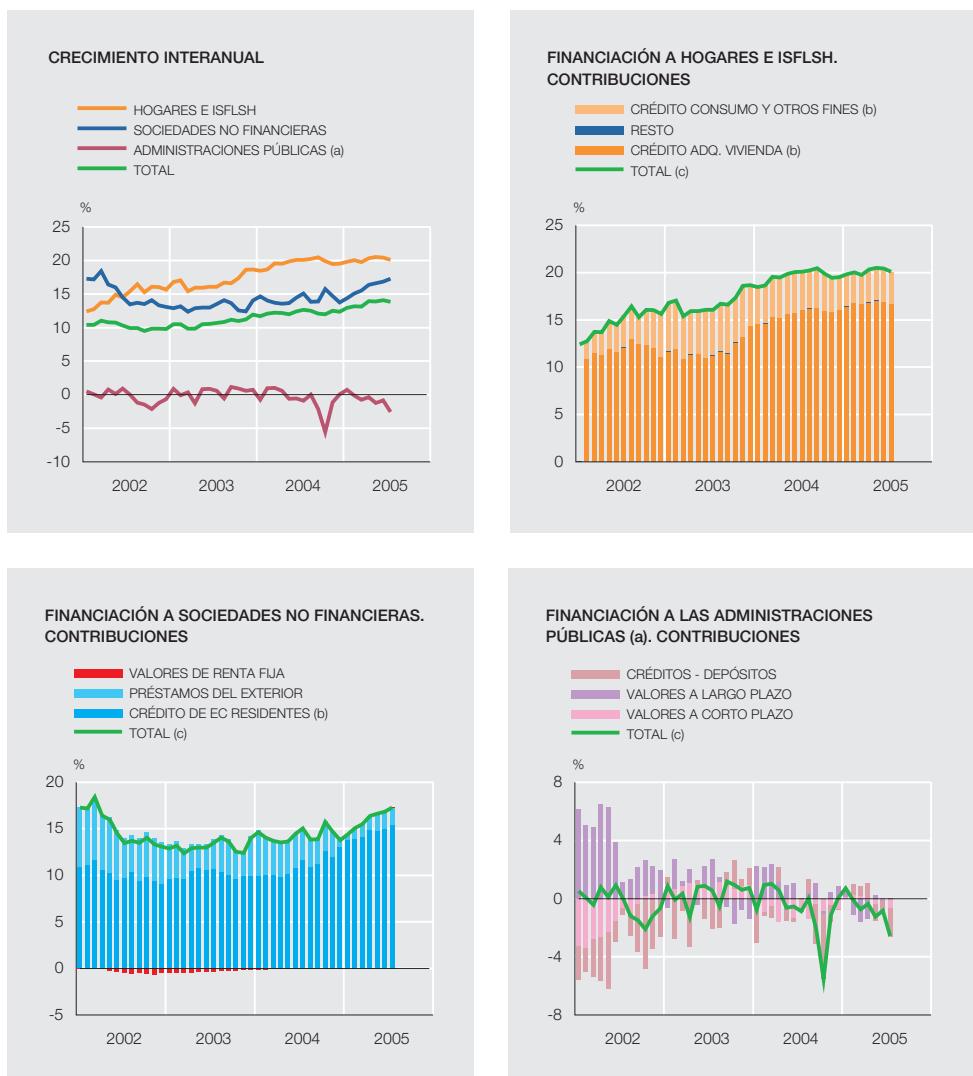
a. La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

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.



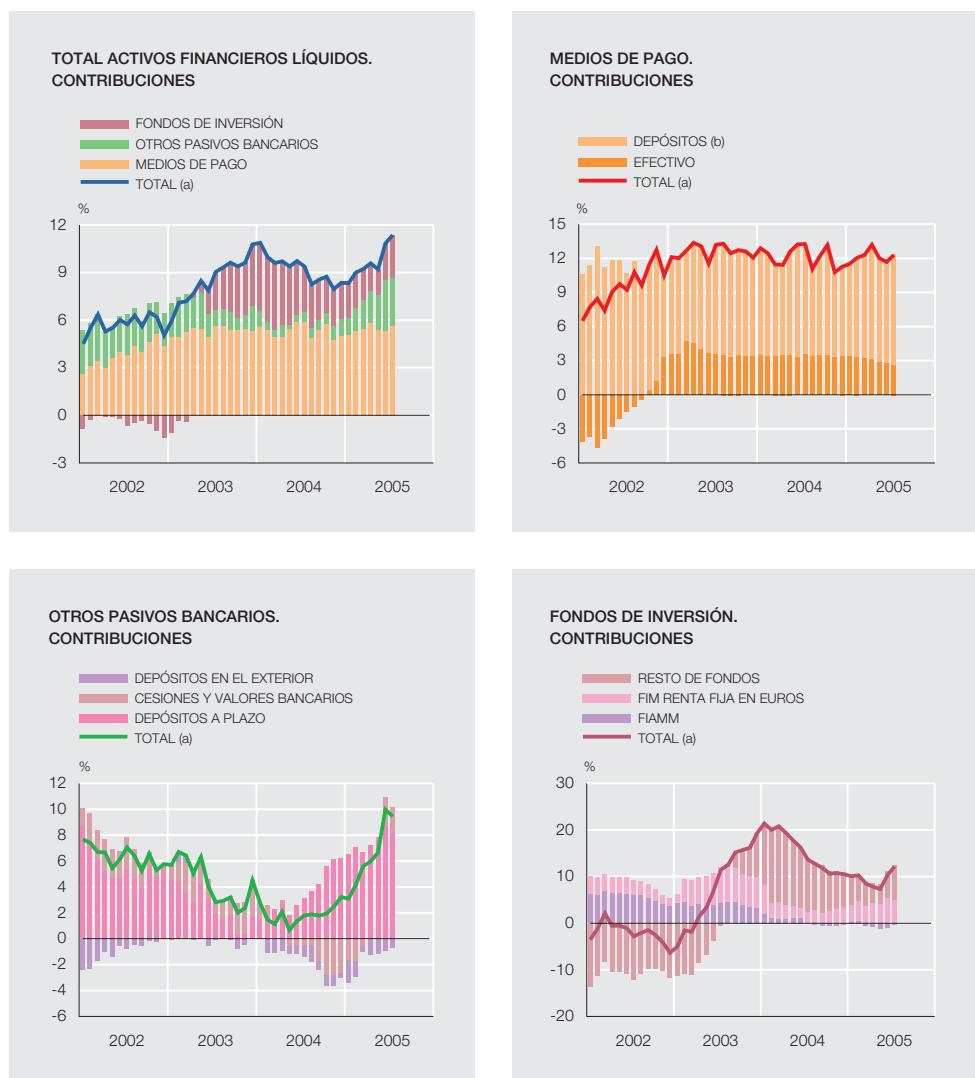
FUENTE: Banco de España.

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

el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba una ganancia del 18,3% desde principios de año, evolución mejor que la del EURO STOXX amplio de las bolsas de la UEM, que registró una revalorización del 14,8%, y mucho más favorable que la del S&P 500 de las de EEUU, que se situaba prácticamente en el mismo nivel de finales del año pasado.

Los tipos de interés de las operaciones nuevas de activo y pasivo aplicados por las entidades de crédito al sector privado no financiero no mostraron variaciones significativas en julio. Así, el coste de los préstamos para la adquisición de vivienda se situó en el 3,29%, lo que supuso una reducción de 6 pb respecto al nivel de junio, al mismo tiempo que el precio de la financiación bancaria a las sociedades y a los hogares para consumo y otros fines se mantuvo en el 3,40% y el 5,99%, respectivamente. Por su parte, la remuneración de los depósitos de las familias descendió 2 pb, hasta el 1,11%.

La financiación recibida por los sectores residentes no financieros experimentó, en julio, un crecimiento interanual similar al del mes precedente. Así, se mantuvieron tanto el dinamismo



FUENTE: Banco de España.

a. Crecimiento interanual.

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

de los recursos obtenidos por las familias y las empresas, que crecieron a unos ritmos en torno al 20% y 17%, respectivamente, como la contracción del volumen de fondos captados por las Administraciones Públicas (véanse cuadro 3 y gráfico 8).

La desagregación por finalidades muestra que, en el caso de los hogares, el dinamismo de la financiación siguió estando liderado por la evolución de los préstamos para la adquisición de vivienda, que continuaron creciendo a tasas elevadas, en el entorno del 24%. Por su parte, el ritmo de expansión de los fondos captados por las sociedades no financieras se basó, fundamentalmente, en el comportamiento expansivo del crédito otorgado por las entidades residentes, partida que representa el grueso del agregado.

La financiación recibida por las Administraciones Públicas volvió a registrar una tasa de crecimiento interanual negativa, que se situó en el -2,6% en julio, frente al -0,8% del mes anterior. Esta evolución fue resultado de la amortización neta, en términos acumulados de doce meses, de valores a corto plazo y de la disminución del saldo neto entre crédito y

depósitos, no compensadas por la moderada emisión neta positiva de valores a largo plazo.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares registraron una ligera aceleración en julio, con una evolución diferenciada por instrumentos (véase gráfico 9). Así, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los otros pasivos bancarios disminuyó, las de los medios de pago y los fondos de inversión aumentaron. Dentro de estos últimos instrumentos, los FIM continuaron mostrando un mayor dinamismo que los FIAMM, categoría en la que el patrimonio se situaba en torno a los niveles del mismo mes del año anterior.

26.9.2005.