

## EVOLUCIÓN RECENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

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

De acuerdo con las últimas estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR)<sup>1</sup>, el PIB real de la economía española volvió a acelerarse en el tercer trimestre de 2006, hasta el 3,8% interanual, lo que representa una décima más que en el trimestre anterior y la tasa más elevada desde finales de 2001. Este repunte del PIB —que, en términos intertrimestrales, aumentó un 0,9%, igual que en los dos trimestres precedentes— fue consecuencia de una mejora de la aportación del sector exterior, ya que la contribución de la demanda nacional permaneció estabilizada. Por componentes de la demanda, el consumo privado creció un 3,6%, una décima menos que en el trimestre previo, mientras que el consumo público mantuvo su avance en el 4,2%. La formación bruta de capital fijo se aceleró una décima, hasta el 6,3%, con sendos repuntes de la inversión en bienes de equipo y de la construcción. En cuanto al comercio exterior, tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios moderaron su ritmo de avance por segundo trimestre consecutivo (hasta el 3,2% y el 6%, respectivamente). Desde la óptica del valor añadido, destacó el fortalecimiento de la actividad industrial, así como el impulso que mostraron la construcción y los servicios, mientras que las ramas agrícolas intensificaron su ritmo de descenso. Finalmente, el empleo aumentó un 3% en el tercer trimestre, en tasa interanual, una décima menos que en el trimestre anterior, con lo que la productividad aparente del trabajo se incrementó un 0,8%, dos décimas más que en el segundo trimestre.

En relación con el consumo privado, la información disponible del cuarto trimestre se limita a algunos indicadores del mes de octubre. Así, se ha observado una mejora de la confianza de los consumidores en dicho mes, que retornó a los niveles de marzo-abril (véase gráfico 1). Del mismo modo, las matriculaciones de automóviles repuntaron en octubre (hasta el 8,1%), tras cuatro meses de descensos consecutivos —aunque cabe matizar que dicha tasa está recogiendo, en gran medida, la comparación con los anormalmente bajos niveles registrados en el mismo mes del año anterior, afectado por una huelga de transportes—. Por el contrario, el indicador de clima industrial de los productores de bienes de consumo empeoró en octubre, al tiempo que disminuyó la confianza del comercio minorista en ese mes.

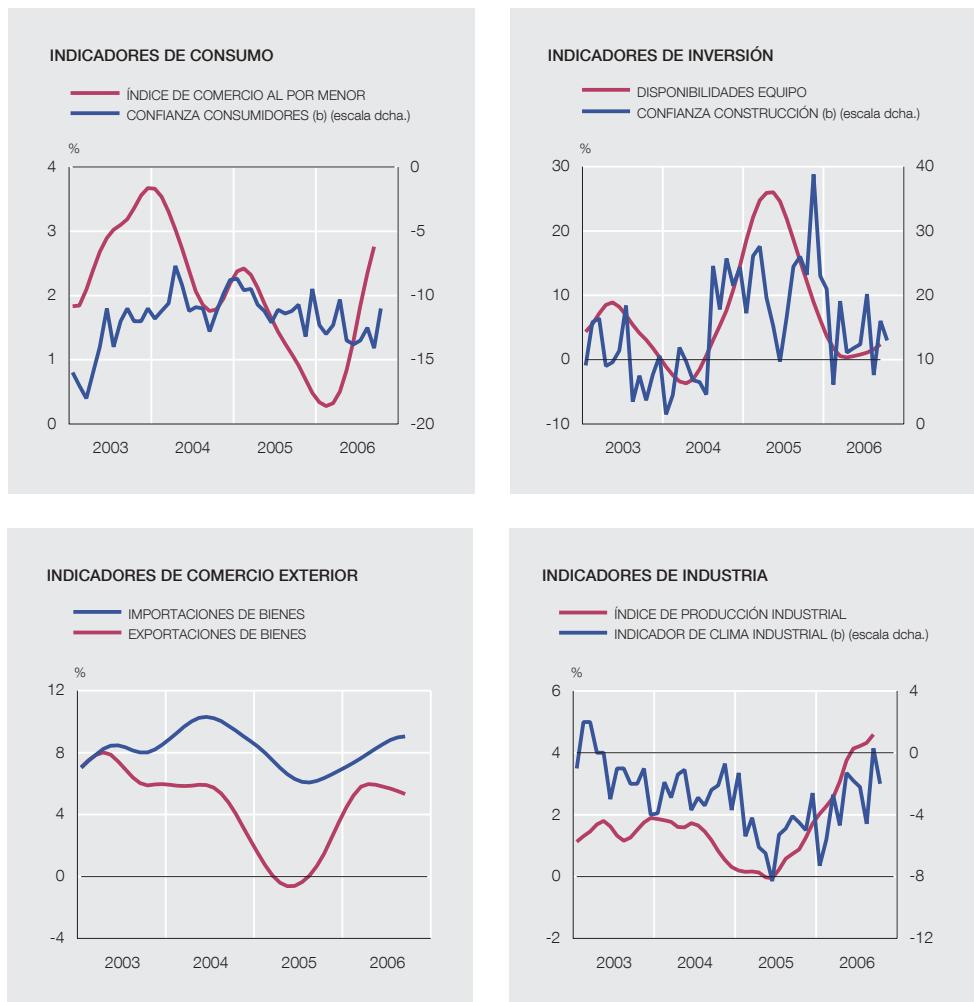
Diversos indicadores sugieren que en el cuarto trimestre está continuando el dinamismo mostrado por la inversión en bienes de equipo a lo largo de 2006. En particular, el indicador de clima industrial y el de cartera de pedidos del sector productor de estos bienes presentaron una nueva mejora en octubre, así como la utilización de la capacidad productiva, que se situó al inicio del cuarto trimestre en el 80,6%, 2,2 puntos porcentuales (pp) por encima del nivel alcanzado en el tercer trimestre. En cuanto a la construcción, los últimos datos de afiliaciones a la Seguridad Social y de paro registrado, correspondientes a octubre, también han seguido reflejando una evolución favorable. El consumo aparente de cemento se incrementó en octubre un 7,7%, en tasa interanual desestacionalizada, cifra superior a la observada en el conjunto del tercer trimestre. No obstante, el indicador de confianza empeoró en octubre, aunque es una variable con mucha volatilidad. En cuanto a los indicadores adelantados de visados y licitación oficial —con información hasta agosto—, proyectan una cierta ralentización de la obra civil y una aceleración de la edificación residencial en el cuarto trimestre del año, si bien el mayor empuje de este último componente procede del notable avance que ha registrado la estadística de visados en los últimos meses, que está ligado al anuncio de la entrada en vigor

---

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

## INDICADORES DE DEMANDA Y ACTIVIDAD (a)

GRÁFICO 1



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

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

del Código Técnico de Edificación a partir del mes de septiembre, por lo que el plazo de ejecución de esos proyectos podría ser más lento que el usual.

De acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes descendieron un 1% interanual en septiembre, en contraste con el avance del 7,5% de agosto. Esta evolución fue consecuencia de las caídas registradas tanto en las exportaciones de bienes de consumo (-5,3%) —con un comportamiento muy negativo de los automóviles y del resto de bienes duraderos— como, en menor medida, en los bienes intermedios (-1,1%). Por el contrario, las ventas exteriores de bienes de equipo continuaron mostrando un elevado dinamismo, con un crecimiento real del 18,9%. Por áreas geográficas, el descenso se limitó a las ventas dirigidas a la UE (-3,5%, en términos reales), mientras que las exportaciones reales extracomunitarias, aunque se ralentizaron, registraron un aumento del 5,4%. Las importaciones reales de bienes también accusaron una notable desaceleración en septiembre, aunque conservaron tasas positivas (4,6%). Las compras de bienes intermedios no energéticos mantuvieron un elevado vigor (11,7%), seguidas a distancia por las importaciones de bienes de equipo y de consumo alimenticio, con sendos avances del 2,3%. Por el contrario, los componentes de bienes intermedios energéticos y de consumo no alimenticio retrocedieron un 8,5% y un 1,2%, respecti-

vamente. El déficit comercial, en términos nominales, moderó su ritmo de avance interanual en septiembre hasta el 7,6%, desde el 12,3% de agosto, gracias al crecimiento nulo que experimentó la factura energética en este mes, ya que el déficit del comercio no energético repuntó hasta el 11,9%.

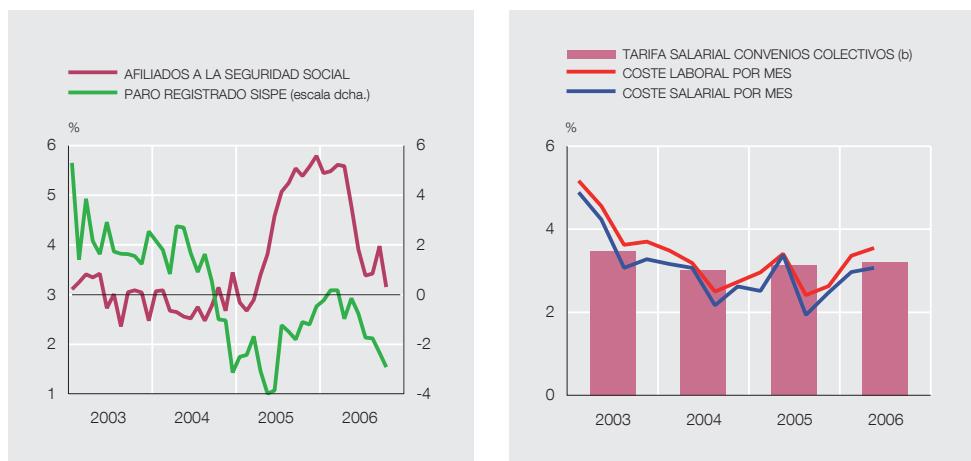
Los principales indicadores reales de turismo atenuaron su vigor en el tercer trimestre, aunque mantuvieron un comportamiento positivo, con aumentos del 5,6% en el número de pernoctaciones hoteleras de extranjeros y del 3,7% en el número de turistas entrados por fronteras. Los indicadores nominales de gasto también mostraron una mejora; así, los ingresos por turismo crecieron un 5,4% en agosto, el tercer aumento consecutivo, mientras que, según la Encuesta de Gasto Turístico, el gasto realizado por los turistas se incrementó un 5,4%, en términos nominales, en el conjunto del tercer trimestre, en el que se observó, por primera vez en el ejercicio, un mayor gasto medio por turista. Los datos disponibles del mes de octubre apuntan a una ligera desaceleración en el caso del número de turistas extranjeros, hasta el 3,6% interanual, y, algo más marcada, en las pernoctaciones hoteleras de esos turistas, que solo aumentaron un 1,3%.

Los datos de Balanza de Pagos para los ocho primeros meses de 2006 sitúan el déficit conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital en 54.810 millones de euros, un 39% por encima del contabilizado en iguales fechas del año anterior. El déficit por cuenta corriente se elevó un 31% en ese período, hasta situarse en 57.979 millones de euros, como resultado del empeoramiento generalizado que registraron sus principales partidas, destacando, por su fuerte contribución negativa, el aumento del déficit comercial (20%) y el retroceso del superávit de servicios (-21%), a los que se sumó el deterioro de los saldos negativos de rentas y de transferencias corrientes. La cuenta de capital se saldó con un superávit de 3.169 millones de euros entre enero y agosto, un 37% por debajo del alcanzado un año antes.

El índice de producción industrial (IPI) registró en septiembre un crecimiento interanual del 3,6%, una vez corregido de efecto calendario, 1,2 pp por debajo del dato de agosto. No obstante, en el conjunto del tercer trimestre la producción industrial estabilizó su avance en el 4%, consolidando la tónica de recuperación que muestra en el ejercicio actual. También se ralentizaron en septiembre los índices de cifras de negocios y las entradas de pedidos industriales, tras el impulso de agosto, cerrando el tercer trimestre con un perfil de suave moderación. Entre los indicadores más recientes, el paro registrado en la industria intensificó su ritmo de caída en octubre (hasta el -5,7%) y el índice PMI de manufacturas alcanzó en ese mismo mes el nivel máximo de los últimos seis años, reflejando notables mejoras de los nuevos pedidos y de la producción. Menos favorable fue la evolución del indicador de confianza en la industria, que retornó a valores negativos en octubre, al tiempo que el dato de afiliados a la Seguridad Social confirmó un nuevo estancamiento del empleo industrial en dicho mes.

En los servicios, tanto el indicador de confianza como el índice de gestores de compras mejoraron en octubre. En esta misma línea, el paro registrado en el sector intensificó su ritmo de caída interanual en ese mes (-2,8%), si bien las afiliaciones del sector a la Seguridad Social se ralentizaron en dicho mes, hasta situarse en el 3,9%, desde el 5,1% de septiembre. Por último, el indicador de actividad de este sector acumuló un crecimiento real del 3,3% en los nueve primeros meses del año, ligeramente por encima del 3,1% alcanzado en 2005.

El empleo de la CNTR creció un 3% interanual en el tercer trimestre, prolongando el perfil de lige-  
ra ralentización del trimestre anterior, con lo que la tasa de avance interanual de la productividad  
aparente del trabajo aumentó dos décimas, hasta el 0,8%. Los datos de la EPA del tercer trimes-  
tre reflejaron, también, una moderación del ritmo de avance del empleo total (de cinco décimas,



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 octubre de 2006.

hasta el 3,7%), si bien el empleo en la economía de mercado se mantuvo estable a ritmos elevados (4,3%). La población activa, por su parte, siguió mostrando un gran dinamismo, con un ritmo de crecimiento interanual del 3,4%. Como resultado de la evolución del empleo y de la población activa, la tasa de paro registró un descenso adicional de 0,4 pp, hasta situarse en el 8,1%, la tasa más baja desde 1979. En cuanto a los indicadores más recientes, el número de afiliados a la Seguridad Social se situaba a finales de octubre un 3,1% por encima del registrado un año antes, tasa similar a la media del tercer trimestre. Por su parte, el paro registrado intensificó en octubre su ritmo de caída interanual hasta el 2,9% (véase gráfico 2).

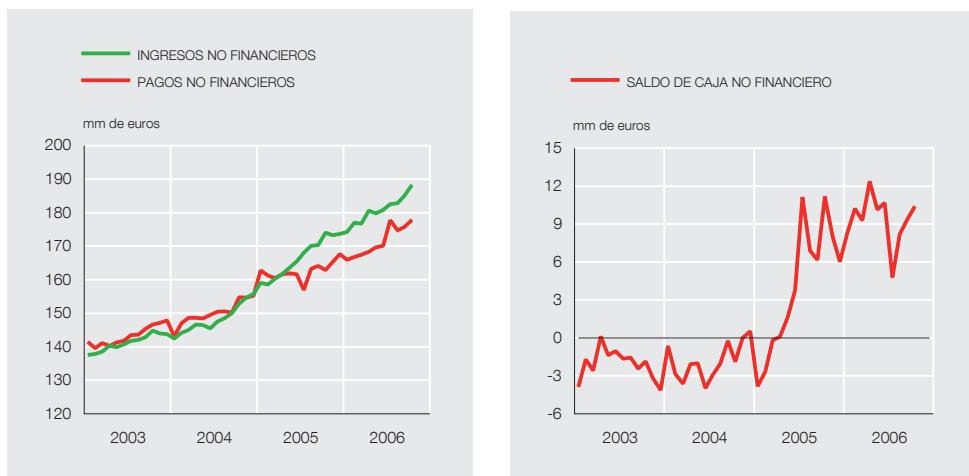
Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo hasta octubre de 2006 un superávit de 24.324 millones de euros (2,5% del PIB), frente al superávit de 19.655 millones de euros (2,2% del PIB) registrado hasta octubre de 2005. En términos de caja, la ejecución presupuestaria hasta octubre se saldó con un superávit de 18.587 millones de euros, frente al superávit de 14.222 millones alcanzado en el mismo período del año anterior (véase gráfico 3). Siguiendo con la ejecución en términos de caja, los ingresos y los pagos mostraron una pauta de aceleración similar en octubre. Los ingresos aumentaron un 9% hasta este mes (frente al 8,2% acumulado hasta septiembre) como consecuencia del elevado dinamismo de los ingresos impositivos. Los ingresos no impositivos siguieron reduciéndose, aunque en menor medida que el mes anterior, mientras que los impuestos directos y los impuestos especiales moderaron su ritmo de crecimiento, y el IVA se aceleró significativamente. Los pagos se incrementaron un 5,9% hasta octubre, frente al 4,8% acumulado en los nueve primeros meses. Esta aceleración de los pagos tuvo un carácter general, manifestándose tanto en los pagos corrientes —sobre todo, debido a la moderación en el ritmo de caída del capítulo de intereses— como en los de capital.

### Precios y costes

De acuerdo con la CNTR, los costes laborales unitarios se desaceleraron una décima en el tercer trimestre, hasta el 2,6% interanual, como consecuencia de la mejora que experimentó la productividad en este período, que permitió enjugar la leve aceleración registrada por la remuneración por asalariado (de una décima, hasta el 3,4%). Por su parte, los datos recientes sobre la negociación colectiva sitúan el aumento salarial pactado en los convenios registrados hasta el 31 de octubre en el 3,2%, ligeramente por encima del 3,1% con el que se cerró el año 2005, antes de incluir las cláusulas de salvaguarda. En octubre se observó un importante

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

GRÁFICO 3

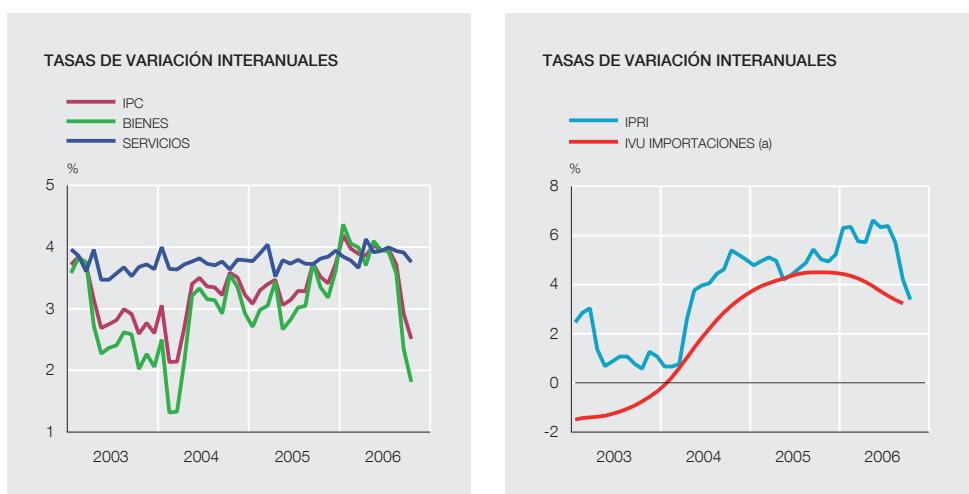


FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

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.

ÍNDICES DE PRECIOS

GRÁFICO 4



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

avance de la negociación, superándose los ocho millones de trabajadores afectados por los convenios registrados en estos diez meses. Por ramas de actividad, las tarifas salariales se aceleraron en la agricultura y en los servicios (hasta el 3,7% y el 3,2%, respectivamente), mientras que se estabilizaron en la industria y en la construcción (con tasas de avance del 3,3% y del 3%, respectivamente).

En el tercer trimestre de 2006, el deflactor del PIB recortó dos décimas su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 3,8%, al tiempo que el deflactor del consumo privado reflejó una desaceleración más intensa, de cuatro décimas, situándose en el 3,5%, en línea con la evolución del índice de precios de consumo (IPC) en ese período. En octubre, el IPC redujo cuatro décimas su tasa de crecimiento interanual, hasta el 2,5%, la tasa más baja desde marzo de 2004 (véase gráfico 4). Por su parte, el IPSEBENE registró un crecimiento interanual del 2,8%, una

décima menos que en septiembre. La moderación del IPC vino determinada, fundamentalmente, por la acusada desaceleración que experimentaron los precios energéticos, hasta registrar un descenso interanual del 1,9%. En menor medida, también se ralentizaron los precios de los alimentos (dos décimas, hasta el 4,2%) y los de los servicios (una décima, situándose en el 3,8%). Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos estabilizaron su avance interanual en el 1,3%. El índice armonizado (IAPC) creció un 2,6% interanual en octubre, tres décimas menos que en el mes anterior, mientras que en la zona del euro se moderó una décima, hasta el 1,6%, por lo que el diferencial de inflación con esta zona se estrechó dos décimas, situándose en 1 pp.

El índice de precios industriales (IPRI) aumentó un 3,4% interanual en octubre, 0,8 pp menos que en septiembre. Los precios de la energía se desaceleraron 3,5 pp, con lo que su tasa interanual se situó en el 0,6%. En menor medida, también se moderaron los precios de los bienes de consumo (hasta el 2,3%) y los de bienes de equipo, que avanzaron a una tasa del 2,4%. Por el contrario, los precios industriales de los bienes intermedios se deslizaron al alza dos décimas, hasta el 6,9%. El índice general sin energía redujo su ritmo de avance interanual una décima, hasta el 4,1%.

Los precios de las importaciones, aproximados por el índice de valor unitario (IVU), acentuaron en septiembre el tono moderado de los últimos meses, situando su tasa de crecimiento interanual en el 0,8%, tras el 2,3% de agosto. Por componentes, los precios energéticos redujeron sustancialmente su ritmo de avance, hasta el 8,1%, mientras que los IVU no energéticos retornaron a tasas ligeramente positivas (0,3%) después de tres meses de descensos consecutivos —si bien los precios de los bienes de equipo intensificaron su tasa de caída hasta el 5%—. El IVU de las exportaciones aumentó un 5,4% interanual en septiembre, tres décimas menos que en el mes previo, aunque en el conjunto del tercer trimestre ha presentado un perfil de cierta aceleración, con alzas sustanciales de los precios de exportación de bienes de consumo.

Finalmente, el INE ha publicado por primera vez los índices de precios de exportación (IPRIX) e importación de productos industriales (IPRIM)<sup>2</sup>. De acuerdo con esta estadística, en el mes de septiembre los precios de importación de los productos industriales recortaron 2 pp su tasa interanual, hasta el 3,1%. Esta desaceleración se limitó a los precios energéticos, que frenaron notablemente su tasa de crecimiento interanual (hasta el 2,8%), ya que los precios de los bienes de consumo e intermedios se deslizaron ligeramente al alza (hasta el 0,7% y el 9%, respectivamente) y se estabilizaron los precios de los bienes de equipo (-0,2%). Por su parte, el índice general de precios de exportación moderó su tasa interanual hasta el 3,8% en septiembre, tras haberse mantenido en torno al 4,5% durante todo el ejercicio, fundamentalmente por el descenso de los precios energéticos (-2,6%). En comparación con la información proporcionada por los IVU del comercio exterior, los precios de importación de los productos industriales —aunque también muestran un perfil de ralentización— mantienen tasas de crecimiento más elevadas, reflejando, en buena medida, la disparidad en la evolución de los precios de los bienes intermedios no energéticos entre ambas estadísticas, con tasas más altas en el caso de los precios industriales importados que en el de los IVU. Por su parte, los precios de exportación de los productos industriales mantienen un avance ligeramente inferior al de los IVU.

---

2. La metodología utilizada en su elaboración está armonizada con la del resto de países de la UE. La información se obtiene a partir de una encuesta continua que investiga mensualmente a más de 7.000 establecimientos que realizan operaciones en el mercado exterior, distribuidos por todo el territorio español. Los índices de precios de exportación (importación) miden la evolución mes a mes de los precios de los productos industriales exportados (importados). Son precios referidos a un producto específico: no representan, por tanto, precios medios ni valores unitarios.

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

La evolución de los mercados financieros internacionales durante el mes de noviembre se caracterizó por el buen comportamiento de las bolsas, a excepción de la japonesa, acompañado por un nuevo descenso de la volatilidad. Los tipos de interés a largo plazo continuaron tendiendo a la baja, mientras que las primas de riesgo de los bonos corporativos se redujeron moderadamente. El dólar se depreció frente al yen y al euro, superando hacia finales de mes el rango de fluctuación entre 1,25 y 1,30 frente al euro, en el que había oscilado desde el mes de mayo. Los mercados financieros emergentes mostraron asimismo una evolución favorable, especialmente evidente en el caso de las bolsas, mientras que los diferenciales soberanos se mantenían sin grandes cambios cerca de sus niveles mínimos. El precio del petróleo tipo Brent fluctuó en torno a los 60 dólares por barril, si bien en la tercera semana de noviembre se acercó a los mínimos del último año. Este comportamiento coincidió con la publicación de buenos datos de inventarios en Estados Unidos, así como con factores de tipo estacional y con la reducción de las previsiones de demanda de crudo para 2007 por parte de la Agencia Internacional de la Energía. El anuncio por parte de la OPEP de un recorte en la producción ha tenido por el momento escasa incidencia en el precio del petróleo.

En Estados Unidos, los indicadores publicados mantuvieron un tono eminentemente positivo, si bien algunos mostraron señales menos favorables, reflejo de la evolución divergente entre sectores. Por una parte, se observaron indicios de debilidad en el sector de las manufacturas. El índice ISM del sector experimentó la tercera caída consecutiva en octubre y se situó solo ligeramente por encima del umbral del 50, nivel que señala el límite entre la expansión y la contracción. Sin embargo, la producción industrial creció en ese mes, apoyada en la recuperación de la actividad en las empresas de servicios públicos y el buen tono de los sectores manufactureros no relacionados con la automoción. Por su parte, el índice ISM de servicios aumentaba de forma significativa. Algunos indicadores del sector de la construcción, como la iniciación de viviendas y los permisos de construcción, registraron nuevos descensos en octubre, confirmando que continúa el ajuste del sector, a pesar de la recuperación de la confianza de los constructores y la reciente estabilización de las solicitudes de hipotecas. El consumo no parece haberse visto afectado por la debilidad de las manufacturas y la construcción. Así, el descenso en valor de las ventas al por menor en octubre fue debido casi exclusivamente al descenso de los precios de la gasolina, en tanto que otras partidas crecieron en términos reales. Los indicadores de confianza del consumidor se mantuvieron en niveles elevados, apoyados en la favorable evolución del mercado laboral. A este respecto, en octubre se crearon 92.000 nuevos puestos de trabajo, una cifra por debajo de la media de los últimos meses, pero se revisaron sustancialmente al alza los datos de los meses anteriores y la tasa de paro se redujo hasta el 4,4%, el mínimo de la actual fase de expansión. El buen comportamiento de las exportaciones y la reducción en el precio del petróleo contribuyeron a la mejora en el déficit comercial de octubre, que se redujo hasta los 64,3 mm de dólares. El índice de precios de consumo redujo fuertemente su tasa de variación interanual en octubre, desde el 2,1% hasta el 1,3%, gracias a la reducción en el precio de la gasolina. Sin embargo, excluyendo alimentos y energía, el IPC aumentó un 0,1% y la tasa interanual se redujo tan solo en dos décimas, hasta el 2,7%.

En Japón, el PIB del tercer trimestre aumentó su ritmo de expansión hasta el 2% en tasa trimestral anualizada, desde el 1,5% del trimestre previo, gracias a la inesperada fortaleza de la inversión privada en maquinaria y al dinamismo de las exportaciones. El consumo privado, sin embargo, confirmó la debilidad que anticipaban algunos indicadores, contrayéndose un 2,9% trimestral anualizado. En tasa interanual, la aceleración del PIB fue de una décima, hasta el 2,7%. En cuanto a la evolución de los indicadores de actividad más recientes (pedidos de maquinaria, producción industrial, indicadores coincidente y adelantado de septiembre y PMI de manufacturas de octubre), parece apuntar, en conjunto, hacia una pérdida de

dinamismo. Dicha ralentización podría venir motivada por la atonía del consumo privado, pero también por cierta maduración del actual ciclo expansivo, que se mantiene desde el inicio de 2002. Tan solo la confianza del consumidor, que repuntó en octubre, y el mercado laboral, en el que la tasa de desempleo se mantuvo en niveles reducidos, mostraron un comportamiento más positivo. Las exportaciones registraron una apreciable aceleración en media del trimestre, a pesar de cierta desaceleración en septiembre, mientras que las importaciones repuntaban levemente, lo que contribuyó a ampliar el superávit corriente frente al trimestre previo. En cuanto a los indicadores de inflación, cabe destacar la notable desaceleración de los precios al por mayor en octubre, desde un 3,5% a un 2,8% interanual, debida principalmente al precio de los combustibles. Por último, el Banco de Japón decidió mantener el tipo de interés oficial inalterado en el 0,25% en su reunión de política monetaria del mes de noviembre.

En el Reino Unido, algunos de los indicadores publicados recientemente avalan una evolución de la actividad algo más débil tras el verano. Así, la inesperada caída de la encuesta de tendencias industriales en octubre se vio acompañada de un descenso del PMI de manufacturas en el mismo mes, si bien este se sitúa aún en niveles compatibles con la expansión. La tasa de paro aumentó en septiembre una décima, hasta el 5,6%. Sin embargo, el PMI de la construcción y, especialmente, el de servicios repuntaron fuertemente, y las ventas al por menor de octubre se recuperaron con creces de la caída del mes previo, lo que en conjunto matizaría la intensidad de la reciente desaceleración de la actividad. Por su parte, el Banco de Inglaterra subió su tipo de interés de referencia en un cuarto de punto, hasta el 5%, justificando dicha elevación en un contexto de expansión moderada, pero firme, y de elevada utilización de la capacidad. Los precios de la vivienda, por su parte, han seguido manteniendo una trayectoria alcista en los últimos meses, mientras que los de consumo se mantuvieron en octubre en el 2,4% interanual.

En China, algunos de los principales indicadores de actividad, como la producción industrial y la inversión en activos fijos correspondientes a octubre, mostraron signos adicionales de desaceleración. No obstante, las ventas al por menor aumentaron sensiblemente, y la oferta monetaria y el crédito interno mantuvieron un ritmo de expansión notable, lo que llevó al banco central a aumentar nuevamente el coeficiente de reservas bancarias en 50 puntos básicos (pb) en noviembre. El superávit comercial mensual alcanzó un nuevo récord de 23,8 mm de dólares en octubre, en gran parte como consecuencia de la desaceleración de las importaciones, acumulando en los diez primeros meses del año un aumento superior al 65% sobre el año anterior. La inversión extranjera directa aumentó ligeramente, revirtiendo el comportamiento de meses anteriores. En cuanto a los precios de consumo, su tasa de crecimiento interanual se moderó una décima en octubre, hasta el 1,4%, mientras que la de los precios de producción se situó en el 2,9%.

En América Latina, los datos del PIB del tercer trimestre confirman el dinamismo de la actividad en México (4,6% interanual), en Venezuela (10,2%) y, sobre todo, en Perú (8,5%). En Chile, la actividad se ralentizó aún más, situándose el crecimiento en el tercer trimestre muy por debajo del registrado en trimestres anteriores. En Brasil, la caída de la producción industrial en septiembre contribuyó a mantener la incertidumbre sobre la posibilidad de una reactivación de la actividad en este país, al contrario que en Argentina, donde los avances mensuales reafirman la fortaleza del crecimiento. El sector exterior y los resultados fiscales evolucionaron favorablemente en la mayor parte de los países de la región, si bien cabe resaltar como excepciones el moderado deterioro de las cuentas fiscales en Brasil, en septiembre, y de la balanza comercial de México en el mismo mes. En el ámbito de los precios, la tasa de inflación interanual de la región fue del 5% en octubre.

tubre, una décima por debajo del registro de septiembre. Los precios se aceleraron en México y en Venezuela y se desaceleraron en el resto de países, destacando los casos de Brasil, con un 3,3% (mínimo desde julio de 1998) y Chile (2,1%). En Argentina y Colombia, los bancos centrales elevaron sus tipos de interés oficiales (hasta el 6,25% y el 7,25%, respectivamente). Cabe destacar también que en México el gobierno emitió por primera vez un bono a treinta años en moneda local, con lo que culmina la creación de una curva de tipos de interés a largo plazo en pesos, mientras que Uruguay anunció una próxima cancelación anticipada del crédito pendiente con el FMI, que vence en 2008. Finalmente, la calificación crediticia de las emisiones soberanas en moneda extranjera de Perú fue revisada al alza.

De acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, el crecimiento del producto interior bruto del área del euro se desaceleró en el tercer trimestre de 2006, hasta alcanzar una tasa del 0,5% en relación con los tres meses anteriores, frente a los incrementos del 0,7% y 0,9% del primer y segundo trimestres. Esto ha supuesto, además, una ligera disminución de su ritmo de expansión interanual —que se ha situado en el 2,6%—. La ralentización de la actividad en el conjunto del área obedece, en gran medida, a la evolución observada en el PIB de Francia, que se mantuvo constante en el tercer trimestre, después de registrar un crecimiento del 1,2% en el trimestre anterior, y también a la moderación del ritmo de expansión del producto en Alemania e Italia, cuyas tasas de aumento se han estimado en el 0,6% y 0,3%, respectivamente. Aunque aún no se ha publicado el desglose del crecimiento de la UEM por componentes de la demanda, los datos disponibles para algunos países apuntan al mantenimiento del dinamismo de la demanda interna, contrarrestada por las aportaciones negativa de las existencias y neutra de la demanda exterior neta.

La información reciente continúa siendo coherente con un crecimiento sostenido de la actividad económica en el tramo final del año, si bien de menor intensidad que en la primera parte de 2006. Así, en la vertiente de la oferta, la producción industrial de la UEM retrocedió en septiembre tras haber registrado un aumento muy elevado en el mes anterior, de manera que el crecimiento medio trimestral se mantuvo próximo al 4% (véase cuadro 1). Igualmente, la cartera de pedidos industriales se redujo en ese mismo mes, contrarrestando solo parcialmente la notable mejora observada en julio y agosto. Por su parte, los indicadores cualitativos referidos ya al inicio del cuarto trimestre mantuvieron, en general, un comportamiento favorable. De un lado, los índices de confianza de los sectores industrial y de servicios elaborados por la Comisión Europea aumentaron en octubre, mientras que el de la construcción se deterioró, pero mantuvo parte del aumento del mes anterior. Por otro lado, los indicadores de las encuestas de directores de compras reflejaron un avance adicional en la industria y un ligero retroceso en los servicios. No obstante, ambos continúan en niveles superiores a 50, lo que resulta indicativo de una expansión de la actividad. Desde el punto de vista de la demanda, los indicadores de consumo siguen sin manifestar una tendencia alcista clara: las ventas minoristas ralentizaron su crecimiento en septiembre, lo que ha ocasionado que el aumento medio para el tercer trimestre sea reducido y similar al de los tres meses anteriores, y las matriculaciones de automóviles registraron en octubre una tasa de variación negativa. Por otra parte, el indicador cualitativo sobre la confianza de los consumidores de la Comisión y el referido al comercio minorista experimentaron en octubre avances nulo y positivo, respectivamente. Respecto a la demanda externa, los indicadores de expectativas de exportación y de cartera de pedidos exteriores permanecieron en niveles elevados en ese mismo mes.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la tasa de inflación del área, medida por la variación interanual del IAPC, disminuyó una décima en octubre, situándose en el 1,6% (véase

		2006					
		JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (b)	Índice de producción industrial	4,8	3,4	5,5	3,3		
	Comercio al por menor	1,3	1,9	2,5	1,3		
	Matriculaciones de turismos nuevos	-2,5	-4,7	-1,2	0,8	-0,3	
	Indicador de confianza de los consumidores	-9,0	-8,0	-9,0	-8,0	-8,0	
	Indicador de clima industrial	3,0	4,0	2,0	4,0	5,0	
	IAPC	2,5	2,4	2,3	1,7	1,6	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	8,5	7,8	8,2	8,5		
	M1	9,3	7,4	7,2	7,1		
	Crédito a los sectores residentes	9,1	9,2	9,2	9,4		
	AAPP	0,1	-0,7	-1,5	-1,6		
	Otros sectores residentes	11,5	11,8	11,9	12,2		
	De los cuales:						
	— Préstamos a hogares	9,6	9,5	9,2	9,1		
	— Préstamos a sociedades no financieras	11,3	11,8	12,0	12,7		
	EONIA	2,70	2,81	2,97	3,04	3,28	3,33
	EURIBOR a tres meses	2,99	3,10	3,23	3,34	3,50	3,59
	Rendimiento de bonos a diez años	4,07	4,10	3,97	3,84	3,88	3,81
	Diferencial de bonos a diez años EEUU-UEM	1,09	1,07	0,98	0,94	0,90	0,86
	Tipo de cambio dólar/euro	1,265	1,268	1,281	1,273	1,261	1,281
	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	4,2	5,2	8,8	11,9	15,3	18,1

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

a. Media del mes hasta el día 23 de noviembre de 2006. En el caso del IAPC, corresponde a la estimación *flash* publicada por Eurostat.

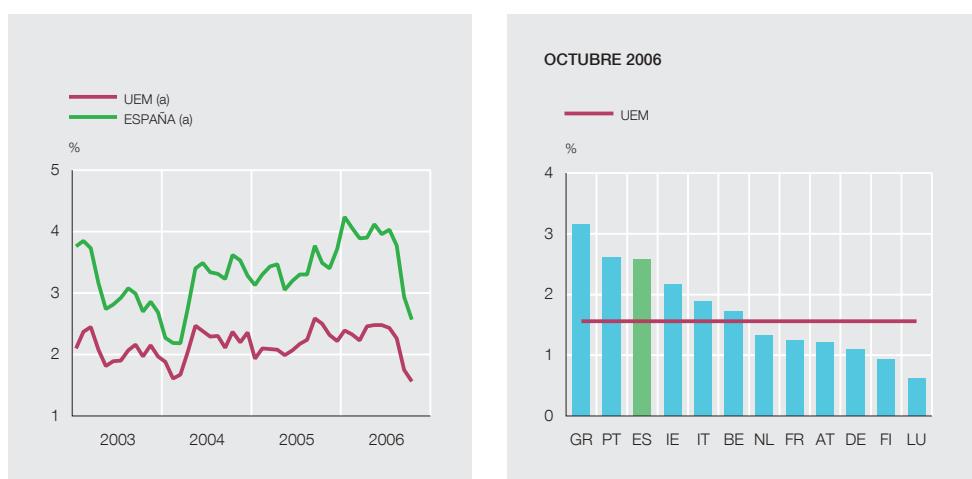
b. Tasa de variación interanual, excepto en los indicadores de confianza.

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 23 de noviembre de 2006.

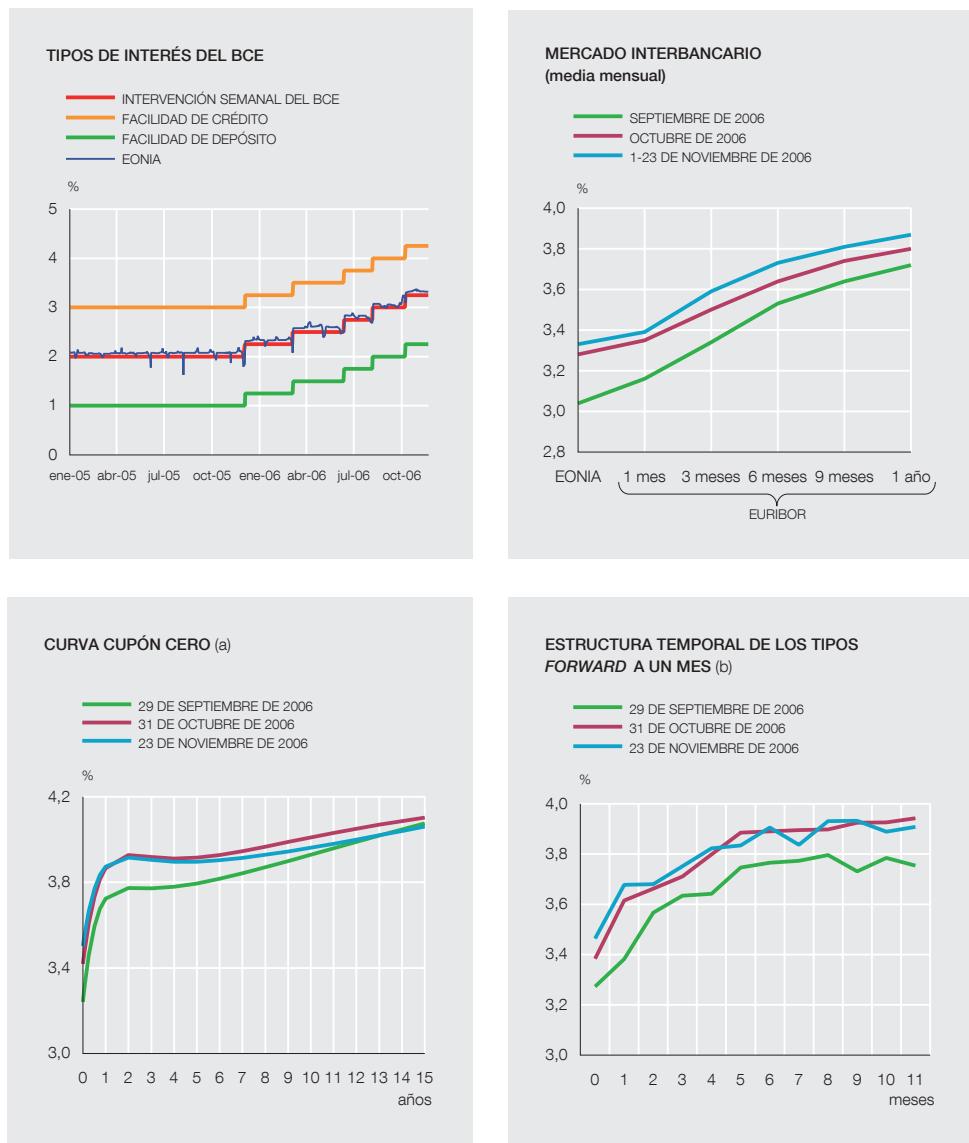
### ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5



FUENTE: Eurostat.

a. El último dato representado, referido a octubre de 2006, se corresponde con el dato definitivo publicado por Eurostat, en el caso de la UEM, y con el del IAPC que publica el INE, en el caso de España.

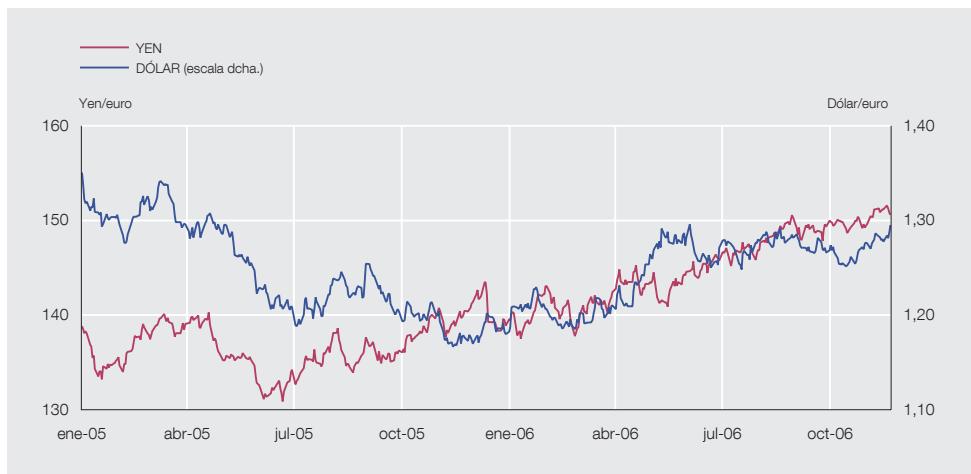


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

gráfico 5). Esta ligera moderación del ritmo de crecimiento de los precios de consumo se explica por la caída de los precios de la energía y por la desaceleración de los precios de los alimentos no elaborados, de forma que el incremento interanual del índice de precios que excluye estos elementos más volátiles, el IPSEBENE, aumentó una décima, hasta el 1,6%. Por su parte, la tasa de variación interanual del índice de precios industriales (IPRI) disminuyó en septiembre en once décimas, hasta el 4,6%, como consecuencia del comportamiento de los precios de la energía y, en menor medida, de los precios de los bienes de consumo —duradero y no duradero—, mientras que los precios de los bienes de capital experimentaron una ligera aceleración en su ritmo de avance.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo el tipo mínimo de las operaciones principal de financiación en el 3,25% en su reunión de noviembre, si bien manifestó su preocupación por los riesgos al alza que afectan a la evolución de la inflación a medio plazo. Estos están relacionados con la posible renovación de las presiones alcistas en el



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

precio del petróleo y con el riesgo de que se extienda la transmisión de sus incrementos pasados a los precios de consumo, en un contexto de fortaleza de la actividad. Así, desde mediados del mes de octubre y en la parte transcurrida de noviembre, los tipos de interés del mercado interbancario vienen registrando pequeños aumentos —más acusados en los plazos más largos— y las expectativas anticipan alguna subida adicional del tipo oficial (véase gráfico 6). En los mercados secundarios de deuda pública del área del euro, las rentabilidades a diez años disminuyeron ligeramente entre octubre y noviembre, hasta el nivel actual del 3,8%. En Estados Unidos, el rendimiento de los activos análogos siguió una trayectoria similar —pero algo más acusada— en el período de referencia. Como consecuencia de esta evolución, el diferencial positivo entre este país y la UEM se ha situado cerca de los 90 pb en los últimos días de noviembre, ligeramente inferior al registrado a mediados de octubre.

En los mercados de renta variable europeos, las cotizaciones han aumentado a lo largo del mes de noviembre, en paralelo a la relajación de los precios del petróleo y a pesar de las expectativas de subidas de los tipos de interés. A fecha de cierre de este Boletín, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio se situaba en los niveles máximos del año, con una revalorización acumulada superior al 18%. En los mercados de divisas, el euro registró una suave apreciación respecto al dólar en las primeras semanas de noviembre y un repunte algo más marcado en los últimos días, alcanzando nuevamente un máximo anual (véase gráfico 7). En términos del tipo de cambio efectivo nominal, la moneda europea se apreció de forma más moderada en ese mismo período.

En cuanto a la evolución de los agregados monetarios y crediticios en la zona del euro, el crecimiento interanual de M3 fue de un 8,5% en septiembre, lo que supone la prolongación de la tendencia al alza que se venía observando desde principios de año, tras la desaceleración observada en los meses de verano. El crédito concedido al sector privado mostró, de igual manera, mayor dinamismo en septiembre, situándose su tasa interanual en el 12,2%, tres décimas por encima de la de agosto. Por lo que respecta al desglose sectorial, la suave aceleración de los préstamos al sector privado volvió a reflejar el mayor crecimiento de los otorgados a las empresas no financieras, cuya tasa interanual fue del 12,7%, frente al 12% en agosto. En contraposición, los préstamos a familias se ralentizaron ligeramente, de forma que las tasas interanuales de los destinados a la adquisición de vivienda y al consumo se redujeron en una décima, hasta el 11% y el 8,3%, respectivamente.

	TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH	2003	2004	2005	2006				
			DIC	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV (a)
	Crédito para vivienda	3,46	3,39	3,46	4,29	4,41	4,52	...	...	
	Crédito para consumo y otros fines	6,40	6,27	6,27	6,87	7,41	7,41	...	...	
	Depósitos	1,11	1,15	1,23	1,54	1,61	1,62	...	...	
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS									
	Crédito (c)	3,75	3,44	3,59	4,21	4,40	4,38	...	...	
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,19	2,17	2,58	3,24	3,35	3,48	3,56	3,65	
	Deuda pública a cinco años	3,47	2,98	3,04	3,84	3,73	3,68	3,73	3,71	
	Deuda pública a diez años	4,34	3,64	3,37	4,02	3,89	3,76	3,81	3,76	
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,00	-0,00	-0,00	0,00	-0,00	0,00	0,02	0,02	
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,32	0,29	0,39	0,32	0,30	0,28	0,30	0,25	
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	27,44	18,70	20,56	10,97	14,15	21,87	29,74	34,67	

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 20 de noviembre 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 2005.

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

CUADRO 3

Crecimiento interanual (T1,12) (a)

	FINANCIACIÓN TOTAL	2006	2004	2005	2006	
		SEP (b)	DIC	DIC	JUL	AGO
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.001,2	12,3	15,7	18,8	18,4
	Hogares e ISFLSH	1.704,2	16,3	21,0	23,1	23,4
		742,6	20,2	20,9	20,9	20,8
	De los cuales:					
	- Crédito para adquisición de vivienda (c)	545,4	23,7	24,3	22,8	22,5
	- Crédito para consumo y otros fines (c)	196,0	12,5	12,5	15,9	16,2
	Sociedades no financieras	961,6	13,2	21,1	24,8	25,7
	De los cuales:					
	- Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	696,7	17,8	25,5	26,4	27,6
	- Valores de renta fija (d)	28,4	-1,2	23,7	112,1	112,3
	ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	297,0	-0,1	-4,1	-0,4	-3,5
	Valores a corto plazo	34,7	-6,2	-10,9	-5,2	-2,7
	Valores a largo plazo	296,7	0,8	2,6	3,2	3,0
	Créditos – depósitos (f)	-34,4	-0,1	-16,4	-8,3	-18,4

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.

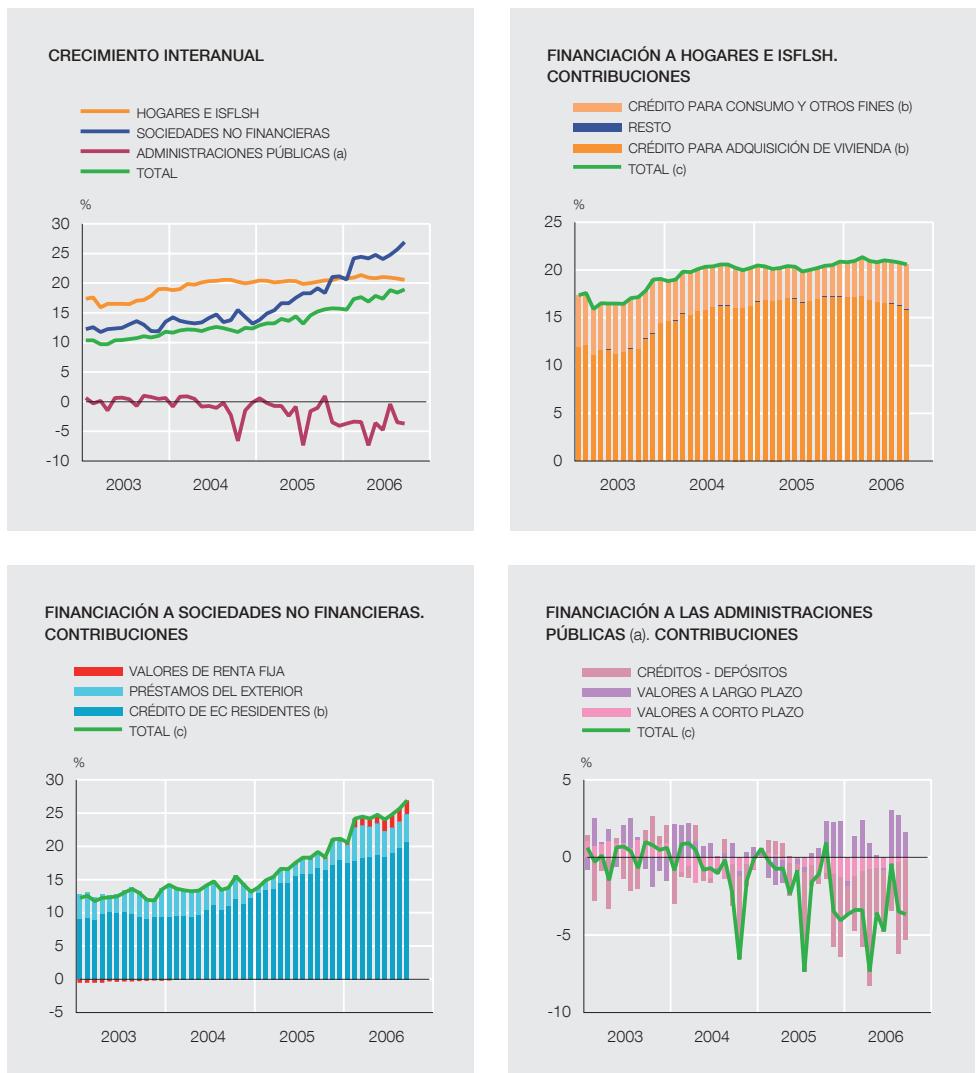
b. Saldo en miles de millones de euros.

c. Incluye los créditos titulizados.

d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

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

f. Variación interanual del saldo.



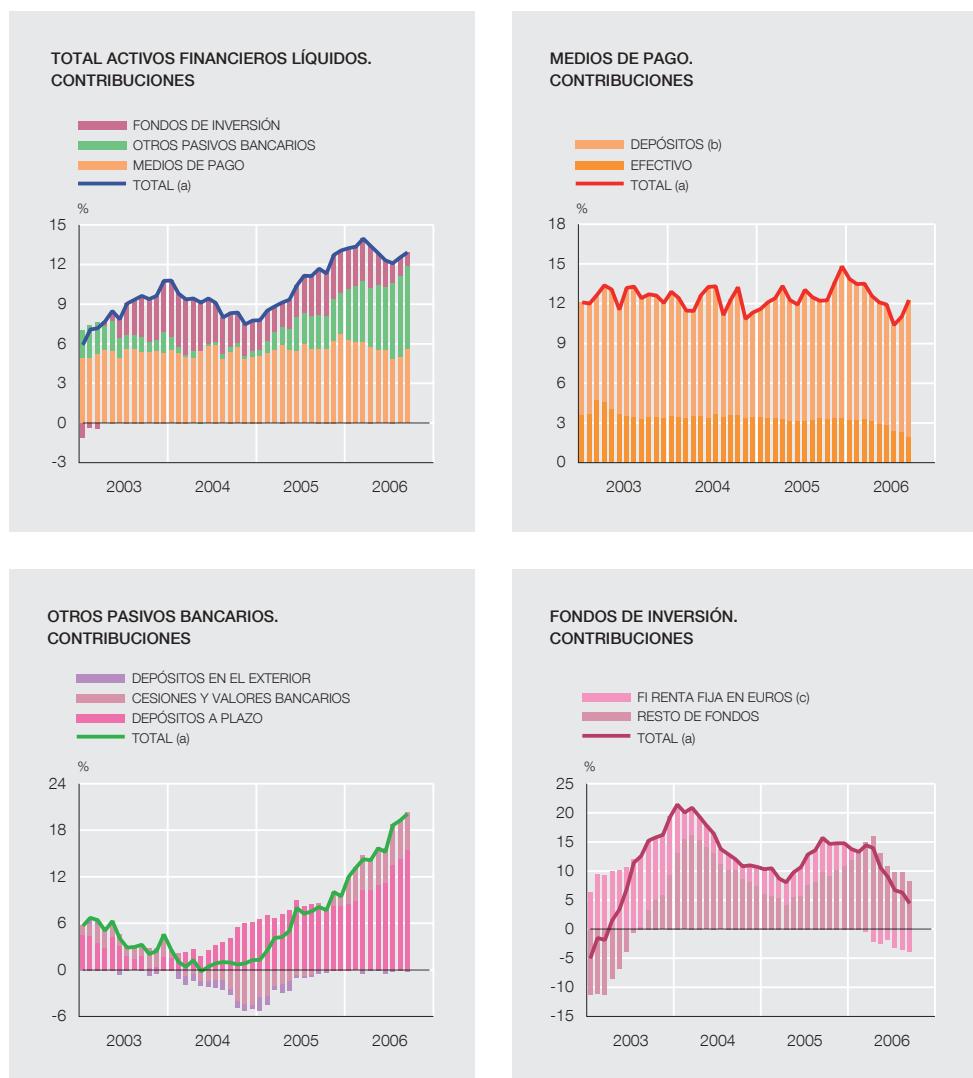
FUENTE: Banco de España.

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

### Evolución financiera en España

Durante el mes de septiembre, la financiación captada por los hogares y las sociedades continuó creciendo a tasas elevadas, al tiempo que los activos financieros más líquidos de ambos tipos de agentes se aceleraron ligeramente.

En el mercado de deuda pública se mantuvo, a lo largo del último mes y medio, la trayectoria ascendente de las rentabilidades negociadas en los plazos más cortos. En los tramos más largos de la curva de rendimientos se produjeron incrementos en octubre, que, no obstante, revertieron completamente durante la parte transcurrida de noviembre. De este modo, durante los primeros veinte días de dicho mes el tipo de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses se situó en un nivel medio del 3,65%, 17 pb por encima del correspondiente valor de septiembre, al tiempo que el rendimiento medio de los bonos a diez años alcanzó el 3,76%, la misma cifra que se registró a finales del tercer trimestre (véase cuadro 2). Las referencias española y alemana a largo plazo mostraron una evolución muy similar, por lo que el diferencial entre ambas apenas se modificó. Por su parte, las primas medias de los



FUENTE: Banco de España.

- a. Crecimiento interanual.  
 b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.  
 c. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas se redujeron ligeramente durante el mismo período.

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales las cotizaciones mantuvieron, durante octubre y la parte transcurrida de noviembre, el perfil creciente de los últimos meses. De esta manera, en la fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba desde principios de año una ganancia del 34,7%, evolución más favorable que la registrada, en el mismo período, por el Euro Stoxx amplio de las bolsas de la UEM (18,1%) y por el S&P 500 de las de Estados Unidos (12,2%).

En septiembre, el tipo de interés del crédito para la adquisición de vivienda aumentó 11 pb, hasta el 4,52%. Por el contrario, el precio de la financiación a hogares para consumo y otros fines, el de los préstamos bancarios a sociedades y la remuneración de los depósitos de las

familias no experimentaron cambios sustanciales en relación con los niveles de agosto, quedando situados en el 7,41%, 4,38% y el 1,62%, respectivamente.

La financiación recibida por los sectores residentes no financieros se aceleró en septiembre, como resultado de un nuevo incremento en la tasa de expansión de los recursos captados por las sociedades, que se situó cerca del 27% (véanse cuadro 3 y gráfico 8). En cambio, la deuda de las familias avanzó a un ritmo similar al del mes precedente (en torno al 21%), al tiempo que la de las Administraciones Pùblicas retrocedió aproximadamente un 4%, cifra muy parecida a la observada en agosto.

La desagregación por finalidades de los pasivos de los hogares muestra que en septiembre se mantuvo la trayectoria de ligera desaceleración de los préstamos para la adquisición de vivienda, aunque su avance interanual se situó todavía cerca del 22%, y de incremento del ritmo de expansión de los recursos destinados al consumo y otros fines, que alcanzó el 17%. Por su parte, el mayor dinamismo de los fondos captados por las sociedades no financieras resultó, fundamentalmente, del comportamiento del crédito otorgado por las entidades residentes, que creció un 29% en relación con el mismo período de 2005. La información provisional sobre la evolución de la financiación del sector privado durante octubre evidencia una continuidad de las mismas tendencias del mes anterior.

La contracción de la deuda de las Administraciones Pùblicas resultó, igual que durante los meses precedentes, de la amortización neta de valores de renta fija a corto plazo y de la disminución del saldo del agregado crédito menos depósitos, que no llegaron a ser compensadas por la emisión neta positiva de títulos a largo plazo, todo ello en términos acumulados de doce meses.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares se aceleraron en septiembre, con una evolución heterogénea por instrumentos (véase gráfico 9). Así, mientras que aumentaron las tasas de expansión interanuales de los medios de pago y los otros pasivos bancarios, la de los fondos de inversión volvió a reducirse. Dentro de estos, tanto los de renta fija en euros, que continuaron presentando descensos en su patrimonio, como el resto de categorías mostraron un menor dinamismo que en el mes precedente. La información provisional referente a octubre apunta a una interrupción de la pauta ascendente en el ritmo de avance de los medios de pago y a un nuevo incremento de la velocidad a la que crecen los otros pasivos bancarios.

27.11.2006.