

## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

## Evolución reciente de la economía española

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

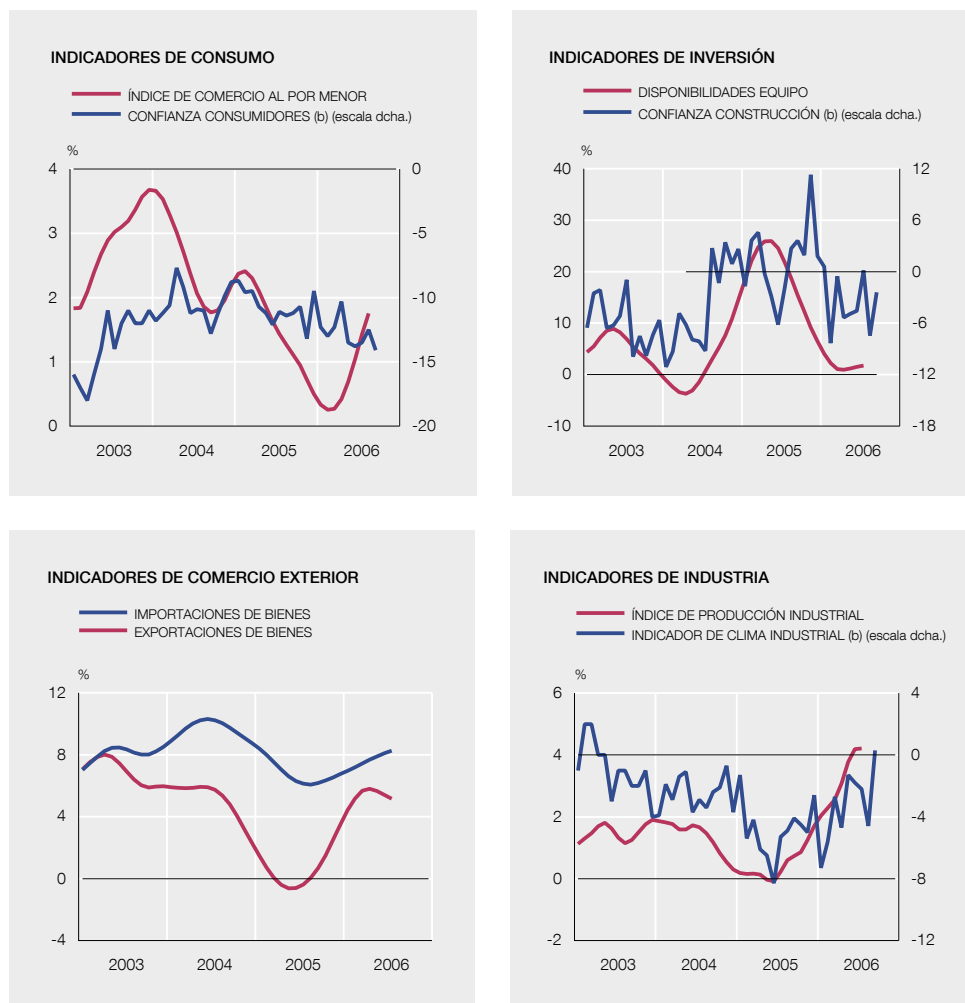
De acuerdo con las últimas estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR)<sup>1</sup>, en el segundo trimestre de 2006 la economía española aceleró su ritmo de crecimiento real en una décima, hasta el 3,7% interanual, tras revisarse ligeramente al alza la tasa registrada en el trimestre anterior. Este repunte del PIB —que, en términos intertrimestrales, aumentó un 0,9%, igual que en el período previo— fue fruto de una aportación menos negativa del sector exterior, parcialmente compensada por una demanda nacional que, aunque creció un 4,6%, se mostró menos dinámica que en el primer trimestre. Este menor avance de la demanda nacional se debió a una ligera desaceleración del consumo privado (3,7%) y de la formación bruta de capital fijo (6,1%), mientras que la variación del consumo público se mantuvo estable (4,4%). En cuanto al comercio exterior, tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios se ralentizaron, con tasas de crecimiento interanual del 5,3% y 7,9%, respectivamente. Desde la óptica del valor añadido, destacó el fortalecimiento registrado por la industria y la evolución menos contractiva de las ramas agrícola y pesquera, si bien la construcción continuó siendo la actividad más dinámica. Finalmente, el empleo aumentó un 3,1% en el segundo trimestre, en tasa interanual, de forma que la productividad aparente del trabajo presentó un incremento del 0,6%, dos décimas más que en el primer trimestre.

Junto con la publicación de los datos relativos al segundo trimestre, el INE revisó las estimaciones de las series de la Contabilidad Nacional (base 2000) para el período 2001-2005. Para los años 2001, 2004 y 2005, el crecimiento del PIB real se revisó una décima al alza. En 2005, esa nueva estimación se basa en una contribución menos negativa de la demanda externa, que compensa una menor aportación de la demanda nacional.

Entre la información más reciente referida al consumo privado, el indicador de confianza de los consumidores se mantuvo bastante estable a lo largo del tercer trimestre, aunque en niveles relativamente reducidos, mientras que el indicador de confianza del comercio minorista registró una notable mejora en el conjunto del tercer trimestre, compensando el notable retroceso sufrido en mayo y junio (véase gráfico 1). El índice general del comercio al por menor mostró una pequeña aceleración en julio, con un crecimiento real del 1,2% interanual, debido al incremento de las ventas de bienes no alimenticios. En el mismo sentido, el indicador de disponibilidades de bienes de consumo tuvo en julio un comportamiento ligeramente más dinámico que en el segundo trimestre, una vez corregidos los datos de estacionalidad. Por el contrario, las matriculaciones de automóviles volvieron a registrar caídas en julio y agosto, del 3,6% y 2,5%, respectivamente.

El índice de disponibilidades de bienes de equipo aumentó en julio a un ritmo superior al registrado en el segundo trimestre, gracias, principalmente, al fuerte avance de la producción de dichos bienes. No obstante, otros indicadores sugieren una posible atenuación del dinamismo mostrado por este componente de la inversión en la primera mitad del año. En este sentido, la utilización de la capacidad productiva se situó al inicio del tercer trimestre en el 79,4%, 1,7 puntos porcentuales (pp) por debajo del nivel alcanzado en el segundo trimestre. Asimismo, el indicador de clima industrial del sector productor de bienes de equipo registró sendos retrocesos en julio y agosto, al igual que la cartera de pedidos.

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



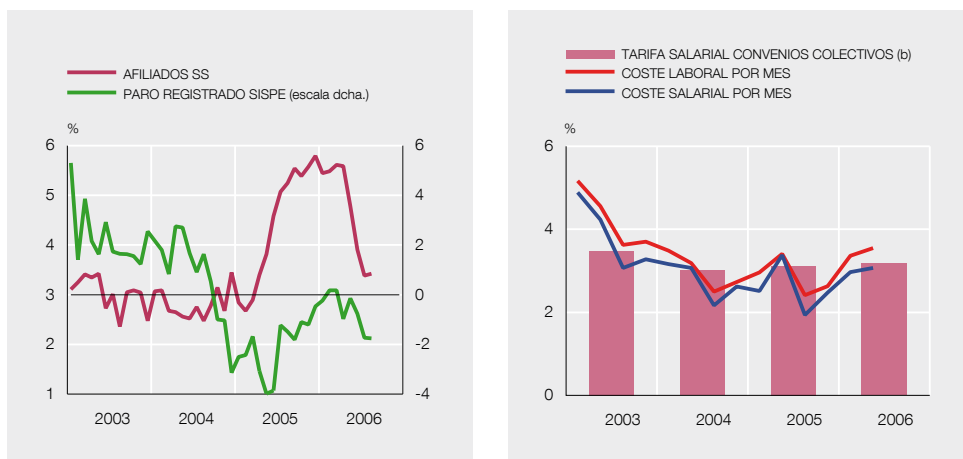
FUENTES: Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística, Departamento de Aduanas y Banco de España.

a. Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

b. Nivel de la serie original.

En cuanto a la evolución más reciente de los indicadores de inversión en construcción, el indicador de confianza volvió a mostrar un comportamiento muy volátil, si bien en el tercer trimestre, en media, registró cierta mejora respecto al segundo. Entre los indicadores de consumos intermedios, el índice de producción de materiales de construcción se aceleró en julio, tras la moderación experimentada en el segundo trimestre, a la vez que el consumo aparente de cemento mostró una evolución ligeramente más dinámica en los meses de julio y agosto. Los indicadores de empleo en la construcción también han proporcionado señales robustas, con un ritmo de crecimiento de las afiliaciones a la Seguridad Social superior al 6% en julio y agosto (tasa corregida de la regularización, según estimaciones propias) y con una caída del paro registrado en términos interanuales, aunque la tasa se ha desacelerado hasta el -0,8% en agosto. Con información hasta el mes de mayo, los presupuestos de licitación oficial proyectan para la segunda mitad de 2006 una cierta continuidad en la evolución de las otras construcciones (obra civil más edificación no residencial), a la vez que la información de visados sugiere que la edificación residencial también mantendrá un ritmo de crecimiento relativamente estable durante el resto del año.

De acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes se estancaron en julio en términos interanuales, interrumpiendo el dinamismo de los dos meses previos. Por tipo



FUENTES: INE y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

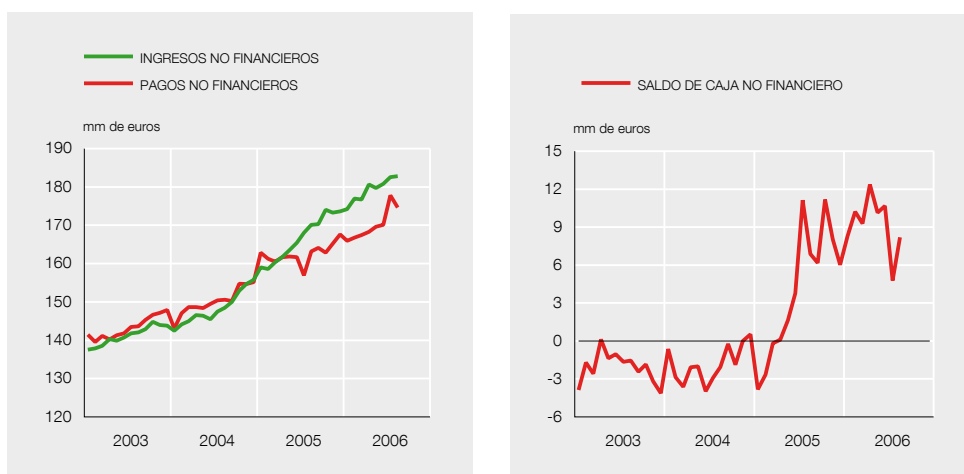
a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.

b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta agosto de 2006.

de bienes, la evolución más negativa fue la de las ventas de bienes de consumo no alimenticio, que disminuyeron un 7%, mientras que las exportaciones de bienes de equipo y las de alimentos registraron un apreciable avance, con tasas en torno al 8% en ambos casos. Por áreas geográficas, las ventas reales a la UE cayeron un 1,2% en julio, mientras que las exportaciones extracomunitarias crecieron un 3% en dicho mes. Las importaciones reales de bienes perdieron algo de ritmo, aunque se incrementaron un 8,5% en julio. Por componentes, las tasas de crecimiento más elevadas se observaron en las compras de bienes de equipo (12,3%) y en las de bienes intermedios no energéticos (11,6%), siendo la tasa más reducida la de compras de alimentos, con un incremento nulo. El déficit comercial, en términos nominales, se amplió un 17,1% en julio, por encima del 13,5% del segundo trimestre; el déficit comercial no energético se aceleró, hasta alcanzar una tasa interanual del 15,1%, después de haberse estabilizado en el segundo trimestre.

En julio y agosto, los principales indicadores reales de turismo mantuvieron el comportamiento positivo que se venía registrando desde marzo, aunque se atenuó el elevado dinamismo del segundo trimestre. El número de pernoctaciones de extranjeros en hoteles creció un 4,7% interanual en agosto, a la vez que el número de turistas entrados por fronteras se incrementó un 4,8%. Los indicadores nominales de gasto también mostraron una cierta mejora; así, los ingresos por turismo aumentaron un 4,5% interanual en junio, mientras que, según la Encuesta de Gasto Turístico, el gasto realizado por los turistas avanzó un 3,3% en julio, reflejo, fundamentalmente, del incremento del número de turistas. Los pagos por turismo, por su parte, aumentaron un 7% en junio y un 6,2% en la media del segundo trimestre, lo que representa una notable desaceleración respecto a las cifras del primer trimestre.

Los datos de Balanza de Pagos para los seis primeros meses de 2006 siguen mostrando una evolución negativa del saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital, que acumulan un déficit conjunto de 42.775 millones de euros, un 37% por encima del contabilizado en igual período del año anterior. El déficit por cuenta corriente, por su parte, se elevó hasta 44.599 millones de euros en ese mismo período, como resultado del incremento del déficit comercial en esos meses (20,8%) y del notable descenso del superávit de servicios (-37,2%), que fueron solo muy ligeramente compensados por el recorte del déficit de rentas y de trans-



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

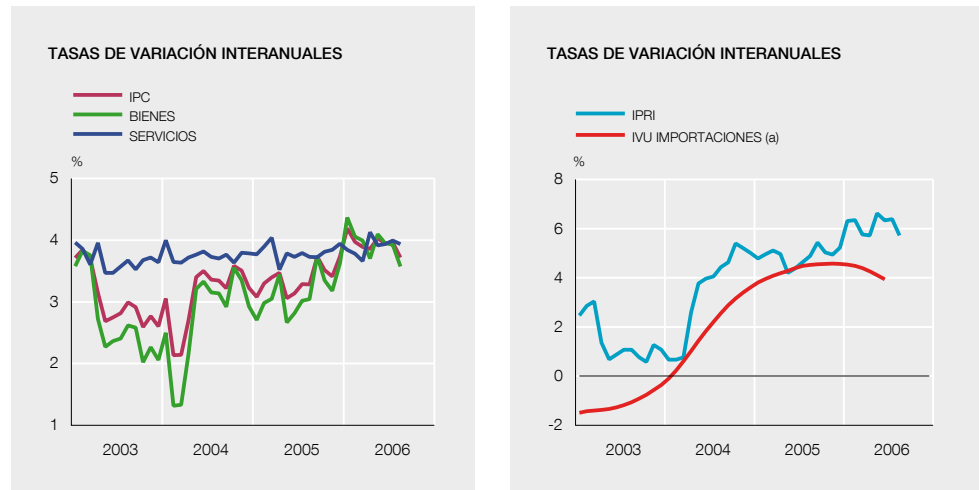
a. Tanto la serie de ingresos como la de pagos incluyen la parte de la recaudación que corresponde a las Administraciones Territoriales en virtud de sus sistemas de financiación.

ferencias corrientes. La cuenta de capital presentó un superávit de 1.824 millones de euros entre enero y junio, un 51,7% por debajo del alcanzado un año antes.

El índice de producción industrial (IPI) registró en julio un incremento del 4,7%, una vez corregida la serie del efecto calendario, lo que supone el tercer mes consecutivo de crecimiento por encima del 4% y pone de relieve la fortaleza del sector. Los indicadores de cifras de negocios y de entradas de pedidos proporcionan señales menos optimistas, pues se desaceleraron en julio. Por último, entre los indicadores cualitativos, el indicador de confianza de la industria avanzó ligeramente en el conjunto del tercer trimestre, mientras que el PMI se redujo en la media de los meses de julio y agosto.

En los servicios, el indicador de confianza de la Comisión Europea repuntó en el tercer trimestre, aunque en agosto y septiembre mostró movimientos de distinto signo. El índice de gestores de compras mejoró en agosto, aunque, en este caso, la media de los meses de verano se situó por debajo del registro del segundo trimestre. Las afiliaciones del sector a la Seguridad Social mantuvieron su ritmo de avance en julio y agosto, en tanto que el paro registrado experimentó un descenso interanual del -1%. Por último, el indicador de actividad de este sector acumuló un crecimiento real del 3,5% en los siete primeros meses del año, por encima del 3,1% alcanzado en 2005.

El empleo, según la CNTR, creció un 3,1% interanual en el segundo trimestre, una décima menos que en el trimestre anterior, con lo que la productividad aparente del trabajo se incrementó un 0,6%. Los indicadores más recientes confirman el mantenimiento de la fortaleza de esta variable. Así, las afiliaciones a la Seguridad Social crecieron en agosto un 3,4%, con datos a fin de mes, tasa similar a la alcanzada en julio; cuando estas cifras se corrigen del impacto de la regularización de inmigrantes de 2005, la tasa de crecimiento de agosto resultante es el 3,2%, lo que representa que es cinco décimas más alta que la estimada en julio. En términos de medias mensuales, que, en general, son menos volátiles, la afiliación experimentó una cierta desaceleración en agosto, hasta el 3,3% interanual. Respecto al desempleo, el número de parados registrados se incrementó en agosto en 29.000 personas, en línea con lo que viene siendo habitual en este mes, con lo que el ritmo de descenso interanual permaneció prácticamente inalterado en el 1,8%.



FUENTES: INE y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado obtuvo hasta agosto de 2006 un superávit de 10.578 millones de euros (1,1% del PIB), frente al superávit de 7.669 millones de euros (0,9% del PIB) registrado hasta agosto de 2005. Los recursos no financieros experimentaron un ritmo de crecimiento del 11% respecto al mismo período del año anterior, siendo el incremento de los empleos no financieros de un 8,2%. En términos de caja, la ejecución presupuestaria hasta agosto de 2006 se saldó con un superávit de 4.578 millones de euros, frente al superávit de 2.408 millones registrado en el mismo período del año anterior. Siguiendo con la ejecución en términos de caja, tanto los ingresos como los pagos se desaceleraron en agosto, aunque los pagos lo hicieron en mayor medida al corregirse en dicho mes el efecto transitorio del incremento de pagos de intereses que tuvo lugar en julio. Los ingresos acumularon un crecimiento del 7%, inferior al 8,9% de aumento hasta julio, como consecuencia de la menor recaudación en los principales impuestos directos, en tanto que los otros ingresos no impositivos se redujeron notablemente. Por su parte, los pagos aumentaron un 4,5%, frente al 11,6% del mes anterior.

**Precios y costes**

Según la Encuesta Trimestral de Coste Laboral, el coste laboral medio por trabajador y mes aumentó un 3,5% interanual durante el segundo trimestre de 2006, una décima más que en el primer trimestre. Este repunte fue consecuencia de la aceleración tanto del componente salarial (que creció un 3,1%, frente al 3% del período anterior) como de los costes no salariales, cuya tasa de variación aumentó cinco décimas, hasta el 4,9%. Por su parte, el mayor incremento salarial se debió a la evolución del salario ordinario, que, con una subida del 3,8%, fue en seis décimas superior al del primer trimestre, ya que los pagos extraordinarios, importantes en este período, disminuyeron un 1,5%. Los datos más recientes sobre la negociación colectiva sitúan el aumento salarial pactado en los convenios registrados hasta el 31 de agosto en el 3,18%, ligeramente por encima del aumento del 3,11% con el que se cerró el año 2005, antes de incluir las cláusulas de salvaguarda. Los aumentos pactados en estos ocho primeros meses del año afectan a algo menos de 7,4 millones de trabajadores, cuya representatividad supera el 70% del total. Por ramas de actividad, los mayores incrementos de tarifas corresponden a la agricultura (3,7%), seguida por la industria (3,2%), los servicios (3,2%) y la construcción (3%).

Las estimaciones de la CNTR muestran que en el segundo trimestre de 2006 el deflactor del PIB ralentizó en una décima su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 4%; de igual manera,

el deflactor del consumo privado se desaceleró en una décima, hasta el 3,9%, en línea con la evolución del índice de precios de consumo (IPC) en ese período. En agosto, la tasa interanual del IPC aumentó un 3,7%, tres décimas menos que en julio, mientras que el IPSEBENE se desaceleró una décima, hasta crecer un 3% (véase gráfico 4). El comportamiento del índice general vino determinado por la relativa moderación de los precios energéticos, que redujeron en 1,9 pp su avance interanual, hasta el 8,2%, la tasa más baja registrada en los últimos doce meses. En menor medida, también la desaceleración de los precios de los alimentos elaborados (0,4 pp) y de los servicios (0,1 pp), con unos incrementos interanuales del 3,6% y 3,9%, respectivamente, contribuyó a la mejor evolución del IPC. Por su parte, los precios de los alimentos no elaborados y los de los bienes industriales no energéticos mantuvieron estables sus ritmos de avance, en el 5,4% y 1,5%, respectivamente. El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) creció un 3,8% en tasa interanual, dos décimas menos que en julio, a la vez que el IAPC de la UEM redujo una décima su tasa de variación, hasta el 2,3%, de forma que el diferencial de inflación se estrechó una décima, hasta 1,5 pp. El avance del IAPC de septiembre apunta a una fuerte desaceleración de la tasa de inflación, que se situaría en el 3%, debido a la disminución de los precios de la energía.

El índice de precios industriales (IPRI) aumentó un 5,7% en agosto, en tasa interanual, siete décimas menos que en julio. Esta moderación se basó en una notable desaceleración de los precios de producción de la energía, de casi 3,7 pp, y, en menor medida, de los de los bienes de consumo no duradero, que se ralentizaron 0,4 pp, hasta el 3,3%. En sentido contrario, los precios de producción de los bienes intermedios mantuvieron su trayectoria ascendente, alcanzando un incremento del 7,3%, y los de los bienes de equipo repuntaron ligeramente, hasta el 2,5%. Por otra parte, los precios hoteleros han mantenido un comportamiento moderado, con un incremento interanual del 1,7% hasta agosto.

Finalmente, los precios de las importaciones, aproximados por el índice de valor unitario (IVU), se desaceleraron de nuevo en julio, hasta el 1,1% interanual, en torno a 4,5 pp por debajo de la media de los seis primeros meses. Por componentes, los precios energéticos, con un crecimiento del 15,9%, redujeron significativamente su ritmo de avance, mientras que los IVU no energéticos cayeron un 1,2%. El IVU de las exportaciones se incrementó un 6,1% en julio, por encima de la media del primer semestre, que fue del 4,5%.

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

Durante los meses de agosto y septiembre los mercados financieros internacionales mantuvieron un tono positivo, con significativas ganancias en los precios de los activos con mayor riesgo (bolsas y bonos corporativos), que se recuperaron, en la mayoría de los casos, de las pérdidas registradas durante el episodio de volatilidad financiera de mayo y junio. Esta recuperación se vio facilitada por la revisión a la baja de las expectativas sobre los próximos movimientos de tipos de interés oficiales en Estados Unidos y Japón, así como por las perspectivas económicas favorables, caracterizadas por una suave desaceleración en Estados Unidos —lo que no supondría una reducción importante del ritmo de actividad global— y unas menores presiones inflacionistas. En concreto, la Reserva Federal optó por mantener inalterado el tipo de interés oficial en el 5,25%, en sus reuniones de agosto y septiembre, y empiezan a apuntarse expectativas de que lo reduzca a principios de 2007. También es destacable el comportamiento de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos, que mostraron una clara tendencia decreciente, alcanzando niveles en torno al 4,60%, 40 puntos básicos (pb) por debajo del nivel de finales de julio, dando lugar a una significativa inversión de la curva de rendimientos entre los plazos de 3 meses y 10 años. En los mercados de cambios, el aspecto más significativo ha sido la depreciación del yen, marcada por las dudas sobre el fin del prolongado período deflacionario en este país. En un contexto de elevado apetito por el riesgo y búsqueda de la rentabilidad por parte de los inversores, los mercados emergentes también

consolidaron las señales de recuperación, con una mejoría en las bolsas de todas las regiones, un estrechamiento de los diferenciales soberanos en algunos países, y una moderada apreciación de la mayor parte de divisas. No obstante, en la segunda quincena de septiembre, algunos acontecimientos de carácter extraeconómico en Tailandia, Hungría o Brasil afectaron a esa tendencia favorable. Aunque estas correcciones han sido limitadas, han supuesto una moderada ampliación de los diferenciales soberanos en América Latina y Europa del Este, así como ligeras pérdidas en las bolsas de alguno de estos países.

En cuanto al precio del petróleo, tras registrar máximos históricos por encima de los 78 dólares por barril de Brent, en la segunda semana de agosto, se redujo casi un 23%, hasta el entorno de los 60 dólares, el mínimo de los últimos seis meses. Esta reciente moderación ha coincidido con la suavización de la tensión geopolítica en Oriente Medio, los buenos datos de inventarios de gasolina en Estados Unidos, una temporada de huracanes moderada en el Golfo de México y las perspectivas de ligera desaceleración en Estados Unidos, mencionadas anteriormente. Los precios de los contratos a futuro se redujeron también, aunque en menor medida, de forma que la curva de futuros continuó mostrando precios similares o ligeramente superiores al precio de contado para un horizonte superior a cinco años. Por su parte, el precio de los metales, especialmente el oro, también descendió de forma acusada.

En Estados Unidos, la revisión final del PIB del segundo trimestre situó su crecimiento en el 2,6%, en tasa trimestral anualizada, tres décimas menos que en la estimación anterior y muy por debajo del registro del primer trimestre (5,6%). Esta ralentización se debió a la apreciable desaceleración del consumo privado, así como al retroceso de la inversión residencial y de la inversión en equipos informáticos y *software*. Los indicadores del tercer trimestre han sido, por lo general, consistentes con el mantenimiento de un ritmo de crecimiento similar al registrado en el segundo trimestre. Aunque los datos de consumo (ventas al por menor) y de inversión (pedidos de bienes duraderos) del mes de agosto mostraron cierta debilidad, no fue suficiente como para revertir los sólidos avances de julio. Sin embargo, en el sector inmobiliario se produjeron caídas en el número de viviendas iniciadas y permisos de construcción, acompañadas por un mayor pesimismo de las encuestas dirigidas a los constructores. En cuanto al sector exterior, el déficit por cuenta corriente del segundo trimestre se amplió hasta el 6,5% del PIB (desde el 6,4% del primer trimestre), por el mayor coste de las importaciones de petróleo y el saldo negativo de la balanza de rentas. En julio, la reducción del volumen de exportaciones generó un deterioro en el saldo deficitario de la balanza comercial, que alcanzó los 68.000 millones de dólares, 3,2 miles de millones más que en junio. Los precios mostraron indicios de moderación, ya que la tasa interanual del IPC pasó del 4,3%, en junio, al 3,8% en agosto, mientras que el IPC sin alimentos ni energía redujo su ritmo de aumento intermensual en esos meses (si bien su tasa interanual se elevó al 2,8%). Por su parte, la inflación interanual medida por el deflactor del gasto en consumo se redujo en agosto al 3,2%, y la tasa subyacente se elevó al 2,5%.

En Japón, el PIB del segundo trimestre redujo su dinamismo, al crecer un 1% en tasa trimestral anualizada, frente al 3,3% del primero, mientras que la tasa interanual pasó del 3,6% al 2,5%, debido a la desaceleración de las exportaciones y a la moderación de la inversión pública y residencial. El consumo privado y la inversión en maquinaria mantuvieron, por su parte, unos elevados ritmos de expansión. En cuanto a los indicadores de actividad, el índice de sentimiento de las grandes empresas manufactureras (Tankan) para el tercer trimestre fue mejor de lo esperado, mientras que los indicadores del mes de agosto están corrigiendo las inesperadas caídas de la mayoría de ellos en julio, tanto por el lado de la oferta (producción industrial, viviendas iniciadas, entre otros) como por el de la demanda (ventas al por menor). Por su parte, el mercado de trabajo mantuvo el vigor de meses previos: la tasa de desempleo



se mantuvo en el 4,1% en agosto, mientras que la ratio de vacantes sobre solicitudes de empleo permaneció en niveles elevados. En el sector exterior, destacó la aceleración de las exportaciones en el mes de agosto, al tiempo que las importaciones se moderaron ligeramente, lo que permitió una notable mejora del saldo comercial del 95,5% interanual. En cuanto a los precios, el IPC de agosto repuntó desde un 0,3% hasta un 0,9% interanual, mientras que la inflación subyacente aumentó una décima, hasta el 0,2%, ambos muy influenciados por la aceleración de los precios de los combustibles. Por su parte, los precios al por mayor mantuvieron un ritmo de expansión del 3,4%. Por último, el Banco de Japón decidió mantener el tipo de interés oficial inalterado en el 0,25% en septiembre.

En el Reino Unido, se confirmó la aceleración del PIB en el segundo trimestre, del 2,3% al 2,6% interanual. El motor del crecimiento fue la demanda interna, destacando la recuperación del consumo privado. Los indicadores del tercer trimestre han mostrado, sin embargo, un ritmo de avance algo más moderado de las ventas al por menor y de la producción industrial, así como ligeros retrocesos en los índices de gestores de compras. En el mercado laboral, la tasa de paro aumentó en julio del 5,3% al 5,5%, pese al aumento del número de empleados. Por su parte, los precios de consumo volvieron a repuntar en agosto al 2,5% interanual, en tanto que los precios de la vivienda crecieron ese mes a tasas cercanas al 8% interanual. En este contexto, el Banco de Inglaterra mantuvo el tipo de interés oficial en el 4,75% en su reunión de septiembre, tras la subida de 25 pb de agosto.

La economía china continuó creciendo con vigor, por lo que el riesgo de recalentamiento persiste, aunque los indicadores de julio y agosto muestran una cierta ralentización de la actividad, fruto de las medidas restrictivas adoptadas por las autoridades. En este sentido, a mediados de agosto el banco central volvió a incrementar los tipos de interés de referencia, tanto para préstamos como para depósitos, en 27 pb, lo que se une a las medidas previas de subida de tipos de interés sobre préstamos, de endurecimiento de las condiciones de financiación hipotecaria y de aumento del coeficiente de caja. En ese contexto, la inversión en activos fijos redujo su crecimiento en más de 10 pp en los últimos dos meses, hasta el 21,6% interanual en agosto, y la producción industrial lo hizo en casi tres puntos, hasta el 15,7%. La oferta monetaria y el crédito interno moderaron asimismo su crecimiento, aunque de forma más tímida. Por su parte, el superávit comercial alcanzó la cifra récord de 18,8 mil millones de dólares en agosto y 94,7 mil millones en los ocho primeros meses del año, un 55% más que el año anterior, mientras que el renminbi continuó apreciándose muy suavemente respecto al dólar hasta mediados de septiembre y las reservas exteriores alcanzaron los 954,5 mil millones de dólares en julio. La tasa de inflación del IPC repuntó hasta el 1,3% interanual en agosto, mientras que los precios de producción se moderaron ligeramente, hasta el 3,4% interanual.

En América Latina, tras el intenso crecimiento económico del primer trimestre (5,4% interanual), el PIB de la región se desaceleró en el segundo trimestre hasta el 4,1%, volviendo así a los ritmos de crecimiento de la segunda mitad de 2005. Esta ligera moderación se debe, principalmente, al comportamiento de la economía brasileña, que creció solo un 1,2%, frente al 3,4% del trimestre anterior. En el resto de países —con la excepción de Colombia y Uruguay— se produjo una desaceleración mucho más gradual. Cabe destacar el notable dinamismo en México (4,7%) y Argentina (7,9%) y, en sentido contrario, la desaceleración de Chile (4,5%), a pesar de los altos precios del cobre. La contribución de la demanda interna al crecimiento de la región fue de 6,2 pp, debido, sobre todo, a la fortaleza del consumo privado, pues la inversión se desaceleró en los principales países, especialmente en Brasil y Chile. La demanda externa amplió su aportación negativa hasta alcanzar los 2,1 pp, debido a la desaceleración del volumen de exportaciones y al dinamismo de las importaciones (salvo en Argentina). En cuanto a los precios, la tasa de inflación agregada repuntó dos décimas en agosto, hasta el 5,1% interanual (desde

		2006					
		ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (b)	Índice de producción industrial	1,6	5,2	4,4	3,1		
	Comercio al por menor	2,2	1,5	1,5	2,6		
	Matriculaciones de turismos nuevos	1,8	8,9	-2,5	-4,7	-1,2	
	Indicador de confianza de los consumidores	-11,0	-9,0	-9,0	-8,0	-9,0	-8,0
	Indicador de clima industrial	2,0	2,0	3,0	4,0	2,0	4,0
	IAPC	2,4	2,5	2,5	2,4	2,3	1,8
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	8,7	8,8	8,5	7,8	8,2	
	M1	9,8	10,2	9,3	7,4	7,2	
	Crédito a los sectores residentes	9,6	9,4	9,1	9,2	9,1	
	AAPP	1,2	0,3	0,1	-0,9	-1,7	
	Otros sectores residentes	11,8	11,8	11,5	11,8	11,9	
	De los cuales:						
	- Préstamos a hogares	9,8	9,8	9,6	9,4	9,2	
	- Préstamos a sociedades no financieras	10,9	11,3	11,4	11,8	12,0	
	EONIA	2,63	2,58	2,70	2,81	2,97	3,04
	EURIBOR a tres meses	2,79	2,89	2,99	3,10	3,23	3,34
	Rendimiento bonos a diez años	4,01	4,06	4,07	4,10	3,97	3,84
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	1,03	1,11	1,09	1,07	0,98	0,95
	Tipo de cambio dólar/euro	1,227	1,277	1,265	1,268	1,281	1,273
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	10,2	3,8	4,2	5,2	8,8	11,9	

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

a. Media del mes hasta el día 29 de septiembre 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.

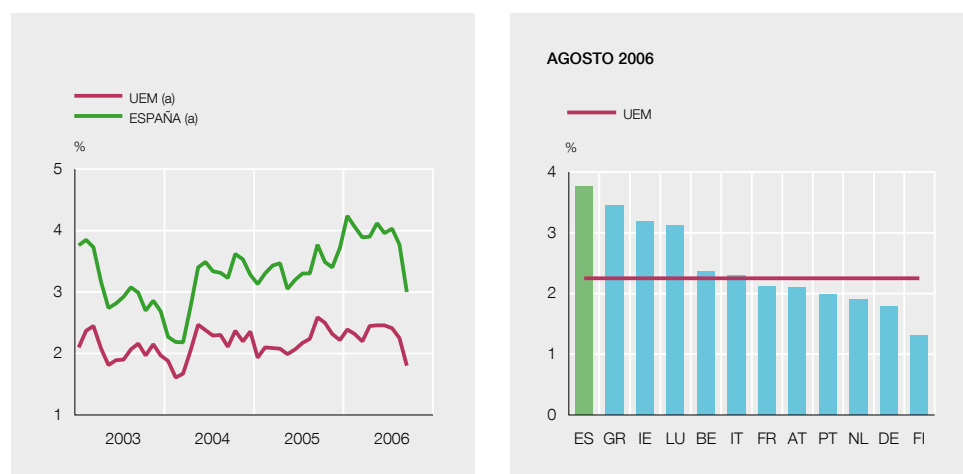
c. Tasa de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales.

d. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 29 de septiembre de 2006.

el mínimo histórico de junio), a pesar de que continuó la progresiva reducción de la inflación en Brasil. Los tipos de interés se elevaron en Colombia (hasta el 6,75%), mientras que siguió el proceso de recorte de tipos en Brasil (hasta el 14,25%). El buen comportamiento de los mercados financieros permitió una reactivación de las emisiones de deuda, y Brasil y Perú registraron una mejora en sus calificaciones soberanas. Finalmente, en el ámbito de los acuerdos comerciales, se formalizó la adhesión de Venezuela al MERCOSUR y su salida de la Comunidad Andina, en la que entró Chile como miembro asociado.

Según la primera estimación de la contabilidad nacional del área del euro, en el segundo trimestre de 2006 el PIB se incrementó un 0,9% en términos intertrimestrales, frente al 0,8% del trimestre precedente (cifra esta última revisada al alza desde el 0,6% estimado anteriormente). En términos interanuales, la tasa de variación del PIB aumentó cinco décimas, hasta el 2,6%. Por componentes, la demanda interna excluidas existencias mantuvo su aportación en los 0,7 pp, ya que el mayor dinamismo de la formación bruta de capital fijo —tanto en bienes de equipo como en construcción— compensó el menor vigor del consumo privado y público. La demanda exterior neta, en cambio, mostró un empeoramiento y redujo su contribución hasta los 0,1 pp (0,4 pp en el primer trimestre), como consecuencia de la desaceleración más intensa de las exportaciones que de las importaciones. Finalmente, la aportación de la variación de existencias al crecimiento del producto se situó en 0,1 pp, frente a los -0,4 pp del primer trimestre.

Los indicadores económicos más recientes del área, correspondientes al tercer trimestre, apuntan, en general, a un mantenimiento de la fortaleza en la actividad, aunque también a que

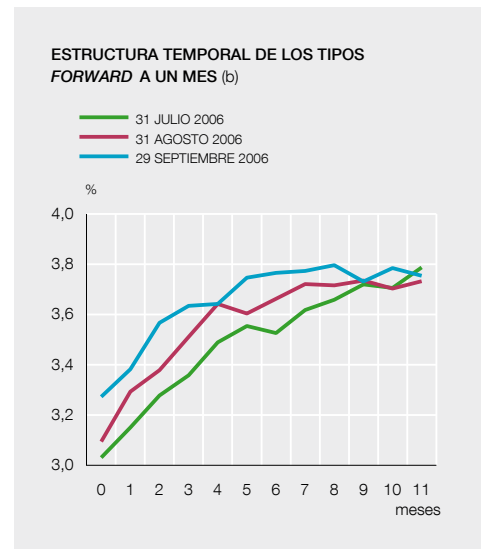
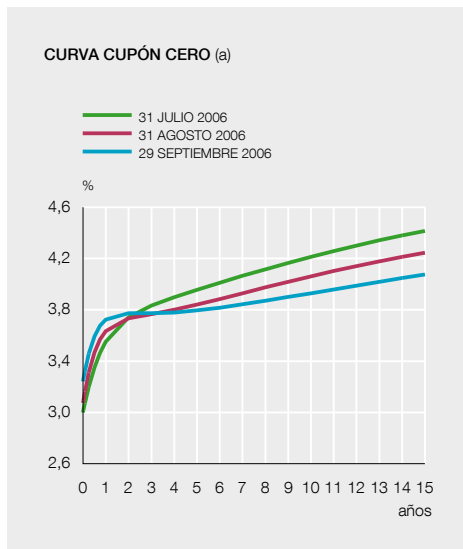
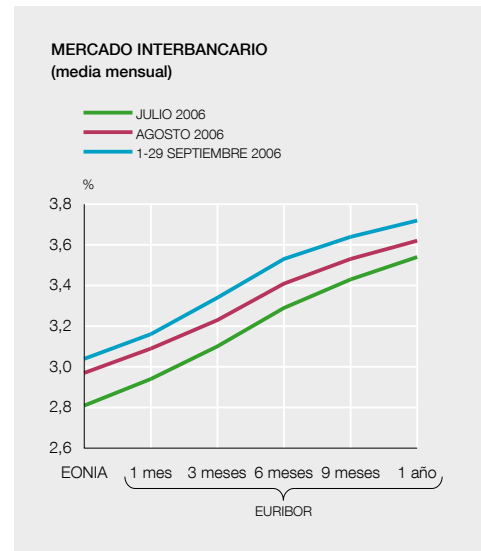
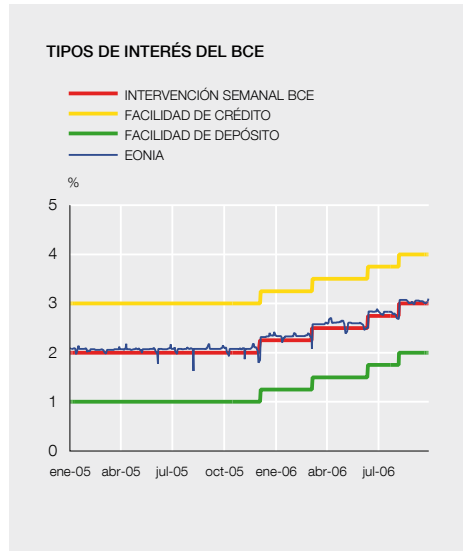


FUENTE: Eurostat.

a. El último dato representado, referido a septiembre de 2006, se corresponde con la estimación *flash* publicada por Eurostat, en el caso de la UEM, y con el indicador adelantado del IAPC que publica el INE, en el caso de España.

el ritmo de crecimiento será más moderado que el observado en la primera mitad del año. Así, por lo que se refiere a la actividad, la producción industrial registró un descenso del 0,4% en julio en relación con el mes anterior —tras la variación nula de junio—, si bien el índice se encuentra una décima por encima del valor medio registrado en el segundo trimestre y su tasa de variación interanual continúa en valores elevados, en torno al 3% (véase cuadro 1). Por otro lado, los pedidos industriales se aceleraron en julio, con lo que el ritmo de avance interanual se incrementó hasta el 9,8%. Por lo que respecta a los indicadores cualitativos, los índices de confianza de la Comisión Europea referidos al sector industrial y a la construcción mejoraron en septiembre, mientras que el del sector servicios empeoró. No obstante, los tres indicadores se sitúan en media del tercer trimestre por encima del segundo. En cuanto a las encuestas de directores de compras de los sectores manufacturero y de servicios, los índices de confianza mostraron un retroceso en agosto, aunque se mantienen en registros elevados. Desde la óptica de la demanda, las ventas al por menor aumentaron de forma intensa en el mes de julio, tanto en términos intermensuales como interanuales, y las matriculaciones de automóviles, tras dos meses de caídas, se recuperaron ligeramente en agosto, si bien su tasa de variación anual continúa en niveles negativos. Por su parte, la confianza de los consumidores y el indicador relativo al comercio minorista mejoraron en el tercer trimestre. Por lo que respecta a la inversión, de acuerdo con la encuesta trimestral de coyuntura industrial de la Comisión Europea referida al período julio-septiembre, el nivel de nuevos pedidos cayó levemente, desde el máximo histórico alcanzado en el segundo trimestre, y el grado de utilización de la capacidad productiva aumentó por tercer trimestre consecutivo, situándose claramente por encima de su media de largo plazo. Por el lado de la demanda externa, tanto las expectativas de exportación como la cartera de pedidos industriales permanecieron en el tercer trimestre en el elevado nivel alcanzado en el período abril-junio.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la tasa de variación interanual del IAPC se redujo en agosto una décima, hasta el 2,3% (véase gráfico 5). La información provisional de septiembre, referida al estimador preliminar elaborado por Eurostat, indica una nueva disminución del crecimiento anual del IAPC en la UEM hasta el 1,8%. El descenso en agosto fue el resultado de la disminución del ritmo de avance de los precios de los productos energéticos, como consecuencia del efecto base asociado a sus altas tasas de crecimiento en los meses

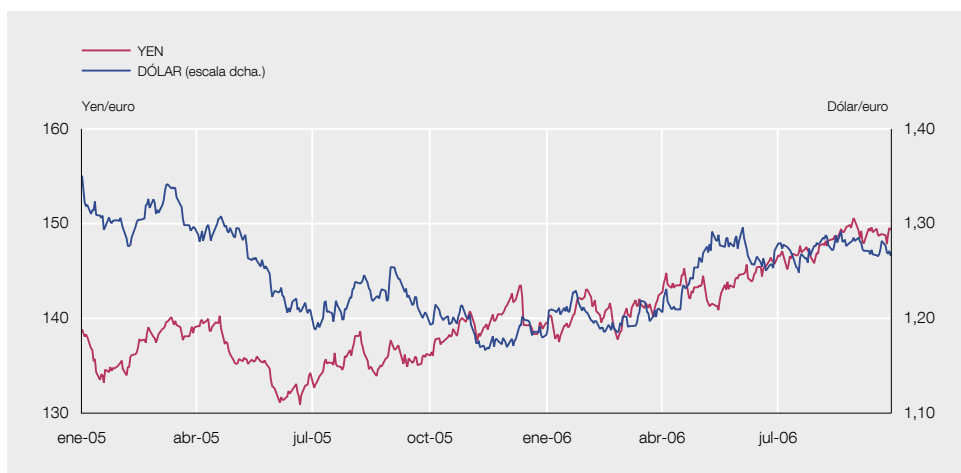


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

de verano de 2005, y de los servicios, ligada a la moderación de los precios de los paquetes turísticos y del transporte de pasajeros por aire. En sentido contrario, los precios de los alimentos no elaborados repuntaron, como consecuencia de la evolución de las rúbricas de frutas y hortalizas. De esta forma, el índice de precios que excluye los alimentos no elaborados y la energía (IPSEBENE) redujo su tasa interanual de variación en una décima, hasta el 1,5%. Por su parte, el crecimiento interanual de los precios industriales se incrementó en julio una décima, hasta el 5,9%, como resultado de una aceleración de los precios de los bienes de consumo duradero, de los bienes de capital y de los bienes intermedios no energéticos, contrarrestada por la moderación de los precios de los bienes energéticos.

En este contexto, caracterizado por el mantenimiento de riesgos elevados para la estabilidad de precios y por la consolidación de la expansión de la actividad económica en torno a su tasa de crecimiento potencial, el Consejo de Gobierno del BCE, en sus reuniones de los días 3 de agosto y 5 de octubre, prosiguió con la retirada progresiva del tono acomodaticio de la política



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

monetaria y elevó el tipo mínimo de las operaciones principales de financiación en un cuarto de punto, en cada ocasión, hasta situarlo en el 3,25%. A su vez, los tipos aplicables a las facilidades de depósito y de crédito aumentaron en la misma cuantía, hasta el 2,25% y 4,25%, respectivamente. En el mercado interbancario las rentabilidades han ido reflejando las expectativas de aumentos en los tipos de interés oficiales y han registrado una trayectoria ascendente desde finales de julio, con incrementos en torno a los 20 pb para todos los plazos (véase gráfico 6). En los mercados secundarios de deuda pública del área del euro, las rentabilidades a diez años aumentaron levemente en la primera quincena de agosto, para disminuir significativamente con posterioridad y situarse en la parte transcurrida de septiembre por debajo del 3,9% en términos medios. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda a diez años siguió también una senda descendente, aunque de mayor intensidad, de forma que el diferencial positivo con la UEM se redujo levemente, hasta alcanzar alrededor de los 96 pb.

En los mercados de renta variable europeos se ha observado, con altibajos, una tendencia alcista de las cotizaciones, que se han situado en niveles próximos a los máximos anuales alcanzados en mayo. Así, en el conjunto del año, la revalorización del índice Dow Jones EURO STOXX amplio se halla cercana al 12%. En los mercados cambiarios, la cotización del euro frente al dólar se mantuvo relativamente estable durante agosto, y posteriormente inició una ligera depreciación, hasta situarse en torno a 1,27 dólares en media durante la parte transcurrida de septiembre. En el conjunto del año la apreciación acumulada frente al dólar es cercana al 8% (véase gráfico 7).

Por lo que respecta a la evolución de los agregados monetarios, M3 registró en agosto una tasa de variación interanual del 8,2%, en cuatro décimas superior a la del mes precedente. Por su parte, los préstamos concedidos al sector privado aumentaron su ritmo de avance en dos décimas, hasta el 11,3%, como consecuencia de la aceleración de los otorgados a las empresas no financieras, que crecieron un 12% en agosto. Los préstamos a familias, en cambio, redujeron ligeramente su tasa de variación interanual, hasta el 9,2%, con una ralentización en todos sus componentes: adquisición de vivienda, consumo y otros fines.

### **Evolución financiera en España**

Durante el mes de julio siguió aumentando el coste de financiación de la deuda del sector privado. A pesar de ello, los fondos recibidos por los hogares y las sociedades continuaron avanzando a tasas elevadas, al tiempo que prosiguió la desaceleración de sus activos financieros más líquidos iniciada a principios del segundo trimestre del año. La información provisional correspondiente a agosto apunta a un nuevo ascenso del ritmo de expansión de los recursos

TIPOS		2003	2004	2005	2006				
		DIC	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP (a)
BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito a vivienda	3,46	3,39	3,46	4,10	4,19	4,29	...	...
	Crédito a consumo y otros fines	6,40	6,27	6,27	6,74	6,78	6,87	...	...
	Depósitos	1,11	1,15	1,23	1,42	1,43	1,54	...	...
SOCIEDADES NO FINANCIERAS									
	Crédito (c)	3,75	3,44	3,59	4,00	4,11	4,21	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,19	2,17	2,58	3,04	3,13	3,24	3,35	3,49
	Deuda pública a cinco años	3,47	2,98	3,04	3,74	3,78	3,84	3,73	3,69
	Deuda pública a diez años	4,34	3,64	3,37	3,99	3,99	4,02	3,89	3,78
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,00	-0,00	-0,00	-0,00	-0,01	0,00	-0,00	-0,00
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,32	0,29	0,39	0,31	0,33	0,32	0,30	0,28
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	27,44	18,70	20,56	6,72	8,34	10,97	14,15	19,47

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

- a. Media de datos diarios hasta el 26 de septiembre 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.

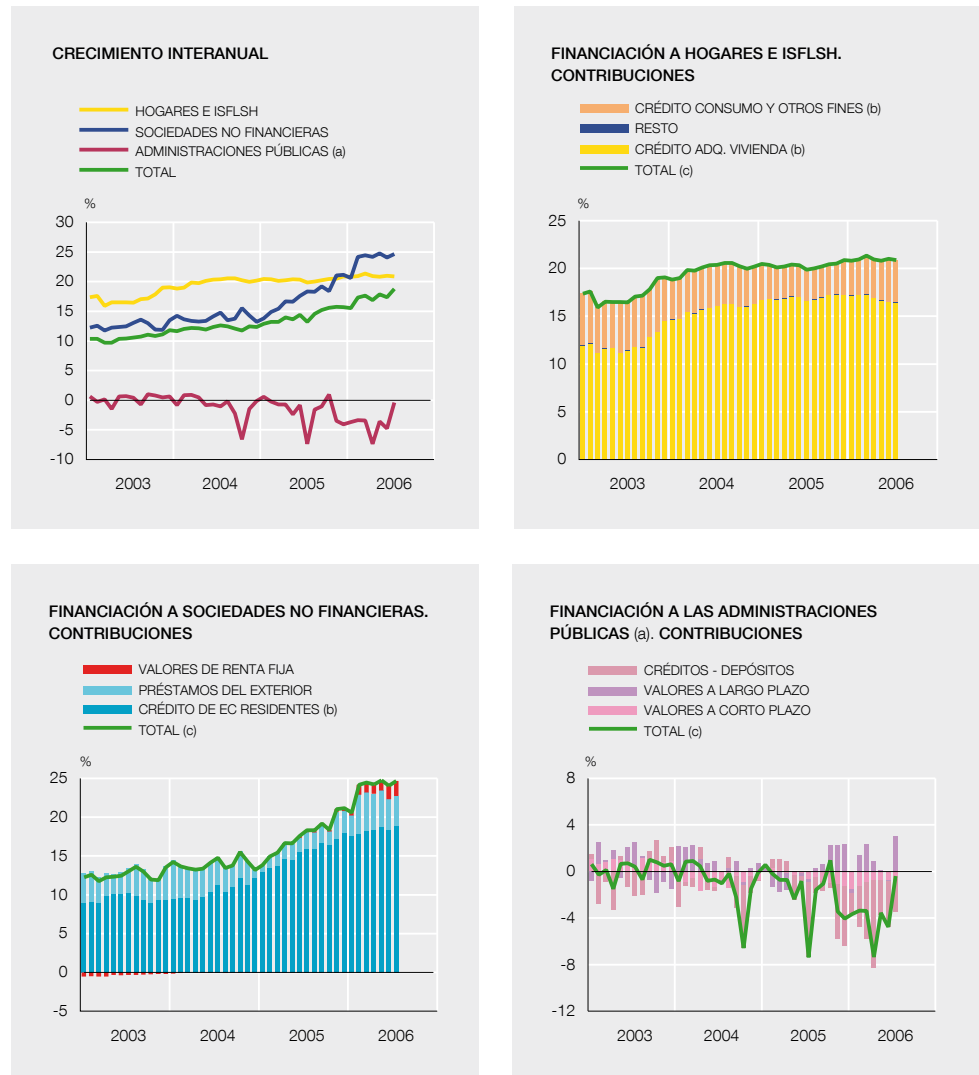
### FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, LOS HOGARES E ISFLSH Y LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

**Crecimiento interanual (T1,12) (a)**

	2006	2004	2005	2006		
	JUL (b)	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL
FINANCIACIÓN TOTAL	1.955,2	12,4	15,7	17,9	17,3	18,8
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	1.661,3	16,3	21,0	23,0	22,7	23,0
Hogares e ISFLSH	728,3	20,2	20,9	20,8	21,0	20,9
<i>De los cuales:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	534,2	23,7	24,3	23,1	23,0	22,8
– Crédito para consumo y otros fines (c)	192,9	12,5	12,5	14,8	15,8	15,8
Sociedades no financieras	933,0	13,2	21,2	24,8	24,0	24,7
<i>De los cuales:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	674,3	17,8	25,5	26,3	25,7	26,4
– Valores de renta fija	27,6	-1,2	23,7	78,8	94,1	111,9
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (d)	294,0	-0,1	-4,1	-3,6	-4,8	-0,4
Valores a corto plazo	34,1	-6,2	-10,9	-6,1	-6,8	-5,2
Valores a largo plazo	295,6	0,8	2,6	0,2	-0,1	3,2
Créditos – depósitos (e)	-35,8	-0,1	-16,4	-9,2	-12,5	-8,3

FUENTE: Banco de España.

- a. La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.  
b. Saldo en miles de millones de euros.  
c. Incluye los créditos titulizados.  
d. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.  
e. Variación interanual del saldo.

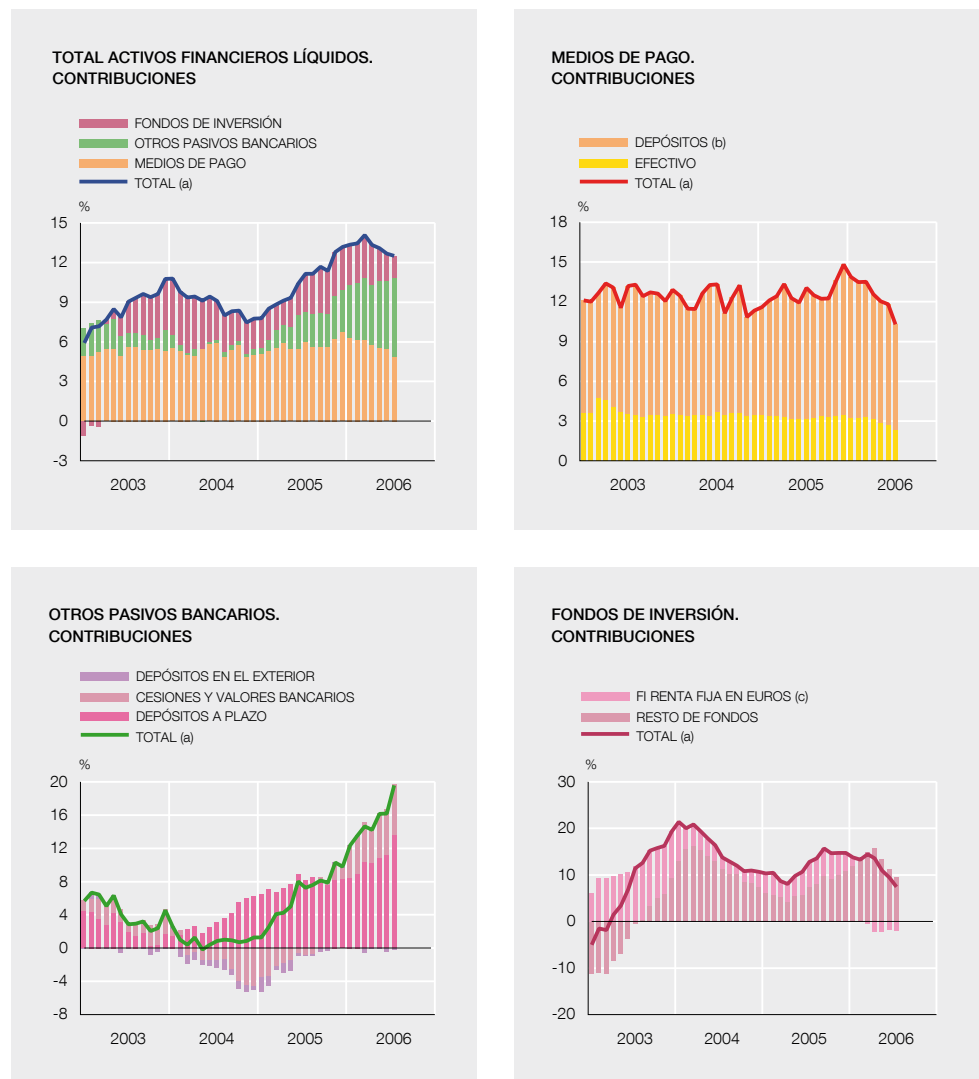


FUENTE: Banco de España.

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

ajenos de las empresas y a un mantenimiento del dinamismo de los pasivos de las familias y de los activos más líquidos de ambos tipos de agentes.

En el mercado de deuda pública se produjo, durante el mes de agosto y la parte transcurrida de septiembre, un aplanamiento en la curva de rentabilidades negociadas, como consecuencia del mantenimiento de la trayectoria creciente en los tramos cortos y del descenso en los restantes plazos, disminución que ha sido más intensa en los días previos a la fecha de cierre de este informe. Así, los tipos de interés medios de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron, entre el 1 y el 26 de septiembre, en unos niveles del 3,49% y el 3,78%, respectivamente, lo que supone una elevación de 25 pb y un retroceso de 24 pb en relación con los correspondientes valores de julio (véase cuadro 2). La referencia española a diez años mostró una evolución muy similar a la alemana, por lo que el diferencial entre ambas permaneció estable. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas se redujeron ligeramente durante el mismo período.



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.

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales las cotizaciones se elevaron en agosto y la parte transcurrida de septiembre. De este modo, en la fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba una revalorización del 19,5% desde principios de año, evolución más favorable que la del EURO STOXX amplio de las bolsas de la UEM y la del S&P 500 de las de Estados Unidos, que durante el mismo período registraron unas ganancias del 10,8% y del 7,1%, respectivamente.

Los tipos de interés de las operaciones nuevas de activo y pasivo aplicados por las entidades de crédito al sector privado no financiero continuaron ascendiendo en julio, en línea con la evolución de los mercados monetarios. Así, el coste de los préstamos para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines aumentó alrededor de 10 pb, hasta alcanzar el 4,29% y el 6,87%, respectivamente, una subida similar a la que registró el precio de la financiación bancaria a las sociedades y la remuneración de los depósitos de las familias, que se situaron en el 4,21% y el 1,54%, respectivamente.



La financiación recibida por los sectores residentes no financieros se aceleró en julio, como resultado tanto de la mayor tasa de expansión de los recursos captados por las sociedades, que se situó cerca del 25%, como del menor ritmo de descenso de los fondos ajenos de las Administraciones Públicas (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Por su parte, la deuda de las familias mantuvo un dinamismo similar al de los meses precedentes, con un crecimiento interanual de alrededor del 21%.

La desagregación por finalidades muestra que, en el caso de los hogares, este comportamiento fue compatible con el mantenimiento de la trayectoria de ligera desaceleración de los préstamos para la adquisición de vivienda que se viene observando durante los últimos meses, si bien la tasa de avance de estos sigue estando próxima al 23%. En cambio, los recursos destinados al consumo y otros fines crecieron al mismo ritmo que en junio (en torno al 16%). Por su parte, el mayor dinamismo de los fondos captados por las sociedades no financieras obedeció fundamentalmente al comportamiento expansivo del crédito otorgado por las entidades residentes, que avanzó por encima del 26% en relación con el mismo período del año anterior, y, en menor medida, a la aceleración de la financiación recibida a través de emisiones de valores de renta fija. La información provisional sobre la deuda del sector privado durante agosto evidencia una continuidad de las mismas pautas de julio.

La financiación recibida por las Administraciones Públicas volvió a registrar una tasa de crecimiento interanual negativa, que se situó en el -0,4% en julio, frente al -4,8% del mes anterior. Este retroceso de los fondos captados fue consecuencia 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, que no llegaron a ser compensadas por la emisión neta positiva de valores a largo plazo.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares volvieron a desacelerarse en julio. Por instrumentos, se mantuvieron las mismas tendencias observadas durante los meses precedentes (véase gráfico 9). Así, mientras que la tasa de expansión interanual de la rúbrica *otros pasivos bancarios* se incrementó, las correspondientes a los medios de pago y a los fondos de inversión disminuyeron. Dentro de estos, los de renta fija en euros siguieron contribuyendo negativamente al avance del agregado, al tiempo que las restantes categorías experimentaron un menor dinamismo. La información provisional correspondiente a agosto no muestra cambios significativos en el crecimiento de los activos financieros más líquidos del sector privado.

29.9.2006.