

# Informe Mensual



NÚMERO 296

*India, tras la estela de China* Pág. 12

Los dos países más poblados del mundo se parecen muy poco. Por ahora

*China: ¿dónde están los emprendedores?* Pág. 19

El 90% de las exportaciones chinas proviene de empresas no chinas

*India y China, ¿socios o competidores globales de la Unión Europea?* Pág. 28

Para la UE, China es un contendiente comercial temible, pero las complementariedades son mayores de lo que parece

*El dragón chino asoma su cabeza en España* Pág. 63

Mientras crece la penetración de los productos chinos en el mercado español, la presencia española en China y la India es escasa

# Previsiones

% de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2005	2006	2007	2005		2006			
				III	IV	I	II	III	IV
<b>ECONOMÍA INTERNACIONAL</b>									
	Previsiones			Previsiones					
<b>Producto interior bruto</b>									
Estados Unidos	3,2	3,2	2,7	3,4	3,1	3,7	3,5	2,9	2,9
Japón	2,6	2,6	1,9	2,8	4,0	3,4	2,5	2,6	2,1
Reino Unido	1,9	2,5	2,4	1,8	1,9	2,3	2,6	2,7	2,7
Zona del euro	1,5	2,5	1,8	1,7	1,8	2,2	2,7	2,4	2,6
<i>Alemania</i>	1,1	2,1	1,3	1,5	1,7	1,7	2,4	2,0	2,1
<i>Francia</i>	1,2	2,2	1,9	1,4	1,0	1,4	2,6	2,5	2,4
<b>Precios de consumo</b>									
Estados Unidos	3,4	3,6	2,7	3,8	3,7	3,7	4,0	3,3	2,7
Japón	-0,3	0,3	0,4	0,6	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4
Reino Unido	2,3	2,8	2,6	2,4	2,2	2,2	2,8	3,2	3,1
Zona del euro	2,2	2,2	2,0	2,3	2,3	2,3	2,5	2,1	1,9
<i>Alemania</i>	2,0	1,7	2,4	2,1	2,3	2,0	1,9	1,6	1,4
<i>Francia</i>	1,7	1,7	1,8	1,9	1,6	1,8	1,5	1,8	1,8
<b>ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>									
	Previsiones			Previsiones					
<b>Agregados macroeconómicos</b>									
Consumo de los hogares	4,2	3,5	3,0	4,1	3,8	3,8	3,6	3,4	3,2
Consumo de las AAPP	4,8	4,4	4,4	4,5	4,9	4,4	4,4	4,5	4,4
Formación bruta de capital fijo	7,0	6,1	5,2	7,1	6,6	6,3	6,1	6,1	6,0
<i>Bienes de equipo</i>	9,0	8,9	7,6	8,3	8,6	8,6	9,1	9,1	8,8
<i>Construcción</i>	6,0	5,6	4,0	6,3	5,6	5,8	5,7	5,6	5,4
Demanda nacional (contr. al $\Delta$ PIB)	5,2	4,7	4,1	5,2	5,0	5,0	4,8	4,6	4,5
Exportación de bienes y servicios	1,5	6,4	5,2	2,5	2,3	9,5	5,3	5,5	5,5
Importación de bienes y servicios	7,0	8,8	6,5	7,7	6,6	12,4	7,9	7,5	7,4
<b>Producto interior bruto</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>
<b>Otras variables</b>									
Empleo	3,1	3,0	2,6	3,3	3,2	3,2	3,1	3,0	2,9
Tasa de paro (% población activa)	9,2	8,5	8,2	8,4	8,7	9,1	8,5	8,1	8,2
Índice de precios de consumo	3,4	3,6	2,5	3,4	3,6	4,0	3,9	3,5	2,8
Costes laborales unitarios	2,2	2,5	2,2	1,9	2,3	2,4	2,6		
Saldo operaciones corrientes (% PIB)	-7,5	-8,8	-8,3	-6,8	-7,0	-10,6	-8,1		
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-6,5	-8,0	-7,5	-6,0	-5,9	-10,3	-7,6		
Saldo público (% PIB)	1,1	1,0	0,6						
<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>									
	Previsiones			Previsiones					
<b>Tipos de interés internacionales</b>									
Fed Funds	3,2	5,0	5,1	3,4	4,0	4,4	4,9	5,3	5,3
Repo BCE	2,0	2,8	3,7	2,0	2,1	2,3	2,6	2,9	3,3
Bonos EEUU 10 años	4,3	4,8	4,9	4,2	4,5	4,6	5,1	4,9	4,7
Bonos alemanes 10 años	3,4	3,8	4,2	3,2	3,4	3,5	4,0	3,9	3,8
Obligaciones 10 años	3,4	3,8	4,2	3,2	3,4	3,5	4,0	3,9	3,8
<b>Tipos de cambio</b>									
\$/Euro	1,25	1,25	1,33	1,22	1,19	1,20	1,26	1,27	1,28

## INFORME MENSUAL

Noviembre 2006

### CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

#### Servicio de Estudios

Av. Diagonal, 629,  
planta 6, torre I  
08028 BARCELONA  
Tel. 93 404 76 82  
Telefax 93 404 68 92  
www.estudios.lacaixa.es  
Correo electrónico:  
informemensual@lacaixa.es

## GRUPO "la Caixa": DATOS MÁS RELEVANTES

a 31 de diciembre de 2005

ACTIVIDAD FINANCIERA	Millones €
Recursos totales de clientes	169.470
Créditos sobre clientes	113.857
Resultado atribuido al Grupo	1.495

PERSONAL, OFICINAS Y MEDIOS DE PAGO	
Empleados	25.254
Oficinas	5.053
Terminales de autoservicio	7.208
Tarjetas	8.408.956

OBRA SOCIAL: PRESUPUESTO POR ACTIVIDADES PARA 2006	Millones €
Sociales	160
Culturales	70
Ciencia y medio ambiente	54
Educativas	19
<b>TOTAL PRESUPUESTO</b>	<b>303</b>

Convierte tu PDA en una fuente de información sincronizándola con el Informe Mensual y/o con los principales indicadores económicos.

El Informe Mensual edición PDA es un resumen de la situación económica y evolución de los mercados financieros, tanto en el ámbito internacional como en el interior, con especial atención al marco europeo y a la zona del euro.

Está disponible para los PDA con sistemas Palm, Pocket PC y Windows CE.

Más información en [www.estudios.lacaixa.es](http://www.estudios.lacaixa.es)



Toda la información y opiniones contenidas en este informe proceden de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene sólo propósitos informativos, por lo que "la Caixa" no se responsabiliza del uso que del mismo pueda hacerse. Las opiniones y estimaciones son propias del Servicio de Estudios, por lo que pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa.

## China e India, protagonistas de la globalización

Son los dos países más poblados de la Tierra, con más de mil millones de habitantes cada uno. Constituyen dos de las civilizaciones más antiguas de la Humanidad, si bien a diferencia de la egipcia y la babilonia, todavía perduran hoy. Con una historia política, económica, cultural y religiosa rica, compleja y muy distinta, su peso en la economía mundial superó holgadamente al de toda Europa Occidental hasta el siglo XVIII, según los reconocidos datos tabulados por Angus Maddison. Desde entonces, se habían convertido poco a poco en dos países pintorescos y poco desarrollados, sumidos uno en un régimen inviable y otro en un entorno de intervención pública y corrupción. Los viejos tiempos de esplendor estaban ya muy lejanos en la historia.

Pero en pocos años, el mundo ha asistido casi sin enterarse a la emergencia de dos nuevas potencias económicas. En los años ochenta, el líder de la República Popular China, Deng Xiaoping, optó por acomodar el marxismo a las formas del sistema capitalista, en una peculiar combinación práctica que buscaba relanzar el crecimiento y la prosperidad sin renunciar a los principios ni al régimen político definido por el comunismo. Desde entonces, el despegue de China la ha convertido en la cuarta economía mundial, o la segunda, detrás de Estados Unidos, si medimos con paridades de poder de compra, es decir, corrigiendo por el poder adquisitivo local de la moneda. Cuando China fue admitida en la Organización Mundial de Comercio, en 2000, era el noveno exportador mundial. Hoy es ya la primera potencia exportadora.

La trayectoria india es muy distinta. De hecho, ha quedado muy rezagada en la carrera del crecimiento económico hasta hace poco si la comparamos con China. Pero no deja de ser la cuarta economía mundial (en paridades de poder de compra) y desde que en los años noventa el gobierno optó por liberalizar, eliminar controles y abrirse al exterior, el potencial indio ha empezado a materializarse poco a poco. Si China es la estrella fulgurante de la globalización por su potencia exportadora, India ha demostrado que la globalización es posible también en los servicios, como lo manifiesta la proliferación de empresas en el sector de tecnologías de la información en Bangalore, y ofrece una alternativa de desarrollo a medio y largo plazo basada en instituciones políticas que exigen un amplio consenso social.

Desde esta parte del globo terráqueo, los avatares del Extremo Oriente parecen quedar algo lejos. La apertura al exterior de la economía española es relativamente reciente y su principal horizonte ha sido Europa, más la incorporación en los últimos años de Latinoamérica. La presencia empresarial en China e India, meritoria y heroica, no se corresponde con el peso actual de la economía española en el ranking mundial. Los productos chinos han conseguido una cuota de penetración importante en el mercado español, generando el segundo déficit bilateral más importante de las estadísticas del comercio exterior, por detrás únicamente del registrado con Alemania. Mientras, las exportaciones hispanas siguen volcadas hacia la «vieja Europa», rica pero con muy bajo crecimiento, pero son casi testimoniales hacia China e India, dos economías enormes y de gran dinamismo. Es decir, nos estamos perdiendo lo mejor de la fiesta de la globalización mundial. Existen ya iniciativas relevantes para enderezar la situación, aunque está claro que el camino no es fácil. Lo importante, como decía Confucio, el más famoso sabio chino, no es lo lento que se haga el camino, sino que no haya interrupciones. La globalización no espera.

### Índice

- 1 Editorial
- 2 Resumen ejecutivo
- 6 Coyuntura internacional
  - 6 Estados Unidos
  - 10 Japón
  - 12 *India, tras la estela de China*
  - 16 China
  - 19 *China: ¿dónde están los emprendedores?*
  - 22 México
  - 24 Materias primas
- 26 Unión Europea
  - 26 Zona del euro
- 28 *India y China, ¿socios o competidores globales de la Unión Europea?*
  - 31 Alemania
  - 32 Francia
  - 34 Italia
  - 35 Reino Unido
- 36 Mercados financieros
  - 36 Mercados monetarios y de capital
- 45 Coyuntura española
  - 45 Actividad económica
  - 50 Mercado de trabajo
  - 55 Precios
  - 60 Sector exterior
- 63 *El dragón chino asoma su cabeza en España*
  - 66 Sector público
  - 68 Ahorro y financiación

## RESUMEN EJECUTIVO

**La incertidumbre sobre el alcance del retroceso del sector inmobiliario en Estados Unidos crea inquietud por sus repercusiones sobre el resto de la actividad e incluso por sus efectos sobre la economía mundial.**

**Las condiciones en las que se mueve el resto de la economía americana –más allá de la vivienda– permiten confiar en un bache limitado...**

**...pero el crecimiento probablemente se resienta en los próximos meses.**

### **La vivienda en Estados Unidos, ¿amenaza para la economía global?**

¿Se hunde la vivienda en Estados Unidos? ¿El estallido de la burbuja inmobiliaria arrastrará al resto de la economía estadounidense a una recesión? ¿Si el ciclo expansivo norteamericano se agota, frenará el crecimiento de la economía mundial? Buena parte del esfuerzo de análisis de los economistas en estos momentos se orienta a responder a estas preguntas. Sobre todo después de conocer las cifras del producto interior bruto (PIB) del tercer trimestre de la economía americana, que sorprendieron por ser incluso inferiores al bajo crecimiento previsto. Un crecimiento de sólo un 1,6% intertrimestral anualizado, o un 2,9% si se compara con el nivel del mismo periodo de 2005.

La respuesta a la primera pregunta es que, ciertamente, el frenazo de la construcción residencial es muy abrupto. En el cuadro macroeconómico del tercer trimestre, el componente de construcción residencial retrocedió casi un 8% interanual, el mayor descenso desde 1991. El número de viviendas iniciadas y los permisos de construcción están más de un 20% por debajo de los de hace un año. Los precios han empezado a descender, aunque el cojín acumulado por la subida de los últimos años es muy elevado.

Con relación a si el socavón de la vivienda es el preludio de una recesión en Estados Unidos, nuestro escenario central no apunta en esta dirección. Creemos que el consumo y la inversión privados tienen suficiente apoyo para compensar en parte el efecto negativo de la vivienda. La forta-

leza del mercado de trabajo y el dinamismo demográfico apuntan a una caída limitada. La práctica estabilidad de los tipos de interés a largo plazo en niveles bajos, la interrupción de las subidas de la Reserva Federal y el retroceso del precio del petróleo son elementos clave en la configuración de las expectativas de empresas y familias. La bolsa no parece anticipar un escenario sombrío si no que, al contrario, ha escalado a nuevos récords históricos.

En el Reino Unido, Australia y Países Bajos el retroceso de la demanda de viviendas después de un notable *boom* no ha comportado un declive general de la actividad, aunque las comparaciones internacionales deben manejarse con prudencia. Lo que sí ha supuesto en estos países es un cierto enfriamiento en el ritmo de crecimiento de la economía, algo que probablemente suceda en Estados Unidos. En este sentido, nuestras previsiones apuntan a una ralentización en los elevados incrementos del PIB, después de tres años creciendo entre el 3% y el 4%.

Un eventual colapso del crecimiento americano creemos que tendría efectos devastadores sobre la economía mundial, puesto que los casi 800.000 millones de dólares de déficit comercial que genera Estados Unidos en un año constituyen un puntal decisivo en la actividad de Europa y del Extremo Oriente. Pero no creemos que sea este el caso, como ya hemos argumentado más arriba. Con todo, la ralentización esperada enfriará la extraordinaria trayectoria del crecimiento de la economía internacional, inmersa en su tercer año de expansión.

El otro motor de la economía global, China, no flojea. En el tercer trimestre, el cre-



cimiento fue del 10,4% respecto al mismo periodo del año anterior, una cifra impresionante, si bien supone una cierta desaceleración respecto al 11,3% del periodo previo. Los ejes del crecimiento siguen descansando sobre la exportación y la inversión en maquinaria y equipo, desde el lado de la demanda. Por el lado de la oferta, la industria es el sector protagonista, con un incremento del 13% interanual.

Las exportaciones chinas se han convertido en la bestia negra del sector manufacturero occidental, puesto que con respecto a Estados Unidos y la Unión Europea el superávit comercial chino no deja de crecer. Sin embargo, la balanza comercial china presenta importantes déficit frente a Taiwán, Corea del Sur y Japón, lo que muestra claramente el efecto de arrastre que la economía china tiene sobre esa parte del planeta.

El influjo chino se deja ver positivamente en la evolución de la economía japonesa, que poco a poco va consolidando su recuperación. El crecimiento sigue apoyado en la demanda interna, pero la dependencia del sector exterior cada vez es más importante. Mientras el consumo privado tiende a languidecer y el gasto público se contiene, el principal motor del crecimiento es la inversión, con un dominio cada vez mayor de las grandes empresas exportadoras.

La eurozona también atraviesa un momento dulce, con un crecimiento del 2,7% interanual en el segundo trimestre, el más elevado desde principios de 2001. Europa sufriría por un eventual parón de la economía americana, puesto que la actual fase expansiva, con toda su brillantez, sigue excesivamente apoyada en el sector exterior y el consumo privado sigue remiso a unirse a la fiesta. La reciente caída del precio del petróleo debería contribuir a relanzar el gasto de consumo y sostener el nivel actual de la inversión privada. Esperamos

que esta inercia se mantenga hasta principios del próximo año, pero en 2007 la economía europea deberá superar las trabas que supondrán una demanda exterior algo menos dinámica, unas condiciones monetarias (tipos de interés y de cambio) menos favorables y una política fiscal poco propicia.

Cabe destacar, en este sentido, la tónica de endurecimiento que el Banco Central Europeo (BCE) ha venido aplicando a lo largo del último año. Mientras que la Reserva Federal ha decidido hacer una prolongada pausa tras dos años de subidas continuas, el BCE parece decidido a seguir subiendo los tipos de interés de referencia. Vista la recuperación de la actividad y los riesgos sobre la inflación, el organismo presidido por Jean-Claude Trichet parece todavía incómodo con el nivel actual de tipos. Probablemente desea elevarlos del actual 3,25% hasta un nivel más neutral, es decir, aquel que no estimula ni frena la economía y es coherente con una inflación estable, que estimamos próximo al 3,50%-4%. Por tanto, la perspectiva sigue siendo de subidas, si bien muy moderadas y siempre y cuando no aparezcan señales de debilitamiento prematuro del ciclo expansivo de la zona del euro.

### **La economía española crece más de lo esperado**

Una limitada subida adicional de los tipos de interés oficiales no es probable que consiga frenar apreciablemente, por sí sola, el vigoroso empuje del crecimiento de la economía española. Las primeras impresiones sobre el tercer trimestre del año apuntan a un crecimiento muy similar, o incluso superior, al 3,7% del trimestre anterior. Así, no van a cumplirse las expectativas de suave moderación del crecimiento que manejábamos a principios del ejercicio, fundamentadas en la ralentización de la demanda interna.

**China, el otro motor de la economía mundial, sigue gozando de una buena salud expansiva, que se extiende a los países de su entorno...**

**...como Japón, que va consolidando su recuperación.**

**La zona del euro atraviesa el momento más favorable desde principios de la actual década, aunque su prolongación al año 2007 no está asegurado.**

**La economía española sigue presentando unos resultados de crecimiento excelentes, con una desaceleración de la demanda interior muy suave y un sector exterior mejor que hace unos trimestres.**

**El mercado de trabajo se beneficia de esta tónica, de manera que el paro disminuye hasta mínimos y la tasa de actividad alcanza máximos históricos.**

En realidad, sí se ha moderado la demanda de consumo e inversión, pero mucho menos de lo previsto. Mientras algunos indicadores del gasto de las familias, como las ventas de turismos, parecen flaquear, la inversión productiva continúa mostrándose muy fuerte y la construcción mantiene un tono muy firme. Entretanto, el saldo de importaciones y exportaciones con el exterior contribuye a mejorar la cifra de crecimiento, al detraer una porción menor de la demanda.

De hecho, el deterioro del sector exterior sigue siendo notable, si bien tiende a progresar a un ritmo algo más lento. El descenso del precio del petróleo importado debería reforzar esta tendencia, pero hay que recordar que los últimos datos de comercio exterior todavía señalan que las importaciones en términos reales crecen un 9,0%, por encima del 6,8% real de las exportaciones. Por el lado de los servicios, sigue la rápida disminución del tradicional superávit turístico, debido a los crecientes gastos de los españoles en el exterior y a que el crecimiento del número de turistas en España va acompañado de un descenso del gasto medio por turista.

El mercado de trabajo también apunta a una suave contención del crecimiento, dentro de la vigorosa tónica expansiva ya conocida. Ésta es la conclusión que puede extraerse de la encuesta de población activa correspondiente al tercer trimestre. Cabe señalar, sin embargo, que el número de personas ocupadas asciende ya a casi 20 millones (700.000 más en un año), mientras que la tasa de paro cayó hasta el 8,1%, el nivel más bajo de las últimas décadas, y la tasa de actividad, calculada como la re-

lación entre la población activa y la población de 16 y más años, alcanzó un máximo histórico.

Como contrapartida a las buenas cifras del mercado de trabajo, hay que señalar el hecho de que la creación de empleos sigue centrada en sectores de escaso valor añadido como la construcción y determinados ámbitos del sector servicios. También se constata que la temporalidad del empleo sigue empeorando, pese a las medidas adoptadas en mayo dirigidas a paliar la proliferación de contratos temporales. Por otra parte, datos de la Agencia Tributaria apuntan a que el nuevo empleo creado ofrece niveles retributivos situados en la parte baja de la escala salarial. Se trata de una evolución que va muy ligada al auge de la contratación de extranjeros derivada del elevado nivel de inmigración que todavía registra la sociedad española.

Por tanto, el dinamismo demográfico protagonizado por la inmigración sigue marcando la senda del ciclo expansivo de la economía española. A pesar de los desequilibrios macroeconómicos existentes –especialmente en el ámbito exterior y también en la inflación–, la confianza de familias y empresas sobre el futuro económico parece asentada en bases sólidas, visto el creciente endeudamiento de los hogares (respaldado por unos activos inmobiliarios cuyos precios siguen al alza) y la reciente ebullición bursátil. Sin perder de vista las amenazas existentes, cabe concluir que por el momento el año 2006 va camino de ser uno de los mejores de la última década.

27 de octubre de 2006

**La temporalidad en el empleo o los bajos niveles retributivos no desaniman a las familias, que se siguen endeudando, mientras que la bolsa sigue sumando cotizaciones récord.**

## CRONOLOGÍA

### 2005

- octubre** 4 El índice de la **bolsa española** IBEX 35 anota un máximo anual (10.919,2) con una ganancia acumulada del 20,2%.  
13 El Gobierno aprueba el **Programa Nacional de Reformas de España**.
- noviembre** 1 La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia hasta el 4%.  
28 La **corona eslovaca** se incorpora al Mecanismo de Tipos de Cambio.
- diciembre** 1 El **Banco Central Europeo** sube el tipo de interés oficial al 2,25%.  
13 La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia al 4,25%.  
17 El Consejo Europeo acuerda el **marco presupuestario 2007-2013**.  
18 La cumbre de Hong Kong de la **Organización Mundial de Comercio** pacta suprimir en 2013 todas las ayudas a las exportaciones agrícolas de los países desarrollados.

### 2006

- enero** 20 El Gobierno presenta los anteproyectos de reforma del **impuesto sobre la renta de las personas físicas** y del **impuesto de sociedades**.  
31 La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia al 4,50%.
- marzo** 2 El **Banco Central Europeo** sube el tipo de interés oficial al 2,50%.  
28 La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia al 4,75%.  
31 El gobierno aprueba un **paquete de política económica** con medidas presupuestarias, mercado hipotecario, sector energético y transporte ferroviario.
- mayo** 4 Acuerdo del Gobierno con la patronal y los sindicatos para una **reforma laboral** con vistas a reducir la temporalidad en el empleo.  
10 La **Reserva Federal** eleva el tipo de interés de referencia al 5%.
- junio** 8 El **Banco Central Europeo** sube el tipo de interés oficial al 2,75%.  
29 La **Reserva Federal** aumenta su tipo de interés de referencia hasta el 5,25%.
- julio** 11 El Consejo de la UE autoriza a **Eslovenia** a que adopte el euro como divisa a partir del 1 de enero de 2007.  
24 Suspensión indefinida de las negociaciones multilaterales de la **Ronda de Doha** de la Organización Mundial del Comercio para una mayor liberalización del comercio internacional.
- agosto** 3 El **Banco Central Europeo** sube el tipo de interés oficial al 3,00%.  
8 El precio del **petróleo** calidad Brent a un mes sube hasta un nivel máximo histórico de 78,49 dólares por barril.  
12 El Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas aprueba una resolución de **alto el fuego en Líbano** en el conflicto entre Israel y Hizbulá.
- septiembre** 26 La Comisión Europea da el visto bueno para la entrada en la Unión Europea de **Rumanía y Bulgaria** el primero de enero de 2007.
- octubre** 5 El **Banco Central Europeo** sube el tipo de interés oficial al 3,25%.  
26 El índice Dow Jones de la **Bolsa de Nueva York** registra un máximo histórico (12.163,7) con un alza del 13,5% en relación con el final del año 2005.  
27 El índice de la **bolsa española** IBEX 35 anota un máximo histórico (13.725,8) con una ganancia acumulada del 27,9% con relación al final de diciembre de 2005.

## AGENDA

### Noviembre

- 2 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.  
3 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (octubre).  
6 Índice de producción industrial (septiembre).  
14 Avance PIB España (tercer trimestre). PIB zona del euro (tercer trimestre).  
15 IPC (octubre). Balanza de pagos (agosto).  
16 IPC armonizado de la UE (octubre).  
21 Ingresos y gastos del Estado (octubre).  
22 Contabilidad nacional trimestral (tercer trimestre).  
23 Comercio exterior (septiembre).  
27 Precios industriales (octubre).  
30 Avance IPC (noviembre).

### Diciembre

- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (noviembre).  
5 Índice de producción industrial (octubre).  
7 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.  
12 Comité de Mercado Abierto de la Fed.  
15 IPC (noviembre). Balanza de pagos (septiembre). IPC armonizado de la UE (noviembre).  
19 Ingresos y gastos del Estado (noviembre).  
20 Coste laboral (tercer trimestre).  
26 Precios industriales (noviembre). Comercio exterior (octubre).  
29 Avance IPC (diciembre).



## COYUNTURA INTERNACIONAL

**La economía americana se desacelera a causa de la vivienda y el sector exterior...**

**...pero consumo e inversión mantienen un tono de robustez.**

### La desaceleración americana tiene un soporte y un riesgo

Los últimos datos de la economía estadounidense han rebajado las expectativas de crecimiento y avivado temores de inflación. Primero, los precios energéticos y la alta utilización de la capacidad productiva hicieron temer tensiones inflacionistas. Después, el descenso abrupto del mercado de la vivienda ha puesto la atención en una desaceleración que podría ser menos suave de lo esperado y deseado. El débil producto interior bruto (PIB) del tercer trimestre decanta claramente la balanza de riesgos hacia el menor crecimiento sin, aparentemente, conjurar del todo los miedos inflacionistas. Pese a todo, las cosas son algo mejor de lo que parece, tanto en crecimiento como en inflación. Eso sí, existe un importante riesgo centrado en el precio de los inmuebles.

La economía creció en el tercer trimestre un 2,9% interanual, un 1,6% anualizado respecto al trimestre anterior. Sin embargo, esta desaceleración más intensa de lo previsto tiene dos aspectos positivos, uno en crecimiento y otro en precios. En primer lugar, en lo concerniente al riesgo de un aterrizaje menos suave de lo deseado, la desaceleración está muy localizada en el sector de la vivienda, que cedió un 7,7% interanual, el mayor descenso desde 1991, y, en menor medida, en el comercio exterior. Sin ambas contribuciones negativas, el crecimiento de la economía habría estado claramente por encima del 3%, ya se compare con el mismo periodo del año anterior o con el trimestre precedente. La clave es que el consumo privado y la inversión no residencial mantuvieron un tono robusto, con avances del 2,8% y del 7,9% respectivamente, exhibiendo cierta

### ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2004	2005	2005		2006		Julio	Agosto	Septiembre
			III	IV	I	II			
PIB real	3,9	3,2	3,4	3,1	3,7	3,5	-	2,9	-
Ventas al por menor	6,2	7,2	8,2	6,2	8,3	6,6	4,8	6,4	5,5
Confianza del consumidor (*)	96,1	100,3	98,9	95,8	105,7	106,6	107,0	100,2	104,5
Producción industrial	4,1	3,2	2,7	3,0	3,3	4,6	5,1	4,8	5,6
Índice actividad manufacturera (ISM) (*)	60,5	55,5	56,0	57,0	55,6	55,2	54,7	54,5	52,9
Venta de viviendas unifamiliares	10,1	6,6	11,9	3,1	-11,6	-14,4	-28,0	-19,7	-14,2
Tasa de paro (**)	5,5	5,1	5,0	4,9	4,7	4,6	4,8	4,7	4,6
Precios de consumo	2,7	3,4	3,8	3,7	3,7	4,0	4,2	3,8	2,1
Balanza comercial (***)	-611	-717	-689	-717	-740	-762	-771	-783	...

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

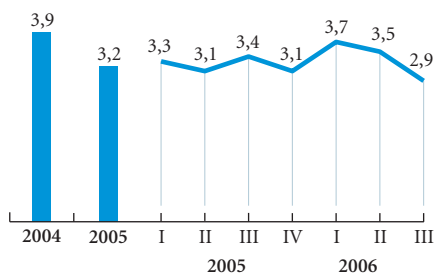
(\*\*\*) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.

FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

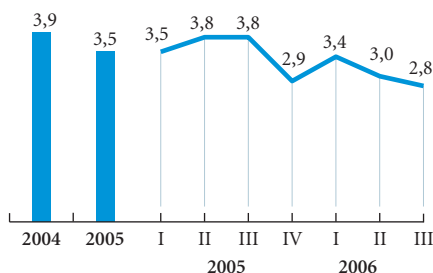
## EVOLUCIÓN DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS POR COMPONENTES

Porcentaje de variación interanual en términos reales

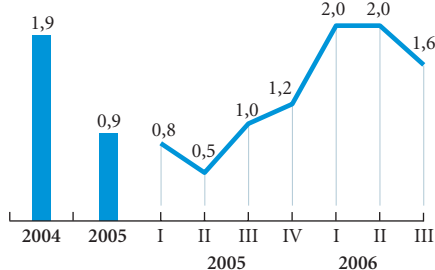
### PIB



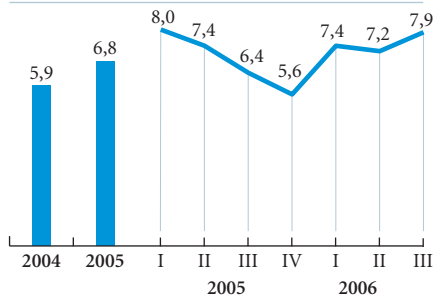
### Consumo privado



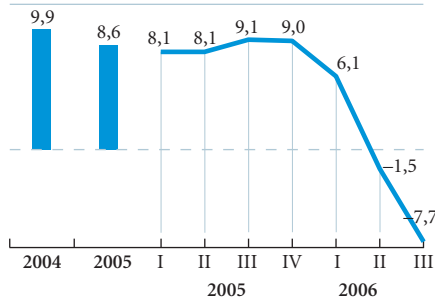
### Consumo público



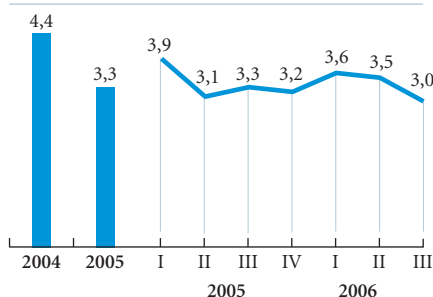
### Inversión no residencial



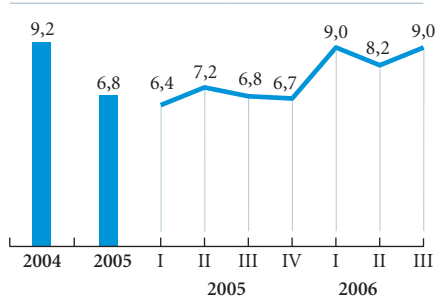
### Inversión residencial



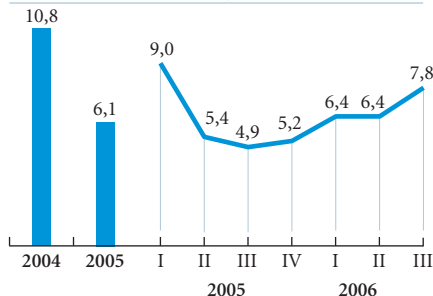
### Demanda interna



### Exportaciones de bienes y servicios



### Importaciones de bienes y servicios



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

aceleración tras el leve receso del periodo anterior. Si a ello se une en los próximos meses la previsible mejora del sector exte-

rior por el abaratamiento de las importaciones energéticas, cabe concluir que al crecimiento le queda un fondo de resistencia.

## ESTADOS UNIDOS: LOS CONSUMIDORES SIGUEN ACTIVOS

Variación interanual de las ventas minoristas sin automóviles ni gasolina



FUENTES: Departamento de Comercio y elaboración propia.

**Los consumidores siguen optimistas, aunque los empresarios son algo más cautos.**

**El mayor riesgo está en una intensificación del retroceso del precio de los inmuebles, que mermaría el consumo.**

Los últimos indicadores de demanda son consistentes con este fondo de resistencia. Las ventas minoristas de septiembre, sin automóviles ni gasolina, siguieron con su robusta evolución, creciendo un 7,2% interanual. En términos de volumen, los últimos datos sitúan la tendencia más actualizada alrededor de un más que respectable crecimiento del 3,6% interanual. En coherencia con este vigor del consumo, la confianza del consumidor de septiembre repuntó hasta el nivel de los 104,5 puntos, con avances iguales tanto en expectativas como en percepción de la situación presente. Si los consumidores mantuvieron una actitud positiva, los empresarios fueron esta vez algo más cautos, con un índice del Institute for Supply Management que, tanto en manufacturas como en servicios, descendió en septiembre hasta los 52,9 puntos, cerca del nivel de 50 donde se igualan optimistas y pesimistas. Sin embargo, estos descensos estuvieron motivados en su mayor parte por la disminución del componente de precios del índice, lo que da un matiz optimista a la situación actual. La producción indus-

trial, que en septiembre creció un 5,6% interanual, viene a sumarse también a este tono sostenido.

A pesar de este importante sostén, los mayores riesgos están en el crecimiento. Hasta el momento, la desaceleración del mercado de la vivienda se ha traducido en una menor actividad, con descensos cercanos al 20%, circunscritos a un sector que es el 6% del total de la economía. Sin embargo, la clave está en el precio de los inmuebles, pues un descenso de éstos abatiría los ánimos de los consumidores, cuyo gasto en Estados Unidos supera los dos tercios del PIB. En septiembre, el precio de la vivienda de segunda mano, deflactado por la inflación subyacente, perdió un 5,3% interanual, y la más volátil vivienda nueva perdió un 12,3%. La situación es por ahora mejor que en anteriores ciclos bajistas, ya que en los últimos años se ha acumulado un cojín del 30% de apreciación de los inmuebles. Pero aun así, éste es el mayor riesgo que planea sobre la economía estadounidense, si la tendencia bajista persiste.

El escenario de los precios es más benigno que meses atrás. Aquí está la otra buena noticia del PIB del tercer trimestre. El deflactor del consumo privado creció un 2,9% interanual, claramente por debajo del 3,3% del periodo anterior. En la misma tónica, el descenso del precio del petróleo y efectos de base causaron una corrección a la baja del avance del índice de precios al consumo (IPC), que pasó en septiembre a crecer un 2,1% interanual, frente al previo 3,8%. Sin embargo, aquí lo que cuenta es el componente subyacente, menos volátil por excluir energía y alimentos. El IPC subyacente de septiembre se aceleró una décima y creció un 2,9% interanual. Pero el deflactor del PIB del consumo excluyendo las partidas energéticas aumentó un más que razonable 2,4% anualizado respecto al trimestre previo.

Abundando en la relativa mejora del frente inflacionista, hay que considerar que un tercio del índice subyacente consiste en los precios que en Estados Unidos son asignados contablemente al disfrute que

los propietarios hacen de su propia vivienda. Este importante componente del IPC se ha mostrado especialmente alcista en 2006, ya que la desaceleración del mercado de la vivienda ha provocado un éxodo de la compra hacia el alquiler, elevando sus precios, y son precisamente éstos la base de cálculo del precio del disfrute de la propia vivienda. Con su volatilidad por las vicisitudes del mercado, y sin ser efectivamente pagado, los aumentos del índice de precios derivados de este componente deben tener efectos limitados sobre la tendencia fundamental del índice de precios. Sin energía, alimentación y alquileres imputados, los precios al consumo aumentaron en septiembre un 2,0% interanual, mostrando una evolución relativamente estable que debería ser más representativa de lo que cabe esperar en los próximos meses.

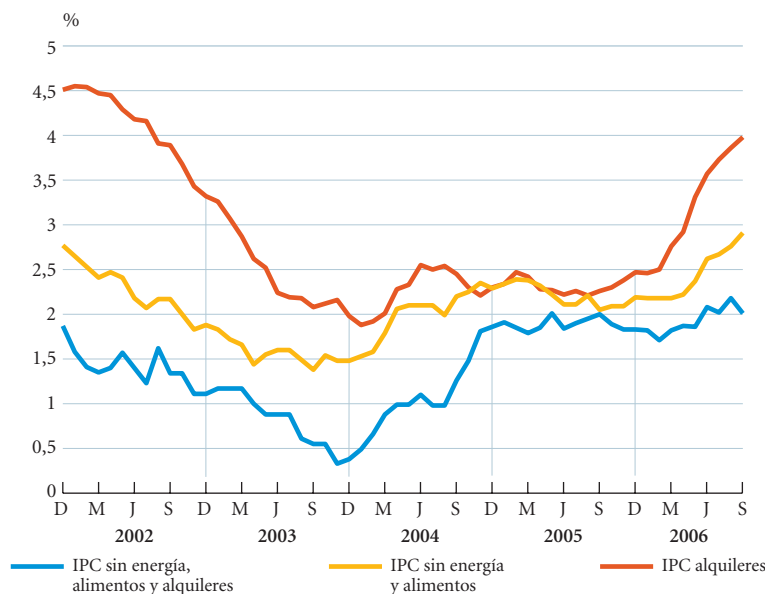
El mercado de trabajo continúa dando señales ambiguas. Si bien la creación de nuevos empleos parece haberse desdibujado, con incrementos menores de lo previsto, y

**Los precios al consumo crecen al 2,1% y las perspectivas mejoran.**

**El mercado laboral podría ser más fuerte de lo esperado...**

### ESTADOS UNIDOS: EXCLUYENDO LOS ALQUILERES, LA TENSIÓN INFLACIONISTA AMAINA

Variación interanual del IPC por componentes



FUENTES: Departamento de Trabajo y elaboración propia.

**...pero el déficit comercial se resiste a disminuir.**

los salarios siguen sin ganar poder adquisitivo, la tasa de paro es baja con el 4,6% de la población activa, se prevén revisiones al alza de las cifras de creación de empleo y los costes laborales unitarios están aumentando más de lo previsto. La confirmación de este vigor en el mercado laboral sería en estos momentos más un soporte al nivel de actividad que una amenaza inflacionista.

El sector exterior, por su parte, sigue sin emprender la senda de la corrección. El déficit comercial de los últimos doce meses hasta agosto alcanzó un nuevo récord, aunque con un crecimiento que se ha ralentizado si descontamos los efectos del petróleo. El abaratamiento de este último y la evolución de la economía americana en los últimos meses deben acabar erosionando parte de este desequilibrio, pero la duda está en la velocidad del ajuste y de sus efectos sobre la cotización del dólar.

**Japón, un crecimiento que mira hacia el exterior**

El crecimiento de Japón sigue apoyado en la demanda interna, pero la dependencia

del sector exterior se hace cada vez mayor, a pesar de que en los últimos meses, el encarecimiento del petróleo haya podido distorsionar los indicadores. Esta dependencia exterior se ve reforzada por la dinámica del gasto de la economía nipona. Con un consumo privado que aguanta el tipo pero que poco a poco cede terreno, y con un sector público restrictivo a causa de las deudas acumuladas en años anteriores, el principal motor del crecimiento es la inversión, pero con un dominio cada vez mayor de las empresas exportadoras.

El índice de actividad industrial Takan de septiembre para grandes empresas manufactureras se encaramó hasta el nivel de los 24 puntos, dando muestras de la buena salud del sector y constituyendo un importante soporte para el mantenimiento del presente ciclo expansivo. Las alzas bursátiles de los últimos meses y la recuperación de las exportaciones a China corroboran que los grandes de siempre siguen en muy buena forma. Pero, al mismo tiempo, estos grandes miran cada vez más hacia el exterior. Los pedidos de maquinaria, que son un anticipo del com-

**La economía japonesa tiene un crecimiento cada vez más sustentado en la inversión y las exportaciones.**

**JAPÓN: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

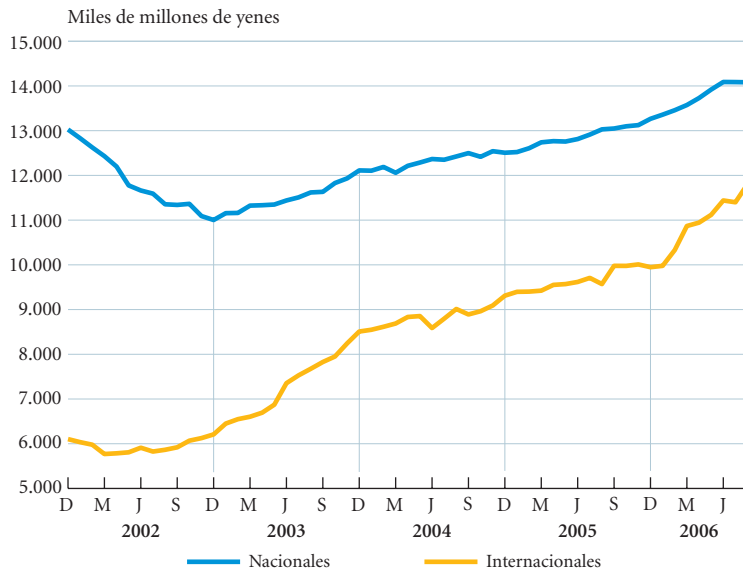
	2004	2005	2005		2006		Julio	Agosto	Septiembre
			III	IV	I	II			
PIB real	2,3	2,6	2,8	4,0	3,4	2,5	-	...	-
Ventas al por menor	-0,9	1,4	1,1	0,7	0,6	-0,2	0,0	1,1	0,3
Producción industrial	5,3	1,5	-0,1	3,6	2,8	3,7	5,0	5,8	4,8
Índice actividad empresarial (Takan) (*)	20,5	18,0	19,0	21,0	20,0	21,0	-	24,0	-
Viviendas iniciadas	2,6	3,8	4,9	6,9	4,9	8,8	-7,7	1,9	4,0
Tasa de paro (**)	4,7	4,4	4,3	4,5	4,2	4,1	4,1	4,1	4,2
Precios de consumo	0,0	-0,3	-0,3	-0,7	-0,1	0,2	0,3	0,9	0,6
Balanza comercial (***)	13,9	10,2	10,9	10,2	9,5	9,1	9,2	9,2	...

NOTAS: (\*) Valor.  
 (\*\*) Porcentaje sobre población activa.  
 (\*\*\*) Saldo acumulado de 12 meses. Billones de yenes.  
 FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.



## JAPÓN: LOS PEDIDOS DE MAQUINARIA A TODA MÁQUINA Y HACIA EL EXTERIOR

Pedidos de maquinaria de los últimos doce meses



FUENTES: Ministerio de Comunicaciones de Japón y elaboración propia.

portamiento de la inversión, van al alza, pero la proporción representada por los pedidos de origen internacional en los últimos doce meses hasta agosto alcanzó el 45,0% del total, cuando en los años noventa la norma estaba en las cercanías del 30%.

Si la inversión va al alza, los últimos indicadores de la demanda de los consumidores siguen languideciendo. Las ventas minoristas de septiembre crecieron un 0,3% interanual, manteniendo el tono discreto de los últimos meses. Las compras de automóviles siguen sin despertar, y pese al tirón estacional de septiembre, cedieron un 8,9% respecto al mismo periodo del año anterior. De igual manera, pese a la mejora de salarios, y pese a que la confianza del consumidor de septiembre quedó en el nivel de los 45,6 puntos, todavía relativamente alto, la tasa de ahorro mensual de los trabajadores continuó dibujando en agosto la tendencia al alza que viene dominando a lo largo de 2006.

Confirmando la supremacía de productores frente a consumidores, los indicadores de la oferta tienen un mejor tono, con una producción industrial que creció en septiembre un 4,8% interanual, algo por debajo de agosto, cuando se alcanzó el ritmo más rápido de los últimos dos años. También las viviendas iniciadas de agosto continuaron con su sólida tendencia al alza, que contrasta con el comportamiento del mercado de Tokio, donde los precios se recuperaron en septiembre, pero no las ventas, que siguieron retrocediendo tras la importante corrección de agosto.

El mercado de trabajo siguió siendo robusto, con una tasa de paro que en septiembre quedó instalada en el 4,2% de la población activa, claramente en la banda baja de los últimos años. Este vigor del mercado laboral contribuyó a apuntalar los precios. Éstos, si bien redujeron su avance influidos por la bajada de petróleo, mantuvieron un fondo que indica que el periodo deflacionista sigue atrás. Los

**Las empresas manufactureras se muestran fuertes, y se orientan hacia los mercados internacionales.**

**Pese al robusto mercado laboral, los consumidores se lo toman con calma.**

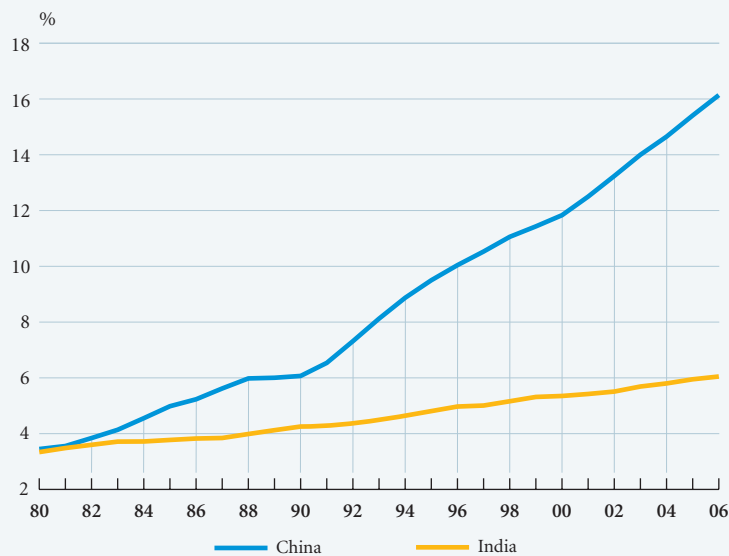
**La industria crece y los precios siguen en terreno positivo.**

## India, tras la estela de China

Es cada vez más extraño encontrar una mención de China a la que no se añada la India. Ciertamente es que ambos países comparten importantes características (que el crecimiento económico está permitiendo reducir la pobreza de cientos de millones de personas es quizás la más notable) pero todavía existe un importante trecho entre ambas economías que se tiende a obviar. En este recuadro ilustramos algunas diferencias y apuntamos los principales retos que afronta India para acelerar su tasa de crecimiento y acercarla más a la de China.

### CHINA BATE A LA INDIA EN CRECIMIENTO

PIB nacional sobre PIB mundial (\*)



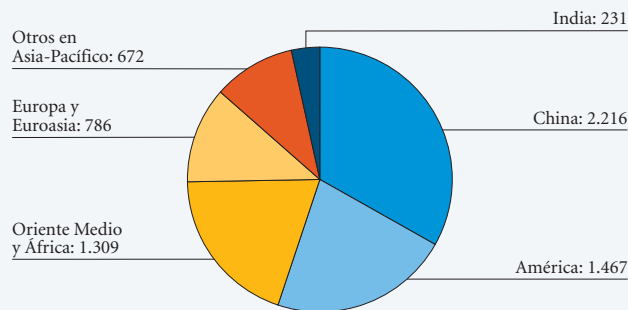
NOTA: (\*) PIB medido en paridades de poder de compra.

FUENTES: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

La economía china es todavía mucho mayor que la india y contribuye mucho más al crecimiento global. Este año el PIB de China representará aproximadamente un 16% del PIB mundial y el de la India, un 6% (medido a tipos de cambio de paridad de poder de compra). Pero no siempre ha sido así. En 1980, al comienzo del milagro chino, el tamaño de ambas economías era similar. En los siguientes 25 años, China creció a una tasa media del 10% pero India –donde el proceso de reformas no se inició hasta 1990– lo hizo al 6%. Más recientemente, la tasa de crecimiento en la India (un 8% anual) se ha acercado algo a la de China pero esta convergencia no ha sido total. Por su mayor tamaño y dinamismo, el impacto de China sobre la economía global ha sido mucho más notable, por ejemplo sobre la demanda de materias primas.

## CHINA SE ERIGE EN PROTAGONISTA DE LA DEMANDA MUNDIAL DE PETRÓLEO

Incremento del consumo de petróleo 2000-2005, en miles de barriles

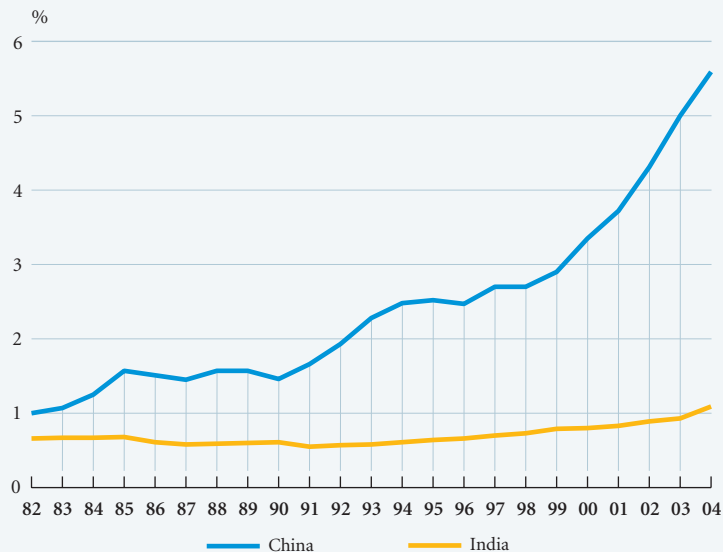


FUENTE: BP Statistical Review of World Energy, junio 2006.

A pesar de que la India se ha abierto al mundo de una manera considerable desde 1990, su grado de apertura es menor que el de China. El comercio internacional en bienes y servicios de China superó el 80% de su PIB en el 2005, más del doble que en la India. Este año, las exportaciones chinas de bienes alcanzarán 900.000 millones de dólares, siete veces más que las exportaciones indias (el diferencial es sólo algo menor en importaciones). Los aranceles a las importaciones continúan siendo más altos en India, a pesar de haber experimentado una bajada impresionante des-

## INDIA, MUY REZAGADA EN SU APERTURA AL EXTERIOR

Comercio internacional en bienes y servicios con relación al comercio mundial



FUENTES: Organización Mundial del Comercio y elaboración propia.

de una media de más del 100% a inicios de los noventa hasta el 15% actual, 5 puntos porcentuales superiores a los de China, donde además una considerable proporción de las importaciones se benefician de exenciones. Las diferencias en las exportaciones de servicios (un 25% mayores en China) son mucho más reducidas gracias, en parte, al dinamismo del sector de software en la India. Pero es preciso poner la importancia de este sector líder en exportaciones en perspectiva: representa un 3% del PIB y emplea menos del 0,5% de la población activa; el 2006 será el primer año que los ingresos por exportaciones de software superen los ingresos por remesas de emigrantes.

La inversión extranjera directa en la India es todavía muy incipiente. China y la India aparecen en diversos ranking (por ejemplo, el elaborado por AT Kearney) como los dos países más atractivos para las inversiones internacionales directas. Pero el interés en la India no se ha plasmado todavía en un registro notable de la inversión recibida. En 2005 casi alcanzó 8.000 millones de dólares, unas diez veces menor que en China y la mitad que en Brasil. Dado que el marco legal no es inusualmente restrictivo a la entrada de inversión extranjera, este resultado se explica principalmente por la dificultad generalizada de hacer negocios en la India. El sector financiero (banca y seguros) y el de la distribución (hipermercados) sí que cuentan con importantes restricciones a la entrada de inversión extranjera y su liberalización –más que probable en los próximos años– también podría reportar importantes entradas de capital.

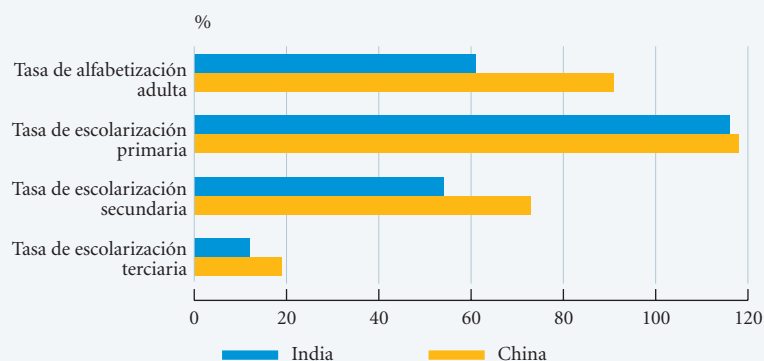
### ¿ES FÁCIL HACER NEGOCIOS EN INDIA Y CHINA EN 2006?

	India	China
<b>Posición en un ranking de 175 países (1 es la mejor posición)</b>		
Posición global	134	93
Protección del inversor	33	83
Conseguir crédito	65	101
Fundar una empresa	88	128
Registrar propiedad	110	21
Emplear trabajadores	112	78
Cerrar una empresa	133	75
Comercial internacionalmente	139	38
Tramitar licencias	155	153
Pagar impuestos	158	168
Hacer cumplir contratos	173	63
<b>Indicadores relevantes para comerciar internacionalmente</b>		
Documentos necesarios para exportar	10	6
Días para exportar	27	18
Coste de exportar (dólares EEUU por contenedor)	864	335
Documentos necesarios para importar	15	12
Días para importar	41	22
Coste de importar (dólares EEUU por contenedor)	1.244	375

FUENTE: Banco Mundial (Doing Business Indicators 2006).

## EL NIVEL DE EDUCACIÓN EN CHINA SUPERA AL DE LA INDIA

Número de escolarizados sobre población del grupo de edad correspondiente. Año 2004



FUENTE: Banco Mundial.

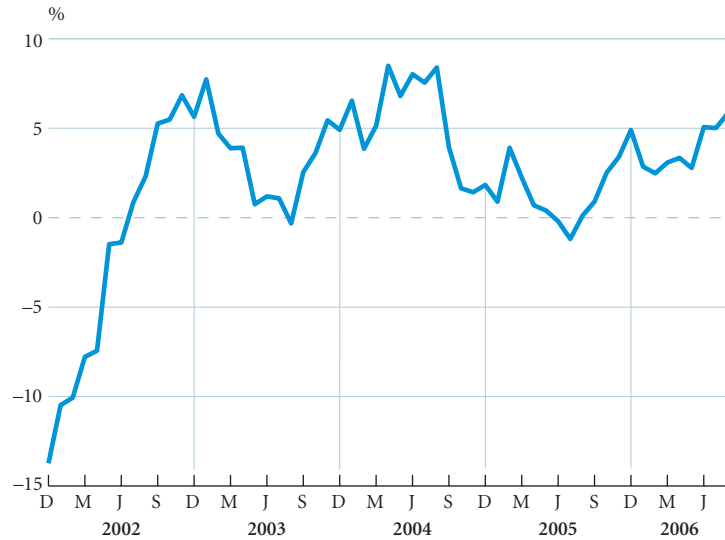
La gran asignatura pendiente de India es el desarrollo de la industria intensiva en trabajo. Sólo de esta manera se podrá mantener o acelerar el ritmo de crecimiento hasta los niveles alcanzados por China. Hasta ahora, el modelo de crecimiento se ha basado en los servicios y las manufacturas intensivas en conocimiento y capital (por ejemplo, las industrias petroquímicas o farmacéuticas) pero la creación de empleo en estas industrias ha sido limitada y más de 500 millones de personas continúan dedicadas a una agricultura de bajísima productividad. Ni ellos ni la inmensa mayoría de los cien millones de jóvenes que se incorporarán al mercado laboral en la próxima década tienen las calificaciones necesarias para obtener empleo en los sectores más dinámicos de la actualidad. Desafortunadamente, el estereotipo de una sociedad india en la que el dominio del inglés es casi universal y el nivel educativo general es más que aceptable está muy alejado de la realidad.

A pesar de que existe un cierto consenso en torno a las reformas necesarias para apuntalar el crecimiento, el progreso en su aplicación está siendo lento. Hay un amplio acuerdo en que tres factores dificultan un mayor despegue de la economía india: la rigidez en el mercado de trabajo, las infraestructuras (transporte y electricidad) y una tupida red de impuestos, regulaciones y burocracias a distintos niveles de gobierno. En el caso del mercado laboral, donde las reformas cuentan con la oposición frontal de los partidos de extrema izquierda que apoyan al gobierno en el Parlamento, los avances han sido nulos. En cuanto a infraestructuras, un déficit fiscal cercano al 8% del PIB y una deuda pública del 85% del PIB dificultan una mayor inversión pública. Como alternativa, el gobierno ha impulsado la creación de *public-private partnerships* (una excelente oportunidad para las empresas europeas de construcción o de gestión de infraestructuras) pero la incertidumbre sobre el marco regulador continúa siendo un problema. Gran parte del esfuerzo inversor en infraestructuras se está focalizando en las recién creadas *special economic zones*, en las que también se está reduciendo la burocracia y los impuestos. El éxito de estas zonas facilitaría la aplicación de estas reformas al conjunto de la economía. De ello dependerá que en los próximos años la India crezca tanto o más que China.



## JAPÓN: LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL VA A MÁS

Variación interanual de la producción industrial



FUENTES: Ministerio de Comunicaciones, Oficina Nacional de Estadística y elaboración propia.

precios sin alimentos frescos de septiembre aumentaron un 0,2% interanual y el índice general de Tokio de octubre ganó un 0,5% y siguió marcando la senda alcista. El superávit comercial de los doce meses hasta agosto fue de 9,2 billones de yenes, un 17,5% inferior al del mismo periodo del año anterior. Sin embargo, este retroceso marcado por los precios energéticos se atenúa y las exportaciones siguen dando muestras de un creciente vigor, con un crecimiento en agosto del 14,9%.

### China modera sus ímpetus sólo un poco

La economía china tenía últimamente ciertos tintes de misterio, con un crecimiento mucho mayor de lo que ciertos indicadores de actividad permitían suponer. En el tercer trimestre, la economía ganó un 10,4% interanual que, aunque cifra respetable, supone cierta desaceleración respecto al periodo previo, cuando la economía había intensificado su avance hasta el 11,3%. Una ralentización algo

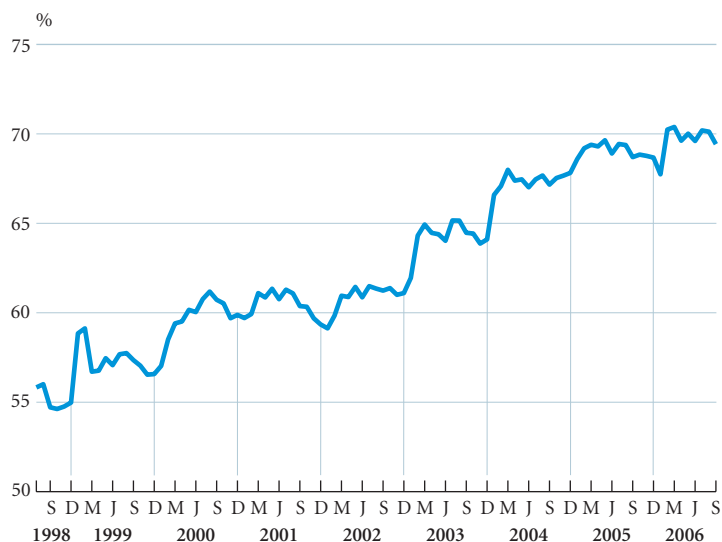
más coherente con los esfuerzos de las autoridades monetarias, con la relativa debilidad de las importaciones de materias primas de los últimos meses y con los indicadores de producción de energía. Aun así, China sigue creciendo con fuerza gracias a la inversión, las exportaciones y la industria. Por sectores, sigue el dominio de la industria, que creció un 13,0% interanual, frente a los servicios, que avanzaron un 9,5%. Por su parte, la agricultura, que aún es un 12,6% de la actividad económica, sigue instalada en un perfil bajo, con un magro avance del 4,9% interanual. Por el lado del gasto, la inversión, su mayor componente, tuvo cierta ralentización a causa de las restricciones del crédito en las zonas urbanas, pero fue el sector exterior el gran protagonista del crecimiento. Las exportaciones tomaron el relevo de la inversión creciendo en el tercer trimestre un 28,7% interanual que dejó pequeño al respetable 22,1% de las importaciones.

La producción industrial de septiembre creció un 16,1% interanual, un ritmo que

**China ralentiza su marcha, pero aún crece al 10,4%.**

## CHINA: MANDA LA INDUSTRIA PESADA

Participación de la industria pesada en el total de la producción industrial



FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas China y elaboración propia.

ha permanecido extremadamente constante desde inicios de 2005. La industria pesada, el 70% del total, volvió a ser el componente más vigoroso aumentando el 17,6%. Atendiendo a la naturaleza de la propiedad de las empresas, los conglomerados estatales avanzaron un respetable 12,4%. Su participación en el total siguió disminuyendo a causa de su crecimiento más lento que la media, pero sus beneficios, en contra de lo esperado, han aumentado significativamente en los últimos meses, lo que supone un alivio del riesgo que pesa sobre el sistema bancario que tanto los ha financiado. Un hecho coherente con las exitosas privatizaciones de bancos comerciales. El tercero de los cuatro grandes en privatizarse ha sido el Industrial and Commercial Bank of China (ICBC), que con 19.100 millones de dólares supone la mayor operación de este tipo hasta la fecha. Tras las subidas de los últimos días, el ICBC ya es el quinto del mundo en capitalización bursátil, detrás de JPMorgan Chase.

La producción de energía creció en septiembre un 13,9% interanual, ritmo de avance bastante inferior a lo que había venido siendo norma hasta finales de 2005. Entre los indicadores de demanda, las ventas minoristas crecieron en septiembre un 13,9% interanual, con un consumo rural que sigue perdiendo comba respecto a las ciudades. Los precios siguieron bajo control, con un avance en septiembre del 1,5% respecto al mismo periodo del año anterior. Una contención inusual considerando el vigor de la actividad económica. Siempre dentro de esta tónica minimalista, existe por lo general una mayor tensión en el nivel de precios del ámbito rural, lo que supone una tenue prueba de los innegables cuellos de botella que atenazan la actividad económica una vez que nos alejamos de las bulliciosas provincias costeras.

El superávit comercial sigue marcando el ritmo de la economía china, con una exportación manufacturera que supera con creces la importación de materias primas.

**Industria y sector exterior lideran el crecimiento...**

**...y sus financiadores, los bancos, encuentran buena acogida entre los inversores.**

**El superávit comercial se basa en las manufacturas y en las exportaciones a Estados Unidos y a Europa.**

## CHINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación contraria

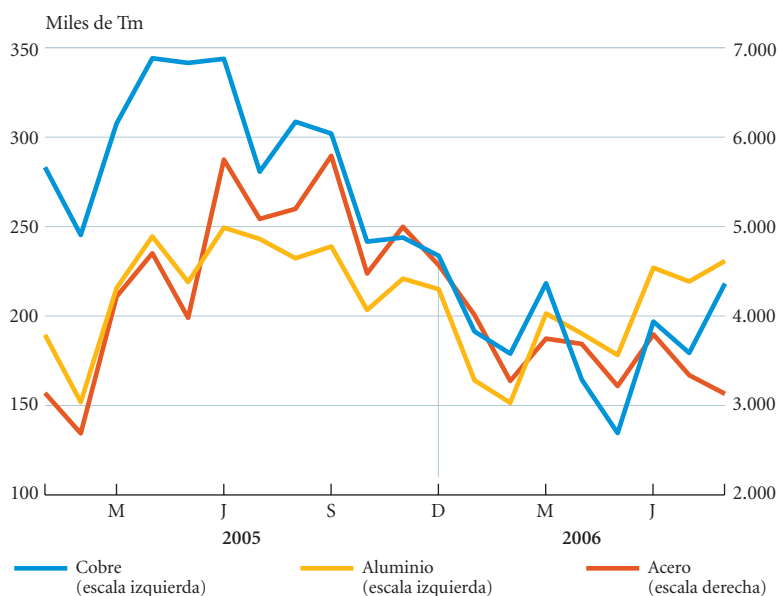
	2004	2005	2005		2006			Agosto	Septiembre
			III	IV	I	II	Julio		
PIB real	9,5	9,9	9,8	9,9	10,3	11,3	–	10,4	–
Producción industrial	16,3	15,9	16,2	16,4	16,8	18,0	16,7	15,7	16,1
Producción eléctrica	15,0	13,4	13,6	11,8	13,4	13,2	15,5	18,9	15,2
Precios de consumo	3,9	1,8	1,3	1,4	1,2	1,4	1,0	1,3	1,5
Balanza comercial (*)	32,1	102,1	96,6	102,1	108,9	123,7	127,7	135,9	143,6

NOTA: (\*) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.

FUENTES: Oficina Nacional de Estadística de China, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

## CHINA: LA IMPORTACIÓN DE MATERIAS PRIMAS NO SE RECUPERA

Importaciones mensuales en volumen



FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas China, Mercado de Londres y elaboración propia.

**Las importaciones de materias primas y la producción de energía siguen en un perfil más bajo.**

Las exportaciones de los últimos doce meses, medidas en dólares corrientes, llegaron a ser el 34,0% del PIB, una participación en constante aumento desde mediados de 2002. Las importaciones también siguen esta evolución alcista, pero desde finales de 2004 su aumento ha perdido fuerza. Así, el superávit comercial de los últimos doce meses hasta septiembre ya roza el 5,4% del total de la economía, con 143.600 millones de dólares. Un balance que viene sustentado por la especial rela-

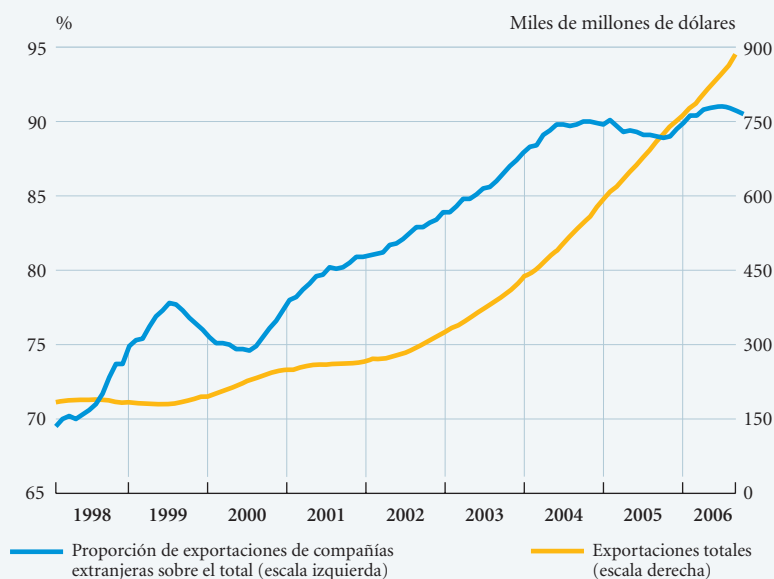
ción bilateral con Estados Unidos, ya que según las estadísticas chinas, excluyendo ésta, China tuvo un déficit comercial con el resto del mundo hasta agosto, cuando el saldo de los últimos doce meses pasó a ser de 3.574 millones de dólares.

Frente al cada vez más importante superávit que China también tiene con Europa, en el extremo opuesto China tiene su mayor déficit con Taiwán, con 65.000 millones de dólares, seguido de Corea del Sur

## China: ¿dónde están los emprendedores?

En el siglo XVII, Portugal y Holanda se disputaban el dominio del comercio marítimo. El interior de los importantes bajeles portugueses rezumaba lujo y buen gusto en comparación con la tosca pobreza de sus oponentes de los Países Bajos, y sin embargo, las apariencias engañaban, el dominio luso estaba en declive, mientras Holanda estaba en los albores de su época de dominio en los mares.

### CHINA: EN EL COMERCIO MANDAN LOS DE FUERA, NO LOS DE CASA



FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas China y elaboración propia.

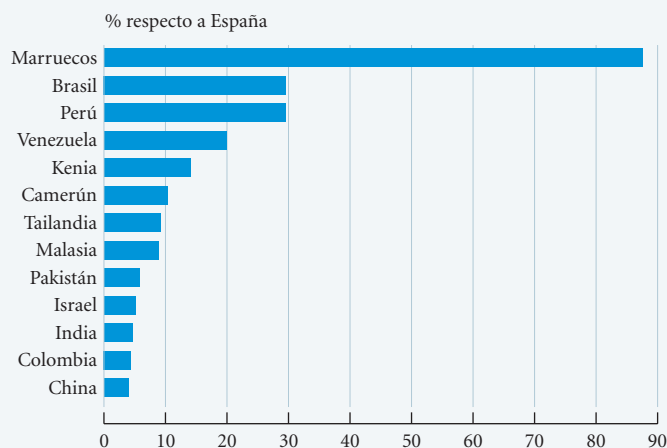
Las cifras de China impresionan aún más que los bajeles portugueses, sobre todo al compararlas con otras zonas emergentes como India, Rusia o América Latina. Su economía ya es la segunda del mundo en términos de volumen, y cada año crece consistentemente cerca del 10%. Además, invierte el 42% de su producto interior bruto (PIB), una cuota que sigue aumentando porque los chinos ahorran en serio. Por si el ahorro nacional no fuera suficiente, en 2005 llegaron 72.406 millones de dólares en forma de inversiones directas, monto que igualó al que recalcó en América Central y del Sur, India, Pakistan y Bangladesh. La influencia china en los mercados de materias primas también se deja sentir, absorbiendo la cuarta parte del acero mundial y contribuyendo, en términos absolutos, tanto como Estados Unidos al incremento de la demanda mundial de petróleo. Para mayor gloria, en 2005 China se convirtió en el primer exportador mundial superando a Alemania. Por si todo ello no bastase, haciendo honor al sabio Confucio, China es ya el líder mundial en estudiantes matriculados en facultades técnicas. ¿Quién da más?

Pero el gigante tiene pies de barro. En primer lugar, la portentosa ascensión de las exportaciones chinas se debe en más de un 90% a las compañías foráneas, mientras que las exportaciones de empresas autóctonas han permanecido estancadas hasta 2004. China trata mucho mejor a los empresarios foráneos que a los propios. Es lógico que la abundancia de mano de obra barata atraiga capital extranjero, pero sorprende la avidez de finan-

ciación extranjera por parte de las compañías chinas, a pesar del ingente ahorro nacional disponible. Desde 1982, la constitución china viene garantizando a las compañías extranjeras unos derechos de propiedad de los que sus homólogos chinos no disfrutaron hasta 1999. Además, los gestores del ahorro nacional aún son los grandes bancos estatales, organizaciones poco eficientes que o bien dejan dinero a los grandes, y a menudo deficitarios, conglomerados industriales también de origen estatal, o bien, paradójicamente, a las empresas extranjeras, que reciben de ellos cuatro veces más crédito que las empresas autóctonas. Para los emprendedores de casa, si los hay, queda bien poco. ¿Los hay?

## CHINA: LOS AGRICULTORES SON MUCHOS Y LO TIENEN MUY NEGRO

Tierra fértil disponible por agricultor



FUENTES: Economist Intelligence Unit y elaboración propia.

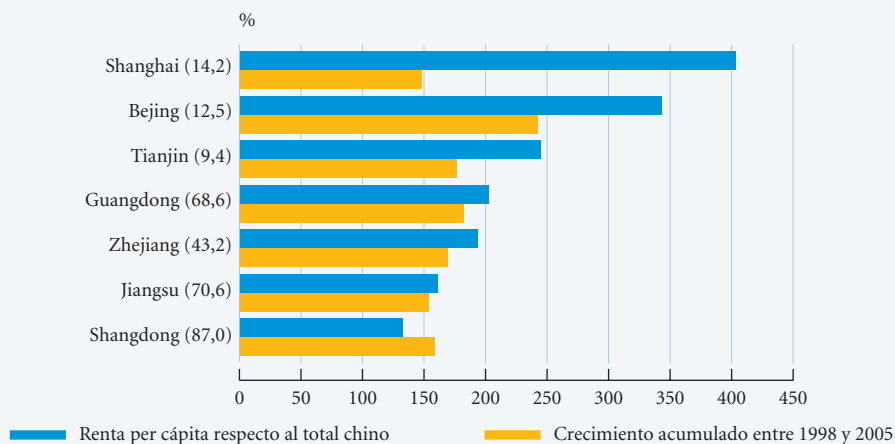
En segundo lugar, la composición del tejido productivo chino es peculiar. El 37% de la industria es de origen estatal y la industria pesada tiene una participación creciente sobre el total y ya supera ampliamente los dos tercios. La mayor parte de los proyectos de inversión va a las infraestructuras, pero, a diferencia del auge exportador, la circulación interior de mercancías ha disminuido y el mercado interior está fragmentado. Mucho «hardware» y mucho cemento, pero menos «software», es decir, iniciativa empresarial. En la lista de las 50 mejores empresas asiáticas que viene publicando la revista Forbes, en 2006 hay cinco nombres chinos frente a 12 de la India, que sólo recibe una décima parte de la inversión directa que recibe China. Además, de la lista china hay que borrar Lenovo, el campeón tecnológico, que se ha instalado en Hong Kong para recibir el ventajoso trato de empresa extranjera. En la lista de Forbes de las 200 mejores empresas de ventas inferiores a los 1.000 millones de dólares, China se recupera parcialmente y logra colocar 30 nombres, frente a los 23 de la India. Pero la victoria es pírrica, pues las ventas combinadas de las empresas chinas son un 20% inferiores a las de las firmas indias. Pobre bagaje si pensamos que la economía china es casi el triple que la de la India.

La tercera cuestión es la China rural, que engloba aproximadamente a 800 millones de personas. Los niveles de consumo e ingresos de esta mayoría están en el 30% de los que disfruta la china urbana, y descendiendo. El gobierno trata de subvencionar a los campesinos, pero el verdadero reto es hacer que haya menos. El 50% de la población activa se dedica a la agricultura, pero la tierra cultivable por persona es en China un 35% inferior a la de la India, y menos de la tercera parte de la que tiene un brasileño. Un agricultor chino tiene a su disposición siete veces menos de tierra fértil que un brasileño. A consecuencia de ello, la productividad del campo es



extremadamente baja. Lo mejor es que los agricultores vayan a otros lares. Finalmente, en educación, arraigado valor tradicional del gigante amarillo, la China rural suspende con un muy deficiente. A pesar del ahorro generado, la inversión en educación es insuficiente, y es que el sistema legal hace que los agricultores acaben subvencionando a las ciudades. Según datos de la UNCTAD, entre 1995 y 2001, el índice de capital humano, valorado según el grado de formación de la población, descendió en China de 0,318 a 0,298, perdiendo un puesto en el ranking mundial. Si bien los hay peores, es este escaso bagaje para la estrella mundial de la inversión y el crecimiento.

### CHINA: LAS SIETE PROVINCIAS MÁS RICAS



NOTA: Entre paréntesis la población en millones de habitantes.

FUENTES: Oficina Nacional de Estadísticas China y elaboración propia.

¿Dónde están los empresarios chinos? ¿Donde hallaremos la capacidad de inventiva de los descubridores de la pólvora y el helado? Hank Paulson, el Secretario del Tesoro estadounidense, ha estado estas últimas semanas en China negociando los términos comerciales entre ambos países. Después de las visitas obligadas a Pekín y Shanghai, se dejó caer por la provincia costera de Zhejiang. Comparado con la imponente Shanghai, Zhejiang es tosca y rural, al estilo de esos barcos holandeses de finales del siglo XVII. ¿Qué buscaba el mandatario americano?

Paulson buscaba emprendedores. En los años 70, Zhejiang tenía una renta per cápita similar a la media china. Hoy es la quinta provincia más rica, detrás de Pekin, Shanghai, Tianjin y Guangdong, pero la diferencia es que estas cuatro regiones son eminentemente urbanas mientras que la tosca Zhejiang tiene una gran masa de población rural. Las inversiones en infraestructuras que hinchaban los números han sido mucho menores en Zhejiang que en sus homólogos urbanos, y se ha librado de paso de las abusivas expropiaciones para construir esas grandes obras. Sin embargo, éste podría ser el tosco buque holandés que navega con fuerza. Su crecimiento acumulado desde 2000 es superior al de Shanghai y, mucho más importante que eso, tiene empresas que funcionan. De las 30 firmas chinas de Forbes, con un 12,7% de las ventas, hay cuatro empresas de Zhejiang. Éstas están en sectores como ventas minoristas, industria química, farmacia y equipo eléctrico, lejos de las moles de hormigón. Además, el sistema bancario de la provincia es uno de los más saneados del país. Hank Paulson debe ser hombre bien informado buscando en sitios como Zhejiang, ya que los mejores emprendedores chinos no están en las altas torres de sus ciudades. Los prometedores bajeles holandeses se esconden en algunas partes de ese sector maltratado que es la china rural.

**México crece al 4,7%,  
liderado por la inversión  
privada...**

con 45.000 millones y de un recuperado  
Japón con 22.000 millones. Pese a repre-  
sentar menos del 10% del total de exporta-  
ciones, es significativo que las exporta-  
ciones de empresas autóctonas chinas han  
salido de un largo letargo y han ido ganan-  
do fuerza a lo largo de 2006. Por su parte,  
la importación en volumen de aluminio y  
acero se estabilizó después de los marca-  
dos descensos de los meses previos, pero  
no así la de acero, que en los doce meses

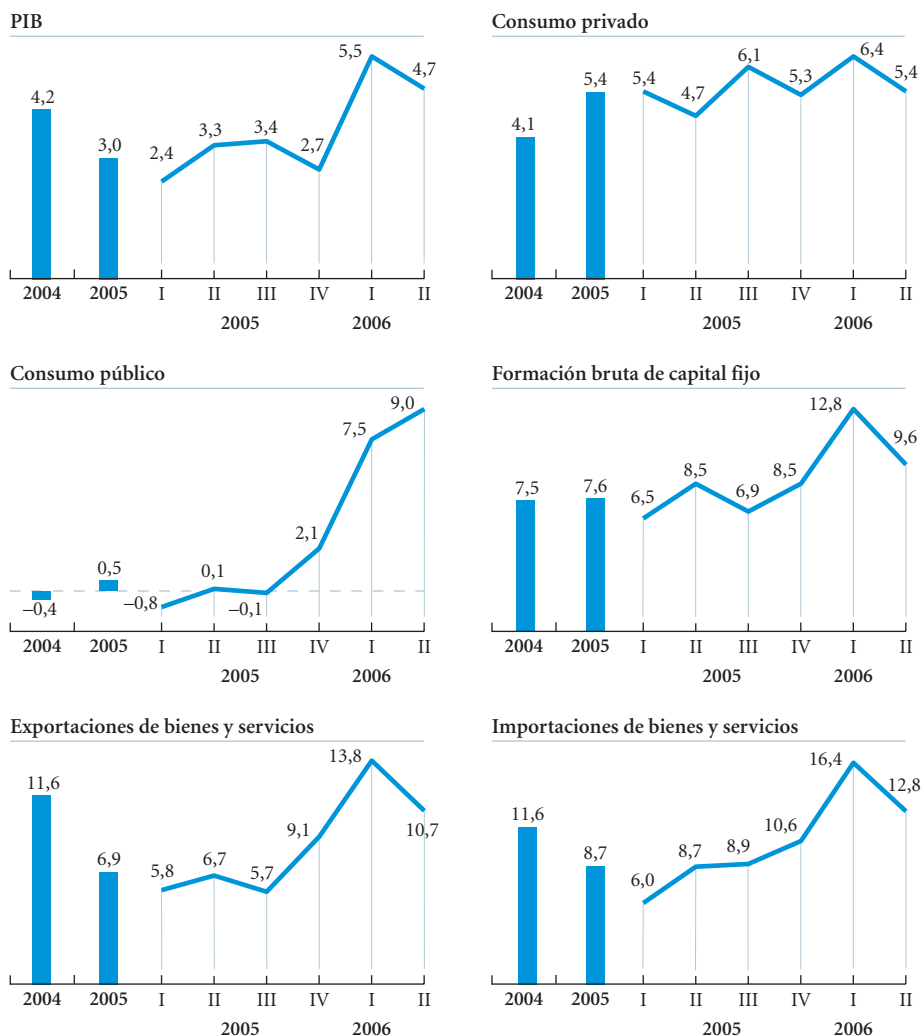
hasta agosto siguió cayendo hasta acumu-  
lar una pérdida cercana al 40% respecto al  
mismo periodo del año anterior.

### México: un buen crecimiento con permiso de los precios

La economía azteca mostró un saludable  
vigor en el segundo trimestre, manteniend-  
do el perfil alto iniciado a finales de 2005.

## EVOLUCIÓN DEL PIB DE MÉXICO POR COMPONENTES

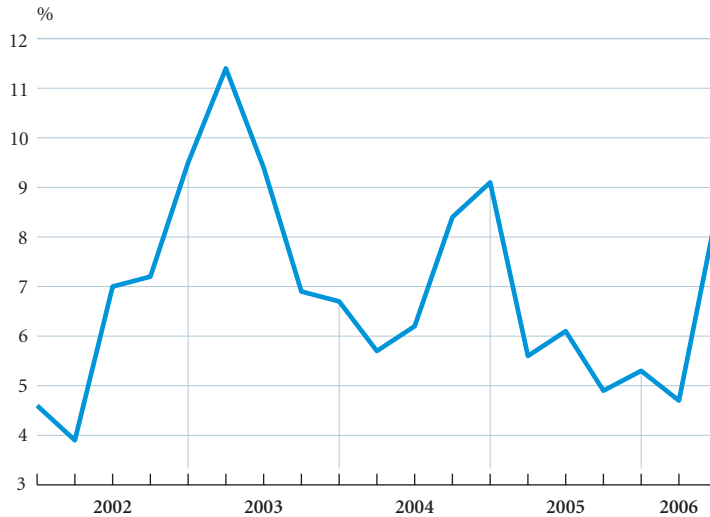
Porcentaje de variación interanual en términos reales



FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

## MÉXICO: LOS PRECIOS DAN UN AVISO

Variación interanual del deflactor del producto interior bruto



FUENTES: Banco Central de México y elaboración propia.

El crecimiento del 4,7% interanual del PIB estuvo respaldado por un consumo privado, que avanzó un 5,4%, mientras el consumo público se aceleraba hasta el 9,0%. Sin embargo, el mayor avance continuó estando en la inversión, que registró un aumento del 9,6% interanual. Si bien se da una ligera desaceleración en la formación de capital respecto al ritmo de principios de año, en primer lugar hay que considerar la velocidad de avance y, en segundo lugar, la tipología de éste, ya que en el periodo anterior la inversión

pública había aumentado un 22,0% interanual, para disminuir un 1,6% en el segundo trimestre, donde el protagonismo ha estado en el sector privado. El sector exterior siguió sustrayendo fuerza al crecimiento, aproximadamente una quinta parte del total, con unas exportaciones que aunque crecen con vigor no igualan al ritmo de las importaciones.

Entre los indicadores de demanda más recientes, la producción industrial creció en agosto un 5,8% interanual y conserva un

**...pero el deflactor del PIB se dispara al 8,5%...**

## MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación contraria

	2004	2005	2005		2006		2006		
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB real	4,2	3,0	3,4	2,7	5,5	4,7	-	...	-
Producción industrial	4,2	1,6	0,8	2,7	7,0	3,9	6,1	5,8	...
Tasa de paro general (*)	3,9	3,6	3,8	3,1	3,5	3,2	4,0	4,0	4,0
Precios de consumo	4,7	4,0	4,0	3,1	3,7	3,1	3,1	3,5	4,1
Balanza comercial (**)	-8,8	-7,6	-9,5	-7,6	-5,0	-4,5	-4,1	-4,2	-5,3

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

(\*\*) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.

FUENTE: Banco Central de México.

**...y continúa el deterioro del sector exterior.**

**La caída del precio del petróleo fuerza a un recorte de producción de la OPEP...**

buen tono, con un sector de la construcción que coge en parte la alternativa de las manufacturas, aunque éstas mantienen el tono. Por su parte, la producción industrial de las maquiladoras, empresas extranjeras, léase estadounidenses, que producen en México para sacar partido de los bajos costes laborales, se aceleró hasta el 8,9% interanual tras un largo periodo de cierto letargo.

La cuestión de la estabilidad de precios no está tan clara como hace unos meses. La inflación de septiembre repuntó hasta el 4,1% interanual. El registro aún podría considerarse razonable, más considerando la estabilidad del componente subyacente, sin energía ni alimentación, que quedó en un avance del 3,4%. Pero el último deflactor del PIB, que en el segundo trimestre se aceleró del 4,7% al 8,5% interanual, genera indicios razonables de que el fuerte ritmo de actividad está generando tensiones de precios.

El sector exterior siguió su proceso de deterioro, motivado por la poca competitividad a causa de la cotización del peso y

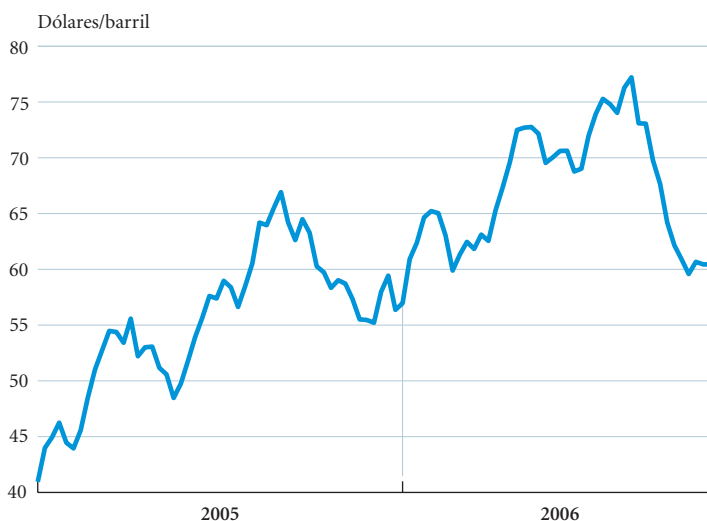
por la fuerza de la demanda interior que acumula un lustro de continua aceleración. La balanza comercial de los doce meses hasta septiembre presentó un déficit de 5.256 millones de dólares. Excluyendo las exportaciones de petróleo, un cojín que viendo la evolución de los precios podría empezar a reducirse, el déficit se agranda hasta los 44.905 millones, una cifra creciente y que sigue evolucionando al alza.

### **La OPEP intenta frenar la caída del precio del crudo**

A principios de octubre, la cotización del barril de petróleo de calidad Brent (para entregas a un mes) se situó en sus mínimos anuales, apenas por encima de los 58 dólares. El máximo histórico de 78,49 dólares, alcanzado el 8 de agosto pasado, quedaba lejos. Tras este abrupto movimiento se encuentran, entre otros factores, unas expectativas de notable moderación de la demanda para los próximos tiempos. Así, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) ha re-

#### **LA CAÍDA DEL PETRÓLEO SE FRENA**

Cotización del petróleo Brent a un mes en medias semanales



FUENTE: Thomson Financial Datastream.

visado a la baja la demanda esperada de petróleo para 2006 y 2007 cinco veces en lo que llevamos de año. Similar corrección ha realizado la Agencia Internacional de la Energía.

El acusado descenso de las cotizaciones del crudo ha llevado al cártel petrolero a especular con su primer recorte de producción desde 2004. Finalmente, tras una serie de anuncios preliminares, la OPEP decidió en su reunión de Doha del pasado 19 y 20 de octubre reducir su producción en 1,2 millones de barriles diarios a partir del primero de noviembre, una cifra que equivale aproximadamente al 4,3% de la producción oficial actual. Asimismo, la OPEP se reserva la posibilidad de nuevos recortes en su reunión del próximo 14 de diciembre.

A lo largo de octubre, el precio del petróleo ha tendido a moverse alrededor del nivel de los 60 dólares, sin exhibir una tendencia excesivamente clara. La Agen-

cia Internacional de la Energía ha recordado que la demanda se ha moderado levemente debido a las tareas estacionales de mantenimiento que realizan las refinerías en esta época.

La dinámica de las restantes materias primas ha sido distinta de la exhibida por el petróleo. El índice «The Economist» en dólares repuntó en octubre un 7%, situándose en niveles un 33% mayores a los de hace un año. El rebote se ha debido fundamentalmente a los metales. Este movimiento alcista de las materias primas metálicas registrado en octubre ha estado presidido por el crecimiento experimentado por el plomo, la plata, el níquel y el zinc. Contrasta, por el contrario, la corrección que viene registrando el oro, que suma dos meses consecutivos, septiembre y octubre, en descenso. En promedio mensual, el oro se situó en octubre en el nivel de los 586 dólares por onza, cerca de 140 dólares por debajo del máximo anual registrado en mayo pasado.

**...decisión que no provoca excesivas tensiones en la cotización del oro negro.**

**Los metales siguen acumulando una fuerte subida anual.**

## UNIÓN EUROPEA

**En la zona del euro, el descenso de la inflación hasta el 1,7% puede reforzar la expansión...**

**...gracias a su papel revitalizador sobre la demanda de consumo.**

### Zona del euro: mejora el clima económico

Las cartas estaban echadas cuando ha aparecido un inesperado comodín. La expansión económica era vigorosa, con un crecimiento del 2,7% interanual en el segundo trimestre, el mejor desde principios de 2001. Pero la demanda de consumo privado no se había unido a la fiesta. Y de forma imprevista, ha aparecido un comodín: la inflación ha caído por debajo de lo esperado. Un apoyo adicional a la recuperación con el que no se contaba y que puede permitir extender la etapa de expansión económica. Siempre y cuando, claro está, que el precio del petróleo, causante de la mencionada evolución, no dé nuevas sorpresas.

Aunque se confiaba que la inflación ralentizaría su tendencia alcista de los últimos meses, el registro de septiembre sorprendió a propios y extraños. Tras situarse en agosto en el 2,3% interanual, en septiembre el índice de precios de consumo (IPC) armonizado creció un moderado 1,7% interanual. Se trataba de la primera ocasión desde marzo de 2004 que la inflación se situaba por debajo de la referencia del 2% interanual del Banco Central Europeo (BCE). Este buen comportamiento se ha debido fundamentalmente al menor crecimiento interanual del componente de energía (apenas avanzó un 1,5% interanual, frente al 8,1% de agosto), una corrección que tiene visos de continuar en los próximos meses, si la cotización del petróleo mantiene su mode-

### BRUSCO DESCENSO DE LA INFLACIÓN EN LA EUROZONA

Variación interanual del IPC armonizado



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

## ZONA DEL EURO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2004	2005	2005		2006				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB	1,7	1,5	1,7	1,8	2,2	2,7	–	...	–
Ventas al por menor	1,5	1,2	1,5	1,2	0,9	1,8	1,9	2,4	...
Confianza del consumidor (*)	–14	–14	–15	–12	–11	–10	–8	–9	–8
Producción industrial	2,0	1,2	1,4	2,1	3,4	3,8	3,0	5,4	...
Sentimiento económico (*)	99,7	98,4	97,9	100,6	103,1	107,2	108,6	108,3	109,3
Tasa de paro (**)	8,9	8,6	8,5	8,4	8,1	7,9	7,8	7,9	...
Precios de consumo	2,1	2,2	2,3	2,3	2,3	2,5	2,4	2,3	1,7
Balanza comercial (***)	80,4	43,5	36,4	25,1	6,9	–6,2	–17,0	–20,0	...

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

(\*\*\*) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.

FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea y elaboración propia.

ración. Asimismo, la contención de las tensiones inflacionistas queda refrendada por el escaso ritmo de crecimiento que muestra el núcleo subyacente (sin energía ni alimentación) de la inflación, estable en el 1,5% en agosto y septiembre.

¿Hasta qué punto esta contención de precios puede alargar la actual fase de expansión? A corto plazo, sus efectos más notorios son la mejora de la capacidad de gasto real de los hogares y una menor presión sobre el BCE en su actual política de tensionamiento monetario. El primero de estos elementos puede contribuir sensiblemente a que el consumo, todavía inmerso en una fase de cierta atonía, acabe de enfilarse con mayor claridad una senda alcista. El segundo efecto incidirá directamente sobre uno de los determinantes de la inversión empresarial, el coste de financiación. Adicionalmente, una política monetaria menos restrictiva de lo esperado proporcionará un soporte adicional sobre la demanda interna por la vía del abaratamiento del crédito. En resumen, el impacto más inmediato generaría un impulso mayor de lo esperado de la demanda interna y, por ende, una expansión económica algo más sólida.

Aunque la inflación ha sido la gran noticia del mes, los restantes indicadores también han añadido nueva evidencia de que la zona del euro está transitando por su mejor momento económico de la última década. Por el lado de la demanda, cabe destacar el buen registro de las ventas al por menor, que crecieron un 2,4% interanual en agosto, medio punto porcentual más que en julio, y la suave recuperación de la confianza del consumidor. Desde la perspectiva de la oferta, la positiva evolución industrial (la producción industrial creció un 5,4% interanual en agosto, frente al 3,0% de julio) y cierta mejoría de la construcción (la confianza del sector subió en el tercer trimestre más de tres puntos) resaltan la extensión sectorial de la recuperación económica.

Como contrapunto final, menos positivo, cabe recordar que en agosto la tasa de paro repuntó una décima porcentual, hasta el 7,9% de la población activa. Con todo, las perspectivas inmediatas no son negativas ya que se esperan nuevas disminuciones de la tasa de paro en los próximos meses.

**Las ventas al por menor y la producción industrial, en buena forma.**

**Pequeña sorpresa negativa del paro, que debería reconducirse próximamente.**



## India y China, ¿socios o competidores globales de la Unión Europea?

China e India preocupan en Europa. Se perciben como fuertes competidores globales en industria (China) y servicios (India). Se cree, además, que están jugando la partida de la competencia mundial con cartas marcadas. En una reciente consulta pública de la Comisión Europea a empresarios, éstos manifestaban que en sus relaciones con China los principales problemas son el control de la transferencia de tecnología, la falsificación de productos, la protección de la propiedad intelectual, la normativa interna china, la existencia de competencia desleal y la falta de un entorno inversor predecible, transparente y estable. No es de extrañar que actualmente existan 35 procedimientos de infracción antidumping o similares en los cuales la Comisión ha establecido medidas de salvaguardia contra productos chinos. Y los contenciosos con India tampoco se quedan atrás, alcanzándose un total de 14 casos con aplicación de medidas por parte de la Comisión Europea. No obstante, un análisis menos anecdótico de las relaciones comerciales e inversoras entre la Unión Europea (UE) y China e India sirve para desmontar gran parte de los tópicos anteriores.

Más que su dimensión actual, lo que preocupa es la rapidez con que ambas economías han emergido como actores globales. Por lo que se refiere al comercio de mercancías, China es la principal protagonista, ya que en pocos años ha pasado a ser un socio comercial de referencia para Europa. Entre 2001 y 2005, China pasó de proveer el 8% de las importaciones de la UE-25 a alcanzar el 13,4%. Dado que su importancia como mercado de destino se incrementó en menor medida (del 3,4% del total en 2001 al 4,9% en 2005), en dicho periodo 2001-2005 el déficit comercial bilateral se ha doblado. Con India la situación es diametralmente opuesta. La UE mantiene un flujo comercial en moderado ascenso pero que apenas alcanza el 1,6% de las importaciones de bienes europeos y el 2% de las exportaciones de bienes. Además, se registra un leve superávit comercial favorable a la UE. Por lo tanto, aquí de lo que se trata es de las relaciones con el segundo socio comercial de Europa (China) –lejos con todo del primero, que sigue siendo Estados Unidos– y no tanto con el décimo socio (India).

La emergencia china, ¿se produce a costa de la UE? Una primera aproximación se obtiene al comparar las cuotas que cada país tiene sobre las exportaciones mundiales (véase el gráfico adjunto). De este ejercicio se desprende que la emergencia de China como potencia comercial se ha hecho, en gran medida, a expensas de otras economías distintas de la Unión. China prácticamente duplica su cuota exportadora, pasando del 3,9% al 7,6% en poco más de cinco años, mientras que la Unión Europea, con ciertas oscilaciones, se mantiene en el 38% sobre el total de exportaciones mundiales. El progreso de India es también significativo, aunque su peso global es limitado (pasa en este periodo del 0,7% al 1%). Significativamente, el retroceso de Estados Unidos, de cuatro puntos porcentuales, viene a equivaler al ascenso chino.

¿Luchan China y la UE por los mismos mercados? En un reciente estudio de la Comisión Europea, se realiza precisamente una doble comparativa muy ilustrativa.<sup>(1)</sup> Los economistas de la Comisión se preguntan si el comercio sinoeuropeo responde a los patrones de especialización respectivos de ambas economías. Para ello, clasifican el comercio internacional de manufacturas en cinco categorías –alta tecnología, tecnologías de la información y la comunicación, tecnología alta-media, tecnología baja-media y tecnología baja– y se analiza en qué casos la UE es más competitiva y en qué casos lo es China. La complementariedad es absoluta en las categorías de baja tecnología y de tecnología baja-media y alta-media: Europa es claramente más competitiva en los dos últimos casos mientras que China lo es en el primero. En el segmento de mayor valor añadido –alta tecnología y TIC– la UE sigue siendo más competitiva, si bien aquí la distancia es menor y se podría estar, por tanto, en una situación de menor complementariedad.

(1) Denis, C., Mc Morrow, K. y Röger, W. (2006). «Globalisation: Trends, Issues and Macro Implications for the EU». Economic Paper No. 254, DG de Asuntos Económicos y Monetarios, Comisión Europea.

## FLUJOS COMERCIALES DE BIENES CON LA UNIÓN EUROPEA

En millones de euros, 2005

	China			
	Exportaciones de China a la UE		Importaciones de China de la UE	
	Valor	% sobre las importaciones de la UE	Valor	% sobre las exportaciones de la UE
Maquinaria y equipos de transporte	73.135	19,5	30.983	6,5
Artículos manufacturados diversos (calzado, muebles, ropa de vestir...)	53.997	32,3	3.220	2,7
Artículos manufacturados (papel, textil, manufacturas de metales...)	17.403	15,0	6.138	4,6
Productos químicos y conexos	4.966	5,3	5.059	3,1
Materias primas (menos carburantes y otros)	2.281	5,0	3.103	16,0
Productos alimenticios y animales vivos	2.076	3,8	590	1,7
Combustibles y lubricantes	750	0,3	63	0,1
Otras mercancías	377	1,5	572	1,7
Bebidas y tabaco	68	1,4	198	1,2
Aceites, grasas y ceras	34	0,8	20	0,8
<b>TOTAL</b>	<b>158.098</b>	<b>13,4</b>	<b>51.796</b>	<b>4,9</b>

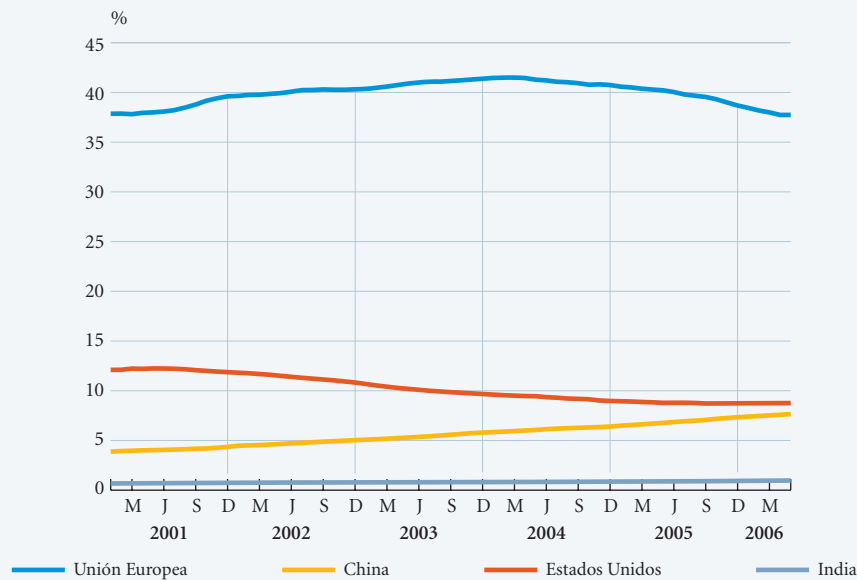
	India			
	Exportaciones de India a la UE		Importaciones de India de la UE	
	Valor	% sobre las importaciones de la UE	Valor	% sobre las exportaciones de la UE
Artículos manufacturados diversos (calzado, muebles, ropa de vestir...)	5.631	3,4	1.432	1,2
Artículos manufacturados (papel, textil, manufacturas de metales...)	4.988	4,3	8.165	6,1
Maquinaria y equipos de transporte	2.368	0,6	7.177	1,5
Productos químicos y conexos	1.892	2,0	1.894	1,2
Productos alimenticios y animales vivos	1.133	2,1	56	0,2
Combustibles y lubricantes	885	0,4	98	0,3
Materias primas (menos carburantes y otros)	518	1,1	937	4,8
Aceites, grasas y ceras	142	3,5	11	0,5
Otras mercancías	125	0,5	392	1,4
Bebidas y tabaco	56	1,2	54	0,3
<b>TOTAL</b>	<b>18.911</b>	<b>1,6</b>	<b>21.110</b>	<b>2,0</b>

FUENTE: Comisión Europea.

Adicionalmente, el anterior ejercicio se completa con un análisis de comercio total de mercancías distinguiendo entre los siguientes cinco grupos: bienes que combinan un importante requerimiento de investigación y desarrollo y son difíciles de imitar; bienes fáciles de imitar; bienes capital-intensivos; bienes trabajo-intensivos y bienes intensivos en materias primas. De nuevo, la complementariedad del comercio China-UE es notable. Europa es competitiva en los bienes difíciles de imitar e intensivos en capital, mientras que China lo es en los intensivos en mano de obra (y en menor grado, en los intensivos en materias primas y los bienes de fácil imitación). En definitiva, y a pesar de los lógicos roces que producen las relaciones comerciales, las de Europa y China se pueden caracterizar como crecientemente importantes y con predominio de la complementariedad en los intercambios comerciales.

### CHINA COME EL TERRENO A EEUU, PERO ESTÁ MUY LEJOS DE LA UE

Cuotas sobre las exportaciones mundiales de bienes, en media móvil de doce meses y dólares estadounidenses



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

¿Y los servicios? Cuando se contemplan los intercambios de servicios, el balance sigue siendo positivo para la Unión Europea. China presenta un modesto déficit con la UE mientras que India se beneficia de un superávit, también reducido. Ambos países son, asimismo, socios relativamente menores, ya que China representa el 2,6% de las importaciones y exportaciones de servicios totales de la UE y la India, un 1,1%. Para situar la magnitud de estas cifras, Estados Unidos, el primer socio de la Unión en materia de comercio de servicios, suma un 35% de las importaciones y exportaciones de servicios de la UE.

Los flujos comerciales no representan, con seguridad, más que una parte de la historia. Es posible que a pesar de que Europa mantenga el tipo como gigante comercial sus empresas estén optando abiertamente por posicionarse en los nuevos mercados asiáticos. La pista de la inversión extranjera directa (IED) nos debería proporcionar información al respecto. China y la India representaban en el promedio del periodo 2001-2004 el destino del 1,6% y del 0,4%, respectivamente, de los flujos de IED al exterior de la Unión, lejos, por ejemplo, de

Estados Unidos, país al que se dirige un 31% de los flujos de IED. No parece, por tanto, que la UE se encuentre ante un fenómeno de magnitud alarmante.

En definitiva, la UE ha encontrado en China un contendiente comercial crecientemente importante pero con sensibles complementariedades, mientras que India juega un papel menor. Asimismo, los datos permiten concluir que el grueso de las relaciones comerciales se centra en los bienes, siendo el intercambio de servicios de un alcance significativamente menor. Por último, tampoco parece que la magnitud de los flujos de inversión directa extranjera sea indicativa de una aceleración del proceso de desindustrialización de Europa.

### Alemania: la fiesta continúa pero el futuro no se despeja

Alemania sigue disfrutando de una etapa de expansión económica. El crecimiento, del 2,4% interanual en el segundo trimestre, es el mejor desde el tercer trimestre de 2000. La recuperación de las ventas al por menor apunta a un tono levemente más expansivo del consumo. El fuerte crecimiento de la producción industrial de bienes de equipo certifica que la inversión empresarial sigue siendo muy dinámica.

Y si la demanda interna recupera el tono perdido en años anteriores, el sector exterior también exhibe un excelente rendimiento. Desde principios de año el crecimiento de las exportaciones ha tendido a situarse por encima del 10% interanual, y si el superávit exterior no ha mejorado se ha debido a que la reactivación de la demanda interna está también impulsando las importaciones.

La perspectiva de la oferta se mueve en parámetros similares. La producción in-

**Alemania sigue inmersa en una fase de actividad dinámica...**

## LA INDUSTRIA ALEMANA, EN EXCELENTE FORMA

Variación interanual del índice de producción industrial



FUENTES: Oficina Federal de Estadísticas y elaboración propia.

## ALEMANIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2004	2005	2005		2006				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB	0,8	1,1	1,5	1,7	1,7	2,4	–	...	–
Ventas al por menor	2,1	1,2	1,4	0,1	0,7	0,3	–0,3	1,0	...
Producción industrial	2,4	2,9	3,1	4,7	4,6	4,9	4,3	7,3	...
Índice de actividad empresarial (IFO) (*)	95,5	95,5	95,4	98,7	103,6	106,1	105,6	105,0	104,9
Tasa de paro (**)	10,5	11,7	11,7	11,4	11,3	11,0	10,6	10,6	10,6
Precios de consumo	1,7	2,0	2,2	2,3	2,0	1,9	2,0	1,7	1,0
Balanza comercial (***)	149	157,2	157,2	160,3	157,5	154,1	150,7	150,4	...

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

(\*\*\*) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.

FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

**...cuyo máximo exponente es una producción industrial en máximos de los últimos 15 años.**

La industria alemana creció un excelente 7,3% interanual en agosto, máximo en quince años. Los indicadores de construcción y de servicios también reflejan la mejoría económica. Finalmente, cabe completar este positivo repaso a la coyuntura recordando el desplome de la inflación —el IPC creció apenas un 1,2% en octubre, lejos del 2% de julio pasado— y cierta estabilización de la tasa de paro, situada en el 10,6% de la población activa en septiembre (sin cambio respecto a julio y agosto). Como broche de oro a este buen momento, el ejecutivo germano ha anunciado que revisa al alza sus previsiones de crecimiento para 2006 del 1,6% a un nivel entre el 2,0%-2,5%.

No obstante, si la situación actual es tan positiva, ¿por qué se están erosionando los indicadores de confianza de empresarios y consumidores? El indicador ZEW alemán, que aproxima las expectativas de los agentes económicos, se situó en octubre en el nivel de los 27 puntos negativos, encadenando nueve meses consecutivos en descenso. Aunque poco después se conoció que el indicador IFO de actividad empresarial había crecido marginalmente en octubre, la percepción global es que las

expectativas de la economía germana no están claras. Los elementos que subyacen a esta cierta pérdida de confianza son la incertidumbre que despierta la subida del impuesto sobre el valor añadido (IVA) para 2007, las crecientes dificultades exportadoras y el tensionamiento de la política monetaria por parte del BCE. Los agentes económicos anticipan, en definitiva, que el próximo año el crecimiento será menor que el actual.

### Francia: saneamiento público aprovechando la bonanza

El pulso económico francés sigue siendo dinámico en el tercer trimestre debido a que el motor de la expansión, el consumo privado, continúa exhibiendo un vigor notable. La mejora de la confianza del consumidor, que ascendió dos puntos en el tercer trimestre, y el mantenimiento del consumo privado en niveles apenas inferiores a los del dinámico segundo trimestre, avallan que este puntal económico se mantiene. La fortaleza de la demanda interna está provocando un mayor recurso a las importaciones, cosa que a su vez explica el deterioro de la balanza comercial hasta agosto.

**La incertidumbre respecto a 2007 provoca un retroceso de la confianza de empresarios y consumidores.**

**El consumo francés sigue tirando de la economía.**

## LA ECONOMÍA GALA GANA IMPULSO

Valor del índice de sentimiento económico



FUENTE: Comisión Europea.

## FRANCIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2004	2005	2005		2006				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB	2,0	1,2	1,4	1,0	1,4	2,6	-	...	-
Consumo interno	3,8	2,9	4,1	2,3	2,9	4,7	3,7	6,4	2,9
Producción industrial	2,0	0,0	0,3	-0,7	0,4	1,7	1,2	1,0	...
Tasa de paro (*)	10,0	9,9	9,9	9,7	9,6	9,1	8,9	9,0	...
Precios de consumo	2,1	1,7	1,9	1,6	1,8	1,9	1,9	1,9	1,2
Balanza comercial (**)	0,1	-1,3	-1,5	-1,8	-2,0	-2,1	-2,2	-2,4	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

(\*\*) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.

FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

También los indicadores de oferta reflejan el tirón económico galo, con la consabida excepción de la actividad industrial. Así, mientras que la producción industrial se desaceleraba en agosto hasta el 1,0% interanual (1,2% en julio), los indicadores de construcción (viviendas iniciadas y permisos de construcción) y la confianza del sector secundario mostraban un buen comportamiento. Por otra parte, la evolución tanto del IPC como de la tasa de paro replica la que se está produciendo en la

zona del euro en su conjunto: desaceleración notable de los precios y repunte coyuntural del paro. Concretamente, la inflación se situó en septiembre en el 1,2% interanual, cediendo siete décimas porcentuales respecto a agosto, mientras que la tasa de paro ascendía hasta el 9,0% en agosto (8,9% en julio).

La positiva situación económica está siendo aprovechada por el gobierno francés para reconducir los desequilibrios

**La ralentización industrial contrasta con la recuperación de servicios y construcción.**

**La mejora de la recaudación se destinará a reducir la deuda pública.**

de sus finanzas públicas. Así, el aumento de la recaudación, principalmente debido a la mayor aportación del IVA debido al auge del consumo, va a ser destinada íntegramente a reducir la deuda pública acumulada, según se desprende del proyecto de presupuesto para 2007. Adicionalmente, se ha impulsado una cierta política de contención del gasto que se concreta en la disminución de 15.000 empleos públicos.

**En Italia, el tono económico tiende a mejorar.**

**Italia: reformas imposibles**

Las cosas se le están torciendo a Romano Prodi, primer ministro italiano. La suave mejoría económica del verano puede ser insuficiente para recomponer la luna de miel entre la coalición de centro-izquierda y el electorado, que ha durado hasta que se han empezado a concretar las medidas de rigor presupuestario para 2007. Así, y refiriéndonos al frente de la coyuntura, los meses finales del tercer trimestre abundan en un ligero repunte de la actividad, si bien insuficiente para acelerar con decisión el crecimiento. La recuperación de las ventas al por menor y la mejora de la confianza del consumidor reitera que el débil ritmo del consumo puede estar llegando a su fin.

El inesperado rebote de la producción industrial, prácticamente doblando en agosto el registro de julio, y la recuperación del indicador de sentimiento económico hasta septiembre, remachan el diagnóstico de una economía que progresa en la recuperación. La mejoría del sector secundario se ha debido, en una parte fundamental, a la expansión exportadora (crecimiento del 12% interanual en agosto). Finalmente, cabe destacar cierta contención de la inflación, aunque relativamente menor que la registrada en otras economías de la Unión. Así, el IPC creció un 2,1% interanual en septiembre, a comparar con el 2,2% de agosto.

**La recuperación de la industria y las ventas al por menor, dos novedades significativas.**

En esta tesitura, y confrontado con unas cifras presupuestarias innegablemente negativas, Prodi ha atacado el problema en el proyecto de presupuesto público para 2007 mediante un aumento moderado de la presión fiscal. La reacción pública ha sido predominantemente negativa. Los representantes de la industria y los economistas han tendido a destacar que la ausencia de contención del gasto público es errónea, una tesis que han hecho suya las agencias de *rating* Standard & Poor's y Fitch al rebajar la calificación de la deuda pública italiana. Una segunda crítica, también fundamentada, es que el

**ITALIA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2004	2005	2005		2006				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB	0,9	0,1	0,1	0,5	1,6	1,5	-	...	-
Ventas al por menor	-0,4	0,4	0,3	1,9	0,5	1,9	1,1	2,0	...
Producción industrial	-0,5	-0,9	-0,1	0,4	2,7	1,6	1,3	2,0	...
Tasa de paro (*)	8,0	7,7	7,6	7,5	7,3	7,0	-	...	-
Precios de consumo	2,2	1,9	2,0	2,2	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1
Balanza comercial (**)	-1,2	-9,9	-7,0	-9,3	-13,2	-16,3	-19,8	-20,9	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

(\*\*) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de euros.

FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.



presupuesto italiano no se enfrenta al problema que se percibe como el más agudo en la economía transalpina, el deterioro progresivo de la competitividad italiana. La reacción del ejecutivo italiano ha sido proponer una suavización del ajuste fiscal que recaía sobre los pequeños empresarios. En definitiva, reformar en Italia no es fácil.

### Reino Unido: crecimiento mejor de lo previsto

Los indicadores de actividad anticipaban que en el tercer trimestre la economía iba a registrar un buen ritmo de crecimiento. La estimación preliminar ha acabado arrojando un crecimiento del 2,7% interanual, mejor aún de lo previsto y una décima porcentual por encima del dato del segundo trimestre.

Por otra parte, los indicadores de inflación apuntan a que se está alcanzando un cierto cuello de botella en la recuperación. Por ejemplo, en septiembre, la inflación se situó en el 3,2% interanual, idéntico registro que el del promedio del tercer trimestre. Se trata, en consecuencia, de una aceleración de cuatro décimas respecto al segundo trimestre.

Otros indicadores, como las ventas al por menor del tercer trimestre y la producción industrial, hasta agosto, reiteran que la mejoría económica es amplia y tiene visos de prolongarse a la recta final del año. Todo ello ha levantado expectativas de un nuevo aumento de los tipos de interés de referencia del Banco de Inglaterra, quizás en noviembre. Ahora la presión se sitúa en el presupuesto público. Las voces más ortodoxas exigen al gobierno que se afronte una necesaria reconducción del gasto público.

**El intento de aumentar levemente la presión fiscal en Italia topa con todo tipo de resistencias.**

**Reino Unido crece un 2,7% en el tercer trimestre...**

**...lo que junto a las tensiones de precios anticipa una política monetaria y fiscal algo más restrictiva.**

## REINO UNIDO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2004	2005	2005		2006				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
PIB	3,3	1,9	1,8	1,9	2,3	2,6	-	2,7	-
Ventas al por menor	6,0	1,9	0,8	2,7	1,8	3,5	4,1	4,4	3,2
Producción industrial	0,8	-1,8	-1,6	-2,6	-1,0	-0,7	-0,5	0,7	...
Tasa de paro (*)	2,7	2,7	2,7	2,8	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0
Precios de consumo	2,2	2,2	2,4	2,3	2,2	2,8	3,1	3,3	3,2
Balanza comercial (**)	-56,1	-64,6	-65,1	-67,3	-72,1	-76,0	-78,9	-79,1	...

NOTAS: (\*) Porcentaje sobre población activa.

(\*\*) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de libras esterlinas.

FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

# MERCADOS FINANCIEROS

## Mercados monetarios y de capital

### La Reserva Federal mantiene la cautela

La reunión del Comité Federal de Mercado Abierto de la Fed en la penúltima semana de octubre se cerró con un comunicado de prensa que apenas suponía variación respecto al anterior de septiembre. De este modo, se mantenía el nivel objetivo de los fondos federales, depósitos interbancarios a un día, en el 5,25% por tercera vez consecutiva. El banco central de EEUU sigue apreciando riesgos alcistas para la inflación y deja abierta la puerta para una nueva vuelta de tuerca de la política monetaria en caso necesario. Así, se confirma que la Fed descarta a corto plazo un recorte de su tipo de interés oficial.

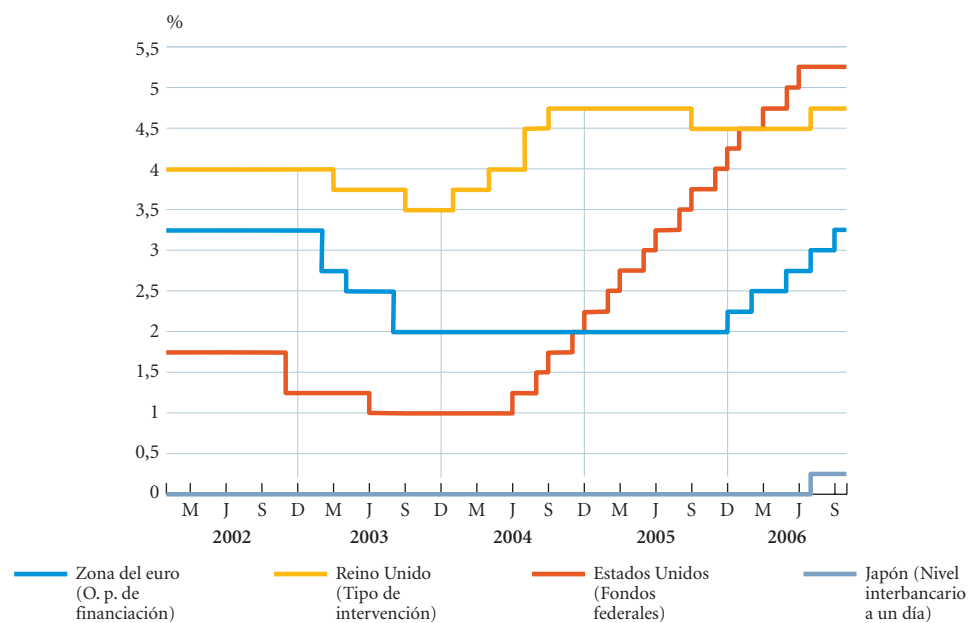
Las expectativas en este sentido que mantenía el mercado hacia finales de septiembre se desvanecieron después de una serie de declaraciones de dirigentes de la Fed que mostraron su preocupación por la inflación. Aunque la fuerte desaceleración del mercado inmobiliario apoyaría un movimiento a la baja, la Fed considera que otras partes de la economía siguen mostrando un dinamismo que puede poner en peligro la estabilidad de los precios. El componente subyacente de la inflación se sitúa por encima del nivel que la Fed considera deseable. Además, el descenso de los tipos de interés a largo plazo en los últimos meses quita presión a la Fed respecto a signos de debilidad económica a corto plazo. Por ello, es probable que

**La Fed no varía el tipo de interés oficial, ahora en el 5,25%...**

**...y probablemente lo mantendrá en este nivel en los próximos meses.**

### EL BANCO CENTRAL EUROPEO SUBE SUS TIPOS DE INTERÉS

Tipos de interés de referencia de la política monetaria



FUENTES: Bancos centrales nacionales.

## TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

Medias mensuales, en porcentaje anual

	Zona del euro			Estados Unidos		Japón	Reino Unido		Suiza
	Subastas BCE (2)	Euríbor (5)		Nivel objetivo de Reserva Federal (3)	Tres meses (5)	Tres meses (5)	Tipo de intervención Banco de Inglaterra (4)	Tres meses (5)	Tres meses (5)
		Tres meses	Un año						
<b>2005</b>									
Septiembre	2,06	2,14	2,22	3,60	3,91	0,09	4,50	4,60	0,76
Octubre	2,06	2,20	2,41	3,75	4,17	0,09	4,50	4,59	0,81
Noviembre	2,06	2,36	2,68	4,00	4,35	0,09	4,50	4,62	0,95
Diciembre	2,28	2,47	2,78	4,16	4,49	0,09	4,50	4,64	1,02
<b>2006</b>									
Enero	2,30	2,51	2,83	4,26	4,60	0,10	4,50	4,60	1,01
Febrero	2,31	2,60	2,91	4,50	4,76	0,11	4,50	4,58	1,09
Marzo	2,56	2,72	3,11	4,54	4,92	0,12	4,50	4,59	1,21
Abril	2,58	2,79	3,22	4,75	5,07	0,13	4,50	4,63	1,28
Mayo	2,58	2,89	3,31	5,00	5,18	0,19	4,50	4,70	1,40
Junio	2,76	2,99	3,40	5,03	5,38	0,31	4,50	4,73	1,48
Julio	2,80	3,10	3,54	5,25	5,50	0,40	4,50	4,73	1,53
Agosto	2,98	3,23	3,62	5,25	5,42	0,44	4,75	4,94	1,61
Septiembre (*)	3,03	3,34	3,72	5,25	5,38	0,44	4,75	5,03	1,74
Octubre (1)	3,30	3,55	3,87	5,25	5,38	0,45	4,75	5,18	1,86

NOTAS: (\*) Cifras provisionales.

(1) Día 27.

(2) Tipo de interés marginal. Últimas fechas de variación del tipo mínimo: 5-6-03 (2,00%), 1-12-05 (2,25%), 2-3-06 (2,50%), 8-6-06 (2,75%), 3-8-06 (3,00%), 5-10-06 (3,25%).

(3) Últimas fechas de variación: 9-8-05 (3,50%), 20-9-05 (3,75%), 1-11-05 (4,00%), 13-12-05 (4,25%), 31-1-06 (4,50%), 28-3-06 (4,75%), 10-5-06 (5,00%), 29-6-06 (5,25%).

(4) Últimas fechas de variación: 10-7-03 (3,50%), 6-11-03 (3,75%), 5-2-04 (4,00%), 6-5-04 (4,25%), 10-6-04 (4,50%), 5-8-04 (4,75%), 4-8-05 (4,50%), 3-8-06 (4,75%).

(5) Tipo de interés interbancario de oferta.

FUENTES: Bancos centrales nacionales, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

mantenga la posición de cautela durante los próximos meses.

En cambio, el Banco Central Europeo (BCE) elevó sus tipos de interés directores en 25 puntos básicos el día 5 de octubre, tal como se esperaba. De esta manera, el tipo de interés de referencia del Eurosistema se colocó en el 3,25%, 125 puntos básicos por encima del nivel prevaletante antes de diciembre de 2005. El BCE justificó su decisión para mantener moderadas las expectativas de la inflación a medio plazo. El presidente Trichet afirmó que los tipos de interés del BCE seguían siendo relativamente bajos en un contexto de una fuerte expansión de los

agregados monetarios y crediticios de la eurozona. Además, apuntó a otra subida en lo que resta de ejercicio, que probablemente se producirá en diciembre.

En cuanto a las perspectivas para 2007, probablemente el tipo de interés oficial del BCE subirá algo más. Aunque la tasa de inflación armonizada del área del euro ha descendido hasta el 1,7% en septiembre, se espera que repunte hasta situarse por encima del 2% a principios del próximo año. El propio BCE manifiesta que los riesgos sobre la inflación son al alza, a causa del precio del petróleo y de la evolución de los salarios.

**El tipo de interés del Eurosistema posiblemente seguirá subiendo en los primeros meses de 2007.**

## Se espera una próxima subida de tipos del Banco de Inglaterra.

El Banco de Inglaterra no varió su tipo de interés de intervención en la reunión de primeros de octubre. No obstante, en las actas de la reunión publicadas posteriormente se trasluce que posiblemente podría llevar a cabo otra nueva elevación de su tipo de interés oficial próximamente. La reactivación económica y los riesgos inflacionistas consiguientes motivarían esta decisión.

Por otro lado, el mismo día en que el BCE procedió a aumentar sus tipos de interés, el Banco de Dinamarca anunció también la subida de los suyos en la misma cuantía de un cuarto de punto. Así, el tipo de los préstamos a 14 días se situó en el 3,50% y la tasa de descuento en 3,25%. Como se sabe, la inclusión de la corona danesa en el Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC II) con una estrecha banda de fluctuación del  $\pm 2,25\%$  condiciona la política monetaria de este país báltico.

## La difuminación de las expectativas de un alza del tipo de interés de la Fed debilita al dólar.

### El yen rebota desde una cota mínima

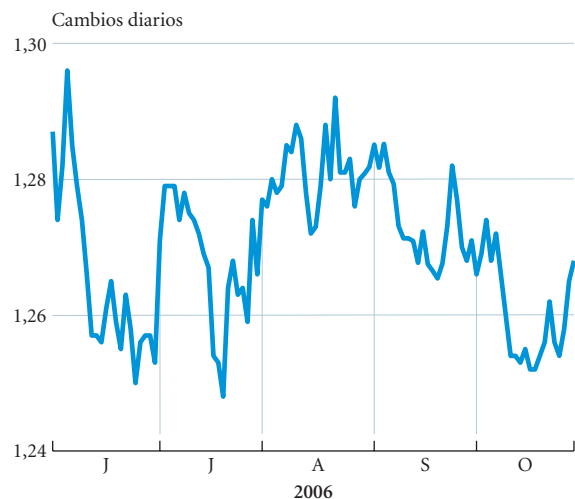
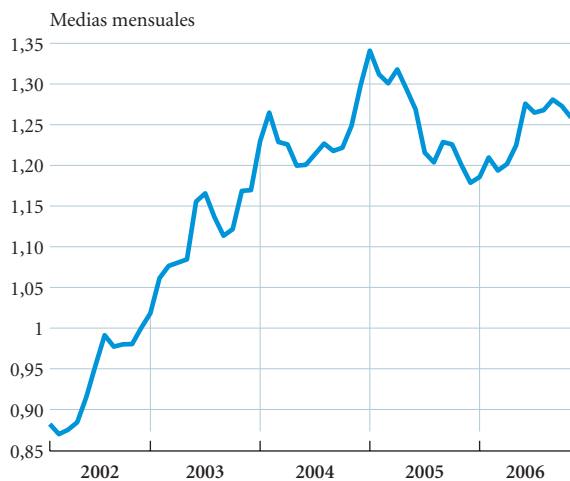
Al difuminarse la perspectiva de una próxima rebaja del tipo de interés oficial de

la Reserva Federal, el dólar tendió a fortalecerse a partir de finales de septiembre. No obstante, después de la reunión de la Fed el billete verde se debilitó al desvanecerse las expectativas de algunos inversores de que se produciría una próxima alza del tipo oficial de la Fed. Así, al final de la penúltima semana de octubre la moneda norteamericana mostraba una depreciación de un 4% respecto al conjunto de divisas en relación con el final de 2005, y es posible que en los próximos meses continúe la trayectoria bajista, necesaria para la corrección del desequilibrio exterior.

Al moderarse las expectativas de aumentos de los tipos de interés del Banco Central Europeo en 2007, el euro resultó perjudicado en las primeras semanas de octubre. Esto, sin embargo, debe haber resultado del agrado de los dirigentes europeos, que habían mostrado anteriormente su preocupación porque la fortaleza de la moneda europea, especialmente contra el yen, dañase las exportaciones de la eurozona. Con todo, hacia el final de octubre, el euro presentaba una apreciación de alrededor del 3% con relación a las di-

## ALTIBAJOS DEL EURO FRENTE AL DÓLAR

Dólares de Estados Unidos por euro



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 27 de octubre.

FUENTES: OCDE, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

## TIPOS DE CAMBIO DE LAS PRINCIPALES MONEDAS

Septiembre 2006

	Última sesión del mes		Tipo de cambio medio	Datos mensuales			Tipo de cambio 27-10-06
	Tipo de cambio	% de variación mensual (2)		% variación (2)			
				Mensual	s/diciembre 2005	Anual	
<b>Frente al dólar de EEUU</b>							
Yen japonés	118,0	0,6	117,2	1,0	-1,1	5,4	117,6
Libra esterlina (1)	1,872	-1,7	1,886	-0,4	8,0	4,3	1,899
Franco suizo	1,250	1,5	1,244	1,0	-4,7	-1,7	1,251
Dólar canadiense	1,118	1,3	1,116	-0,3	-3,9	-5,3	1,119
Peso mexicano	10,98	0,6	10,98	1,0	3,3	1,9	10,71
Índice efectivo nominal (4)	108,2	0,4	108,1	0,3	-3,3	-2,3	107,5
<b>Frente al euro</b>							
Dólar de EEUU	1,266	-1,5	1,273	-0,7	7,3	3,8	1,268
Yen japonés	149,3	-0,8	149,0	0,3	6,1	9,5	150,3
Franco suizo	1,588	0,8	1,584	0,4	2,3	2,2	1,591
Libra esterlina	0,678	0,5	0,675	-0,2	-0,6	-0,4	0,671
Corona sueca	9,280	0,1	9,266	0,6	-1,8	-0,7	9,222
Corona danesa (3)	7,458	0,0	7,460	0,0	0,1	0,0	7,455
Zloty polaco	3,971	0,9	3,965	1,5	3,0	1,2	3,878
Corona checa	28,33	0,4	28,38	0,7	-2,0	-3,2	28,41
Forint húngaro	273,0	-0,6	274,4	0,0	8,6	11,6	261,7
Índice efectivo nominal (5)	104,1	-0,6	104,2	-0,2	3,5	2,4	103,7

NOTAS: (1) Unidades por libra esterlina.

(2) Los porcentajes de variación se refieren a las cotizaciones tal como aparecen en el cuadro.

(3) La corona danesa tiene una paridad central frente al euro de 7,46038 con una banda de fluctuación del  $\pm 2,25\%$ .

(4) Índice efectivo nominal amplio del dólar de la Reserva Federal de Estados Unidos. Calculado como media ponderada del valor del dólar contra las 26 monedas de los países con mayor volumen de comercio con Estados Unidos. Base: 1-1997 = 100.

(5) Índice de tipo de cambio efectivo nominal del euro del Banco Central Europeo. Calculado como media ponderada del valor bilateral del euro contra las monedas de los 23 principales socios comerciales de la zona del euro. Base: 1-1999 = 100.

FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

visas de los principales socios comerciales de la zona del euro.

La libra esterlina ha tendido a apreciarse en las últimas semanas al consolidarse la previsión de una nueva alza del tipo de interés oficial del Banco de Inglaterra este ejercicio, después del dato de la inflación de septiembre y de las actas de la reunión monetaria del mismo. De esta forma, la moneda británica presentaba una subida acumulada del 10% respecto al dólar y del 2% contra el euro.

El yen japonés anotó la cota mínima de los últimos ocho años en relación con un

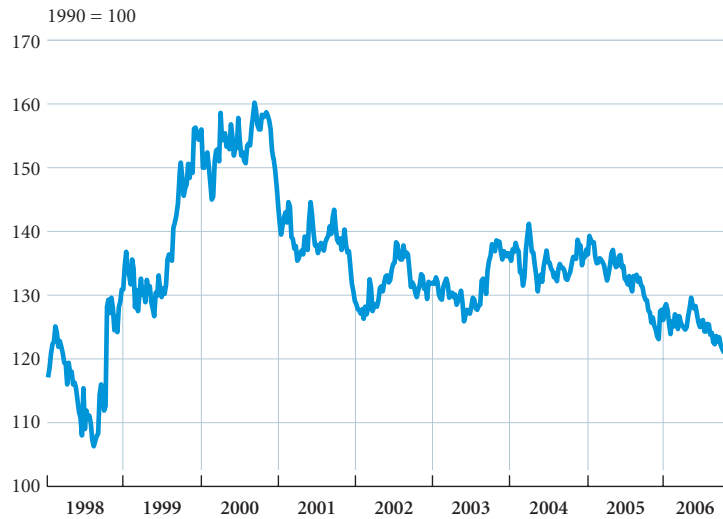
extenso grupo de monedas el día 13 de octubre. La ampliación del diferencial de tipos de interés en su contra deprimió a la divisa nipona. La caída del yen en octubre motivó rumores de una posible intervención de las autoridades japonesas en los mercados de cambio, la cual sería la primera desde marzo de 2004. El yen rebotó ligeramente hacia mediados del mes, a lo que contribuyó el anuncio del banco central de Rusia, uno de los mayores del mundo en tenencia de divisas extranjeras, de que había decidido mantener una parte de sus reservas en yenes. Hasta entonces la composición de sus reservas de

**La libra esterlina se aprecia al consolidarse la previsión de una nueva alza de tipos en Reino Unido.**

**El diferencial de tipos de interés en su contra deprime al yen.**

## EL YEN MARCA EL MÍNIMO DE LOS ÚLTIMOS OCHO AÑOS EN OCTUBRE

Tipo de cambio del yen japonés frente a una cesta de divisas



NOTA: Los datos alcanzan hasta el 27 de octubre.

FUENTE: Banco de Inglaterra.

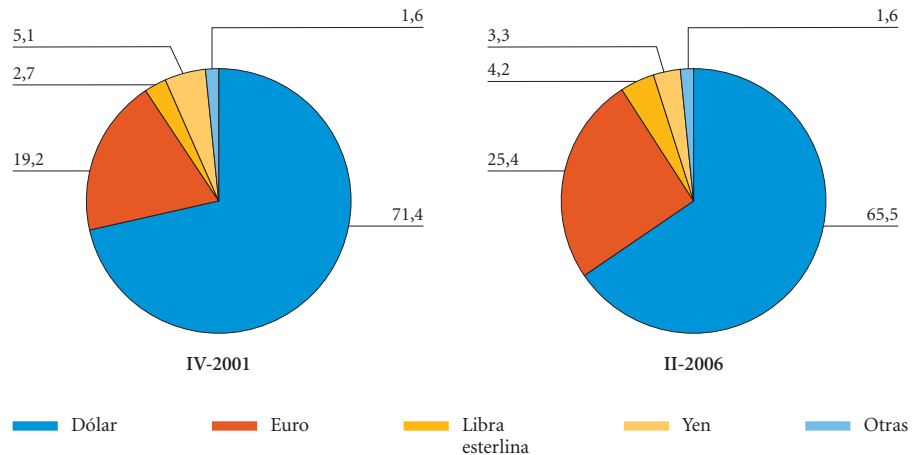
divisas era principalmente en dólares y en euros, y también en libras esterlinas.

Por otro lado, el informe trimestral del Fondo Monetario Internacional sobre la composición de las reservas de divisas re-

ferido al final del primer semestre muestra que la participación del yen en el total continuaba decreciendo. Así, la cuota en el total se colocaba en el 3%, cuando en 1995 era del 7%. Por su parte, la participación del dólar, después de haber au-

## EL DÓLAR Y EL YEN PIERDEN PESO EN LAS RESERVAS DE DIVISAS GLOBALES

Composición de las reservas oficiales de divisas, en porcentaje (\*)



NOTA: (\*) No incluye a algunos países.

FUENTES: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

mentado hasta el 71% en 2001, se redujo hasta el 65% en junio de este ejercicio.

### Leve repunte de las rentabilidades de los bonos públicos

La tendencia bajista de los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos desde finales de junio se rompió en las primeras semanas de octubre al posponerse la posibilidad de un recorte del tipo de interés de la Reserva Federal, mientras que las expectativas de inflación se hallaban contenidas. Sin embargo, posteriormente la rentabilidad del bono a 10 años volvió a ceder en un entorno de clara desaceleración económica.

En Europa, las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo siguieron la estela del otro lado del Atlántico, si bien el diferencial a diez años disminuyó ligeramente. Cabe señalar que en la tercera semana de octubre las agencias de evaluación Standard & Poor's y Fitch rebajaron la calificación de la deuda soberana de Italia hasta

A+ y AA-, respectivamente. El motivo fue el elevado aumento de la deuda pública.

Por otra parte, en las primeras semanas de octubre se ha producido un estrechamiento de las primas de riesgo, tanto de los bonos soberanos de los países emergentes, como de los bonos de las empresas de baja calidad crediticia. La prima de riesgo de los bonos emergentes ha descendido notablemente y se ha acercado a la cota mínima histórica registrada en mayo. La prima de riesgo de los bonos de alto rendimiento empresarial también se ha reducido sensiblemente en las últimas semanas, si bien halla por encima del mínimo de marzo de 2005. No es probable, sin embargo, que quede demasiado recorrido a la baja para las primas de riesgo de los bonos basura, ya que se espera un incremento de las tasas de morosidad.

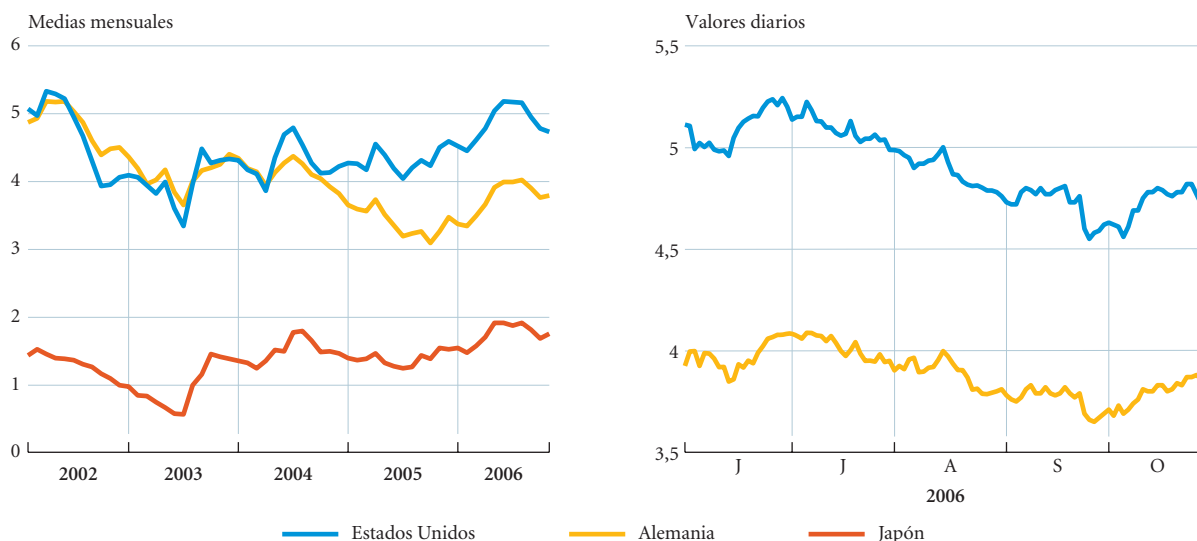
En otro orden de cosas, en la tercera semana de octubre se anunció un plan para la fusión de los mercados de derivados CME y CBOT, ambos con sede en Chicago, para formar la mayor plataforma

**Las expectativas de inflación se hallan contenidas.**

**Rebaja de la calificación de la deuda soberana italiana.**

## VAIVENES DE LOS TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO

Rentabilidad de los bonos públicos a 10 años, en porcentaje anual



NOTA: Los tipos alcanzan hasta el 27 de octubre.

FUENTES: Banco de España y Thomson Financial Datastream.



## TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS NACIONALES

Deuda pública a 10 años, media del periodo, en porcentaje anual

	2004	2005	2006					
			I	II	Julio	Agosto	Septiembre	27 octubre
Estados Unidos	4,31	4,33	4,61	5,13	5,16	4,95	4,78	4,67
Japón	1,50	1,39	1,58	1,90	1,91	1,81	1,68	1,73
Alemania	4,07	3,38	3,50	3,96	4,02	3,90	3,76	3,81
Francia	4,10	3,41	3,51	3,99	4,03	3,90	3,77	3,82
Italia	4,24	3,56	3,71	4,27	4,31	4,18	4,04	4,08
España	4,10	3,39	3,49	3,97	4,02	3,89	3,76	3,82
Reino Unido	4,93	4,47	4,23	4,65	4,70	4,71	4,60	4,59
Suiza	2,57	2,04	2,18	2,67	2,79	2,61	2,43	2,50

FUENTES: Banco de España, Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

### Plan para la creación del primer mercado mundial de derivados.

mundial en este campo. De este modo, el mercado de derivados Eurex, ligado a la Deutsche Börse, quedaría relegada al segundo lugar. Los mercados norteamericanos calculan que su unión generaría importantes sinergias anuales. Existe el riesgo, sin embargo, de que no las trasladen a los clientes al aumentar su poder de mercado, lo que ha motivado el temor de que las tarifas aumenten. En cualquier caso, se trata de un movimiento más en el camino de la consolidación de los mercados financieros internacionales.

### Numerosos índices bursátiles baten récords históricos

El mes de octubre de 2006 está reportando alegrías a los inversores bursátiles, hasta el punto de que numerosos índices han anotado máximos históricos o por lo menos de los últimos años. De esta forma, la mayoría de las bolsas se han recuperado del bache de mayo, en que algunas llegaron a situarse por debajo de los niveles del comienzo del ejercicio en un entorno de intensificación de las incertidumbres. En cambio, el otoño ha empezado con un tono más bien optimista. Unos tipos de interés en niveles moderados y la bajada del precio del petróleo apoyan la buena

marcha de los resultados empresariales. Además, el dinamismo de las operaciones societarias también impulsa a los mercados bursátiles hacia arriba. No obstante, la incertidumbre sobre la evolución de la economía de Estados Unidos plantea algunos riesgos.

En Estados Unidos, el protagonismo corresponde al tradicional índice Dow Jones de valores industriales, que incluye a 30 grandes compañías. Este índice rebasó la cota de los 12.000 puntos en la tercera semana de octubre y en la cuarta marcó un nuevo máximo histórico, dejando atrás el récord de enero del año 2000 antes del estallido de la burbuja tecnológica. El ascenso del índice Dow Jones muestra el favor de los inversores hacia las grandes empresas, que en periodos de moderado crecimiento suelen comportarse mejor que las pequeñas. Por su parte, el índice Standard & Poor's 500 ha marcado los niveles máximos desde el año 2000, aunque no ha superado los máximos de ese año. Por su parte, el índice Nasdaq, representativo de los valores tecnológicos, se ha recuperado notablemente y ha rebasado el máximo anual de mediados de abril.

En la eurozona, el índice DJ Eurostoxx 50, que comprende a las principales empre-

### El optimismo por unos tipos de interés moderados y la baja del precio del petróleo impulsa a las bolsas.

### El Dow Jones Industrials marca un récord histórico...

sas del área, anotó el mayor nivel desde el verano de 2001. La previsión de que el tipo de interés del Eurosistema ya puede hallarse cerca del techo de esta fase alcista apoyó a los mercados bursátiles de la zona. También unas valoraciones más ajustadas en general que las de las acciones norteamericanas ayudaron. Así, en el inicio del cuarto trimestre, los principales índices de la eurozona mostraban unos balances acumulados envidiables, con alzas de dos dígitos.

El papel de estrella, no obstante, corresponde al índice selectivo español IBEX 35, que, habiendo rebasado con tranquilidad la cota de los 13.000 puntos, alcanzó un incremento sobre diciembre superior al 25%. En este caso, aparte de reflejar el dinamismo de la economía, una serie de

OPAS y de adquisiciones de valores con vistas a la consolidación en los sectores energético, inmobiliario y bancario, entre otros, han impulsado al IBEX 35 más allá de lo que cabía esperar al comienzo del ejercicio.

Fuera de la eurozona, la euforia también contagió al mercado londinense y el índice Footsie 100 registró la cota máxima de los últimos cinco años y medio. Por su parte, la bolsa suiza continuó marcando nuevos récords históricos en octubre. En cambio, la bolsa japonesa, a pesar de un relanzamiento, no consiguió alcanzar los niveles de abril.

Los mercados de los países emergentes también han experimentado una marcha ascendente en las últimas semanas y en

**...al igual que la bolsa española...**

## ÍNDICES DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES

29-9-2006

	Índice (*)	% variación mensual	% variación acumulada	% variación anual	Cotización a 27-10-06	
					% variación acumulada	% variación sobre la misma fecha de 2003
Nueva York						
Dow Jones	11.679,1	2,6	9,0	10,5	12,8	25,8
Standard & Poor's	1.335,9	2,5	7,0	8,7	10,3	33,6
Nasdaq	2.258,4	3,4	2,4	5,0	6,6	24,8
Tokio						
Tokio	16.127,6	-0,1	0,1	18,8	3,5	59,4
Londres						
Londres	5.960,8	0,9	6,1	8,8	9,6	44,9
Zona del euro						
Zona del euro	3.899,4	2,4	9,0	13,7	12,2	59,9
Francfort						
Francfort	6.004,3	2,5	11,0	19,0	15,8	78,1
París						
París	5.250,0	1,6	11,3	14,1	14,4	63,2
Amsterdam						
Amsterdam	483,6	3,1	10,7	20,0	12,2	53,0
Milán						
Milán	29.414,0	1,3	9,8	9,6	12,8	58,8
Madrid						
Madrid	12.934,7	6,5	20,5	19,6	27,9	97,5
Zurich						
Zurich	8.425,9	3,2	11,1	22,1	14,7	68,6
Hong Kong						
Hong Kong	17.543,1	0,9	17,9	13,7	23,0	55,7
Buenos Aires						
Buenos Aires	1.637,3	-1,5	6,1	-3,4	15,6	94,4
São Paulo						
São Paulo	36.449,0	0,6	8,9	15,4	17,6	121,6

NOTA: (\*) Nueva York: Dow Jones Industrials, Standard & Poor's Composite, Nasdaq Composite; Tokio: Nikkei 225; Zona del euro: DJ Eurostoxx 50; Londres: Financial Times 100; Francfort: DAX; París: CAC 40; Amsterdam: AEX; Milán: MIBTEL; Madrid: IBEX 35 de las bolsas españolas; Zurich: Swiss Market Index; Hong Kong: Hang Seng; Buenos Aires: Merval; São Paulo: Bovespa.

FUENTES: Thomson Financial Datastream y elaboración propia.

...así como numerosos mercados emergentes.

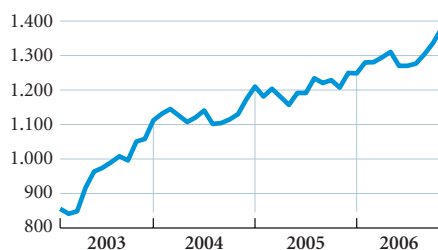
general presentan un balance acumulado notable, en concordancia con la bonanza de sus economías. Sin embargo, en conjunto todavía se hallaban por debajo de los máximos históricos de principios de

mayo. No obstante, algunos índices, como los de Polonia, India, Indonesia, Omán, Sudáfrica, México y Venezuela marcaron nuevos máximos históricos.

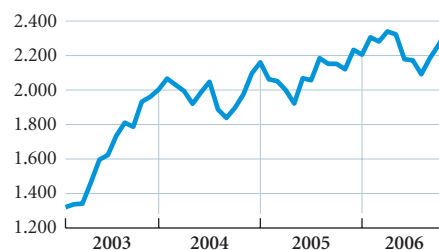
## BOLSAS INTERNACIONALES

Índices a fin de mes

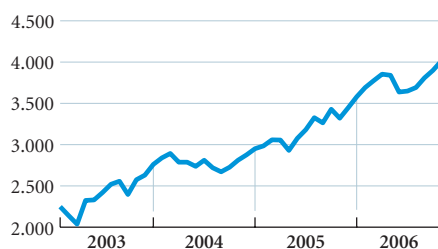
Nueva York (Standard & Poor's 500)



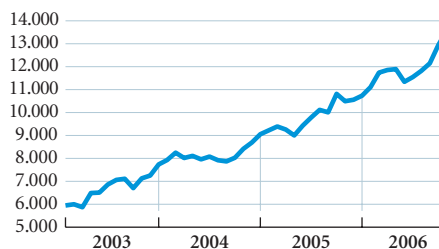
Índice Nasdaq de Estados Unidos



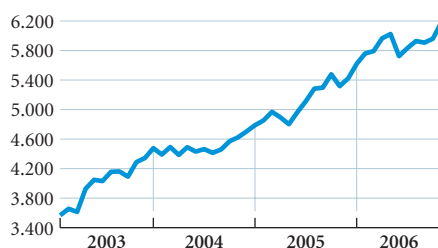
Zona euro (DJ Eurostoxx 50)



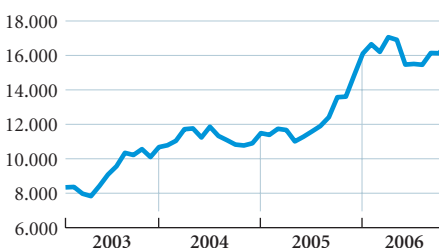
Madrid (IBEX 35)



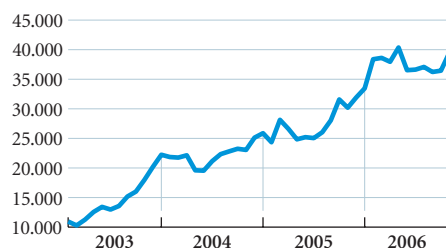
Londres (Financial Times 100)



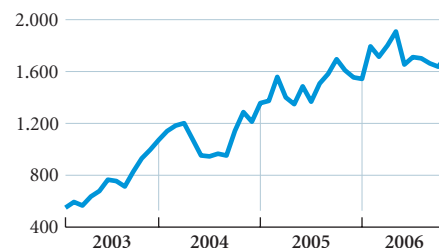
Tokio (Nikkei 225)



São Paulo (Bovespa)



Buenos Aires (Merval)



NOTA: Octubre 2006, día 27.

FUENTES: Bolsas nacionales.

# COYUNTURA ESPAÑOLA

## Actividad económica

### Las empresas españolas gozan de una salud excelente

La Central de Balances Trimestral del Banco de España (CBT) es un buen termómetro para medir el pulso de las empresas españolas. Pues, bien, los resultados correspondientes al primer semestre de 2006 certifican que la coyuntura empresarial continúa siendo excelente. Como muestra de ello, las empresas no financieras incluidas en la muestra de la CBT aceleraron en el periodo citado su ritmo de producción, lo que dio lugar a un crecimiento del valor añadido bruto (VAB) del orden del 6,5% interanual, frente al 4,2% del primer semestre de 2005.

Todos los sectores representados en la muestra registraron aumentos significati-

vos en su VAB, pero destacan los fuertes crecimientos del sector del comercio (8,8%) y el energético (9,8%), claramente superiores, sobre todo en el primer caso, a los anotados un año antes. Los incrementos obtenidos por la industria y el sector de transportes y comunicaciones fueron más moderados (4,0% y 4,5%, respectivamente), pero dibujan un perfil de aceleración muy acusado. El renovado vigor de la demanda interna, que ha sido en esta última etapa el motor real del crecimiento, junto a la reactivación –más reciente en este caso– de las ventas al exterior son las causas principales del dinamismo de la actividad que refleja la CBT.

En el periodo considerado, el empleo en las empresas de la CBT creció un 1,9% y, a su vez, las remuneraciones medias se in-

**Las empresas españolas pasan por un buen momento...**

### CUENTA DE RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS

Tasas de variación anual

	2005	Primer semestre	
		2005	2006
Valor de la producción	12,5	12,0	14,3
Consumos intermedios	17,1	16,4	18,4
<b>Valor añadido bruto (VAB)</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>	<b>6,5</b>
Gastos de personal	3,9	3,6	5,1
<b>Resultado económico bruto de explotación</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	<b>7,6</b>
Ingresos financieros	32,6	26,4	9,4
Gastos financieros	8,9	8,0	25,3
Amortizaciones y provisiones	-0,1	-0,4	3,0
<b>Resultado ordinario neto</b>	<b>14,3</b>	<b>13,0</b>	<b>6,3</b>
Plusvalías e ingresos extraordinarios	58,7	65,9	29,5
Minusvalías y gastos extraordinarios	68,0	85,0	-15,3
Provisiones e impuestos	-31,7	-37,3	89,3
<b>Resultado neto</b>	<b>35,3</b>	<b>31,5</b>	<b>3,3</b>

FUENTE: Banco de España (Central de Balances Trimestral).

**...con aumentos  
significativos del ritmo  
de actividad y los beneficios.**

crecieron en un 3,1%. Como consecuencia de ello, los gastos de personal aumentaron un 5,1%, 1,5 puntos porcentuales más que en el mismo periodo del año anterior. Se da la circunstancia de que el agregado de las empresas que incrementaron o mantuvieron sus plantillas presenta un aumento de las remuneraciones medias más moderado que el correspondiente al grupo de empresas que destruyeron empleo, debido a los costes que soportaron estas últimas, por las bajas incentivadas que se dieron sobre todo en el sector energético.

En cualquier caso, el aumento de la actividad aludido permitió a las empresas encajar con comodidad el aumento de los gastos de personal, anotando, en conjunto, un crecimiento del resultado económico bruto del 7,6%, casi tres puntos porcentuales superior al registrado un año antes. Sin embargo, debido principalmente a que los gastos financieros sufrieron una aceleración notable (crecieron un 25,3% interanual) y que, por el contrario, el crecimiento de los ingresos fi-

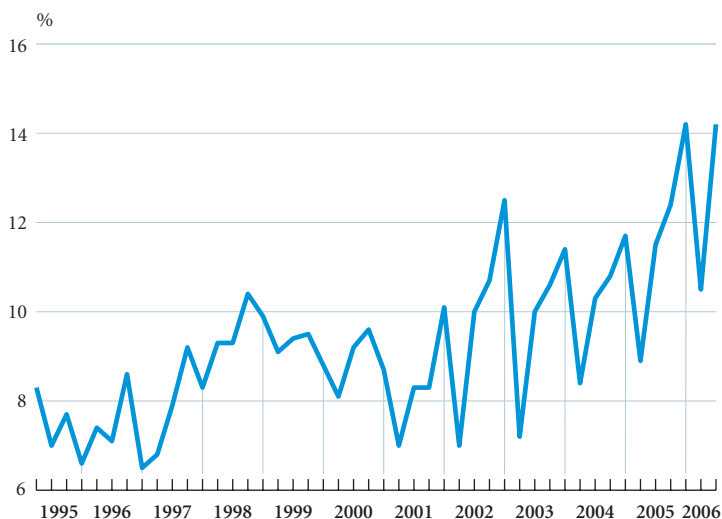
nancieros (9,4%) fue netamente inferior al contabilizado en 2005, el crecimiento del resultado ordinario neto se vio limitado al 6,3%. Pero lo relevante, desde el punto de vista económico, es que de la suma del resultado ordinario neto y los gastos financieros se obtiene una rentabilidad del activo neto del 8,6%, netamente superior a la del mismo periodo del ejercicio anterior. En la misma línea, la rentabilidad de los recursos propios en estos seis meses se situó en el 13,7% de promedio, una de las más altas de toda la serie.

Es necesario puntualizar que el fuerte crecimiento de los gastos financieros responde casi exclusivamente al aumento del endeudamiento (influido en gran parte por el adquirido por una gran empresa de telecomunicaciones para tomar el control de otra empresa europea del sector), ya que la variación debida al coste, por el aumento del tipo de interés, fue muy limitada.

Finalmente, los movimientos de las partidas de plusvalías e ingresos extraordinarios (muy volátiles por propia naturaleza)

## LA RENTABILIDAD DE LOS RECURSOS PROPIOS, EN MÁXIMOS HISTÓRICOS

Resultado ordinario neto antes de impuestos sobre los recursos propios



FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

## INDICADORES DE DEMANDA

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2004	2005	2005		2006				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
<b>Consumo</b>									
Producción de bienes de consumo (*)	-0,1	0,9	1,4	0,9	0,6	2,1	0,8	2,3	...
Importación de bienes de consumo (**)	13,4	7,9	7,8	8,6	20,5	5,9	3,4	4,9	...
Matriculaciones de automóviles	9,8	0,8	2,3	-4,5	2,4	-4,3	-5,1	-3,8	-7,2
Crédito al consumo de bienes duraderos	5,5	15,0	17,3	19,7	17,6	...	-	-	-
Indicador de confianza de los consumidores (***)	-10,5	-10,8	-11,4	-11,2	-12,5	-12,7	-14,0	-13,0	-14,0
<b>Inversión</b>									
Producción de bienes de equipo (*)	1,9	-0,1	-1,3	0,8	6,7	7,6	6,7	12,2	...
Importación de bienes de equipo (**)	14,9	20,4	13,5	8,2	10,0	-5,0	12,3	5,2	...
Matriculación de vehículos industriales	11,7	13,2	13,9	11,5	7,4	-0,1	1,8	1,9	-2,2
<b>Comercio exterior (**)</b>									
Importaciones no energéticas	9,8	6,0	4,7	4,5	13,7	4,7	8,9	12,0	...
Exportaciones	5,2	0,2	1,2	0,1	12,7	3,7	0,1	7,5	...

NOTAS: (\*) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

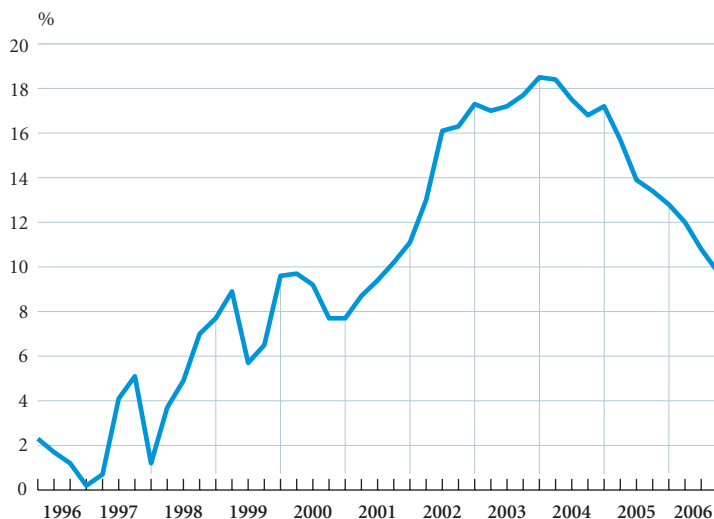
(\*\*) En volumen.

(\*\*\*) Encuesta de la Comisión Europea: diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas.

FUENTES: ANFAC, Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Ministerio de Economía y Hacienda, Comisión Europea y elaboración propia.

## SE MODERA EL CRECIMIENTO DEL PRECIO DE LAS VIVIENDAS

Variación interanual del precio por m<sup>2</sup> de la vivienda libre



FUENTES: Ministerio de Vivienda y elaboración propia.

explican que el crecimiento del resultado neto final se redujera al 3,3%, que no cuestiona en absoluto el elevado nivel de

beneficios empresariales del periodo, tal como señalan las tasas de rentabilidad indicadas anteriormente.

**La economía española continúa en franca expansión.**

Después de un excelente primer semestre, la economía española mantiene un gran vigor en la segunda mitad del año. Todo parece indicar que el tercer trimestre se habrá cerrado con un ritmo de crecimiento muy similar, o quizás ligeramente superior, al correspondiente al trimestre anterior. Desde la perspectiva de la demanda, la moderada desaceleración del consumo privado en los últimos meses se ha visto compensada con creces por el auge de la inversión y la reactivación de la demanda exterior.

La moderación del consumo privado es bastante desigual según la clase de bienes. Las matriculaciones de automóviles de

turismo, por ejemplo, registraron un descenso del 5,3% interanual durante el tercer trimestre, pero aun así, la cifra de ventas de dicho periodo fue la tercera más alta de toda la historia. Por contra, la encuesta de coyuntura del comercio al por menor viene reflejando una cierta inflexión al alza de las ventas en los últimos meses, sobre todo en el capítulo no alimenticio. No se han producido cambios significativos en el nivel de confianza de los consumidores, que sigue anclada en valores muy negativos, lo que da a entender que proseguirá en el futuro inmediato la tendencia a la moderación gradual del gasto en consumo de las familias.

**INDICADORES DE OFERTA**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	2004	2005	2005		2006				
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre
<b>Industria</b>									
Consumo de electricidad (1)	4,2	3,4	2,9	2,7	2,4	4,0	6,1	5,0	6,5
Índice de producción industrial (2)	1,6	0,7	0,7	1,6	2,6	4,0	3,9	4,9	...
Indicador de confianza en la industria (3)	-2,5	-4,9	-4,8	-4,0	-5,4	-2,7	-2,0	-5,0	0,0
Utilización capacidad productiva (4)	79,8	80,2	81,1	80,7	79,7	80,5	-	-	-
Importación bienes interm. no energ. (5)	6,6	1,6	0,6	1,1	10,3	6,4	11,6	19,0	...
<b>Construcción</b>									
Consumo de cemento	3,9	7,3	7,8	6,1	17,1	2,4	7,8	4,0	0,2
Indicador de confianza en la construcción (3)	13,6	22,4	22,7	28,3	15,3	11,7	20,0	8,0	16,0
Viviendas (visados obra nueva)	8,0	6,2	2,8	10,6	18,5	6,3	19,4	...	...
Licitación oficial	18,3	18,5	3,1	36,9	14,9	34,8	1,6	...	...
<b>Servicios</b>									
Ventas comercio minorista	5,5	4,4	4,4	3,8	5,2	3,8	5,4	7,2	...
Turistas extranjeros	3,1	6,5	7,8	4,9	0,6	9,5	3,0	3,3	5,8
Ingresos turismo	3,8	5,8	13,9	4,9	-7,6	3,0	1,0	...	...
Mercancías ferrocarril (t-km)	-3,5	-3,2	-2,3	11,0	8,1	-2,7	-4,0	6,7	...
Tráfico aéreo pasajeros	8,0	9,2	10,3	9,1	5,2	10,1	3,9	3,8	5,9
Consumo de gasóleo automoción	6,7	5,0	5,1	4,3	8,7	4,5	3,0	...	...

NOTAS: (1) Corregido de los efectos de laboralidad y temperatura.

(2) Filtrado de diferencias del calendario laboral.

(3) Encuesta de la Comisión Europea: diferencia entre los porcentajes de respuestas positivas y negativas.

(4) Encuesta de Coyuntura: porcentaje de utilización inferido de las respuestas.

(5) En volumen.

FUENTES: Red Eléctrica Española, OFICEMEN, AENA, Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.



La inversión en bienes de equipo continúa mostrándose muy fuerte, si atendemos a la evolución de algunos indicadores significativos como la propia producción interior y las importaciones de dichos bienes, con alguna excepción, como la referida al material de transporte, que está en retroceso. También la inversión en construcción mantiene un tono muy firme, aunque todo parece indicar que el largo ciclo expansivo ha tocado ya techo. Las primeras señales proceden del mercado inmobiliario: la escalada del precio de las viviendas tiende a moderarse y, según los datos del Ministerio de Vivienda, el precio del suelo se ha estancado, con un crecimiento inferior al del IPC.

Desde la perspectiva de la oferta, la coyuntura es en general positiva en casi todos los sectores productivos. En la construcción, el sentimiento de confianza continúa en un nivel muy alto, en consonancia con la marcha de la actividad. A su vez, la industria mantiene la tónica de re-

cuperación, con un crecimiento del índice de producción cercano al 5%. Por último, los servicios reflejan también un buen tono, a tenor de la evolución de los índices de cifra de negocios del sector. En particular, el comercio, los transportes y los servicios a empresas mantienen un considerable ritmo expansivo. Por contra, las tecnologías de la información, que habían mostrado un gran dinamismo meses atrás, han moderado notablemente su ritmo de avance.

Por último, destacamos que los resultados del turismo en los nueve primeros meses del año han sido moderadamente positivos: las pernoctaciones en hoteles nacionales han aumentado un 6,4% (7,3% las causadas por extranjeros y 5,3% las referidas al turismo interior), pero el balance hubiera sido mejor de no ser por la tendencia de los turistas extranjeros a recortar el gasto medio (de enero a agosto, el gasto medio por turista se redujo en un 1,4%).

**El auge de la inversión y la mejora de las exportaciones compensan con creces la moderación del consumo.**

**La bonanza económica se extiende en general a todos los sectores productivos.**

## Mercado de trabajo

**El número de personas con empleo crece un 3,7% anual.**

**La construcción sigue generando empleo a un ritmo muy alto.**

### Construcción y servicios sostienen el dinamismo del mercado laboral

El número de ocupados ascendió a casi 20 millones en el tercer trimestre de 2006, según la encuesta de población activa (EPA). La creación de empleo en los doce últimos meses fue de algo más de 700.000, moderándose sensiblemente el ritmo anual de crecimiento. En efecto, el número de personas ocupadas aumentó un 3,7% respecto al mismo periodo del año anterior, es decir, medio punto menos que en el trimestre precedente. Esta intensa desaceleración no se manifiesta tan claramente en las cifras de afiliación a la Seguridad Social cuando se corrige por el efecto de la regularización de extranjeros que tuvo lugar el pasado año. En todo caso, el aumento del empleo queda por encima del 3,5%, tasa todavía muy eleva-

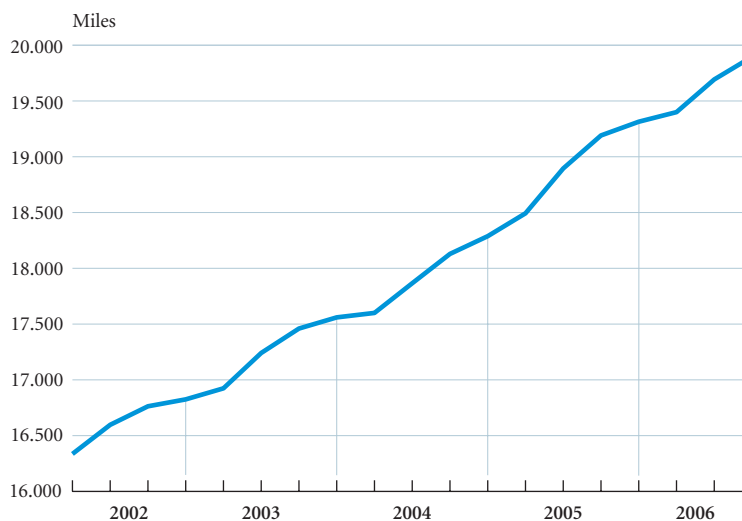
da y paralela al ritmo de crecimiento de la economía.

La construcción siguió en su papel estelar. Según la EPA, la ocupación estimada en este sector creció a una tasa del 8,1%, superando las cotas de trimestres anteriores. En los servicios, el aumento del empleo quedó en el 4,9%, estabilizándose prácticamente respecto al trimestre anterior. Muy distinto fue el panorama en el sector industrial, donde el empleo retrocedió ligeramente reflejando las dificultades que acusan ciertas ramas manufactureras. Estas mismas tendencias se derivan, en líneas generales, de las cifras de afiliación a la Seguridad Social.

El declive del empleo industrial se concentró en determinadas manufacturas de consumo con bajo-medio valor añadido,

### EL NÚMERO DE OCUPADOS ROZA LOS 20 MILLONES

Ocupados estimados



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

## EMPLEO ESTIMADO

Tercer trimestre 2006

	Ocupados (miles)	Variación trimestral		Variación acumulada		Variación anual		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	Absoluta	%	
<b>Por sectores</b>								
Agricultura	913,1	-44,4	-4,6	-93,7	-9,3	-79,1	-8,0	4,6
No agrarios	18.982,6	246,9	1,3	675,2	3,7	783,6	4,3	95,4
<i>Industria</i>	3.288,1	1,2	0,0	-0,4	0,0	-22,9	-0,7	16,5
<i>Construcción</i>	2.590,1	68,4	2,7	167,3	6,9	193,8	8,1	13,0
<i>Servicios</i>	13.104,4	177,3	1,4	508,3	4,0	612,7	4,9	65,9
<b>Por empleadores</b>								
Sector privado	16.992,0	152,7	0,9	545,7	3,3	940,6	5,9	85,4
Sector público	2.903,6	49,8	1,7	35,6	1,2	-10,0	-0,3	14,6
<b>Por situación profesional</b>								
Asalariados	16.365,9	254,4	1,6	524,2	3,3	616,3	3,9	82,3
<i>Contrato indefinido</i>	10.704,5	133,8	1,3	213,2	2,0	371,3	3,6	53,8
<i>Contrato temporal</i>	5.661,4	120,6	2,2	311,0	5,8	245,0	4,5	28,5
No asalariados	3.516,9	-49,0	-1,4	70,7	2,1	95,5	2,8	17,7
<i>Empresarios empleadores</i>	1.094,4	6,4	0,6	64,9	6,3	117,4	12,0	5,5
<i>Empresarios no empleadores</i>	2.167,3	-26,8	-1,2	15,7	0,7	10,8	0,5	10,9
<i>Ayudas familiares</i>	255,2	-28,6	-10,1	-9,9	-3,7	-32,7	-11,4	1,3
Otros	12,9	-2,8	-18,1	-13,5	-51,1	-7,3	-36,3	0,1
<b>Por tiempo de ocupación</b>								
A tiempo completo	17.642,4	353,6	2,0	643,4	3,8	679,1	4,0	88,7
A tiempo parcial	2.253,2	-151,0	-6,3	-62,1	-2,7	25,5	1,1	11,3
<b>Por sexos</b>								
Varones	11.859,4	155,5	1,3	309,8	2,7	334,6	2,9	59,6
Mujeres	8.036,2	47,1	0,6	271,5	3,5	370,0	4,8	40,4
<b>TOTAL</b>	<b>19.895,6</b>	<b>202,5</b>	<b>1,0</b>	<b>581,4</b>	<b>3,0</b>	<b>704,6</b>	<b>3,7</b>	<b>100,0</b>

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

actividades afectadas por la creciente competencia extranjera y la deslocalización. Es el caso, entre otros, del mueble y la madera, textil, confección, cuero y calzado o electrónica de consumo. En cambio, otros sectores menos permeables a la oferta exterior como los materiales de construcción siguen viento en popa a remolque de una demanda interna vigorosa. Por último, ciertas ramas de actividad de la metalurgia, construcción de maquinaria y otros bienes de equipo presentan un favorable balance en cuanto a creación de empleo, probablemente gracias al

impulso que está generando el sector exterior.

En el ámbito de los servicios, el mayor dinamismo del empleo, con tasas de aumento superiores al 20%, se aprecia en las actividades inmobiliarias y en el transporte aéreo, sectores ambos en auténtica ebullición. Otros sectores como el comercio al mayor, servicios empresariales, actividades de investigación y desarrollo, servicios informáticos, hostelería y servicio doméstico presentan aumentos del empleo por encima del 10%, reflejando las

**La inmigración sigue siendo clave en la definición del panorama laboral, al absorber más de la mitad del empleo generado.**

**Estancamiento del empleo público y mejora del trabajo indefinido en un contexto de mayor dinamismo emprendedor.**

tendencias básicas de la economía en estos ámbitos. En el extremo opuesto, los seguros, el transporte marítimo o ciertas actividades de saneamiento público presentan recortes sensibles del empleo.

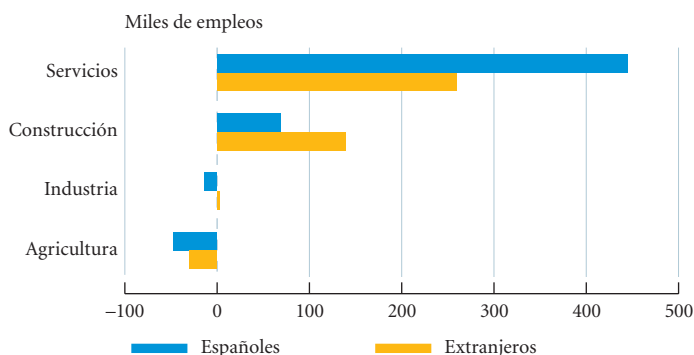
Dentro de los servicios y, contra lo que ha sido la norma en los últimos años, merece una especial mención el estancamiento del empleo público, que prácticamente permaneció en las cotas del año anterior (un 0,3% menos). De este modo, el empleo público ha ido perdiendo peso en la

ocupación total, de modo que en el tercer trimestre de 2006 las personas dependientes de un empleo directo en la administración o la empresa pública representaban el 14,6% del total de los empleados, seis décimas menos que en el mismo periodo del año anterior.

La moderación del incremento del empleo es algo más ostensible entre los trabajadores por cuenta propia que entre los asalariados. En el primer caso, no obstante, esa desaceleración es significativa en la

**LOS EXTRANJEROS, PARTE CAPITAL DEL NUEVO EMPLEO EN LA CONSTRUCCIÓN Y SERVICIOS**

Variación interanual del empleo estimado a tercer trimestre



FUENTES: INE y elaboración propia.

**PARO ESTIMADO**

Tercer trimestre 2006

	Parados	Variación trimestral		Variación acumulada		Variación anual		Participación %	Tasa de paro sobre población activa %
		Absoluta	%	Absoluta	%	Absoluta	%		
<b>Por sexos</b>									
Hombres	760,3	-35,3	-4,4	-60,9	-7,4	-39,0	-4,9	43,1	6,0
Mujeres	1.004,8	-36,7	-3,5	-15,3	-1,5	39,0	4,0	56,9	11,1
<b>Por edades</b>									
Menores de 25 años	433,2	-18,6	-4,1	-23,1	-5,1	-32,6	-7,0	24,5	16,9
Resto	1.331,8	-53,4	-3,9	-53,2	-3,8	32,6	2,5	75,5	7,0
<b>Por situación personal</b>									
Paro de larga duración	520,9	-4,4	-0,8	-36,2	-6,5	-1,4	-0,3	29,5	-
Buscan primer empleo	210,7	0,2	0,1	-9,6	-4,4	-39,9	-15,9	11,9	-
Resto	1.033,4	-67,8	-6,2	-30,5	-2,9	41,3	4,2	58,5	-
<b>TOTAL</b>	<b>1.765,0</b>	<b>-72,0</b>	<b>-3,9</b>	<b>-76,3</b>	<b>-4,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>100,0</b>	<b>8,1</b>

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

figura del trabajador independiente pero no en la del empleador. En este sentido, los datos de la EPA reflejan un cierto auge de la figura del empresario en los últimos trimestres. Por otra parte, la moderación del empleo asalariado se concentra en las figuras contractuales de naturaleza temporal, lo que puede ser reflejo de la incipiente eficacia de las políticas dirigidas a la reducción de la temporalidad. De los 704.600 empleos creados en el último año el 52,7% correspondieron a puestos de trabajo indefinidos, el 34,8% a temporales y el resto a trabajadores autónomos.

Por otra parte, la incorporación de extranjeros sigue siendo el fenómeno más destacable de nuestro mercado de trabajo. El 52,9% del empleo creado en el último año fue para no españoles. Ese por-

centaje se eleva hasta el 67% en el caso de la construcción, lo que refleja la gran dependencia del sector de esta fuente de mano de obra que, a tercer trimestre de 2006, representaba ya más del 22% del empleo en el sector (en 1998 esa proporción rondaba el 1%). Por otra parte, en el caso de la industria el ajuste se concentra exclusivamente en los trabajadores españoles.

El menor dinamismo del empleo no aportó mejoras apreciables a la situación del paro, al mantenerse el intenso crecimiento de la población activa. De hecho, la tasa de actividad, calculada como la relación entre población activa y población de 16 años o más, llegó al 58,4%, el nivel más elevado de las estadísticas recientes, manteniéndose la masculina más de 20 puntos

**El paro cae hasta el 8,1% con fuertes diferencias entre población masculina y femenina.**

## POBLACIÓN ACTIVA, EMPLEO Y PARO POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Tercer trimestre 2006

	Activos			Ocupados			Parados			Tasa de paro (%)
	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	Total (miles)	Variación anual	% variación anual	
Andalucía	3.562,5	124,3	3,6	3.116,4	143,6	4,8	446,1	-19,3	-4,1	12,5
Aragón	615,3	5,5	0,9	583,6	5,8	1,0	31,7	-0,3	-1,0	5,2
Asturias	470,5	18,7	4,1	424,6	14,9	3,6	45,9	3,8	9,0	9,8
Baleares	555,3	29,1	5,5	528,9	29,0	5,8	26,5	0,1	0,4	4,8
Canarias	1.007,1	61,2	6,5	887,5	46,1	5,5	119,6	15,1	14,4	11,9
Cantabria	269,4	4,5	1,7	252,2	6,3	2,5	17,2	-1,8	-9,3	6,4
Castilla y León	1.149,8	14,4	1,3	1.063,5	14,9	1,4	86,3	-0,5	-0,5	7,5
Castilla-La Mancha	882,5	30,0	3,5	805,1	23,8	3,0	77,4	6,2	8,7	8,8
Cataluña	3.672,6	131,5	3,7	3.443,2	119,4	3,6	229,4	12,1	5,6	6,2
Comunidad Valenciana	2.348,2	102,8	4,6	2.153,4	84,8	4,1	194,8	17,9	10,2	8,3
Extremadura	456,5	-8,5	-1,8	404,7	10,5	2,7	51,8	-19,1	-26,9	11,3
Galicia	1.284,6	17,9	1,4	1.191,1	34,0	2,9	93,5	-16,1	-14,7	7,3
Madrid	3.164,2	98,2	3,2	2.971,5	94,6	3,3	192,7	3,6	1,9	6,1
Murcia	645,7	23,5	3,8	594,8	19,6	3,4	50,9	3,9	8,4	7,9
Navarra	303,9	13,8	4,8	289,3	14,3	5,2	14,6	-0,5	-3,6	4,8
País Vasco	1.063,2	36,1	3,5	994,1	43,5	4,6	69,1	-7,5	-9,7	6,5
La Rioja	153,0	2,6	1,7	144,2	0,6	0,4	8,8	2,1	29,4	5,8
Ceuta y Melilla	56,4	-1,0	-1,7	47,6	-1,2	-2,5	8,8	0,2	2,3	15,6
<b>TOTAL</b>	<b>21.660,7</b>	<b>704,6</b>	<b>3,4</b>	<b>19.895,6</b>	<b>704,6</b>	<b>3,7</b>	<b>1.765,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>8,1</b>

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

**Las diferencias territoriales son muy intensas en cuanto a generación de empleo.**

por encima de la femenina (47,8%) pese al crecimiento sostenido de ésta última.

El paro estimado volvió al nivel del tercer trimestre de 2005, es decir, 1.765.000 personas. La tasa de desempleo, sin embargo, se redujo ligeramente hasta situarse en un 8,1%, manteniéndose las diferencias entre la masculina y la femenina: un 6,0% y un 11,1%, respectivamente. El nivel de desempleo entre los menores de 25 años disminuyó hasta un 16,9%, al caer la tasa de actividad en este segmento de población.

Desde una perspectiva territorial, la tendencia a la moderación del crecimiento no fue general. Así, Baleares, País Vasco, Navarra, Madrid y, en menor escala, Extremadura presentaron registros más favorables que en trimestres anteriores. Por otra parte, también fueron notables las diferencias entre los ritmos de crecimiento del empleo por comunidades autónomas.

**El paro registrado intensifica su descenso en septiembre**

El buen tono del mercado laboral que apuntan los distintos indicadores de empleo queda también plasmado en los datos de paro registrado. En efecto, el descenso del número de inscritos en las Oficinas de los Servicios Públicos de Empleo en septiembre fue claramente superior al del mismo mes del año anterior y, por tanto, el ritmo de descenso del paro registrado acentuó su caída hasta el 2,3% interanual.

El buen comportamiento del desempleo en los últimos meses ha permitido que el balance global en lo transcurrido de año sea claramente más favorable que el del periodo enero-septiembre de 2005 y se sitúa, además, como el mejor de la presente década.

**El paro registrado acelera su suave descenso.**

**PARO REGISTRADO POR SECTORES, SEXO Y EDADES**

Septiembre 2006

	Parados	Variación sobre diciembre 2005		Variación sobre el mismo periodo del año anterior		% participación
		Absoluta	%	Absoluta	%	
<b>Por sectores</b>						
Agricultura	61.520	-3.707	-5,7	776	1,3	3,1
Industria	277.276	-24.043	-8,0	-13.363	-4,6	14,1
Construcción	215.645	-29.455	-12,0	-3.000	-1,4	11,0
Servicios	1.193.302	-73.087	-5,8	-14.561	-1,2	60,7
Primer empleo	218.423	-6.479	-2,9	-16.972	-7,2	11,1
<b>Por sexos</b>						
Hombres	752.747	-99.216	-11,6	-31.513	-4,0	38,3
Mujeres	1.213.419	-37.555	-3,0	-15.607	-1,3	61,7
<b>Por edades</b>						
Menores de 25 años	238.710	-37.185	-13,5	-24.518	-9,3	12,1
Resto de edades	1.727.456	-99.586	-5,5	-22.602	-1,3	87,9
<b>TOTAL</b>	<b>1.966.166</b>	<b>-136.771</b>	<b>-6,5</b>	<b>-47.120</b>	<b>-2,3</b>	<b>100,0</b>

FUENTES: INEM y elaboración propia.

## Precios

### El IPC cae bruscamente y queda por debajo del 3% en septiembre

La tasa anual del índice de precios de consumo (IPC) retrocedió con fuerza en septiembre hasta situarse en el 2,9%, ocho décimas por debajo del mes precedente. Este intenso descenso es atribuible en su mayor parte a la caída de los precios de los combustibles y carburantes y, en menor medida, a la moderación de los bienes industriales no energéticos. Alimentación y servicios, en cambio, mantuvieron estable su pauta de crecimiento elevado y sostenido.

La fuerte caída de los precios de los carburantes se derivó de la suavización de las

condiciones en los mercados internacionales de petróleo y productos derivados. El impacto sobre el componente energético del IPC no fue de mayor intensidad por la continuidad del alza del precio del gas, por encima del 17% anual, y de la electricidad, superando el 5%.

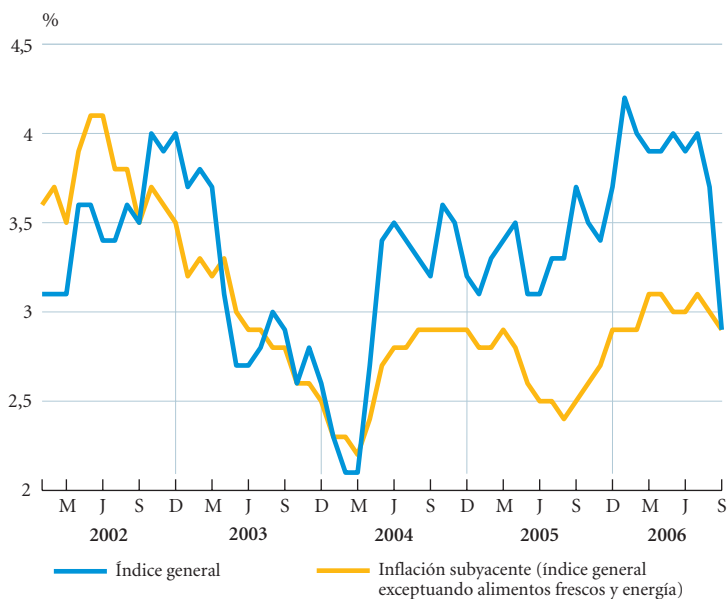
Al margen de la energía, los bienes industriales no energéticos mostraron también una suave desaceleración desde sus modestos niveles de incremento, en particular en el ámbito del textil, calzado y automóviles, quizá en un intento de tentar a una demanda algo más remisa tras el verano. Esta contención, hasta el 1,3% anual, incidió positivamente sobre la inflación subyacente, que se situó de nuevo

**El brusco descenso de los combustibles explica en buena medida la contención del IPC general en septiembre.**

**Los precios de los bienes industriales contribuyen también a esa moderación.**

### EL ÍNDICE GENERAL Y LA SUBYACENTE SE TOCAN

Variación interanual del IPC



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO

	2005			2006		
	% variación mensual	% variación s/diciembre 2004	% variación anual	% variación mensual	% variación s/diciembre 2005	% variación anual
Enero	-0,8	-0,8	3,1	-0,4	-0,4	4,2
Febrero	0,3	-0,6	3,3	0,0	-0,4	4,0
Marzo	0,8	0,2	3,4	0,7	0,3	3,9
Abril	1,4	1,6	3,5	1,4	1,8	3,9
Mayo	0,2	1,8	3,1	0,4	2,1	4,0
Junio	0,2	2,1	3,1	0,2	2,3	3,9
Julio	-0,6	1,5	3,3	-0,6	1,7	4,0
Agosto	0,4	1,9	3,3	0,2	1,9	3,7
Septiembre	0,6	2,5	3,7	-0,2	1,7	2,9
Octubre	0,8	3,4	3,5			
Noviembre	0,2	3,5	3,4			
Diciembre	0,2	3,7	3,7			

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

### BRUSCO DESCENSO DE LOS COMBUSTIBLES EN SEPTIEMBRE

Variación interanual del grupo carburantes y combustibles del IPC



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

### Tensiones en los precios de los alimentos por la presión de la demanda.

por debajo del 3,0%, igualando al índice general.

En el ámbito alimentario, los precios del grupo de alimentos y bebidas continuaron con su progresión sostenida mante-

niendo su tasa de crecimiento en el 4,6% del mes anterior. Este comportamiento fue la resultante de una cierta aceleración de los alimentos frescos compensada por la contención del tabaco. Las presiones de los precios alimentarios, al margen de al-



guna restricción en la oferta (aceite), parecen debidas principalmente al efecto de una demanda estimulada por el turismo y, sobre todo, por el crecimiento demográfico.

El segundo aspecto negativo vino de la mano, como ya es habitual, de los precios de los servicios. Servicios personales, reparaciones, tanto domésticas como de automóviles, o educación mostraron incrementos muy elevados que imposibilitan materializar el efecto positivo de la contención relativa de precios en mercados mucho más competitivos como la banca y los seguros. Mención aparte requiere el turismo y la hostelería, que sigue lastrando el IPC general con aumentos de precios superiores al 4,5%, explicables por la intensidad de la demanda.

Desde esta perspectiva, el IPC se mantiene confrontado a unos comportamientos muy dispares de sus componentes. La energía puede jugar todavía un papel de contención en octubre pero será difícil mantener ese rol en meses sucesivos, al

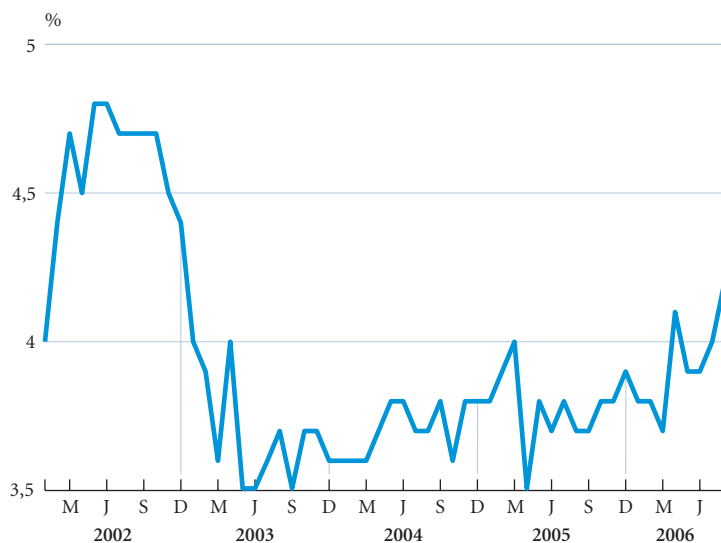
menos hasta principios del segundo trimestre de 2007. Los bienes industriales tienen poco margen para bajar y no aparecen escenarios alternativos que puedan apoyar decididamente una moderación de los precios alimentarios ni de los servicios prestados en mercados no competitivos. Por tanto, pocos serán ya los logros del IPC a corto plazo, aunque sí parece plausible cerrar el ejercicio de 2006 en cotas próximas al 3% que, a la postre, resultarán claramente por debajo de las registradas en el año anterior.

La contención de precios en España fue algo más intensa que en la zona del euro, a tenor del índice de precios de consumo armonizado. De ahí que el diferencial de inflación respecto al conjunto de países del euro se moderase hasta 1,2 puntos porcentuales, tres décimas menos que el mes precedente. Este comportamiento se explica principalmente por la mayor intensidad de la bajada de los precios energéticos en España y también por los precios de los alimentos, que se aceleraron moderadamente en la zona del euro.

**Los servicios menos competitivos perjudican claramente al IPC.**

## LOS SERVICIOS NO SE MODERAN

Variación interanual del grupo servicios del IPC



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

## ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO POR GRUPOS DE COMPONENTES

Septiembre

	Índices (*)	% variación mensual		% variación s/diciembre anterior		% variación anual	
		2005	2006	2005	2006	2005	2006
<b>Por clases de gasto</b>							
Alimentos y bebidas no alcohólicas	122,5	0,2	0,3	2,1	2,5	2,8	4,6
Bebidas alcohólicas y tabaco	122,7	0,7	0,1	4,8	0,7	4,7	1,1
Vestido y calzado	109,7	3,4	3,5	-8,7	-8,9	1,2	1,2
Vivienda	123,1	0,4	-0,1	5,3	5,1	6,1	5,8
Menaje	111,0	0,4	0,3	1,1	1,6	2,3	2,7
Medicina	107,9	0,1	0,0	0,7	1,4	0,9	1,4
Transporte	121,0	2,2	-2,3	9,9	3,7	9,1	0,2
Comunicaciones	90,7	-0,1	0,0	-1,4	-0,8	-1,9	-1,1
Ocio y cultura	103,8	-1,3	-1,6	0,3	-0,1	-0,6	0,3
Enseñanza	122,6	0,7	0,8	1,3	1,2	4,1	4,0
Hoteles, cafés y restaurantes	125,9	-0,7	-0,7	4,0	4,1	4,3	4,4
Otros	119,0	0,2	0,2	2,9	3,4	3,1	4,0
<b>Agrupaciones</b>							
Alimentos con elaboración	119,5	0,2	0,1	2,3	2,0	2,8	3,5
Alimentos sin elaboración	128,6	0,5	0,6	2,5	2,8	3,4	5,6
Conjunto no alimentario	116,3	0,7	-0,3	2,6	1,5	4,0	2,5
Bienes industriales	111,3	1,8	-0,2	1,9	-0,1	4,2	1,2
<i>Productos energéticos</i>	126,0	3,1	-3,8	16,2	6,7	15,0	0,9
<i>Carburantes y combustibles</i>	132,1	4,2	-5,0	21,5	7,2	19,8	-0,4
<i>Bienes industriales sin productos energéticos</i>	106,9	1,3	1,1	-2,4	-2,3	0,9	1,3
Servicios	122,1	-0,4	-0,4	3,3	3,3	3,7	3,9
Inflación subyacente (**)	115,9	0,3	0,2	1,0	1,0	2,5	2,9
<b>ÍNDICE GENERAL</b>	<b>117,9</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,5</b>	<b>1,7</b>	<b>3,7</b>	<b>2,9</b>

NOTAS: (\*) Base 2001 = 100.

(\*\*) Índice general sin energía ni alimentos no elaborados.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

**Energía, alimentos y bienes intermedios favorecen la contención del índice general de precios industriales.**

**Sigue la contención de los precios mayoristas**

Los precios industriales mostraron por segundo mes consecutivo una contención importante que llevó el crecimiento interanual de su índice general al 4,2% en septiembre, más de dos puntos por debajo de los máximos relativos alcanzados en mayo. La fuerte desaceleración de los precios energéticos, una modesta relajación de los bienes intermedios y una modera-

ción en los bienes alimentarios explican la mejora de la situación general.

Este tono de contención no se apreció, en cambio, en los precios de las manufacturas de consumo no alimenticias que, de algún modo, recogen parcialmente el impacto de las notables subidas de los costes de producción en los últimos meses. Con todo, el aumento de precios de las manufacturas, un 2,4% interanual, es inferior al que podría haber sido teniendo en

## INDICADORES DE INFLACIÓN

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior

	Precios agrarios	Índice de precios industriales					Precios de importación			Deflactor del PIB (*)	
		Índice general	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Bienes energéticos	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital		Bienes intermedios
<b>2005</b>											
Julio	-5,1	4,6	2,1	1,9	3,0	15,7	8,2	0,6	10,4	11,7	-
Agosto	9,2	4,9	2,5	1,8	2,9	16,4	6,1	-0,2	-0,4	11,0	4,2
Septiembre	6,7	5,4	2,6	1,9	3,2	17,9	4,3	-0,6	4,2	7,0	-
Octubre	-0,8	5,0	3,0	1,9	3,1	15,2	4,8	0,8	14,0	5,3	-
Noviembre	2,0	4,9	3,1	2,0	3,2	14,7	3,8	3,3	-0,8	5,6	4,1
Diciembre	2,1	5,2	3,2	2,0	3,2	15,6	7,1	0,9	10,2	8,9	-
<b>2006</b>											
Enero	4,1	6,3	3,5	2,1	3,6	20,6	5,7	-6,5	-5,2	15,2	-
Febrero	0,7	6,3	3,6	2,1	3,9	20,1	6,5	2,5	3,2	9,2	4,1
Marzo	-10,2	5,8	3,3	2,0	4,6	16,4	5,9	2,7	7,5	7,2	-
Abril	-8,1	5,7	2,9	2,2	5,1	15,4	7,4	3,2	-4,2	11,7	-
Mayo	-3,6	6,6	3,2	2,3	6,1	17,8	6,1	4,2	-0,6	8,2	4,0
Junio	6,0	6,3	3,5	2,3	6,8	14,6	1,7	-1,6	-3,2	4,2	-
Julio	0,7	6,4	3,6	2,4	7,0	13,9	1,1	0,5	-7,3	3,1	-
Agosto	...	5,7	3,2	2,5	7,2	10,2	2,3	-0,6	-0,5	4,0	...
Septiembre	...	4,2	2,7	2,5	6,7	4,1	...	...	...	...	-

NOTA: (\*) Datos corregidos de estacionalidad y calendario.

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y elaboración propia.

cuenta la evolución de los costes productivos.

En este sentido, resulta significativo el comportamiento de los precios de las manufacturas de consumo no alimenticias provenientes del exterior. En el periodo enero-agosto el aumento de precios quedó en un 0,9%, claramente por debajo del incremento de los precios interiores de producción. Del mismo modo, los bienes de consumo alimentario importados vie-

ron reducir sus precios en un 1,3% en el mismo periodo.

Los precios agrarios, por otra parte, se moderaron también en julio, principalmente por los productos agrícolas. De este modo, en los siete primeros meses del año los precios percibidos por los agricultores presentaron un descenso del 2,6%, balance de signo contrario y, por tanto, más favorable que el aumento del 2,3% registrado en 2005.

**Las manufacturas estabilizan el aumento de sus precios en el 2,5%, muy por debajo del incremento de sus costes.**

**Los precios agrarios caen ligeramente.**

## Sector exterior

### El déficit comercial aumenta impulsado por el desequilibrio de la balanza energética.

### El déficit comercial atenúa levemente su alza en agosto

El déficit comercial atenuó ligeramente su ritmo de incremento en agosto al mostrarse las exportaciones algo más dinámicas que las importaciones. Con todo, el desequilibrio acumulado en los ocho primeros meses del año alcanzó los 58.467 millones de euros, un 17,9% más que en el mismo periodo de 2005. Este incremento del déficit se debió mayormente al aumento del desequilibrio de la balanza

energética, un 37,6%, muy superior al 8,3% registrado por la balanza no energética. El intenso aumento del precio en euros del crudo importado, un 39,2% en los ocho primeros meses del año, resulta decisivo al respecto.

El dinamismo exportador del mes de agosto contribuyó a consolidar un balance acumulado para las ventas exteriores mejor que el del pasado año. En efecto, éstas aumentaron un 12,1% nominal gracias al tirón relativo de los mercados

## COMERCIO EXTERIOR

Enero-agosto 2006

	Importaciones			Exportaciones			Saldo	Tasa de cobertura (%)
	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	% variación anual en valor	% participación	Millones de euros	
<b>Por grupos de productos</b>								
Energéticos	27.804	37,3	16,4	5.209	35,9	4,7	-22.595	18,7
Bienes de consumo	47.067	11,1	27,8	40.826	8,3	36,8	-6.241	86,7
<i>Alimenticios</i>	9.175	3,7	5,4	13.117	7,9	11,8	3.942	143,0
<i>No alimenticios</i>	37.892	12,8	22,4	27.709	6,2	25,0	-10.183	73,1
Bienes de capital	17.429	2,0	10,3	11.070	22,3	10,0	-6.360	63,5
Bienes intermedios no energéticos	77.048	11,9	45,5	53.777	11,2	48,5	-23.271	69,8
<b>Por áreas geográficas</b>								
Unión Europea	98.997	9,4	58,5	77.819	8,1	70,2	-21.178	78,6
<i>Zona del euro</i>	82.772	8,6	48,9	61.943	7,4	55,9	-20.829	74,8
Otros países	70.352	21,2	41,5	33.062	22,6	29,8	-37.289	47,0
<i>Rusia</i>	5.042	52,0	3,0	907	36,2	0,8	-4.135	18,0
<i>EEUU</i>	5.659	4,1	3,3	4.984	30,4	4,5	-676	88,1
<i>Japón</i>	3.786	-1,1	2,2	855	14,7	0,8	-2.931	22,6
<i>América Latina</i>	9.333	38,0	5,5	6.809	43,4	6,1	-2.523	73,0
<i>OPEP</i>	14.782	38,4	8,7	2.822	6,4	2,5	-11.960	19,1
<i>Resto</i>	31.750	13,3	18,7	16.685	16,4	15,0	-15.065	52,6
<b>TOTAL</b>	<b>169.349</b>	<b>14,0</b>	<b>100,0</b>	<b>110.882</b>	<b>12,1</b>	<b>100,0</b>	<b>-58.467</b>	<b>65,5</b>

FUENTES: Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y elaboración propia.

exteriores a la zona del euro que en algunos casos, como Latinoamérica, Estados Unidos y países integrantes de la antigua Unión Soviética, presentaron aumentos nominales superiores al 30%. En conjunto, el mercado de los países terceros registró un crecimiento en volumen del 14,8% real, más de diez puntos superior al de la Unión Europea, área que quedó lastrada por el poco dinamismo relativo de mercados tan importantes como Alemania o el Reino Unido. En promedio, el crecimiento medio real de las exportaciones quedó en el 6,8%.

Las partidas más dinámicas de la exportación fueron los bienes de equipo, con un crecimiento en volumen del 16,8%, diez puntos superior al experimentado por las ventas exteriores de bienes de consumo. De éstas, los alimentos presentaron un registro algo mejor que los bienes de consumo no alimenticio. Entre estos últimos, destaca el retroceso de la exportación de automóviles, que empaña los buenos resultados en otros ámbitos industriales como la electrónica de consumo (aumento del 63,8% nominal), los medicamentos (35,8%), la confección (21,1%) o los componentes de automoción (13,1%).

La continuidad del dinamismo importador en agosto dejó el crecimiento acumulado de las compras exteriores en un 14,0% nominal, equivalente a un 9,0% real. El componente más dinámico fueron los bienes de consumo no alimenticio, en particular la confección, calzado, electrodomésticos y electrónica de consumo, que progresivamente se van abriendo paso en el mercado interior gracias a su competitividad y al vigor de la demanda interna. En conjunto, las importaciones de este tipo de bienes aumentaron un 12,2%, pero se aprecia una cierta tendencia a la moderación respecto a meses anteriores. Algo menos intenso, aunque elevado, fue el incremento de las compras

exteriores de bienes intermedios, lo que sustenta la idea de una cierta actividad industrial y principalmente constructora. Las compras de hierro, acero, minerales, metales y materiales de construcción están experimentando incrementos importantes. Por el contrario, las importaciones de bienes de equipo crecen muy modestamente, apuntando quizás a una ralentización del ciclo inversor.

### **El déficit corriente vuelve a desbocarse en julio**

La balanza de pagos experimentó un intenso deterioro en julio, lo que supuso incrementar el déficit acumulado del año hasta 52.505 millones de euros, un 32,3% más que el mismo periodo del año precedente. La disminución del superávit por servicios y la ampliación del déficit en el resto de rúbricas, en particular en la comercial, explican la ampliación del saldo negativo en estos siete primeros meses de 2006.

La merma del saldo de la balanza de servicios vino tanto de la mano del sector turístico como por el comercio del resto de servicios. En el caso del turismo, el superávit cedió un 7,8% principalmente por el notable impacto de los pagos por los viajes de los españoles al exterior, que crecieron por encima del 20%. Por el contrario, los ingresos retrocedieron un 1,9% por la disminución del gasto medio por turista, ya que su número aumentó cerca de un 5%.

El deterioro del déficit de rentas fue atribuible al sector de empresas y familias que, a causa de su mayor endeudamiento exterior, incrementó sus pagos al exterior. El desequilibrio no fue mayor porque se compensó con la contención del déficit del sector de las administraciones públicas y el de las instituciones financieras y monetarias. Las rentas del trabajo

**Los mercados exteriores a la Unión Europea sustentan una exportación que presenta un balance favorable hasta agosto.**

**Prosigue el aluvión de productos de consumo no alimenticio procedentes del exterior.**

**El déficit corriente crece un 32% hasta julio.**

**Las salidas al exterior de los españoles lastran una balanza turística también afectada por el menor gasto del turista extranjero.**

## BALANZA DE PAGOS

Acumulado 12 últimos meses en millones de euros

	Julio 2005	Julio 2006	% variación
<b>Balanza corriente</b>			
Balanza comercial	-62.811	-76.662	22,1
Servicios			
<i>Turismo</i>	25.724	25.350	-1,5
<i>Otros servicios</i>	-3.602	-6.054	68,1
Total	22.122	19.296	-12,8
Rentas	-15.427	-18.632	20,8
Transferencias	-1.774	-3.452	94,6
<b>Total</b>	<b>-57.890</b>	<b>-79.449</b>	<b>37,2</b>
<b>Cuenta de capital</b>	<b>8.146</b>	<b>6.068</b>	<b>-25,5</b>
<b>Balanza financiera</b>			
Inversiones directas	-32.294	-38.182	18,2
Inversiones de cartera	93.275	158.629	70,1
Otras inversiones	-16.147	-18.049	11,8
<b>Total</b>	<b>44.834</b>	<b>102.398</b>	<b>128,4</b>
Errores y omisiones	-268	-4.755	-
Variación de activos del Banco de España	5.178	-24.262	-

NOTA: El saldo resultante de la suma de la balanza corriente, de la cuenta de capital y de la balanza financiera se compensa por la variación de activos del Banco de España más los errores y omisiones.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

**Las remesas de extranjeros suponen algo más del 25% de los pagos exteriores por transferencias de la economía española.**

**La inversión extranjera empresarial recupera vigor y decae la realizada en inmuebles, mientras que la inversión española en el exterior muestra una notable exuberancia.**

también presentaron un saldo negativo, mayor al del año anterior, pero poco relevante respecto al de la balanza de rentas del capital.

El mayor déficit de la balanza de transferencias se vio impulsado por el intenso crecimiento de las remesas de trabajadores extranjeros a su país de origen en un contexto de estabilidad de los saldos de transferencias de las administraciones públicas, principalmente en el ámbito de la Unión Europea. Los pagos por remesas supusieron algo más de la cuarta parte de los pagos totales por transferencias al exterior.

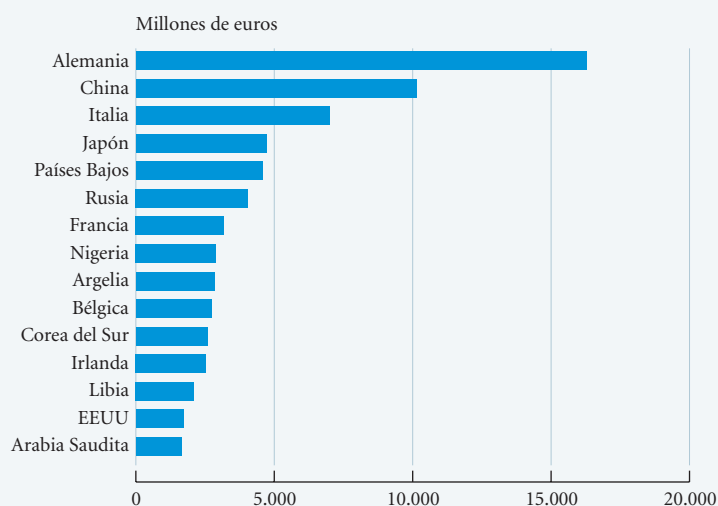
En el ámbito financiero, la inversión extranjera directa de naturaleza empresarial aumentó con vigor gracias a ciertas operaciones materializadas en julio. En el conjunto de los siete primeros meses, el incremento acumulado llegó al 49,3%. La inversión de cartera subió de modo espectacular, un 78%, a diferencia de la dirigida a inmuebles, que cayó apreciablemente, un 17,7%. La inversión española directa creció fuertemente en el ámbito empresarial y también en el inmobiliario. En este caso, el importe total, 1.215 millones de euros en los siete primeros meses del año, supuso el 2,7% de la inversión directa total.

## El dragón chino asoma su cabeza en España

En 2005, el déficit comercial español con China ascendió a más de 10.100 millones de euros, el segundo en importancia, detrás de Alemania. Pero con una diferencia importante: mientras que la tasa de cobertura de las exportaciones españolas con respecto a las importaciones procedentes del país germano se cifró en torno al 52%, en el caso del comercio con China no alcanzó ni el 13%. Dicho de otro modo, España compra mucho pero vende muy poco a China. En la actualidad, las importaciones españolas procedentes del gigante asiático superan el 5% de las compras totales al exterior, mientras que las exportaciones se limitan a un exiguo 1% de las ventas totales.

### CHINA ES EL SEGUNDO RESPONSABLE DEL ABULTADO DÉFICIT DE MANUFACTURAS

Países con los que España registró el mayor déficit comercial en 2005



FUENTES: Secretaría de Estado de Comercio y Turismo y elaboración propia.

La penetración comercial de China en el mercado español ha sido fulgurante en los últimos años. Las cifras hablan por sí solas: en 1995 las compras españolas en dicho país apenas alcanzaban los 1.800 millones de euros y en 2005 ascendieron ya a cerca de 12.000 millones. Es decir, las compras españolas se han multiplicado casi por siete en estos diez años, mientras que, en el mismo periodo, las ventas (cerca de 1.500 millones de euros en 2005) únicamente se han duplicado. El resultado final es que nuestro desequilibrio comercial con la República Popular es ahora casi diez veces mayor que hace diez años. Y atención a este dato: las importaciones no se limitan exclusivamente a productos intensivos en mano de obra y de escaso contenido tecnológico. Contrariamente a lo que suele creerse, los productos con alto valor añadido están ganando cada vez más peso en las compras españolas al mercado chino. Así, las importaciones de bienes de equipo, que en 1995 representaban el 17% de las compras totales a China, copan ahora el 32%.

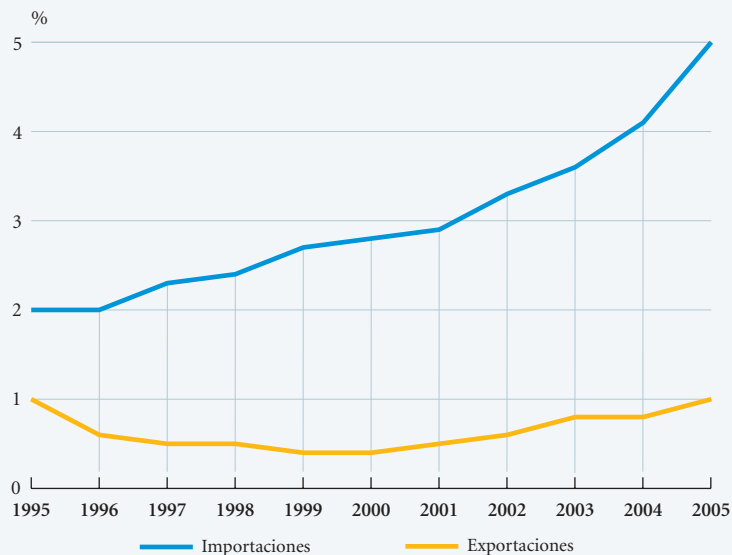
En concreto, se han registrado avances importantes en determinados segmentos como los relativos a equipos de oficina y telecomunicaciones (cuya participación sobre las compras totales alcanza ahora el 16%, el doble que hace diez años) y algunos bienes especializados (aparatos eléctricos, maquinaria específica para la industria, etc.). Nada que ver, ciertamente, con el estereotipo occidental que proyectó durante muchos siglos una imagen

de China como la del país de la seda y las especias... Obviamente, el peso de las importaciones de manufacturas de consumo (muy intensivas en mano de obra y, normalmente, de bajo precio) sigue siendo todavía muy alto, pero se ve limitado actualmente a menos de la mitad de las compras totales. En este último capítulo, el dinamismo de las importaciones de manufacturas textiles, confección y calzado (en 2005 absorbieron en conjunto casi una cuarta parte de las importaciones totales) contrasta con el avance más pausado de otras, como las referidas a la electrónica de consumo y los juguetes.

Por lo que se refiere al comercio de servicios, el patrón, a una escala inferior, es el mismo que el observado en el comercio de mercancías. Dejando a un lado los flujos turísticos, de escasa entidad todavía, el déficit contabilizado en la balanza de pagos por el resto de servicios ascendió en 2005 a 540 millones de euros, equivalente a algo más del 14% del déficit total español en dicho capítulo. Igual que en la balanza comercial, el montante de los pagos (asociados principalmente a aquellos servicios, como el transporte, vinculados al tráfico de mercancías) fue netamente superior al de los ingresos.

### LOS PRODUCTOS CHINOS AUMENTAN SU CUOTA DE MERCADO EN ESPAÑA

Cuota de China sobre el total de las importaciones y exportaciones españolas de bienes



FUENTES: Secretaría de Estado de Comercio y Turismo y elaboración propia.

En conclusión, el balance de las relaciones comerciales con la República Popular China es muy pobre desde la perspectiva española. Los productos chinos han conseguido una cuota de penetración importante en el mercado español, pero en cambio la presencia española en el mercado chino no pasa de ser meramente testimonial. No hay duda de que las dificultades para acceder a dicho mercado son grandes, desde la propia barrera idiomática a la peculiar idiosincrasia de aquel gran país, en el que, entre otros aspectos, el ritmo de los acontecimientos y la administración de los tiempos son muy distintos de los propios de nuestra mentalidad occidental. Verdadera o apócrifa, la anécdota referida a Chu En Lai, lugarteniente de Mao, es muy ilustrativa: respondiendo a la pregunta que se le formuló sobre la Revolución Francesa, alegó que carecía todavía de suficiente perspectiva histórica para emitir un juicio definitivo...



El paso del elefante indio en España poco tiene que ver con la hiperactividad del dragón chino. En efecto, el balance de los intercambios comerciales de España con la India es muy limitado y no se corresponde realmente con la importancia económica de los dos países. En 2005, las importaciones procedentes del mercado indio representaron un exiguo 0,7% del total de las compras españolas al exterior y las exportaciones se situaron en torno al 0,4% del total de las ventas exteriores. En conjunto, el déficit comercial español con la India se aproximó a los 992 millones de euros, ocupando el lugar 22 en orden de importancia en el ranking encabezado, como hemos visto, por Alemania y China. Cerca del 40% del valor de las importaciones totales lo absorbieron las manufacturas de consumo (textiles y confección, cuero, etc.), el 11% correspondió a bienes duraderos y el 29% a bienes de equipo. El grueso de las exportaciones españolas se concentró en semimanufacturas (principalmente productos químicos) y bienes de equipo.

La República Federal Democrática de India, con más de 1.000 millones de habitantes, es el segundo país más poblado del mundo. Se estima que cerca de 300 millones de habitantes tienen un poder de compra significativo y en torno a 90 millones tienen una capacidad de consumo equiparable a la de los países europeos. ¿Cómo es entonces que las relaciones bilaterales con España se han desarrollado tan poco? Algunas de las claves son, desde luego, la lejanía y el desconocimiento mutuo. Hay que tener en cuenta, además, que antes del impulso liberalizador y de eliminación de restricciones cuantitativas a la importación de 2000 y 2001, la capacidad efectiva de penetración en el mercado indio era muy limitada. Pero aun hoy en día, las dificultades continúan siendo apreciables, derivadas principalmente de la gran heterogeneidad del mercado indio –en puridad, no cabría hablar de un solo mercado indio, sino de varios, cada uno de ellos con un grado de diferenciación muy acusado–, la subsistencia de tarifas arancelarias todavía muy elevadas comparadas con los estándares occidentales y la existencia de otras barreras de entrada más sutiles. Por ejemplo, los frecuentes procesos de investigación abiertos para prevenir el *dumping*, que se inician a petición de la industria local y obstaculizan en gran medida las importaciones extranjeras.

Con respecto a los flujos de inversión, es indudable el gran potencial de atracción de inversiones directas que tienen China e India, por el tamaño de sus mercados y la existencia de una abundante y barata mano de obra. A pesar de ello, la inversión española a estos países es irrelevante. La dirigida a China en el periodo 2000-2005 apenas alcanzó el 0,1% de la inversión total de España en el extranjero y la dirigida a la India todavía fue inferior. En fin, conscientes de la escasa penetración comercial española en los dos gigantes asiáticos, las autoridades españolas han impulsado los planes integrales de desarrollo de mercados (PIDM) para China e India, según lo acordado con la Confederación Española de Organizaciones Empresariales. Se prevén, para el periodo 2005-2007, una serie de actuaciones de apoyo institucional y financiero, de formación e información y, también, de promoción comercial y del turismo, con un presupuesto de 20.700 millones de euros para el PIDM de India y 690 millones de euros para el PIDM de China. Se trata de un primer paso en lo que debería ser una sucesión continuada de esfuerzos para aprovechar las enormes posibilidades que ofrecen ahora dichos mercados, a los que se augura, además, un rápido desarrollo en el futuro.

## Sector público

**La imposición directa crece a un ritmo elevado, especialmente el impuesto de sociedades.**

### Los ingresos tributarios crecen por encima de la demanda interna

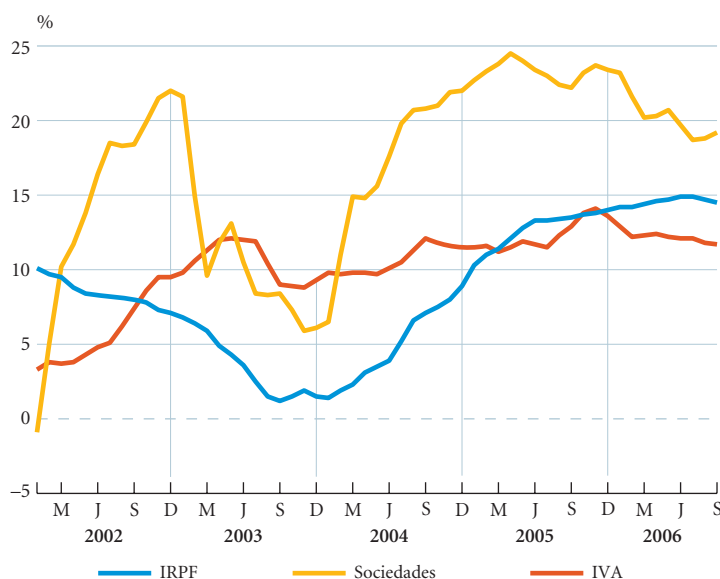
La recaudación fiscal sigue avanzando muy por encima del ritmo de expansión nominal de la demanda interna.

En efecto, los ingresos tributarios del Estado aumentaron un 11,2% hasta septiembre, ascendiendo a 126.680 millones de euros. Este crecimiento alcanzaría el 12,7% de calcularse en base a cifras homogéneas, es decir, básicamente eliminando las distorsiones derivadas de cambios en el calendario de vencimiento de intereses de deuda pública y del ritmo de devoluciones.

La fortaleza progresiva de la recaudación fiscal es general, aunque la magnitud del incremento difiere sensiblemente según las figuras impositivas. Los aumentos más intensos se concentran en la imposición directa y, en particular, en los impuestos de sociedades y renta de personas físicas (IRPF), que experimentaron un alza del 17,2% y del 15,2% respectivamente en términos homogéneos. Esta evolución responde al buen momento de los beneficios empresariales y al aumento del empleo. Por otra parte, la progresión alcista de la bolsa favorece también el incremento de la recaudación proveniente de las retenciones sobre fondos de inversión. Igualmente, la importancia creciente de

### SOCIEDADES, IRPF E IVA, FIGURAS IMPOSITIVAS MÁS DINÁMICAS

Variación interanual de los ingresos tributarios homogéneos por figuras impositivas (\*)



NOTA: (\*) Sobre acumulado de doce meses.

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda y elaboración propia.

los dividendos empresariales ha favorecido el incremento de las retenciones por rentas del capital, tanto en el ámbito de personas físicas como jurídicas. En cualquier caso, el grueso de la recaudación procede de las retenciones por trabajo personal, que crecieron por encima del 10%, impulsadas por el vigor del empleo y las alzas salariales.

En el caso de la imposición indirecta, la recaudación por el impuesto sobre el valor añadido (IVA) se recuperó levemente hasta aumentar un 12,2% en términos homogéneos, incremento muy superior al experimentado por los impuestos especiales, un 2,1%. En este último caso, la moderación del aumento de la recaudación por el impuesto especial sobre hidrocarburos y por el impuesto general sobre las labores del tabaco explica la situación. La recaudación por el impues-

to sobre la electricidad, en cambio, creció un 12,3%, a expensas del aumento del consumo y del precio del suministro.

La bonanza de la situación desde un punto de vista recaudatorio, conjugada con una moderación relativa del gasto del Estado, atribuible principalmente a la reducción de los pagos por intereses de la deuda derivada del cambio de calendario en sus vencimientos, ha favorecido una mejora sustancial del saldo financiero del Estado. En términos de caja, el saldo presupuestario acumulado de los nueve primeros meses del año fue un superávit de 6.913 millones de euros, que prácticamente dobló el del mismo periodo de 2005. En términos de contabilidad nacional, es decir, con flujos valorados en términos de devengo, el superávit quedó en 11.808 millones de euros, equivalente al 1,2% del producto interior bruto.

**Intenso aumento de la recaudación por IVA, mientras que los impuestos especiales se resienten de la debilidad recaudatoria de sus dos principales figuras, carburantes y tabaco.**

**Elevado superávit presupuestario en los nueve primeros meses.**

## Ahorro y financiación

**El repunte de los tipos de interés no frena la demanda de fondos.**

### El crédito a las empresas se dispara

El giro alcista del Banco Central Europeo iniciado en diciembre de 2005 se ha ido transmitiendo a los tipos de interés que aplican las entidades financieras en los créditos a sus clientes. Así, en promedio, el tipo de interés de los préstamos y créditos a las empresas y familias se colocaba en el 4,8% en agosto, habiendo vuelto al nivel de principios de 2003, después de registrar una cota mínima a mediados del año pasado. No obstante, en términos reales, es decir, descontando la inflación, los tipos de interés de los préstamos se hallan en niveles relativamente bajos.

Si a esto unimos una evolución económica dinámica no es extraño que la demanda de

crédito pulse con fuerza. Lo que ya es más sorprendente es que la financiación al sector privado creciese en agosto al ritmo anual más alto de por lo menos la última década, el 23,6%. Tanto las deudas de las empresas como de las familias estaban creciendo a tasas de variación interanuales por encima del 20%. Pero mientras los hogares presentaban un perfil de crecimiento estabilizado, la financiación de las empresas se disparó hasta un aumento anual del 26,0%, el mayor de los últimos años. La parte crediticia del endeudamiento empresarial todavía crecía en mayor medida, cerca del 28%.

¿Y a dónde se dirige el nuevo crédito a las empresas? El crédito comercial, destinado a financiar el capital circulante de las sociedades, se incrementó el 10,6% en los

### REPUNTE DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS

Tipos de interés de préstamos y créditos de las entidades de crédito al sector privado (\*)



NOTA: (\*) Tasa anual equivalente para nuevas operaciones.

FUENTE: Banco de España.

## CRÉDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS

Agosto 2006

	Saldo	Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
Crédito comercial	76.901	1.540	2,0	7.347	10,6	5,5
Deudores con garantía real (*)	852.761	123.474	16,9	184.989	27,7	61,5
Otros deudores a plazo	379.372	54.076	16,6	74.488	24,4	27,4
Deudores a la vista	28.043	-15	-0,1	4.029	16,8	2,0
Arrendamientos financieros	38.736	3.742	10,7	6.152	18,9	2,8
Créditos dudosos	10.914	1.283	13,3	1.460	15,4	0,8
<b>TOTAL</b>	<b>1.386.727</b>	<b>184.099</b>	<b>15,3</b>	<b>278.465</b>	<b>25,1</b>	<b>100,0</b>

NOTA: (\*) La mayor parte corresponde a garantía hipotecaria.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

últimos doce meses hasta agosto, tasa considerable, pero que no llega ni a la mitad del crecimiento medio total. Los créditos dudosos aumentaron el 15,4% en el último año, menos que el volumen crediticio, con lo que la tasa de morosidad siguió descendiendo en el último año, si bien en los dos últimos meses ha repuntado levemente. El mayor aumento anual

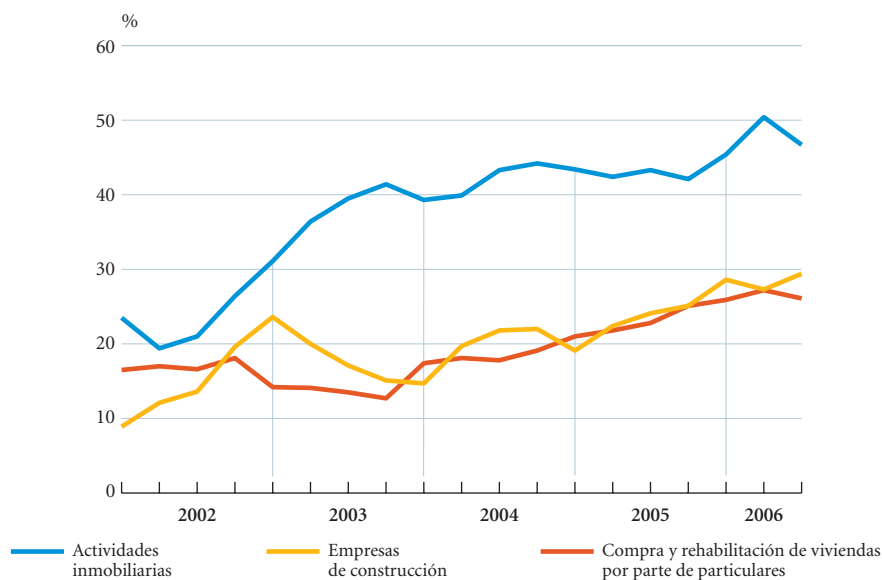
fue registrado por los deudores con garantía real, básicamente el crédito hipotecario, que se elevaron el 27,7%.

Desde otro punto de vista, los datos del crédito por finalidades recientemente publicados por el Banco de España permiten un análisis por sectores económicos, si bien sólo alcanzan hasta el final del pri-

**El crédito bancario a la construcción y la promoción inmobiliaria sube el 40% en los doce últimos meses hasta junio...**

## EL CRÉDITO A LA CONSTRUCCIÓN SIGUE SUBIENDO

Variación interanual del crédito al sector privado



FUENTE: Banco de España.

mer semestre. Por grandes sectores, se corrobora que la construcción experimenta el mayor crecimiento del crédito, con un alza del 29,4% en los doce últimos meses hasta junio, seguido por los servicios, cuyo crédito ascendió el 29,2% en el mismo periodo. Por su parte, el sector primario (agricultura, ganadería y pesca) y la industria experimentaron notables crecimientos, superiores al 10%, pero sensiblemente inferiores a la construcción. De hecho, el subsector de los servicios cuyo crédito se expandió más en el último periodo fue el de actividades inmobiliarias, con un extraordinario 46,7% de incremento anual. Así, el saldo del crédito bancario dirigido a la construcción más la promoción inmobiliaria experimentó una espectacular subida del 39,9%.

lerándose suavemente, si bien todavía presentaban un aumento anual del 22,5% en agosto. En cambio, el resto del crédito bancario a los hogares presentaba una senda de aceleración, con un crecimiento anual del 16,2% en agosto. En este apartado, la financiación para la compra de bienes de consumo duradero, como coches, motos, muebles, electrodomésticos, etc. aumentó el 15,6% en los doce últimos meses hasta junio. Esta evolución se ha producido a pesar de una ligera desaceleración del consumo de los particulares. Pero hay que tener en cuenta que las entidades financieras han intensificado las campañas comerciales para impulsar el crédito al consumo y compensar de este modo la ralentización del crédito hipotecario.

**...si bien los préstamos a las familias para la vivienda se desaceleran suavemente.**

En cuanto a la financiación destinada a las familias, cabe destacar que los préstamos para la vivienda continuaron desace-

Por otra parte, en el periodo agosto 2005-agosto 2006 las cajas de ahorros se mostraron más dinámicas en la concesión de

## CRÉDITO POR FINALIDADES AL SECTOR PRIVADO

Segundo trimestre de 2006

	Saldo (*)		Variación año actual		Variación 12 meses	
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%	
<b>Financiación de actividades productivas</b>						
Agricultura, ganadería y pesca	21.946	1.208	5,8	2.445	12,5	
Industria	109.855	5.160	4,9	10.463	10,5	
Construcción	116.195	15.434	15,3	26.389	29,4	
Servicios	433.311	55.444	14,7	97.962	29,2	
<b>Total</b>	<b>681.307</b>	<b>77.247</b>	<b>12,8</b>	<b>137.259</b>	<b>25,2</b>	
<b>Financiación a personas físicas</b>						
Adquisición y rehabilitación de vivienda propia	498.248	52.277	11,7	103.259	26,1	
Adquisición de bienes de consumo duradero	49.161	3.233	7,0	6.629	15,6	
Otras financiaciones	95.289	10.935	13,0	16.425	20,8	
<b>Total</b>	<b>642.698</b>	<b>66.445</b>	<b>11,5</b>	<b>126.314</b>	<b>24,5</b>	
<b>Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro</b>	<b>5.109</b>	<b>443</b>	<b>9,5</b>	<b>908</b>	<b>21,6</b>	
<b>Resto sin clasificar</b>	<b>21.077</b>	<b>3.429</b>	<b>19,4</b>	<b>390</b>	<b>1,9</b>	
<b>Total</b>	<b>1.350.191</b>	<b>147.562</b>	<b>12,3</b>	<b>264.871</b>	<b>24,4</b>	

NOTA: (\*) Del conjunto de las entidades de crédito: sistema bancario, establecimientos financieros de crédito y crédito oficial.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

crédito al sector privado que los bancos, con un aumento interanual del 28,2% frente al 23,0% de la banca. De esta manera, las cajas continuaron aumentando su cuota en este segmento de mercado.

### Fuerte expansión de los depósitos bancarios

En el lado del pasivo del balance de las entidades financieras los depósitos siguen expandiéndose con gran vigor, a tasas que doblan las de la eurozona. No obstante, los depósitos crecen un poco menos que los préstamos, lo cual obliga a las entidades a recurrir a otras fuentes de financiación como las emisiones de valores o el mercado interbancario exterior.

Por modalidades de depósitos destaca una espectacular subida de los constituidos en moneda extranjera, a lo que contribuye el diferencial de tipos de interés a favor de otras monedas distintas del euro. Las cuentas a plazo a más de dos años también presentan un fuerte crecimiento en los últimos doce meses, del 43,6% en agosto, gracias a una bonificación de los intereses del 40%. Como se sabe, se va a producir un cambio sustancial en la fiscalidad del ahorro una vez que se apruebe

definitivamente la reforma de la ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, que se espera que entre en vigor al principio de 2007. Esta prevista reforma supone el fin de esta bonificación de los intereses y la introducción, en general, de un tipo impositivo único del 18%. Por su parte, las cuentas a la vista y de ahorro aumentan a un ritmo anual de un notable 11,5%.

Al contrario que en el segmento del crédito, en los depósitos la banca está mostrando un mayor dinamismo que las cajas en el último periodo. Así, en el último año hasta agosto los depósitos de los bancos se elevaron el 29,1% frente al 19,2% de las cajas. De esta forma, los bancos recuperan terreno en esta parcela del mercado.

Las participaciones en los fondos de inversión son otro producto favorito de los ahorradores. Al final de septiembre el volumen de activos de los fondos de inversión mobiliaria ascendía a 255.512 millones de euros, con un aumento del 5,6% sobre el mismo mes del año anterior.

La rentabilidad anual media obtenida por los fondos de inversión en los últimos doce meses hasta septiembre fue del 3,4%, superando a la inflación en medio punto.

**Los depósitos bancarios crecen más del doble que en la eurozona.**

**El patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria crece el 6% en el periodo septiembre 2005-septiembre 2006.**

**La rentabilidad media anual de los fondos de inversión mobiliaria supera a la inflación en medio punto.**

## DEPÓSITOS DE EMPRESAS Y FAMILIAS EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Agosto 2006

	Saldo		Variación año actual		Variación 12 meses		% participación
	Millones de euros	Millones de euros	%	Millones de euros	%		
A la vista y de ahorro (*)	409.012	12.822	3,2	42.125	11,5	39,7	
A plazo hasta 2 años	226.084	35.564	18,7	44.661	24,6	22,0	
A plazo a más de 2 años	295.430	55.948	23,4	89.722	43,6	28,7	
Cesiones temporales	70.595	-2.451	-3,4	-140	-0,2	6,9	
<b>Total</b>	<b>1.001.123</b>	<b>101.885</b>	<b>11,3</b>	<b>176.370</b>	<b>21,4</b>	<b>97,2</b>	
<b>Depósitos en monedas no euro</b>	<b>28.855</b>	<b>13.216</b>	<b>84,5</b>	<b>21.079</b>	<b>271,1</b>	<b>2,8</b>	
<b>TOTAL</b>	<b>1.029.979</b>	<b>115.102</b>	<b>12,6</b>	<b>197.450</b>	<b>23,7</b>	<b>100,0</b>	

NOTA: (\*) Incluye los depósitos con preaviso, según definición del BCE.

FUENTES: Banco de España y elaboración propia.

## Publicaciones del Servicio de Estudios

Todas las publicaciones están disponibles en Internet:

[www.estudios.lacaixa.es](http://www.estudios.lacaixa.es)

Correo electrónico:  
[publicacionesestudios@lacaixa.es](mailto:publicacionesestudios@lacaixa.es)

### ■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica

### ■ THE SPANISH ECONOMY MONTHLY REPORT

Versión inglesa del Informe Mensual

### ■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2006

Estadísticas municipales, provinciales y autonómicas

### ■ COLECCIÓN ESTUDIOS ECONÓMICOS

18. **La economía del arte** (Agotado)  
Bruno Frey
19. **La reforma de las pensiones ante la revisión del pacto de Toledo**  
José A. Herce y Javier Alonso Meseguer
20. **La ampliación de la Unión Europea al Este de Europa**
21. **Del real al euro. Una historia de la peseta** (Agotado)  
José Luis García Delgado y José María Serrano Sanz (directores)
22. **Cómo tratar con Bruselas. El lobby en la Unión Europea** (Agotado)  
Robin Pedler
23. **Crecimiento y empleo en las empresas industriales**  
Ángel Hermosilla y Natalia Ortega
24. **La regulación del comercio internacional: del GATT a la OMC** (Agotado) Montserrat Millet
25. **Quiebras y suspensiones de pagos: claves para la reforma concursal**  
Fernando Cerdá e Ignacio Sancho
26. **El euro: balance de los tres primeros años** Joan Elias (director), Pere Miret, Àlex Ruiz y Valentí Sabaté
27. **La ampliación de la Unión Europea. Efectos sobre la economía española**  
Carmela Martín, José Antonio Herce, Simón Sosvilla-Rivero y Francisco J. Velázquez

Versión inglesa: **European Union enlargement. Effects on the Spanish economy** (Agotado)

28. **Internet: situación actual y perspectivas** Fèlix Badia
29. **El gobierno de la empresa**  
Vicente Salas Fumás
30. **La banca en Latinoamérica. Reformas recientes y perspectivas**  
Josep M. Liso, Montserrat Soler, Montserrat Manero y Maria Pilar Buil
31. **Los nuevos instrumentos de la gestión pública**  
Guillem López Casanovas (director), Jaume Puig-Junoy, Juan José Ganuza e Ivan Planas Miret
32. **La competitividad de la economía española: inflación, productividad y especialización** Francisco Pérez (director), Pilar Chorén, Francisco J. Goerlich, Matilde Mas, Juliette Milgram, Juan Carlos Robledo, Ángel Soler, Lorenzo Serrano, Deniz Ünal-Kesenci y Ezequiel Uriel
33. **La creación de empresas. Un enfoque gerencial**  
José María Veciana
34. **Política agraria común: balance y perspectivas** José Luis García Delgado y M. Josefa García Grande (directores)

### ■ COLECCIÓN DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

1. **El problema de la productividad en España: ¿Cuál es el papel de la regulación?**  
Jordi Gual, Sandra Jódar Rosell y Àlex Ruiz Posino  
Junio 2006

### ■ COLECCIÓN "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

1. **Vertical industrial policy in the EU: An empirical analysis of the effectiveness of state aid**  
Jordi Gual and Sandra Jódar  
June 2006

## Consejo Asesor del Servicio de Estudios

El Consejo Asesor orienta al Servicio de Estudios en sus tareas de análisis de las políticas económicas y sociales que puedan ser más eficaces para el progreso de la sociedad española y europea. Forman parte del Consejo:

- Carles Boix  
Universidad de Chicago
- Josep M. Carrau  
"la Caixa"
- Antón Costas  
Universidad de Barcelona
- Juan José Dolado  
Universidad Carlos III
- Jordi Galí  
CREI y Universitat Pompeu Fabra
- José Luis García Delgado  
Universidad Complutense
- Teresa Garcia-Milà  
Universitat Pompeu Fabra
- Andreu Mas Colell  
Universitat Pompeu Fabra
- Víctor Pérez Díaz  
Universidad Complutense
- Xavier Vives  
IESE e ICREA-UPF