

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

## 1 Rasgos básicos

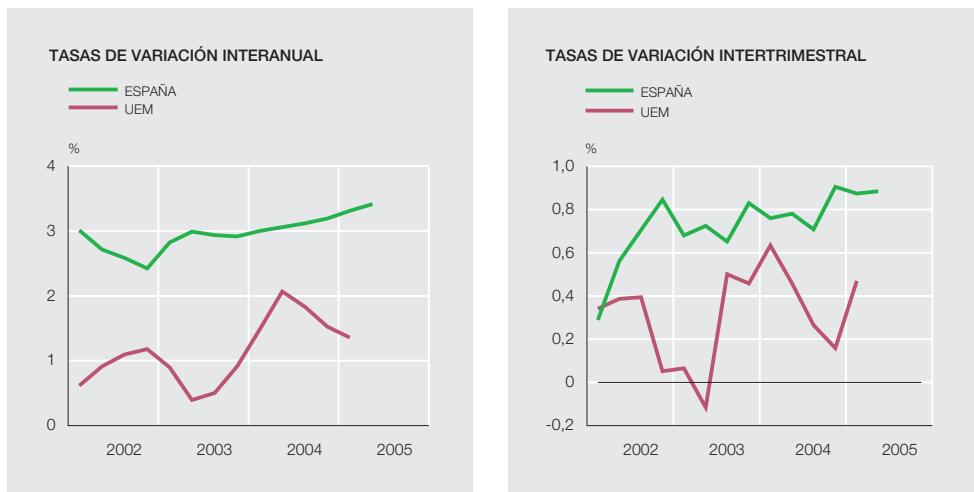
Los datos de la Contabilidad Nacional de España, base 2000 (CNE 2000), publicados por el INE en el mes de mayo, muestran cambios significativos en el crecimiento estimado de los agregados más importantes, como la producción y el empleo, pero no han modificado en lo sustancial el diagnóstico sobre la evolución reciente de la economía española, cuyos rasgos más característicos han quedado reforzados<sup>1</sup>. El elevado ritmo de crecimiento de la actividad (un 3,1% anual en el período 2001-2004), sustentado por el impulso del gasto interior y, en particular, por la demanda de los hogares, y la capacidad de generar empleo (con un aumento medio del 2,7% en esos años) siguen destacando como los elementos clave de este comportamiento, que sitúa a la economía española en el grupo de economías desarrolladas que vienen registrando mejores resultados en los últimos años. Las nuevas estimaciones siguen poniendo de manifiesto, asimismo, cómo este buen comportamiento ha venido acompañado de unos resultados menos satisfactorios en el ámbito del sector exterior, y de un crecimiento de los costes y los precios comparativamente elevado, cuando se toma como referencia la zona del euro. No obstante, la publicación de las cifras de la CNE 2000 aún no está completa (no se dispone todavía, por ejemplo, de las cuentas no financieras de los sectores institucionales), por lo que será preciso esperar a la llegada de dicha información para completar este análisis.

A lo largo de los últimos trimestres, las nuevas cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), acordes con la CNE 2000, han mostrado un perfil ligeramente ascendente del crecimiento interanual del PIB, que alcanzó un 3,3% en el primer trimestre de 2005 (véase gráfico 1). Esta suave aceleración ha sido resultado de un repunte muy marcado de la demanda interna, que llegó a incrementarse un 5,5% en el primer trimestre, apoyada en el dinamismo de todos sus componentes, y especialmente de la inversión en equipo, mientras que la demanda exterior amplió progresivamente su contribución negativa al crecimiento, hasta alcanzar -2,5 puntos porcentuales (pp) al comienzo del año. La información relativa al segundo trimestre apunta a una nueva aceleración del producto, que habría aumentado un 3,4% en relación con el segundo trimestre de 2004, manteniendo su tasa de crecimiento intertrimestral en el 0,9%. Los datos de creación de empleo, que han seguido siendo muy positivos a lo largo de los últimos meses, respaldan esta nueva aceleración. Además, se aprecian algunos síntomas de que la demanda interna ha podido frenar su rápida trayectoria ascendente, estabilizando su ritmo de avance, mientras que la aportación negativa del sector exterior se habría reducido, al superar las exportaciones la caída experimentada en los tres primeros meses del año. No obstante, el gasto interno y la demanda exterior neta siguen presentando comportamientos muy divergentes, sin que se observe todavía un cambio de tendencia significativo en la composición del crecimiento. La tasa de inflación se situó ligeramente por encima del 3% en junio, manteniendo el diferencial con la zona del euro en el entorno de 1pp.

Aunque el fuerte aumento del precio del petróleo es el hecho más destacado de la evolución reciente de la economía internacional, también hay que mencionar la fortaleza del dólar y la reciente reforma del régimen cambiario en China, que formalmente liga el valor de su moneda —el renminbi— a una cesta de divisas. El nuevo impulso del precio del petróleo, que ha alcanzado cotizaciones máximas por encima de los 60 dólares por barril, en el mes de julio, y que se une a

---

1. Véase el artículo «La Contabilidad Nacional de España, base 2000. Principales cambios e implicaciones para los agregados macroeconómicos», en el *Boletín Económico* de junio de 2005.



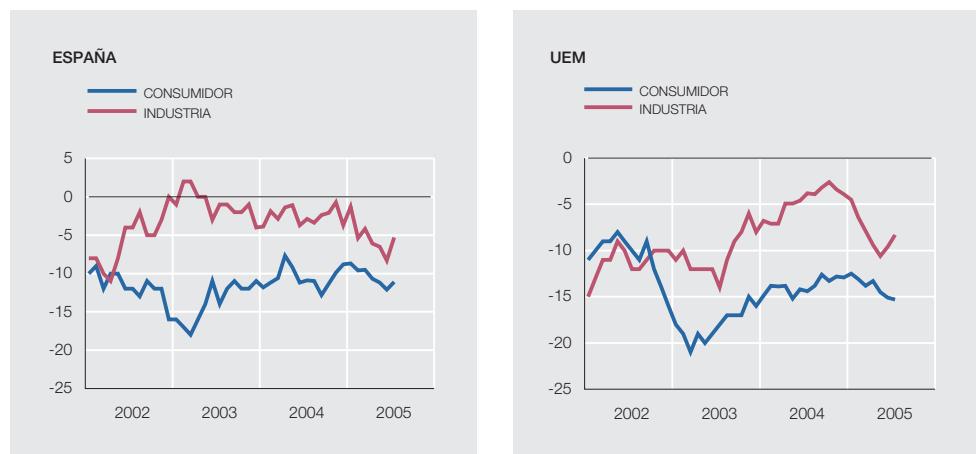
FUENTES: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

los que ha registrado desde el inicio del año, se produce en un contexto de notable dinamismo de la economía mundial, que, aunque ha tendido a desacelerarse en relación con el fuerte ritmo de avance que experimentó en 2004 (5,1%), lo ha hecho en menor medida de lo esperado. En concreto, la economía estadounidense ha registrado un crecimiento robusto en los primeros meses del año. Entre las economías asiáticas, China e India han registrado avances de la actividad al menos tan altos como los observados en 2004, mientras que el crecimiento de Japón en el primer trimestre también ha sorprendido al alza, aunque sin alcanzar los niveles de principios de 2004. Sin embargo, en el Sudeste asiático se ha observado una desaceleración de la actividad, condicionada por un debilitamiento de las exportaciones. También América Latina ha visto reducir su crecimiento en los primeros meses del año, debido a la menor aportación de la demanda externa y a la moderación de la demanda interna; no obstante, el crecimiento del PIB en el conjunto de la región se sitúa en torno al 4%. En cualquier caso, la desaceleración parece más consolidada en los nuevos Estados miembros de la UE y en el Reino Unido, mientras que en la UEM el crecimiento continúa estancado en tasas reducidas.

Las políticas económicas siguen siendo globalmente alejadoras del crecimiento, dada la moderación general de las tasas de inflación, aunque se aprecian diferencias de tono según la situación más o menos expansiva de las economías. En concreto, la Reserva Federal ha anunciado subidas sucesivas del tipo de interés de los fondos federales, sin que ello haya supuesto todavía un endurecimiento claro de las condiciones monetarias. Así, los tipos de interés a largo plazo han permanecido en niveles muy reducidos, que se han transmitido a las condiciones de financiación de los mercados internacionales, dando lugar a una reducción general de las primas de riesgo y a un descenso de los diferenciales de la deuda soberana. A su vez, los mercados de valores han registrado subidas moderadas, que han sido más significativas en la UEM.

A pesar de los resultados relativamente buenos de la economía mundial al comienzo de 2005, los riesgos sobre el escenario internacional a corto y medio plazo se han ido acentuando. Así, los desequilibrios globales y, en particular, el déficit exterior americano han seguido ampliándose, y la apreciación experimentada por el dólar desde el inicio de 2005 tiende a dificultar una absorción suave. Cabe mencionar, además, la posibilidad de que los tipos de interés a largo plazo terminen repuntando, reduciendo la holgura de las condiciones de financiación.

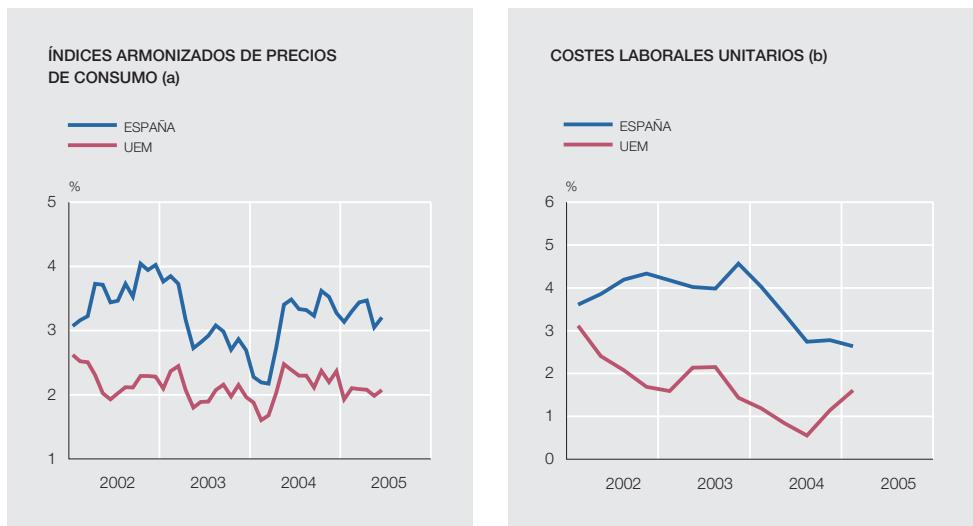


FUENTE: Comisión Europea.

Por último, el fuerte aumento del precio del petróleo y su elevada volatilidad han venido acompañados de un aumento de los riesgos, tanto al alza como a la baja, sobre su evolución futura. Aunque la incertidumbre asociada al precio del petróleo es muy amplia, el impacto de sus movimientos sobre la actividad global podría ser comparativamente moderado, dados sus efectos en el período más reciente.

Como viene sucediendo desde hace más de cuatro trimestres, la evolución de la actividad en la zona del euro en la primera mitad de 2005 ha seguido evidenciando una notable debilidad. El crecimiento del primer trimestre, un 0,5% intertrimestral, aparentemente mejor que el de la segunda mitad de 2004, vino afectado por un ajuste estadístico en las cifras alemanas, que, una vez tenido en cuenta, vuelve a poner de manifiesto el escaso pulso de la demanda interna europea, acompañada, en esta ocasión, por unos resultados negativos de las exportaciones, que también se observaron en otras áreas geográficas. La información coyuntural del segundo trimestre y las proyecciones disponibles sobre el avance del PIB en ese período apuntan hacia un mantenimiento de la atonía del producto, aunque con una composición algo más favorable, al incorporar un mayor avance de la demanda interna y un cierto repunte de la importación. Los indicadores de consumo siguen mostrando, sin embargo, un tono deprimido, que refleja el bajo nivel de confianza con el que toman sus decisiones de gasto los hogares (véase gráfico 2). Por países, persisten comportamientos diferenciales significativos, siendo las economías con mayor peso en la zona —notablemente Italia, Alemania y, en menor medida, Francia— las que siguen mostrando peores registros.

Por lo que se refiere a la inflación en la zona del euro, esta se mantuvo en el 2,1% a lo largo del segundo trimestre, sostenida por el avance de los precios energéticos, en tanto que la inflación subyacente, medida por los componentes menos variables del IAPC, se situó en niveles mucho más moderados (véase gráfico 3). Las perspectivas de crecimiento de los precios de consumo hasta fin de año son de estabilidad en torno a los niveles actuales, en un contexto de precios del petróleo todavía elevados. No obstante, aunque no cabe excluir la transmisión de los aumentos de precios de la energía a los de otros productos relacionados, no hay indicios de que vayan a producirse efectos generales de segunda vuelta sobre precios y salarios, que impidan el retorno de la tasa de inflación a cotas inferiores al 2% a lo largo del próximo año. De hecho, el comportamiento de los salarios continúa siendo muy moderado. En estas circunstancias, el Consejo de Gobierno del BCE ha mantenido estables los tipos de interés oficiales, entendiendo que los niveles actuales son compatibles con la estabilidad de precios y coherentes con el moderado crecimiento de la actividad económica. De esta forma,



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo e Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas de variación interanual.

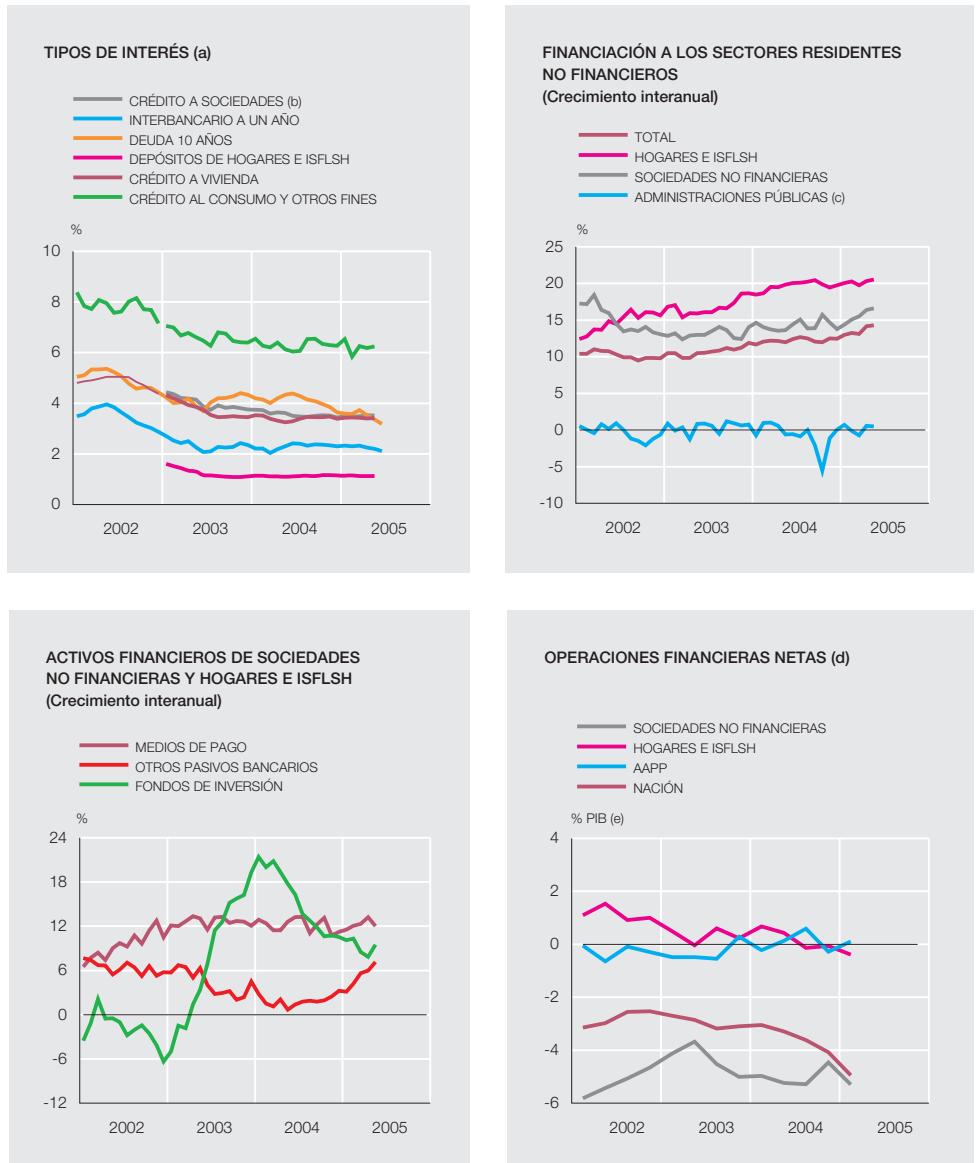
b. Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

los tipos de interés, tanto nominales como reales, permanecen en mínimos históricos, dotando de un tono relajado a las condiciones monetarias y financieras de la zona.

Aunque con diferencias importantes entre países, la evolución conjunta de las finanzas públicas en la UEM muestra las dificultades existentes para el cumplimiento de las reglas fiscales vigentes, en el contexto actual de bajo crecimiento. El grado de cumplimiento de los objetivos fiscales fijados en los programas de estabilidad sigue siendo reducido y existe un número significativo de países —entre ellos, Alemania, Francia e Italia— inmersos en distintas fases de los procedimientos de déficit excesivo. Los cambios introducidos por el Consejo Europeo de marzo en la aplicación de las reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento están ya en vigor, si bien aún es pronto para valorar si la mayor flexibilidad que incorporan las nuevas normas viene acompañada de una aplicación suficientemente estricta, tal y como requiere el correcto funcionamiento de la Unión Monetaria.

Las condiciones monetarias y financieras holgadas vigentes en la zona del euro, la buena situación financiera de las empresas europeas y la menor presión sobre los sectores más abiertos al comercio internacional, dada la evolución reciente de los mercados cambiarios, configuran una situación favorable para que la economía de la zona recupere ritmos de crecimiento más acordes con su potencial. No obstante, no cabe excluir que el bajo nivel de confianza que siguen mostrando los consumidores y las empresas continúe frenando la recuperación, o que aquellos elementos de carácter más estructural que han venido limitando esa recuperación sigan ejerciendo un efecto similar. Por ello es importante que, en la línea marcada y asumida por el Consejo Europeo y la Comisión, los Gobiernos de los países miembros lleven a cabo las medidas necesarias para solventar los problemas estructurales de sus economías, que subyacen al bajo crecimiento.

Ajena, en buena medida, a las tendencias mostradas por las economías centrales de la UEM, la economía española experimentó un crecimiento elevado y ligeramente ascendente a lo largo de 2004 y el primer trimestre de 2005. Como se ha señalado al comienzo de este Informe, a partir de los indicadores disponibles se estima que esa tendencia se mantuvo en el



FUENTE: Banco de España.

- Para los tipos bancarios, en enero de 2003, se produce una discontinuidad en las series por cambios en los requerimientos estadísticos de recopilación de los datos.
- Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.
- Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- Datos acumulados de cuatro trimestres.
- CNE, base 2000.

segundo trimestre del año, situando el incremento interanual del PIB en una tasa del 3,4%. A pesar de que la demanda interna tendió a frenar la fuerte aceleración experimentada en los trimestres anteriores y la demanda neta contuvo su deterioro, no se aprecian cambios importantes en los determinantes básicos del crecimiento. Estos siguen girando en torno a la holgura de las condiciones monetarias y financieras, apoyada en nuevas revalorizaciones de la riqueza de los hogares, al crecimiento del empleo, que sostiene su renta disponible, y a la expansión de la economía mundial, que contribuye a elevar las expectativas de demanda de las empresas. Por otra parte, aunque se siguen observando pérdidas de competitividad precio y coste, en un contexto de ganancias todavía reducidas de producti-

vidad, la evolución del tipo de cambio ha reducido la intensidad de las presiones sobre los sectores más expuestos a la competencia.

El fuerte dinamismo que ha mostrado el consumo de las familias desde mediados de 2004 —por encima del 4,5%— ha superado ampliamente el avance estimado de su renta disponible, dando lugar a un sensible recorte de la tasa de ahorro. Este comportamiento está vinculado a los potentes efectos que está teniendo sobre el gasto de los hogares la revalorización de su riqueza, impulsada por el incremento de los precios de los activos inmobiliarios —que, a pesar de haberse moderado algo en el segundo trimestre, no muestran todavía signos de cambio de tendencia y continúan avanzando a tasas de dos dígitos— y, más recientemente, por la subida de los mercados de valores. Por su parte, la inversión residencial, impulsada adicionalmente por el bajo coste de la financiación hipotecaria, apenas ha moderado su crecimiento, como confirman las tasas de aumento de la financiación recibida por los hogares para este fin, que superan el 24%. De esta forma, se estima que las familias han seguido ampliando su posición de demandantes netos de financiación en la parte transcurrida de 2005, a la vez que su ratio de endeudamiento se ha incrementado nuevamente.

La rápida aceleración registrada por la inversión en equipo a lo largo del año pasado está en consonancia con las buenas condiciones existentes para el desarrollo de nuevos proyectos de inversión, en un contexto en el que el coste de algunos tipos de financiación ha tendido incluso a reducirse, lo que explica que las empresas hayan elevado el crecimiento de los flujos de financiación ajena hasta tasas del 16% (véase gráfico 4). No obstante, la información disponible sobre el comportamiento de este componente del gasto en los meses más recientes apuntaría a un cierto freno en el impulso acelerador, compatible con el mantenimiento de tasas de crecimiento interanual elevadas. La continuidad del repunte inversor está ligada en buena medida al avance de la demanda interna de consumo y construcción, pero también está vinculada a las expectativas de crecimiento de los mercados exteriores y a la capacidad de las empresas para mantenerse en ellos.

En este sentido, la recuperación que se ha observado en las exportaciones de bienes del segundo trimestre, tras los resultados tan negativos obtenidos entre enero y marzo, viene a apoyar la percepción de que la caída de las ventas al exterior del primer trimestre fue debida, en parte, a un retroceso general de los flujos de comercio y no únicamente a un deterioro adicional de la capacidad de los productos españoles para mantener su posición en los mercados exteriores. La depreciación del euro en la primera mitad de 2005 también ha ayudado a la mejora de las exportaciones, que se ha extendido al turismo. A su vez, las importaciones se han visto impulsadas por el crecimiento de la demanda, muy intensivo en bienes de equipo, si bien la evolución del tipo de cambio está frenando su creciente ritmo de penetración en el mercado interior. En definitiva, los datos disponibles apuntan hacia una menor detacción de la demanda exterior neta en el segundo trimestre, que no obstante seguiría siendo muy intensa. En cualquier caso, el crecimiento de las exportaciones se mantiene por debajo del que experimentan los mercados y el desequilibrio exterior se está ampliando con rapidez, tendencias ambas que tienden a confirmar que las pérdidas de competitividad acumuladas están incidiendo sobre la capacidad para generar valor añadido en la economía.

La fortaleza de la inversión residencial y el empuje que experimenta la inversión pública explican que la construcción sea la rama de actividad más dinámica, con avances de su valor añadido en el entorno del 5,5% durante la primera mitad del año. Igualmente, el dinamismo del consumo estaría, en parte, detrás del crecimiento de los servicios de mercado. En estas dos ramas se concentra el empuje de la actividad, mientras que la industria viene comportándose con una marcada atonía, acorde con las presiones competitivas a las que se está viendo so-

metida. Desde el punto de vista de la creación de empleo, se aprecia una evolución aún más diferenciada por actividades productivas, que tiene su reflejo en la productividad aparente del trabajo. Así, en la construcción y los servicios de mercado el producto por ocupado apenas está aumentando o incluso disminuye (como es el caso de la construcción), mientras que en la industria, con un retroceso del empleo, las ganancias de productividad están siendo elevadas. Como han confirmado los datos de la EPA recientemente publicados, el crecimiento del empleo se ha intensificado en los dos primeros trimestres de 2005, tanto a nivel de la economía en su conjunto como de la economía de mercado, en línea con lo sucedido con el valor añadido, manteniendo el ritmo de aumento de la productividad en tasas muy reducidas, inferiores al 0,5%.

Dentro de la evolución más moderada de los salarios que han puesto de manifiesto los nuevos datos de la CNE 2000 —reflejando la existencia de efectos de composición significativos, debidos a la fuerte creación de empleo en ocupaciones con niveles salariales reducidos—, la información disponible sobre la fijación de salarios en 2005 apunta hacia una aceleración. Este mayor crecimiento salarial viene determinado, por un lado, por el impacto de las cláusulas de salvaguarda de los convenios de 2004 y, por otro lado, por el repunte que se percibe en las subidas salariales pactadas en los convenios de nueva firma, que se sitúan en el 3,4%, si bien estos convenios afectan todavía a un número reducido de asalariados. El incremento de la remuneración, combinado con el escaso avance de la productividad, supone mantener un ritmo de avance de los costes laborales unitarios claramente superior a los que experimentan los países de nuestro entorno.

La evolución de los precios apunta igualmente al mantenimiento de un diferencial de inflación significativo. Aunque el IPC se ha desacelerado ligeramente en el conjunto del segundo trimestre, su tasa interanual de crecimiento permanece por encima del 3%. Esto, en parte, es debido al impacto alcista del encarecimiento de la energía, pero refleja también el comportamiento inercial de los precios de los servicios, que apenas han modificado su ritmo de crecimiento en los últimos años: en junio su incremento interanual fue del 3,7%, similar al registrado en media anual en los dos años anteriores. En esta situación, la moderación experimentada por los precios de los bienes de consumo, como consecuencia de la entrada de importaciones de precio reducido, solo se ha traducido en una mayor dualidad entre las inflaciones registradas por los sectores expuestos y no expuestos a la competencia.

Sin duda, parte del crecimiento diferencial experimentado por los costes y los precios en España es atribuible a la fortaleza de la demanda. Esta misma fortaleza estaría detrás del notable incremento que están experimentando los ingresos públicos en la primera mitad del año, según se desprende de las cifras de ejecución presupuestaria del Estado. De hecho, estas cifras serían compatibles con la consecución de un superávit de las AAPP mayor que el previsto al final del año, aun manteniendo un tono neutral de la política fiscal. En estas circunstancias, sin embargo, y dadas las presiones que la notable expansión de la demanda interior está ejerciendo sobre el aparato productivo, resulta fundamental que la política fiscal mantenga un carácter estabilizador del gasto y contribuya a una moderación ordenada del mismo.

La evolución de la economía española en la primera parte de 2005 apenas muestra cambios en relación con las tendencias que ha venido manifestando con anterioridad. En particular, no se aprecian todavía signos de corrección de los desequilibrios que ha venido acumulando en los últimos años. En esta situación, es importante que el diseño de la política económica siga orientado, por una parte, a preservar la estabilidad macroeconómica y, por otra, a reforzar el potencial del crecimiento a largo plazo, mediante una estrategia de reformas orientada al fomento de la productividad y a la mejora de las bases competitivas de la economía. En este

ámbito, el Gobierno presentó a finales de junio el Programa Ingenio 2010, que comprende una amplia gama de actuaciones diseñadas para impulsar las actividades de I+D+i y el desarrollo de la sociedad de la información, en línea con los objetivos de la Agenda de Lisboa. Como es sabido, en estas dos esferas la economía española acumula un cierto desfase con respecto a los niveles que se observan en los países europeos más avanzados, y su despegue definitivo constituye un determinante fundamental para el logro de avances de calado en el crecimiento de la productividad.

## 2 Entorno exterior del área del euro

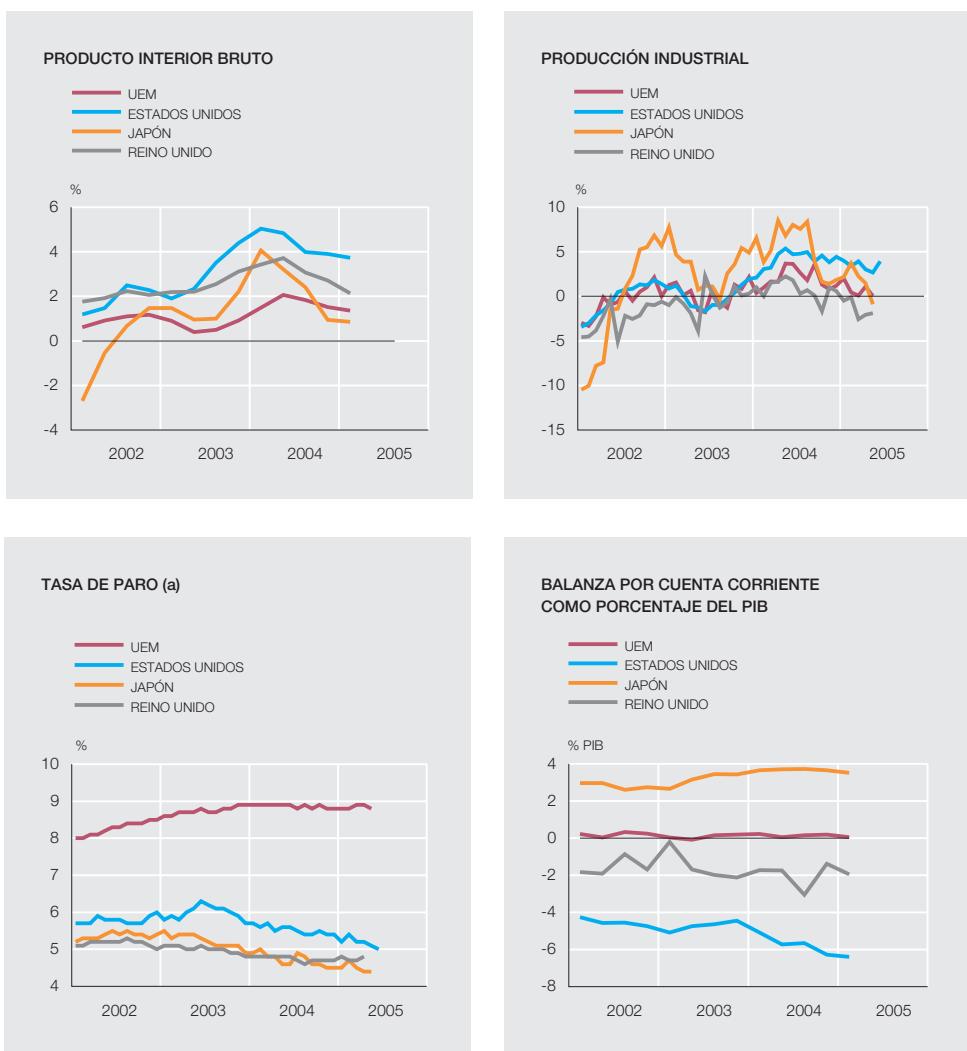
En el segundo trimestre de 2005, el panorama económico internacional se vio afectado por el encarecimiento y la elevada volatilidad del precio del petróleo. Tras iniciar el trimestre con una cotización superior a los 55 dólares por barril, el precio del barril tipo Brent descendió hasta 48 dólares a mediados de mayo, para posteriormente aumentar más de un 25%, hasta alcanzar un máximo histórico —60 dólares por barril— en la primera semana de julio. Esta alza del precio se explicaría por las expectativas de un incremento de la demanda de crudo en la segunda mitad del año y la limitada capacidad excedente de producción y refino. Además, los precios de los contratos a futuro siguieron por encima del precio al contado para un horizonte cada vez más largo, que ya alcanza los 24 meses.

En cuanto a la evolución financiera internacional, destacó la fortaleza del dólar, que resultó particularmente acusada frente al euro, en un contexto económico caracterizado por el sostenido ritmo de actividad de la economía norteamericana, frente al moderado crecimiento y el deterioro de las perspectivas en la zona del euro. En EEUU, la Reserva Federal elevó a finales de junio un cuarto de punto más el tipo de interés oficial, hasta alcanzar el 3,25%; en su comunicado, dio señales de que el proceso de subidas de tipos continuaría en los próximos meses, por lo que las expectativas del mercado descuentan un tipo de referencia entre el 3,75% y el 4% a finales de año. A su vez, los tipos de interés a largo plazo en EEUU siguieron descendiendo hasta finales de junio, aunque después repuntaron moderadamente. Los diferenciales de los bonos corporativos de baja calificación crediticia tendieron a reducirse, tras el fuerte incremento del trimestre anterior, en buena parte derivado de la crisis del sector de automoción, en tanto que las bolsas registraron ganancias generalizadas en el trimestre, aunque moderadas. Por su parte, los mercados emergentes mantuvieron también un comportamiento positivo, sobre todo en las economías de los nuevos miembros de la UE, lo que se reflejó en una reducción generalizada de los diferenciales de los bonos soberanos y en ganancias en las bolsas en la mayoría de los países.

En *Estados Unidos*, el PIB del primer trimestre del año se incrementó un 3,8% en tasa intertrimestral anualizada, tras revisarse al alza respecto a las dos primeras estimaciones. Esto supuso un aumento igual al del último trimestre de 2004. En términos interanuales, este crecimiento supuso un 3,7% interanual, frente al 3,9% del trimestre anterior. La composición, respecto al trimestre anterior, no resulta muy favorable, a tenor de la fuerte desaceleración de la inversión empresarial y el menor vigor del consumo privado, si bien la contribución del sector exterior fue menos negativa. Los indicadores del segundo trimestre dieron muestras de un cierto bache en la actividad hasta finales de mayo, que pudo estar influido por el encarecimiento de los precios de los hidrocarburos. En junio, sin embargo, se produjo una mejoría generalizada de los indicadores, tales como la producción industrial, las encuestas de directores de compras de manufacturas y servicios, los pedidos de bienes duraderos y las ventas al por menor. Los últimos datos de empleo de junio, sin ser extraordinarios, dan muestras de la recuperación del mercado de trabajo; de hecho, la tasa de paro alcanzó el 5%, la menor de los últimos cuatro años. El índice de precios de consumo se ha movido al compás de los precios energéticos: tras repuntar en abril, se redujo paulatinamente, hasta alcanzar en junio el 2,5% interanual. La tasa subyacente, sin embargo, se ha mantenido en niveles moderados, situándose en el 2% en junio. Finalmente, los desequilibrios de la economía norteamericana persisten, aunque la situación fiscal ha mejorado. Así, el Gobierno ha revisado a la baja la previsión de déficit federal para el año fiscal 2005, desde el 3,5% del PIB hasta el 2,7%, gracias a la favorable evolución de los ingresos y a la contención del gasto público. El déficit comercial acumulado hasta mayo creció un 20% interanual y, pese al buen

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS  
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5

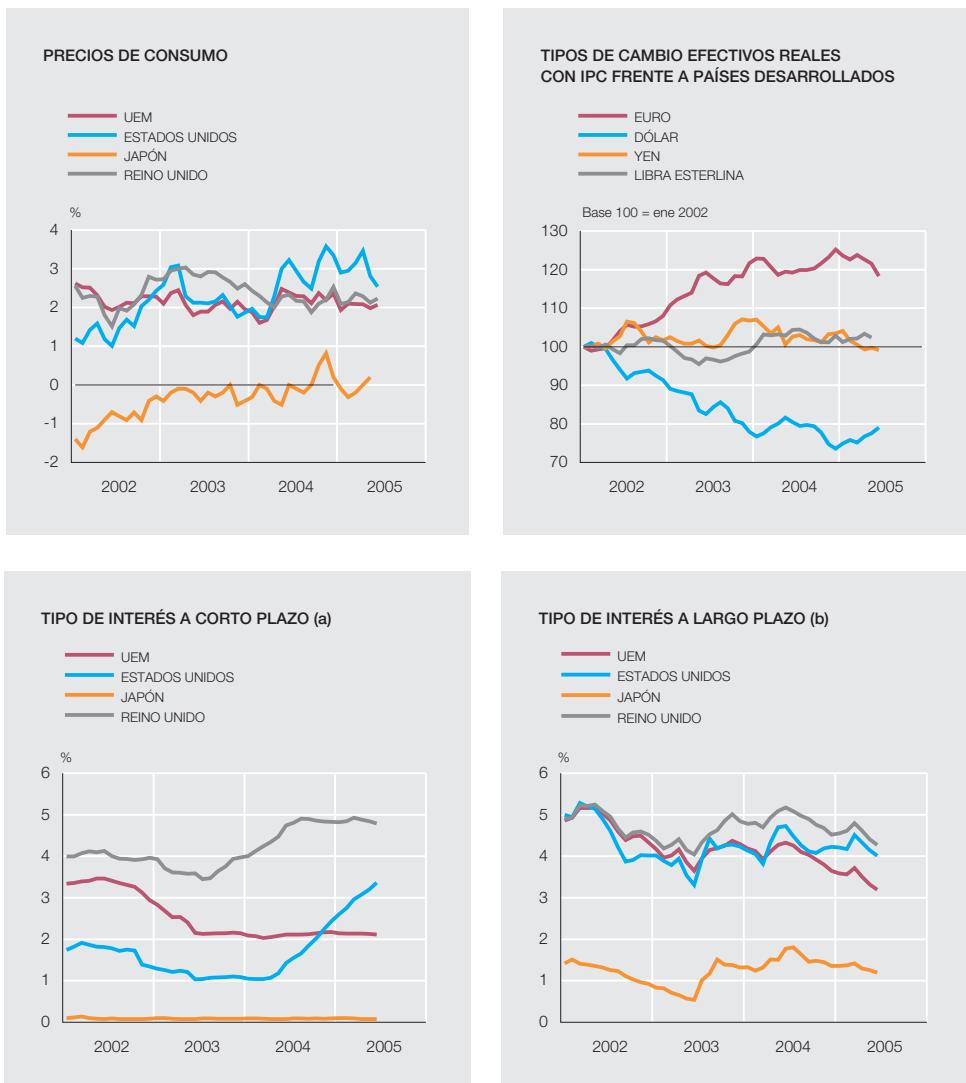


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

dato de mayo, no parece tener visos de reducirse, máxime en un contexto de fortaleza del dólar.

En Japón, se produjo una fuerte e inesperada aceleración del crecimiento en el primer trimestre del año, que supuso una variación interanual del PIB del 1,3% —frente al 0,6% en el cuarto trimestre—, equivalente al 4,9% en términos trimestrales anualizados (frente al 0,2% del trimestre anterior). Este dinamismo se sustentó en una positiva evolución de la inversión y del consumo privados, que contrarrestó la pérdida de fuelle de la demanda externa. Los indicadores del segundo trimestre son ambivalentes, por lo que no se espera un crecimiento tan fuerte como el del primer trimestre. Por el lado de la oferta, la producción industrial se desaceleró hasta mayo, mientras que los índices sintéticos de actividad se recuperaron levemente en mayo, y la confianza de las grandes empresas manufactureras (según la Encuesta Tankan) mejoró en el segundo trimestre. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor han tenido una evolución errática, y la renta de las familias cayó en mayo. En cambio, la evolución del mercado de trabajo en mayo fue favorable, con una creación de empleo del 0,7% interanual, después de tasas nulas o negativas, en tanto que la tasa de paro se situó en el 4,4%,



FUENTE: Banco de España.

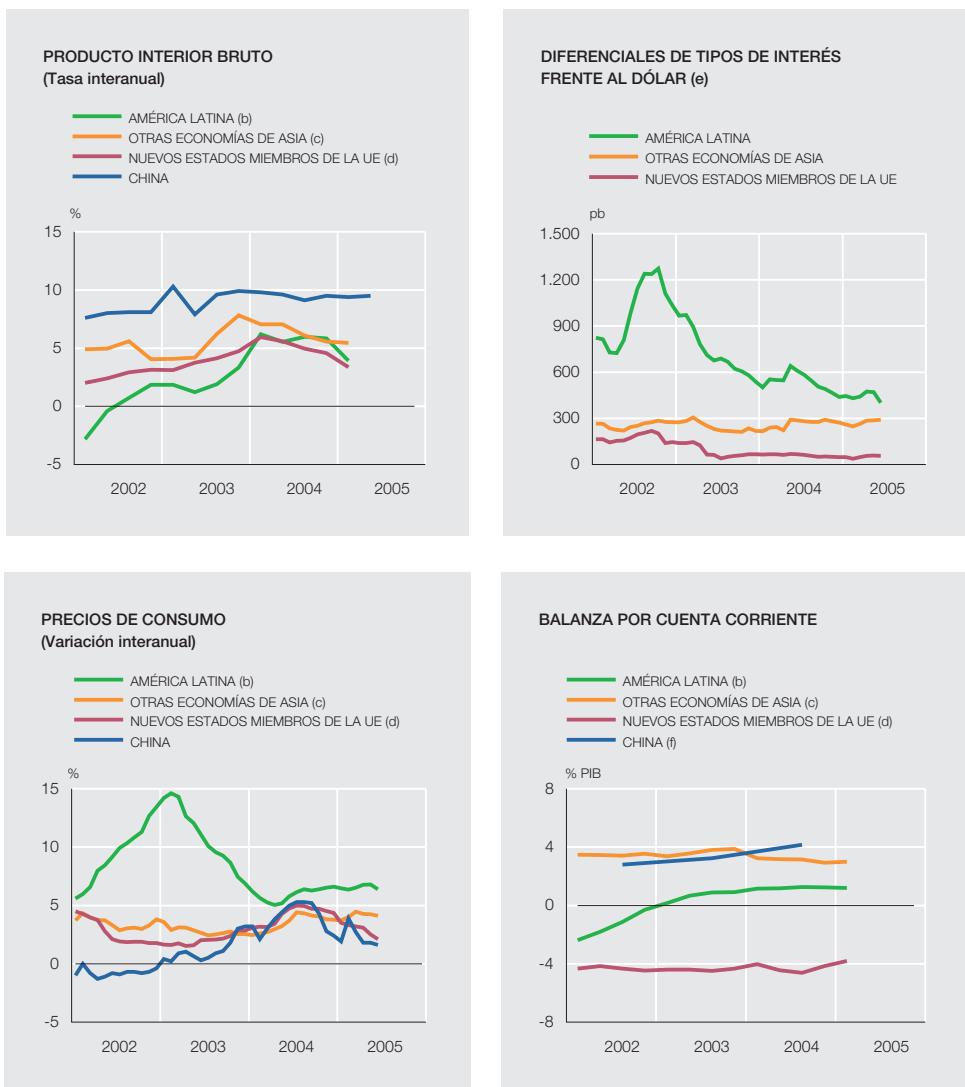
a. Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.  
 b. Rendimientos de la deuda pública a diez años.

el mínimo de los últimos seis años. Uno de los aspectos más negativos fue, sin embargo, la debilidad del sector exterior. Las exportaciones se desaceleraron fuertemente en mayo, a pesar de la depreciación del yen; a su vez, las importaciones se aceleraron hasta el 21,2% en dicho mes, en línea con el encarecimiento del petróleo. Por último, las presiones deflacionistas parecen haber cedido en el trimestre. En mayo, el índice de los precios de consumo alcanzó el 0,2% interanual, frente al 0% de abril y las tasas negativas de los meses anteriores. Por su parte, la tasa subyacente llegó al 0% en mayo, frente el -0,2% del mes anterior. En este contexto, el Banco de Japón confirmó que mantendrá el objetivo actual de reservas bancarias, aunque permitirá desviaciones puntuales para ajustar las necesidades de liquidez del sistema.

En el *Reino Unido*, se ha producido una clara desaceleración de la actividad en el primer semestre del año. La primera estimación del PIB del segundo trimestre señala un crecimiento del 1,7% interanual, frente al 2,1% del primer trimestre y el 2,7% del cuarto trimestre de 2004 (1,5% trimestral anualizado, frente al 1,5% y al 2,2% de los trimestres anteriores). Los datos del primer trimestre, los últimos desagregados por componentes de la demanda, mostraron que esta desaceleración se debió, principalmente, al menor crecimiento del consumo privado

**ECONOMÍAS EMERGENTES:  
PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS (a)**

GRÁFICO 7



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

a. El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.  
 b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.  
 c. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.  
 d. Letonia, Lituania, Estonia, Chequia, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.  
 e. Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia. El agregado de Asia no incluye China.  
 f. Datos anuales.

y al mayor retramiento de la demanda exterior. Pese a la ligera mejoría de algunos indicadores en junio, los datos del segundo trimestre confirman que la desaceleración se habría prolongado. Por el lado de los precios, la tasa de inflación, medida por el IPC armonizado, aumentó de nuevo, desde el 1,9% de mayo hasta el 2% de junio, lo que coincide con el objetivo del Banco de Inglaterra. Los precios de la vivienda siguieron desacelerándose en junio, hasta alcanzar tasas de entre el 2% y el 4% de crecimiento anual para los principales índices. En este contexto, el mercado descuenta una rebaja del tipo de interés oficial en la próxima reunión del Banco de Inglaterra, tras haberse mantenido constante en el 4,75% desde el mes de agosto de 2004.

En los *nuevos Estados miembros de la UE*, se desaceleró el crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2005, por el menor dinamismo de la demanda interna. La desaceleración fue más

acusada en Polonia, Hungría y Eslovenia. No obstante, los indicadores parciales correspondientes al segundo trimestre apuntarían a una recuperación del crecimiento, a tenor de los buenos datos de producción industrial y de ventas al por menor. La situación de las finanzas públicas varía mucho por países: es especialmente preocupante en Hungría y favorable en la República Checa y Eslovaquia. En cuanto a la inflación, la evolución del índice de precios de consumo fue muy favorable, aunque en junio se produjo un repunte en algunos países. El buen comportamiento de los precios y la desaceleración económica en el primer trimestre permitieron reducir los tipos de interés oficiales en los principales países (Hungría, Polonia y la República Checa). Por último, cabe señalar que el 2 de mayo se incorporaron al Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC II) las monedas de Chipre, Letonia y Malta. En general, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron estables en torno a su paridad central, sin tensiones significativas.

En *Asia*, destacó de nuevo el fuerte dinamismo de la economía china, que creció un 9,5% interanual en el segundo trimestre de 2005, una décima más que en el primero y por encima de las previsiones oficiales. Los indicadores de actividad, especialmente la producción industrial y la inversión en activos fijos y, en menor medida, las ventas al por menor, confirmaron ese dinamismo. El superávit de la balanza comercial se ha ido ampliando a lo largo del año, hasta alcanzar los 9,7 mm de dólares en junio. El motivo es la desaceleración de las importaciones, hasta tasas de alrededor del 15% interanual, a la vez que las exportaciones han seguido creciendo a tasas del 30%. A pesar del vigor de la actividad y del incremento de los precios de producción, debido al encarecimiento del petróleo, la desaceleración de los precios de los alimentos contribuyó a que el índice de precios al consumo se redujera en los últimos meses, hasta el 1,6% interanual en junio. Además, recientemente, las autoridades chinas han anunciado la reforma del régimen cambiario del renminbi, al ligarlo formalmente a una cesta de divisas con una paridad central inicial de 8,11 yuanes por dólar y unas bandas de fluctuación del 0,3%, lo que supone una revaluación del 2,1% respecto al dólar. En el resto de economías de la región, India aceleró su crecimiento en el primer trimestre, hasta un 7% interanual, mientras que en el Sudeste asiático se ralentizó el crecimiento, especialmente en Tailandia y Filipinas. Cabe destacar que la desaceleración de las exportaciones en el segundo trimestre ha sido relativamente generalizada en el Sudeste asiático, lo que apuntaría a una cierta persistencia de la moderación del crecimiento.

En *América Latina*, se produjo una notable desaceleración del crecimiento en el primer trimestre, hasta el 4%, desde el 5,8% con el que concluyó 2004. Aunque en parte se explica por un efecto base, hay que señalar la pérdida de dinamismo de la demanda externa —que detrajo casi un punto porcentual al crecimiento— y la moderación del ritmo de expansión de la demanda interna. La disminución del crecimiento fue particularmente intensa en Brasil y México. No obstante, los indicadores para el segundo trimestre fueron relativamente favorables, por lo que no se espera que la desaceleración se intensifique. Por otro lado, el repunte de la inflación, que había propiciado una continuación del ciclo alcista de tipos de interés, ha mostrado síntomas de moderación, especialmente en Brasil y México, lo que ha permitido a estos países suavizar su política monetaria. Los indicadores financieros tuvieron un buen comportamiento, a pesar de las turbulencias de carácter político que afectaron a algunos países.

En el segundo trimestre, el pulso de la actividad económica —y, en particular, de la demanda interna— en el área del euro permaneció débil, en línea con las tendencias que se venían detectando desde el segundo semestre de 2004. La información disponible más reciente referida a dicho trimestre apunta en su conjunto hacia una moderación del crecimiento del PIB, que responde solo en parte a la reversión de efectos-calendario que tendieron a incrementar las cifras del primer trimestre. Más a medio plazo, las favorables condiciones monetarias y financieras existentes, junto con un crecimiento relativamente intenso del comercio mundial, deberían permitir el inicio de una recuperación sostenida de la actividad económica. Los principales elementos de incertidumbre en este escenario de fortalecimiento progresivo de la actividad provienen de la persistencia de elevados precios del petróleo, de la posibilidad de una corrección brusca de los desequilibrios globales existentes y de los bajos niveles de confianza de consumidores y empresas.

Por lo que respecta a la inflación, la coyuntura a corto plazo ha venido condicionada por la materialización de los riegos apuntados en trimestres anteriores en torno a la evolución del precio del petróleo, que a finales del mes de junio llegó a alcanzar los 59 dólares por barril de Brent. El efecto combinado de los elevados precios del petróleo y, en menor medida, la depreciación más reciente del tipo de cambio pueden hacer que la inflación del área no se reduzca por debajo del 2% en lo que queda de 2005. Más a medio plazo, las expectativas inflacionistas permanecen contenidas, como consecuencia, en gran parte, de la moderación de los aumentos salariales en un contexto de modesto crecimiento y debilidad del mercado de trabajo. El elemento de mayor incertidumbre sobre la evolución futura de los precios está relacionado con la trayectoria que siga el precio del petróleo.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE ha mantenido estables los tipos oficiales, estimando que estos solo serán coherentes con las favorables perspectivas de mantenimiento de la estabilidad de precios en un contexto de relativa debilidad de la actividad económica.

Por último, el rechazo de Francia y Holanda a la Constitución Europea y los atentados terroristas del 7 de julio en Londres no parecen haber tenido gran repercusión sobre los mercados financieros y cambiarios, si bien el resultado de los referendos parece haber contribuido a la moderada depreciación observada en el tipo de cambio del euro.

#### 3.1 Evolución económica

De acuerdo con la estimación de la Contabilidad Nacional del área del euro correspondiente al primer trimestre de 2005, el producto interior bruto se incrementó un 0,5% en relación con los tres meses previos (véase cuadro 1), superando así el crecimiento registrado en los dos trimestres precedentes. Esta aceleración viene explicada por dos factores que sugieren que no nos encontramos todavía al inicio de una fase de crecimiento más sostenida: los efectos de un ajuste estadístico que afectó a la principal economía del área y la reducción de las importaciones. La aportación de la demanda interna excluidas las existencias fue de solo una décima —después de haber crecido al 0,6% intertrimestral en el cuarto trimestre de 2004—, como resultado del moderado crecimiento del consumo privado y el retroceso experimentado por la formación bruta de capital fijo. El mal comportamiento de este último componente fue consecuencia del notable deterioro de la inversión en construcción, debido, en gran parte, a las malas condiciones meteorológicas en Alemania, mientras que la inversión en equipo registró una tasa de crecimiento del 0,5%, superior a la tasa del trimestre anterior. En

	2003		2004			2005		
	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR (a)	III TR (b)
PIB								
Crecimiento interanual	0,9	1,5	2,1	1,8	1,5	1,4		
Crecimiento intertrimestral	0,5	0,6	0,5	0,3	0,2	0,5		
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,1; 0,5)	(0,2; 0,6)
IPI (d)	1,4	1,1	2,9	2,6	1,1	1,0	0,5	
Sentimiento económico	97,6	98,6	99,9	100,6	100,9	99,0	96,3	
Confianza industrial	-8,0	-7,0	-5,0	-3,7	-3,3	-6,3	-10,0	
PMI manufacturas	52,0	52,8	54,4	53,9	51,4	51,4	49,3	
Confianza servicios	10,7	11,3	11,7	12,0	11,0	10,7	9,0	
PMI servicios	56,7	56,0	55,2	54,4	52,9	53,1	53,1	
Tasa de paro	8,8	8,9	8,9	8,9	8,8	8,8	8,8	
Confianza consumidores	-16,0	-14,3	-14,3	-13,7	-13,0	-13,3	-14,3	
IAPC (d) (e)	2,0	1,7	2,4	2,1	2,4	2,1	2,1	
IPRI (d) (e)	0,9	0,4	2,4	3,3	3,6	4,3	3,5	
Precio del petróleo en \$ (e)	29,9	33,8	35,3	43,3	39,7	53,3	54,0	57,4
Préstamos al sector privado (d) (e)	5,5	5,4	6,1	6,5	7,1	7,6	7,6	
Rendimiento bonos a diez años UEM	4,4	4,2	4,4	4,2	3,8	3,7	3,4	3,3
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,05	-0,11	0,28	0,14	0,36	0,67	0,80	0,84
Tipo de cambio dólar/euro (e)	1,263	1,222	1,216	1,241	1,362	1,296	1,209	1,197
Apreciación / Depreciación del euro (e)	20,4	-3,2	-3,8	-1,7	7,8	-4,8	-11,2	-12,2
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	18,1	1,9	3,7	1,5	9,9	4,3	8,9	13,0

FUENTES: Eurostat, BCE y Banco de España.

a. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.

b. Información disponible hasta el día 19 de julio de 2005.

c. Previsiones de crecimiento intertrimestral.

d. Crecimiento interanual.

e. Datos de fin de período. Las variaciones del tipo de cambio y la bolsa son variaciones porcentuales acumuladas en el año.

el recuadro 1, se presenta la evolución de los distintos componentes de la formación bruta de capital fijo en el período reciente. Por su parte, el consumo público se mantuvo estable y la variación de existencias experimentó una aportación al crecimiento nula. Finalmente, el retroceso de las compras al exterior compensó el efecto de la caída de las exportaciones e impulsó la contribución del sector exterior al producto hasta los 0,4 pp, más de medio punto por encima de la aportación del trimestre final del ejercicio precedente (véase gráfico 8).

El detalle de la Contabilidad Nacional por países muestra que el mayor crecimiento que mostró la UEM en su conjunto en el primer trimestre del año se debió a la evolución de la economía alemana, ya que el resto de países registraron una tasa de crecimiento inferior o similar a la del trimestre anterior. Como ya se ha mencionado, en Alemania, la importante aceleración de la actividad, que creció un 1% intertrimestral (-0,1% en el cuarto trimestre de 2004), incorpora un sesgo al alza relacionado con un sobre-ajuste estadístico por días laborables en el último trimestre de 2004. Por componentes, esta recuperación se debió, al igual que en el área en su conjunto, a la notable disminución de las importaciones, que, junto con el dinamismo de las exportaciones, supuso que la aportación del saldo neto exterior se recuperara hasta los 1,6 pp, mientras que todos los componentes de la demanda interna cayeron. Francia experimentó una importante desaceleración del PIB, debido a la pérdida de fortaleza del consumo privado y público y de las exportaciones; Italia volvió a registrar una tasa de variación del producto negativa, del -0,5%, originada por la contribución nula de la demanda interna, y negativa de la demanda exterior, en la medida en que las exportaciones cayeron más que las importaciones.

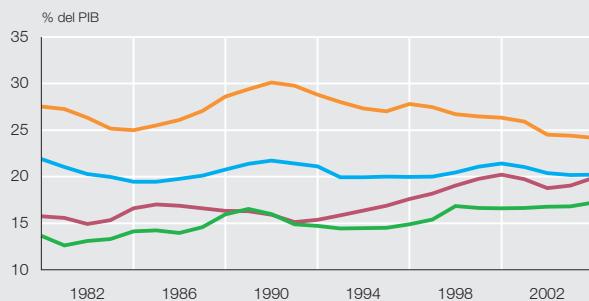
La formación bruta de capital fijo (FBCF) es un componente especialmente relevante del producto interior bruto, tanto en su evolución a corto plazo, dada la elevada volatilidad y el carácter procíclico que muestra, como en la determinación de su senda de largo plazo, que viene condicionada fuertemente por el stock de capital existente en la economía. Como se observa en el primer gráfico, en el caso de la UEM el peso de la FBCF en el PIB ha mostrado una gran estabilidad en los últimos decenios, y ha oscilado en torno al 20%. Ello contrasta con el comportamiento de esa variable en el resto de las principales economías. En efecto, tanto en Estados Unidos como en el Reino Unido, la FBCF ha mostrado una tendencia creciente, de forma que su peso en el producto se ha incrementado en unos cuatro puntos porcentuales desde comienzos de los años ochenta. Por el contrario, en Japón, tras experimentar un gran auge en la década de los ochenta, ha ido reduciendo progresivamente su importancia.

La FBCF engloba la adquisición de bienes de muy distinta naturaleza y es el resultado de decisiones de gasto de todos los sectores institucionales (sociedades, hogares y Administraciones Públicas), que responden también a factores muy diversos. Por ello, resulta útil analizar la importancia relativa y la evolución cíclica de los diferentes componentes de la FBCF, tanto en su desglose por tipo de bienes como por

tipo de agente inversor. Si se atiende a la clasificación por tipo de productos, cabe distinguir tres subagregados: bienes de equipo —que incluye maquinaria, equipos de transporte e informáticos—; construcción —que se desglosa en vivienda y otras construcciones (que incluye la obra pública y las construcciones adquiridas por las sociedades)—; y otros. Este último componente es más heterogéneo, ya que incluye desde las plantaciones agrícolas y la cabaña ganadera, hasta el software informático, las patentes y los originales de obras recreativas, literarias o artísticas. Como muestra de las divergencias observadas en el comportamiento de los tres grupos, sirva señalar que en el primer trimestre de 2005 la FBCF en la UEM registró una variación intertrimestral del -0,4%, que fue consecuencia de un descenso de la construcción del 1,3%, compensado por incrementos de la inversión en bienes de equipo y en otros bienes del 0,5% y del 0,8%, respectivamente. En el segundo gráfico se observan varios rasgos diferenciales en la evolución de los tres componentes. En primer lugar, se percibe que la evolución cíclica de la FBCF viene determinada en su mayor parte por el comportamiento de la inversión en bienes de equipo, cuyo peso en el PIB ha oscilado alrededor del 8%. En los otros dos componentes de la FBCF, la variabilidad cíclica es menor y ambos parecen mostrar un comportamiento tendencial, si bien de signo contrario. Así, la construcción ha perdido importancia de forma progresi-

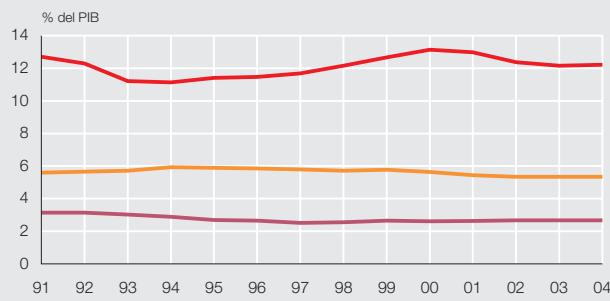
#### 1. FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO

— EEUU  
— JAPÓN  
— REINO UNIDO  
— UEM



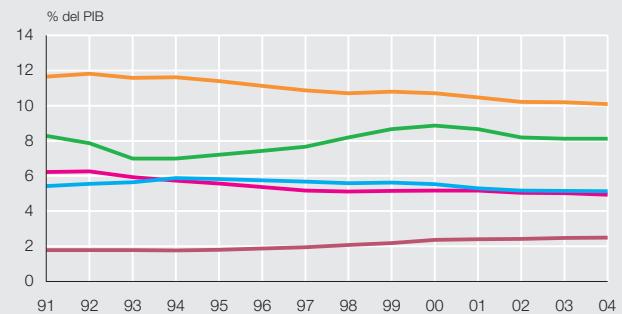
#### 3. FBCF: DESGLOSE POR SECTORES

— PRIVADA RESIDENCIAL  
— PRIVADA NO RESIDENCIAL  
— PÚBLICA



#### 2. FBCF: DESGLOSE POR TIPO DE BIENES

— CONSTRUCCIÓN  
— BIENES DE EQUIPO  
— OTROS  
— OTRAS CONSTRUCCIONES  
— VIVIENDA



#### 4. FBCF: EVOLUCIÓN RECENTE

— OTROS / PÚBLICA (a)  
— CONSTRUCCIÓN / PRIVADA RESIDENCIAL (a)  
— BIENES DE EQUIPO / PRIVADA NO RESIDENCIAL (a)  
— FBCF (b)



FUENTES: Eurostat y OCDE.

a. Contribución a la variación acumulada de la FBCF en cada período.  
b. Variación porcentual acumulada en los períodos señalados

va, con un descenso de su participación en el PIB de casi dos puntos porcentuales entre 1991 y 2004, hasta situarse en el 10%. El retroceso se ha producido tanto en el componente de vivienda como en el de otras construcciones. Por el contrario, la partida de otras inversiones muestra una mejora progresiva de su relevancia, hasta el 2,5% del PIB en el año 2004. Esta evolución podría responder, entre otros factores, a la creciente importancia en las decisiones de inversión de las empresas de algunos elementos de inmovilizado inmaterial, como los programas informáticos o las patentes.

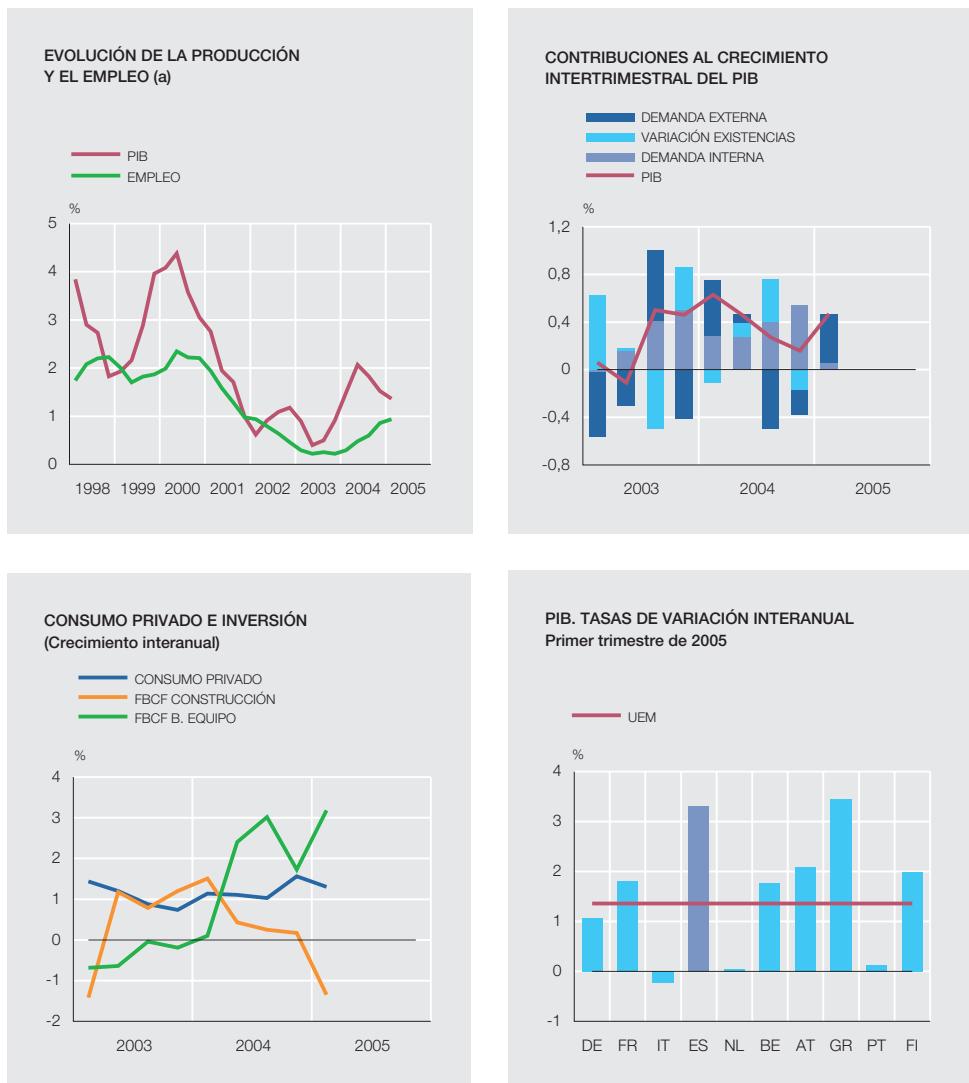
Cuando se considera la clasificación de la FBCF en función del sector inversor, se distingue entre inversión pública y privada. Dentro de este último grupo, se diferencia la inversión privada residencial (adquisición de vivienda por parte de los hogares) y la no residencial (inversión realizada por las sociedades). En el tercer gráfico se observa cómo, en consonancia con lo señalado para el caso de la adquisición de bienes de equipo, la inversión privada no residencial (12,2% del PIB) es la que presenta una mayor volatilidad a lo largo del ciclo. Por su parte, la inversión privada residencial (5,3% del PIB) —que se corresponde con la partida de construcción de viviendas representada en el segundo gráfico—, tras incrementar levemente su peso en el PIB a comienzos de los noventa, como consecuencia del auge de la construcción de vivienda en Alemania que siguió al proceso de reunificación,

lo ha reducido progresivamente con posterioridad, en consonancia también con la negativa evolución del componente en Alemania, y a pesar de su creciente importancia en países como España. Por último, la inversión pública registra una tendencia ligeramente decreciente, oscilando en torno al 3% del PIB.

En el cuarto gráfico se representa la evolución de la FBCF y de sus componentes (tanto en su clasificación por tipos de bienes como por sectores) durante las recientes fases de desaceleración y de recuperación cíclicas. Como se observa, entre el primer trimestre de 2001 y el segundo trimestre de 2003, la FBCF de la UEM registró un descenso acumulado cercano al 4%, y aumentó algo más de un 2% entre ese último trimestre y el primero de 2005. Por productos, el componente con una mayor aportación tanto al retroceso como a la recuperación de la FBCF fue la inversión en bienes de equipo. La partida de otras inversiones, por el contrario, contribuyó positivamente al crecimiento de la FBCF en ambas fases, mientras que el comportamiento de la construcción fue el contrario, con leves caídas en los dos períodos. Si se considera la clasificación por agentes, fue la inversión privada no residencial la que causó los movimientos de la FBCF, mientras que tanto la inversión pública como la privada residencial registraron un incremento continuado —si bien de magnitud moderada— en las dos fases.

Por ramas de producción, el mayor ritmo de crecimiento del valor añadido de la economía del área obedeció al dinamismo de la industria y del comercio, ya que la construcción y la agricultura mostraron un comportamiento menos expansivo, y el resto de sectores mantuvieron crecimientos moderados. Por lo que respecta al mercado de trabajo, el empleo registró un incremento del 0,2% —al igual que los dos trimestres anteriores—, que se tradujo en una leve recuperación en términos interanuales. Esta mejora, junto con la desaceleración interanual del producto en el primer trimestre de 2005, derivó en un menor avance de la productividad aparente del trabajo. También con datos de la Contabilidad Nacional, los costes laborales unitarios aumentaron en el primer trimestre casi medio punto, hasta el 1,6%, como consecuencia tanto del mayor crecimiento de la remuneración por ocupado (2%, frente al 1,8% del trimestre anterior), como del menor dinamismo de la productividad. No obstante, el avance de los costes laborales unitarios fue inferior al aumento del deflactor del PIB (1,8% interanual), por lo que los márgenes empresariales volvieron a registrar una ampliación en dicho período (véase gráfico 11).

La información más reciente referida a la evolución económica en el segundo trimestre del año apunta a una moderación del crecimiento del PIB en la UEM. Por lo que concierne a los indicadores de oferta, el índice de producción industrial (excluida la construcción) registró un incremento muy reducido en el período abril-mayo en relación con el primer trimestre. De otro lado, tanto el índice de confianza industrial de la Comisión Europea (CE), como el índice de gestores de compras de la industria manufacturera elaborado por Reuters, empeoraron con respecto a la media del trimestre anterior. No obstante, ambos indicadores mostraron un perfil de mejora en el mes de junio, aunque el segundo todavía se situó por debajo del nivel 50, valor consistente con una contracción de la actividad (véase gráfico 9). Por otra parte, el indicador de confianza de la CE relativo a la construcción también

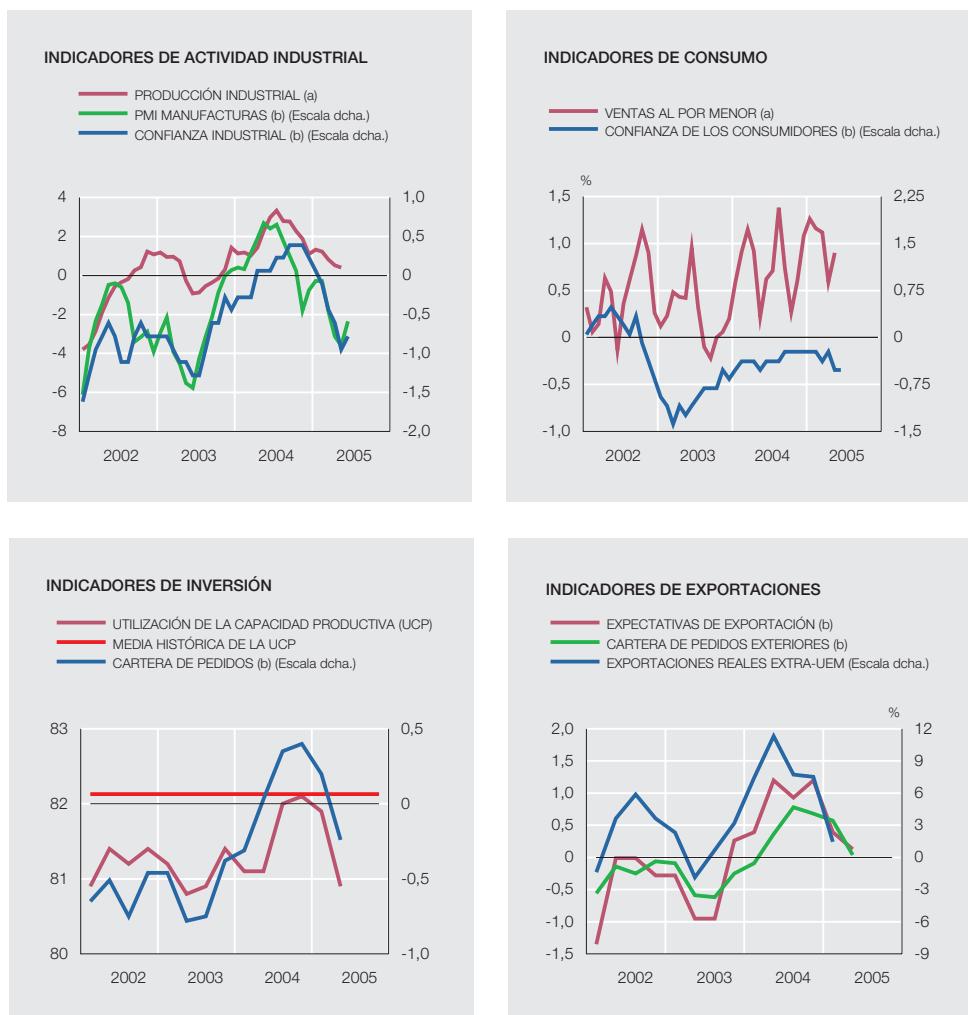


FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Tasas de variación interanual.

se redujo. En relación con la actividad en la rama de servicios, el indicador de la Comisión Europea se deterioró, y el de los directores de compras se mantuvo constante en niveles superiores a los 50 puntos, indicativo de expansión del sector (véase cuadro 1). Con respecto al empleo, los indicadores disponibles, provenientes también de las encuestas de opinión, reflejan un empeoramiento en el segundo trimestre en el sector de la industria, y un mantenimiento en los sectores de servicios y de la construcción (véase gráfico 10). A pesar de la estabilidad en el ritmo de generación de empleo, la tasa de paro ha repuntado ligeramente y se situó en el mes de mayo en el 8,9%, una décima por encima del nivel del primer trimestre.

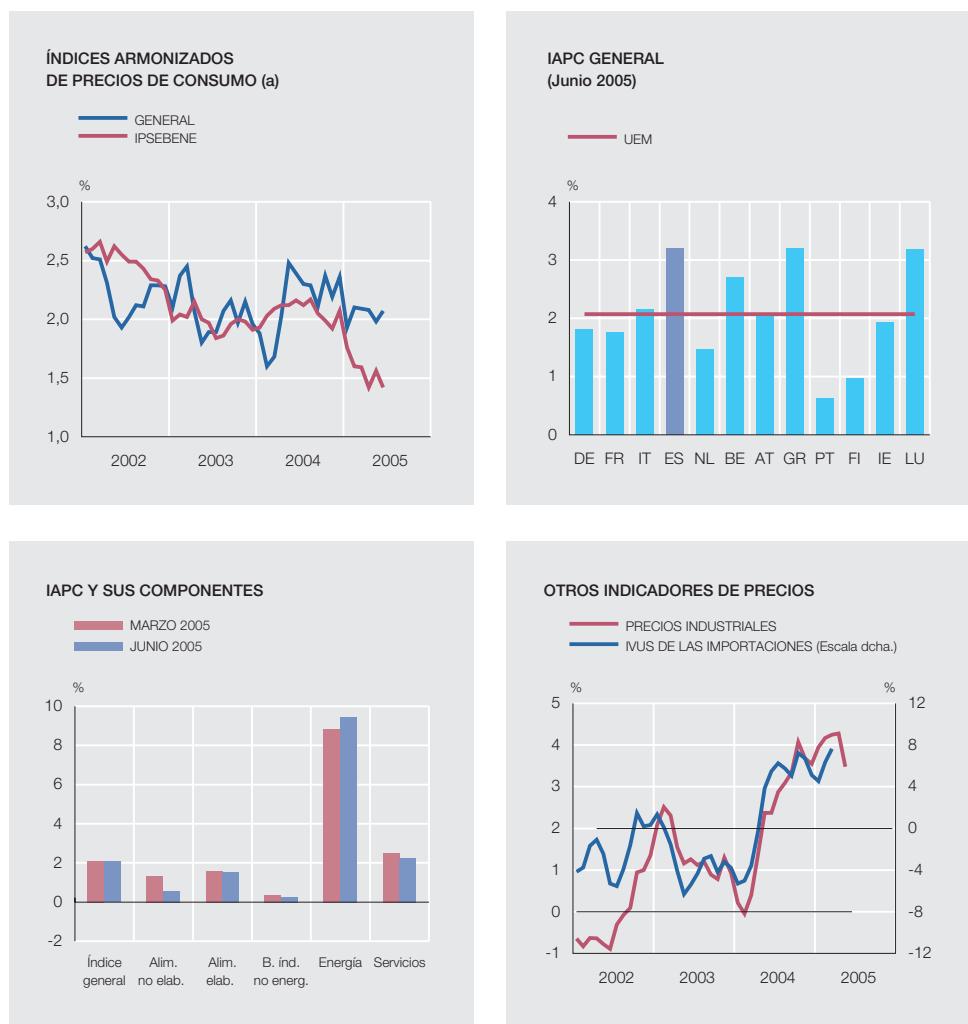
Desde la óptica de la demanda, los indicadores disponibles apuntan a un comportamiento débil del consumo privado y de la inversión en el segundo trimestre. Así, la recuperación en mayo de las ventas minoristas no pudo compensar totalmente la caída del mes anterior, de tal forma que el crecimiento medio de los dos meses con respecto al primer trimestre se mantuvo en valores negativos. Además, tanto la confianza de los consumidores como la de los minoristas empeoraron en relación con el primer trimestre, alcanzando ambas en junio uno de



FUENTES: Eurostat y Comisión Europea.

a. Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.  
 b. Series normalizadas.

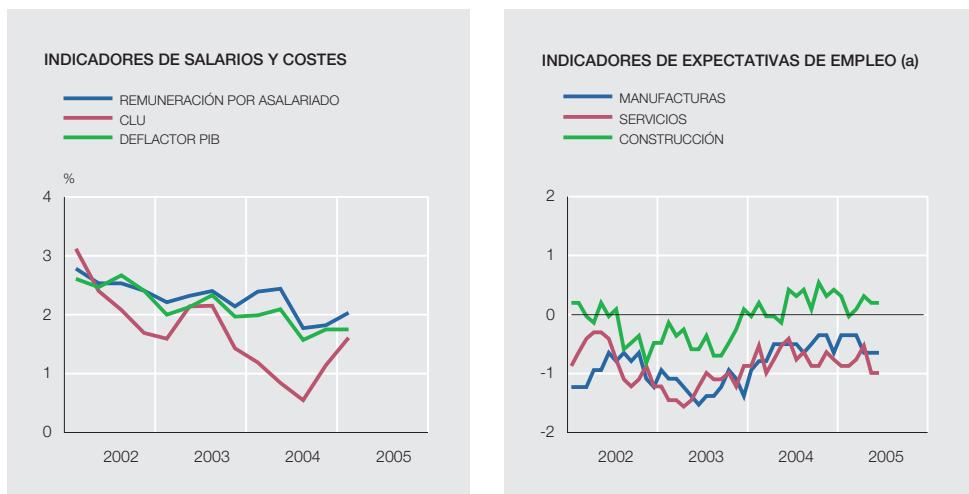
sus niveles más bajos del último año (véase gráfico 9). Por último, las matriculaciones de automóviles mostraron una leve mejoría en el segundo trimestre con respecto al primero, aunque en términos interanuales desaceleraron su crecimiento. Por lo que respecta a la demanda de bienes de equipo, según la información procedente de la encuesta semestral de inversión del sector manufacturero llevada a cabo por la CE en abril, las empresas industriales anticipan para el año 2005 un crecimiento de la inversión del 1%, lo que supone una revisión a la baja desde el 2% previsto en noviembre de 2004. Esta estimación es, en todo caso, superior al dato definitivo del año pasado (-2%). En relación con la previsible evolución de la inversión en el segundo trimestre, tanto la valoración de la cartera de pedidos industriales como el grado de utilización de la capacidad productiva de la encuesta trimestral empeoraron en dicho período. Por último, en la vertiente exterior, los datos de exportaciones procedentes de Balanza de Pagos de los meses de abril y mayo apuntan hacia una ligera mejora. No obstante, tanto el indicador trimestral de expectativas de exportación de la industria elaborado por la CE, como el indicador mensual de la valoración de la cartera de pedidos procedentes del exterior, evolucionaron desfavorablemente durante el segundo trimestre de 2005. Finalmente, según la encuesta de confianza industrial, los stocks de existencias han seguido aumentando por encima de los niveles deseados.



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

a. En enero de 2002 se produce una ruptura al comenzar la base 2001.

En resumen, la información disponible referida a la evolución económica del área en el segundo trimestre del año apunta en su conjunto hacia una moderación del crecimiento del PIB en dicho período, que la Comisión Europea prevé se sitúe en un rango de 0,1%-0,5% (véase cuadro 1). Esta desaceleración se debería solo en parte a la reversión de efectos-calendario que afectan a las cifras del primer trimestre, y reflejaría un crecimiento débil de la mayor parte de los componentes. No obstante, es previsible que la demanda interna registre una contribución superior a la del primer trimestre del año, en la medida en que el efecto fuertemente negativo de la inversión en construcción se corrija y el resto de componentes mantenga su ritmo de aumento. Por otra parte, a pesar del avance de las exportaciones, en línea con la mejora de los mercados de exportación, la recuperación de las importaciones como consecuencia de la mejora de la demanda final se manifestará probablemente en una aportación menor de la demanda exterior. En trimestres subsiguientes, las favorables condiciones monetarias y financieras existentes, junto con un crecimiento relativamente alto del comercio mundial y la depreciación del euro, deberían permitir, finalmente, el inicio de una recuperación sostenida de la actividad económica, en línea con la mayor parte de las predicciones disponibles. Cabe señalar, no obstante, que tras este escenario relativamente favorable sobre la evolución futura de la situación económica en el área del euro, existen fundamentalmente riesgos a la baja relacionados



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

a. Expectativas basadas en los indicadores de opinión de la Comisión Europea. Series normalizadas.

con la persistencia de elevados precios del petróleo, la posibilidad de una corrección brusca de los desequilibrios globales existentes, y los bajos niveles de confianza que prevalecen entre los consumidores y empresas del área del euro.

Los indicadores de inflación mostraron, en general, una relativa estabilidad en el segundo trimestre del año, de tal forma que, en junio, el crecimiento del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se situó en el 2,1% en términos interanuales, tasa igual a la registrada en marzo (véase gráfico 10). Tras esta evolución del índice agregado, se encuentra la desaceleración de los precios de los servicios y de los alimentos no elaborados, y el mayor ritmo de avance de los bienes energéticos. Como consecuencia, la tasa interanual de variación del índice que excluye estas dos categorías de bienes (IPSEBENE) se mantuvo en niveles en general inferiores a los del primer trimestre, situándose en junio en el 1,4%. En cuanto a la evolución del IAPC por países, las divergencias entre las tasas de inflación máxima y mínima suponen algo más de dos puntos (véase gráfico 10). Por su parte, la tasa de crecimiento interanual de los precios industriales en mayo fue del 3,5%, frente al 4,3% de marzo. La desaceleración se debió al menor dinamismo de los componentes de bienes energéticos y de bienes intermedios, puesto que el resto apenas varió su ritmo de expansión.

A pesar de la moderación del núcleo más estable de la inflación en el segundo trimestre, las perspectivas sobre la evolución de los precios a corto plazo han sufrido un cierto deterioro. La transmisión progresiva de la reciente depreciación del euro a los precios de los componentes menos volátiles y el previsible mantenimiento del precio del petróleo en niveles elevados, tal como anticipan las cotizaciones del mercado de futuros, pueden retrasar la consecución de tasas de inflación por debajo del 2% en el resto del año. Más a medio plazo, las expectativas inflacionistas permanecen contenidas, a lo que contribuye la moderación de los crecimientos salariales en un contexto de modesto crecimiento, debilidad del mercado de trabajo y fuerte competencia internacional. El elemento de mayor incertidumbre en relación con la inflación futura proviene de la evolución del precio del petróleo y la incidencia que pueda llegar a ejercer sobre el comportamiento futuro de las demandas salariales.

	% del PIB					
	2002	2003	2004	2004 (b)	2005 (c)	2005 (d)
Bélgica	0,1	0,4	0,1	0,0	-0,2	0,0
Alemania	-3,7	-3,8	-3,7	-3,3	-3,3	-3,0
Grecia	-4,1	-5,2	-6,1	-1,2	-4,5	-3,7
España	-0,3	0,3	-0,3	0,0	0,0	0,1
Francia	-3,2	-4,2	-3,7	-3,6	-3,0	-2,9
Irlanda	-0,4	0,2	1,3	-1,1	-0,6	-0,8
Italia	-2,6	-2,9	-3,2	-2,2	-3,6	-2,7
Luxemburgo	2,3	0,5	-1,1	-1,8	-1,5	-1,0
Holanda	-1,9	-3,2	-2,5	-2,3	-2,0	-2,6
Austria	-0,2	-1,1	-1,3	-0,7	-2,0	-1,9
Portugal	-2,7	-2,9	-2,9	-2,8	-4,9	-6,2
Finlandia	4,3	2,5	2,1	1,7	1,7	1,8
PRO MEMORIA: UEM						
Saldo primario	1,2	0,6	0,6		0,6	
Saldo total	-2,4	-2,8	-2,7	-2,3	-2,6	-2,3
Deuda pública	69,5	70,8	71,3	69,8	71,7	70,6

FUENTES: Comisión Europea, programas de estabilidad nacionales y Banco de España.

a. En porcentaje del PIB. No se incluyen los ingresos obtenidos por la venta de licencias UMTS. Déficit (-) / superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.

b. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre noviembre de 2003 y enero de 2004.

c. Previsiones de primavera de 2005 de la Comisión Europea.

d. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre noviembre de 2004 y junio de 2005.

Según las estimaciones publicadas por el BCE, el déficit de la balanza por cuenta corriente acumulado hasta abril de 2005 ascendió a 6,7 mm de euros, en comparación con el superávit de 14,4 mm de euros del mismo período un año antes. Esta reducción fue el resultado, básicamente, de un menor superávit de la balanza de bienes, que pasó de 38 mm de euros en el período enero-abril de 2004, a 18 mm de euros en 2005, como consecuencia del mayor aumento de las importaciones que de las exportaciones. Teniendo en cuenta, además, que se observaron en el mismo período salidas netas de capital en forma de inversiones directas y de cartera en la parte transcurrida del año, la balanza básica registró un saldo negativo de 40,9 mm de euros.

En el ámbito de la política fiscal, la evolución de las finanzas públicas en los países de la UEM indica que no se cumplirán tampoco en 2005 en la mayor parte de los países los objetivos presupuestarios propuestos en los programas de estabilidad. Así, de acuerdo con la estimación de primavera de 2005 de la Comisión Europea, el déficit público de la zona del euro se situará en el 2,6% del PIB, cifra superior al resultado de la agregación de los déficits de los programas presupuestarios de los Estados miembros, y solo una décima inferior a la del pasado año (véase cuadro 2). Además, la estimación de la Comisión Europea del porcentaje de la deuda pública sobre el PIB para 2005 se situaría en el 71,7%, superando también la cifra implícita en los programas de estabilidad. La falta de consolidación fiscal del año 2005 estaría en línea con lo observado en los últimos años, cuando el Pacto de Estabilidad y Crecimiento no pareció tener la misma capacidad disciplinadora que los criterios de convergencia de Maastricht (véase recuadro 2). De las previsiones de la Comisión Europea se desprende también que, en ausencia de medidas adicionales, un total de cuatro países del área del euro —Alemania, Grecia, Italia y Portugal— estarán en situación de déficit excesivo en 2005. Por otra parte, de

La capacidad de la política fiscal para compensar las fluctuaciones de la actividad económica se desarrolla a través de dos vías. Por un lado, diversos capítulos presupuestarios (fundamentalmente, por el lado de los ingresos) se ven afectados de modo casi inmediato por el ciclo económico, en un sentido tal que contribuye a contrapesar las fluctuaciones de la demanda (lo que es conocido como «estabilizadores automáticos»). Por otro lado, las autoridades pueden decidir introducir medidas fiscales discretionales de signo expansivo en condiciones de debilidad de la actividad, y viceversa. La conveniencia de permitir que el primer mecanismo opere libremente es comúnmente reconocida, dado que su impacto sobre la economía es inmediato y que su signo se reverte de forma también automática al cambiar las circunstancias cíclicas. Sin embargo, la conveniencia de usar discretionariamente la política fiscal para estabilizar las oscilaciones cíclicas es más controvertida, por dos tipos de razones. Por un lado, porque existe un retardo considerable desde el momento en que se percibe el cambio del ciclo económico hasta el instante en que las medidas adoptadas para contrarrestar tal evolución comienzan a surtir efecto, de forma que cabe la posibilidad de que una acción contracíclica termine por tener un carácter procíclico. Por otro lado, porque cuando se introducen medidas expansivas para combatir una desaceleración, con intención de que sean transitorias, a menudo terminan transformándose en permanentes, introduciendo así un sesgo al alza en los

déficits públicos. En todo caso, un requisito obvio que estas políticas deben satisfacer es que su utilización tenga una verdadera naturaleza contracíclica.

Esta última condición básica no ha sido satisfecha por las políticas fiscales discretionales aplicadas en los países de la UEM en la última década. En el gráfico adjunto se representan el cambio en el saldo primario ajustado de ciclo (en porcentaje del PIB) y el *output gap* para el conjunto del área en el período 1992-2004. Una mejora en el saldo primario ajustado de ciclo indica una orientación discrecional contractiva de la política fiscal, y viceversa. Por su parte, un aumento (disminución) del *output gap* puede identificarse con una economía en expansión (desaceleración). Políticas fiscales discretionales estabilizadoras o contracíclicas son aquellas que en las etapas expansivas y desfavorables del ciclo conllevan, respectivamente, una mejora y un empeoramiento del saldo primario ajustado de ciclo. Por tanto, una política discrecional estabilizadora requiere que los cambios en el *output gap* y en el saldo primario ajustado de ciclo tengan el mismo signo. En este sentido, desde 1992, las políticas fiscales discretionales aplicadas en la UEM han sido, como se muestra en las zonas sombreadas en color rosa en el gráfico, desestabilizadoras en los períodos 1993-1997 y 2000-2002, ya que las variaciones en ambas variables presentaron signos opuestos en esos años.

#### 1. UEM: OUTPUT GAP Y SALDO PRESUPUESTARIO PRIMARIO AJUSTADO DE CICLO (SPAC)



#### 2. PROPORCIÓN DE VECES EN QUE LA POLÍTICA FISCAL HA SIDO ESTABILIZADORA O DESESTABILIZADORA

	Δ GAP > 0 «expansión»		Δ GAP < 0 «recesión»	
	Δ SPAC < 0 (pf. procíclica)	Δ SPAC > 0 (pf. contracíclica)	Δ SPAC > 0 (pf. procíclica)	Δ SPAC < 0 (pf. contracíclica)
<b>PORCENTAJES SOBRE LAS ETAPAS DE EXPANSIÓN Y RECEPCIÓN EN CADA PERÍODO</b>				
(Entre paréntesis, número absoluto de observaciones)				
1992-2004	61,8% (47)	38,2% (29)	60,0% (48)	40,0% (32)
1992-1997	46,4% (13)	53,6% (15)	70,5% (31)	29,5% (13)
1998-2004	70,8% (34)	29,2% (14)	47,2% (17)	52,8% (19)
<b>ELASTICIDAD: Δ SPAC por cada pp de Δ GAP</b>				
1992-2004	-0,74	0,97	-0,86	0,72
1992-1997	-0,53	1,78	-0,96	0,42
1998-2004	-0,85	0,49	-0,66	1,13

FUENTE: Comisión Europea.

En el cuadro, se parte de los cambios anuales en estas dos variables para cada país del área en cada uno de esos 13 años y, a continuación, se tabula, para las 156 observaciones resultantes, la proporción de ocasiones en que la política fiscal fue estabilizadora (o contracíclica) y desestabilizadora (o procíclica), distinguiendo entre las fases altas y bajas del ciclo. Para el conjunto del período, la política fiscal discrecional fue expansiva en algo más del 60% de las observaciones en que la economía se hallaba en expansión, y contractiva en una proporción similar de los casos de desaceleración de la actividad, lo que confirma que la política fiscal discrecional ha tendido a ser desestabilizadora en el horizonte temporal considerado. La desagregación de estos datos en dos subperiodos delimitados por el año 1997 pone de manifiesto comportamientos bien diferenciados en cada uno de ellos. Así, mientras que, hasta 1997, la política fiscal fue mayoritariamente contracíclica en las expansiones y procíclica en las recesiones, a partir de 1998 se observa el comportamiento exactamente opuesto. En suma, en el primer período predominan las políticas fiscales discretionales contractivas (mejoras del saldo primario ajustado de ciclo), y en el segundo lo hacen las expansivas (empeoramientos de esa variable).

En parte, es posible que estos resultados obedezcan a los retardos con que, como se ha explicado, operan las medidas fiscales discretionales, que conducen a que sus efectos se muestren cuando ya se han modificado las condiciones cíclicas que dieron pie a su adopción. No obstante, a la luz de los datos presentados, es plausible concluir que las acciones discretionales no se han guiado prioritariamente por consideraciones de estabilización macroeconómica, sino por razones de otra naturaleza. Más concretamente, la magnitud de los incentivos a conducir políticas fiscales disciplinadas en uno y otro

período fue probablemente muy distinta. Así, la situación de fuerte deterioro de las finanzas públicas al comienzo de los noventa pudo llevar a la percepción de que era urgente actuar de forma decidida, al objeto de evitar el riesgo de insostenibilidad de los balances de las Administraciones Públicas. Además, el cumplimiento de los criterios de convergencia para el acceso a la UEM operó, durante esos años, como un poderoso acicate para corregir los déficits. Por el contrario, una vez establecida la Unión Monetaria, este incentivo desapareció, siendo reemplazado por otro —el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC)—, que, como se ha demostrado a posteriori, ha comportado una menor capacidad disciplinadora. Además, en los años en torno al cambio de siglo, la mejora alcanzada de la posición presupuestaria subyacente llevó a la percepción errónea de que era posible acometer rebajas de impuestos que mejoraran las condiciones de oferta de las economías, sin adoptar otras medidas que compensaran el impacto sobre los saldos resultante de la disminución de la recaudación.

No es posible concluir de forma tajante, a partir de los datos presentados, la incapacidad de la política fiscal discrecional para estabilizar la actividad, aunque sí que en la práctica no ha sido este el resultado observado. Por otro lado, los datos mostrados no avalan la tesis de que el PEC haya provocado una disminución de la capacidad estabilizadora de la política fiscal, que era muy reducida con anterioridad. Como corolario, del análisis realizado se deduce la necesidad de que el PEC sea, en el futuro, aplicado de forma rigurosa, por una doble razón: para asegurar el saneamiento de los balances de las Administraciones Públicas, y para generar un margen de maniobra suficiente para que puedan operar libremente los estabilizadores automáticos, que constituyen un instrumento de compensación de las fluctuaciones cíclicas cuya utilización es menos controvertida.

acuerdo con las previsiones de la Comisión, el saldo primario ajustado de ciclo se mantendrá en 2005 prácticamente estable en relación con el año anterior, por lo que no se espera ningún impulso de la política fiscal sobre el crecimiento.

En el transcurso del segundo trimestre del año, se iniciaron a Italia y Portugal sendos Procedimientos de Déficit Excesivo (PDE). En el primer caso, la revisión del déficit hasta el 3,2% en 2004, y la previsión de que esta variable se situaría claramente por encima del 3% en 2005 y 2006, fueron el desencadenante para que la Comisión abriera en junio el PDE, iniciativa que posteriormente recibió el apoyo del Consejo ECOFIN el día 12 de julio. En Portugal, la actualización del programa de estabilidad de junio estima un déficit público del 6,8% para 2005, y que no descendería por debajo del 3% hasta 2008. La Comisión ha emitido una opinión conforme al artículo 104.5 del Tratado, en la que concluye que existe un déficit excesivo en dicho país. Actualmente, se está a la espera del pronunciamiento del Consejo ECOFIN. En relación con el resto de PDE ya abiertos, en Alemania, la Comisión prevé un déficit del 3,3% para 2005; sin embargo, según el Gobierno alemán el déficit en este año llegará al 3,7% del PIB y continuará por encima del 3% hasta 2007. Por lo que concierne a Francia, el riesgo de que el déficit público ascienda por encima del 3% previsto por la Comisión en 2005 es elevado, ya que se pretende aumentar la inversión pública en infraestructuras e introducir una serie de medidas sobre los contratos laborables, que podrían aumentar el gasto público. La Comisión ha con-

## TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 12



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

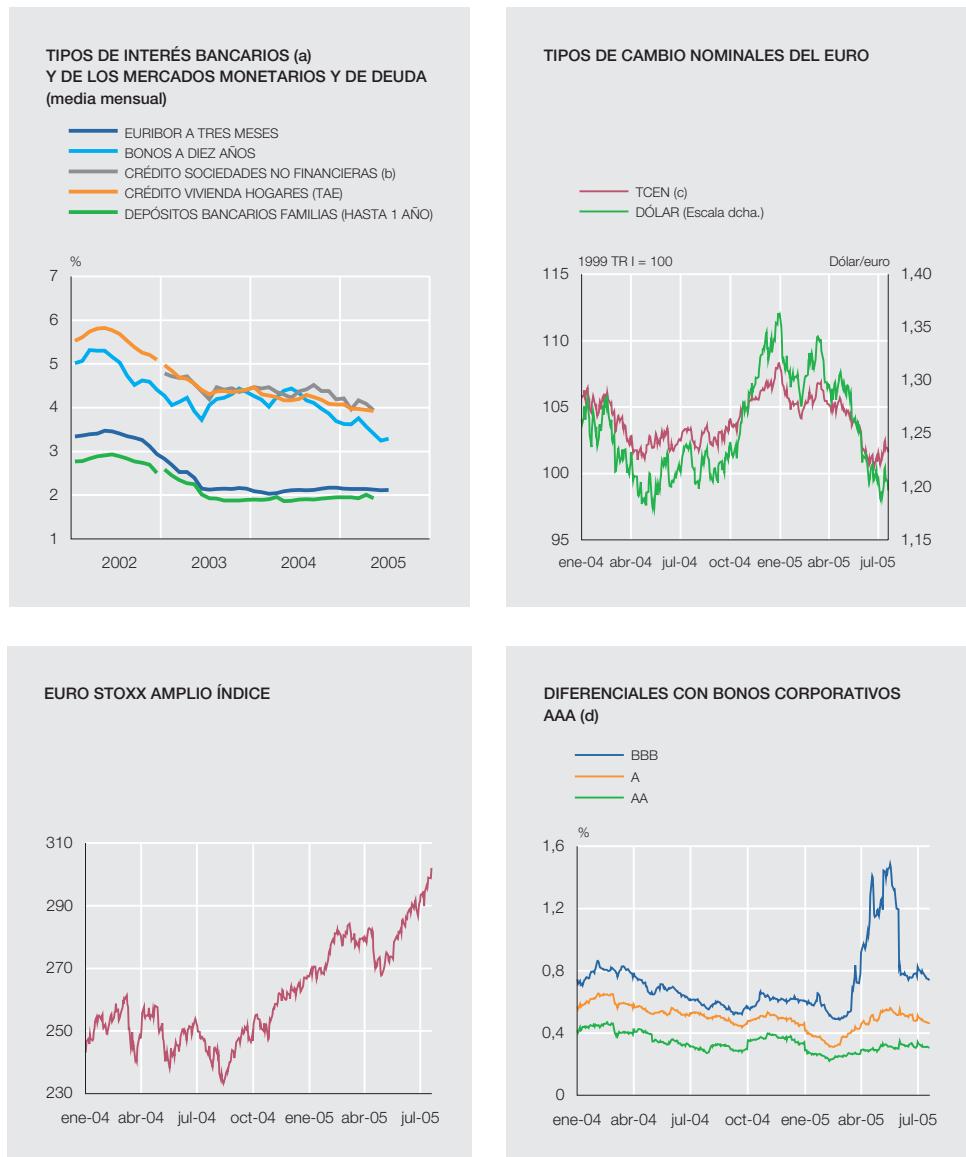
a. Estimación con datos del mercado de swaps.  
b. Estimados con datos del EURIBOR.

cluido que, en el contexto del PDE abierto a Grecia en 2004, se están tomando las medidas necesarias para suprimir el déficit excesivo en 2006, como tarde. Por último, en Holanda, el Gobierno logró situar el déficit público por debajo del 3% del PIB en 2004, lo que hace previsible la derogación del PDE abierto contra este país.

### 3.2 Evolución monetaria y financiera

En sus reuniones celebradas a partir de marzo de este año, el Consejo de Gobierno del BCE ha valorado que la orientación de la política monetaria continuaba estando en línea con el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo, al tiempo que resultaba acorde con las perspectivas de superación gradual de la fase actual de atonía de la actividad económica. En consecuencia, los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad de depósito y de la facilidad de crédito han permanecido en el 2%, el 1% y el 3%, respectivamente (véase gráfico 12).

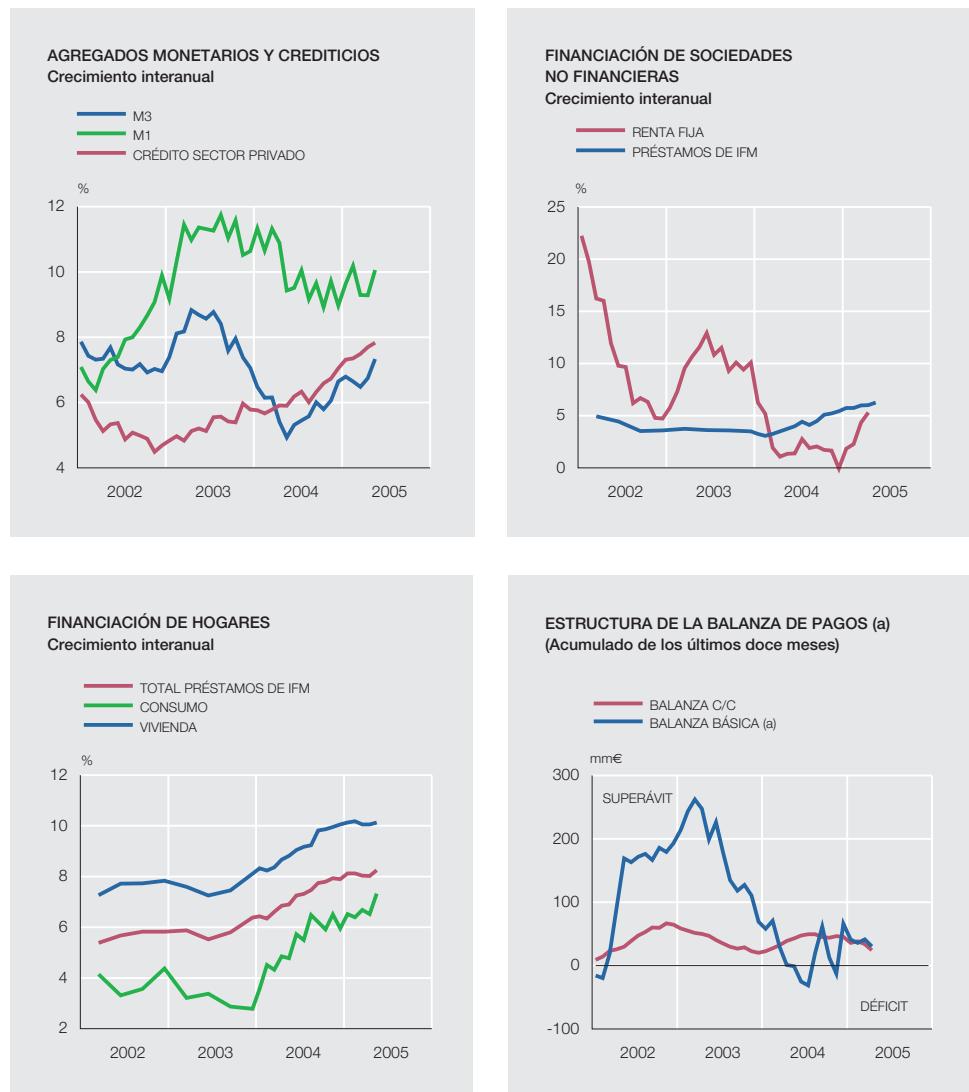
A lo largo del mes de abril, los tipos de interés del mercado monetario se redujeron en los plazos más largos, de tal forma que, a finales de junio, el perfil de la curva de los tipos de interés



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

a. Datos obtenidos de las nuevas estadísticas de tipos de interés elaboradas por el BCE, correspondientes a nuevas operaciones.  
 b. Se representan los tipos de interés de los préstamos a más de cinco años.  
 c. Índice de tipo de cambio efectivo nominal (TCE-23). Grupo reducido extendido de monedas definidas por el BCE.  
 d. Bonos emitidos por sociedades no financieras denominados en euros.

a un mes no sugería expectativas de movimiento de tipos oficiales. Sin embargo, en la primera quincena de julio, la pendiente de la curva se tornó positiva en el tramo más largo, reflejando el deterioro de las perspectivas inflacionistas, como consecuencia de la trayectoria reciente que siguieron los precios del petróleo (véase gráfico 12). En los mercados de deuda, las rentabilidades negociadas al plazo de diez años continuaron con la tendencia descendente comenzada a mitad del año pasado, llegando a alcanzar su nivel más bajo desde la introducción del euro en 1999 —en torno al 3,2%— (véase gráfico 13). El descenso de las rentabilidades de los bonos en el área del euro parece reflejar el empeoramiento de las expectativas de crecimiento económico. Por otra parte, dado que en Estados Unidos los tipos de la deuda a largo plazo se han reducido en menor medida, la diferencia entre los tipos de deuda a largo plazo entre Estados Unidos y la UEM se ha ampliado levemente en los últimos meses, de tal forma



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

a. La balanza básica se aproxima por la suma del saldo de la balanza por cuenta corriente y las inversiones directas y en cartera.

que el diferencial se ha situado en 87 puntos básicos (pb) en julio. De acuerdo con la información disponible hasta mayo, los tipos de interés fijados por las entidades de crédito en sus operaciones de activo y de pasivo se mantuvieron estables, en términos generales, si bien el tipo de interés de los préstamos otorgados a las familias para la adquisición de vivienda siguió mostrando una tendencia levemente decreciente, hasta situarse en el 4% en mayo.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro continuó con su tendencia depreciatoria en el segundo trimestre, después de que en marzo este proceso se viera temporalmente interrumpido. En particular, la depreciación frente al dólar estuvo estrechamente relacionada con las noticias positivas provenientes de la economía de Estados Unidos, que, junto con la subida de tipos de interés de la Reserva Federal y la ampliación del diferencial con la zona del euro, favoreció la apreciación de la moneda norteamericana. Por otra parte, el rechazo de la Constitución por parte de Francia y Holanda añadió una mayor presión a la baja sobre el euro. Como resultado, el euro ha acumulado una depreciación en torno al 7,2% con relación al dólar desde abril. Con respecto al yen, el euro también perdió valor en el segundo trimestre

del año, tendencia que ha revertido en lo que llevamos de julio. La libra esterlina, por su parte, ha continuado mostrando un movimiento vacilante con respecto al euro en los últimos meses, si bien los atentados terroristas acentuaron levemente la apreciación del euro que se venía observando desde principios de julio. En términos efectivos nominales, la moneda europea se ha depreciado un 3,3% desde abril (véase gráfico 13).

En los mercados de renta variable de la UEM, en mayo y junio continuó el proceso de recuperación después de la interrupción acontecida en abril. Los bajos tipos de interés, los buenos resultados empresariales y la depreciación favorecieron que la ganancia acumulada con respecto a 2004 fuera superior al 10%. Los atentados terroristas de Londres no tuvieron un gran impacto sobre las bolsas de la zona del euro, y solo provocaron un retroceso puntual el día 7 de julio. El comportamiento de los distintos sectores distó de ser uniforme en este período. El avance de las cotizaciones fue mayor en el sector energético, como resultado del fortalecimiento de los precios del petróleo, y le siguieron las cotizaciones de los sectores tecnológico, industrial y financiero. La volatilidad en los mercados de renta variable, después de repuntar ligeramente a finales de abril, continuó con su tendencia decreciente en los meses siguientes.

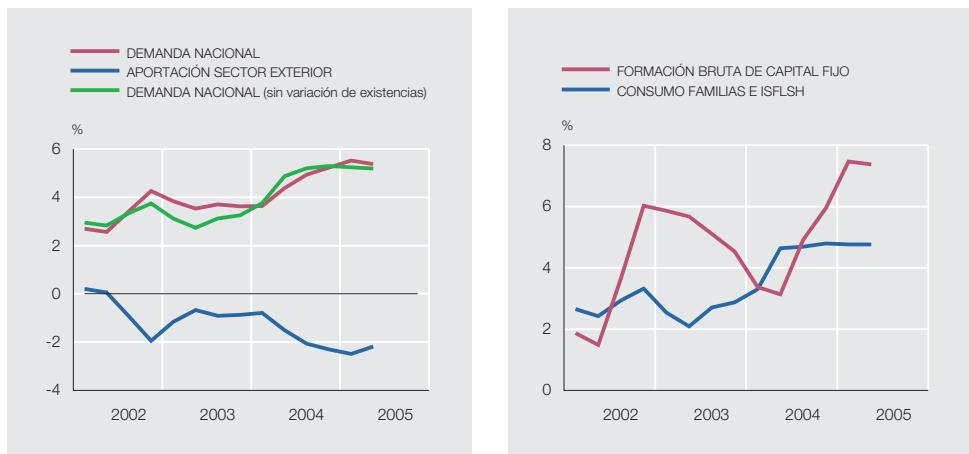
En abril y mayo, el agregado monetario M3 intensificó su ritmo de avance, hasta alcanzar el 7,3% en mayo, ocho décimas por encima de lo observado en marzo de 2005 (véase gráfico 14). La aceleración se produjo en la mayor parte de sus componentes, pero se concentró especialmente en aquellos instrumentos menos líquidos. El ritmo interanual de crecimiento del crédito al sector privado ha ido cobrando un mayor dinamismo desde principios de año, de tal forma que en mayo alcanzó el 7,8%. De entre los préstamos, aquellos otorgados a las sociedades no financieras se aceleraron, mientras que el ritmo de expansión de los concedidos a las familias se mantuvo estable. Dentro de estos últimos, los préstamos para vivienda —que es el componente principal de la financiación bancaria a las familias— mantienen un crecimiento en torno al 10% desde principios de año, mientras que se intensificó el aumento de los otorgados para adquisición de bienes de consumo, hasta alcanzar el 7,3% interanual en mayo. Entre los países de mayor tamaño, el crédito aumentó con respecto a marzo en Alemania e Italia, mientras que perdió dinamismo en Francia. En el caso italiano, y pese a la debilidad de la actividad, los préstamos al sector privado tanto para familias como para empresas siguieron aumentando en mayo a tasas por encima de la media de la UEM. En España, los préstamos otorgados a las sociedades no financieras y a los hogares han seguido mostrando ritmos de avance bastante elevados, muy superiores a los de la zona del euro en su conjunto.

El pasado mes de mayo, el INE publicó los primeros datos de la nueva Contabilidad Nacional de España, base 2000 (CNE 2000), referidos al período 2000-2004. Los principales cambios e implicaciones de estos datos se analizaron con detalle en el *Boletín Económico* del mes de junio. En general, los datos de la CNE 2000 han elevado el ritmo de expansión de la actividad económica en los últimos años respecto a lo que se estimaba en la base 1995, modificando también el perfil de crecimiento de algunos agregados macroeconómicos. En particular, en el año 2004, esas variaciones han acentuado algunos rasgos del patrón de crecimiento de la economía española, al estimarse un mayor dinamismo del consumo privado y de la inversión en construcción, junto con una menor pujanza de la inversión en equipo y de las exportaciones. El crecimiento del PIB en ese año fue del 3,1%, cuatro décimas por encima de lo estimado por la CNE 1995. El INE ha publicado también las nuevas series de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), incluida una estimación del primer trimestre de 2005, que sitúa el ritmo de avance de la actividad en ese período en el 3,3%, prolongando el perfil de suave aceleración que comenzó en el primer trimestre de 2004.

Los datos disponibles sobre el segundo trimestre de 2005 sugieren que el PIB ha continuado acelerándose, alcanzando una tasa de crecimiento interanual que se estima en el 3,4%. Como en los últimos años, ese aumento de la actividad ha venido determinado por el vigor de la demanda interna, que sigue expandiéndose a ritmos próximos al 5,5%, mientras que la demanda exterior ha mantenido, en términos netos, una considerable aportación negativa al producto, aunque algo inferior a la observada en el primer trimestre (véase gráfico 15). El consumo privado y la inversión en bienes de equipo han sido los componentes más dinámicos de la demanda interna, como ya lo fueron en los primeros meses del año, mientras que las exportaciones e importaciones han exhibido ritmos de expansión algo más elevados que en el primer trimestre.

Por sectores, se estima que la construcción se mantuvo como la rama productiva más viva en el segundo trimestre, con un crecimiento interanual similar al del período enero-marzo (5,6%), mientras que los servicios de mercado se habrían acelerado. La industria manufacturera siguió mostrando tasas de expansión modestas, por debajo del 1%, y la agricultura fue la única rama que experimentó un retroceso, de magnitud similar al del primer trimestre (-1,8%). Los indicadores de empleo ofrecen una perspectiva de continuada expansión, aunque en algún caso su evolución ha venido distorsionada por los efectos del proceso de regularización de inmigrantes llevado a cabo entre febrero y mayo. Este proceso ha dado lugar a un fuerte crecimiento de las afiliaciones. No obstante, incluso si se ajusta esa información por el efecto previsto de la regularización, se observa que las afiliaciones se aceleraron ligeramente en el segundo trimestre, hasta una tasa algo superior al 3%. El dato de la EPA del segundo trimestre ha confirmado igualmente la mayor intensidad de la creación de empleo en ese período. De esta forma, la productividad aparente del trabajo habría mantenido un ritmo muy reducido de crecimiento, próximo al de los últimos trimestres.

El bajo dinamismo de la productividad y el repunte estimado en la remuneración por asalaria- do en el segundo trimestre habrían conducido a una aceleración de los costes laborales unitarios, hasta tasas del 3%. Pese a ello y al encarecimiento de la energía, la tasa de inflación, medida por el IPC, disminuyó ligeramente a lo largo de ese período, pasando de un 3,4% en marzo a un 3,1% en junio.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas de variación interanual calculadas sobre datos ajustados de estacionalidad.

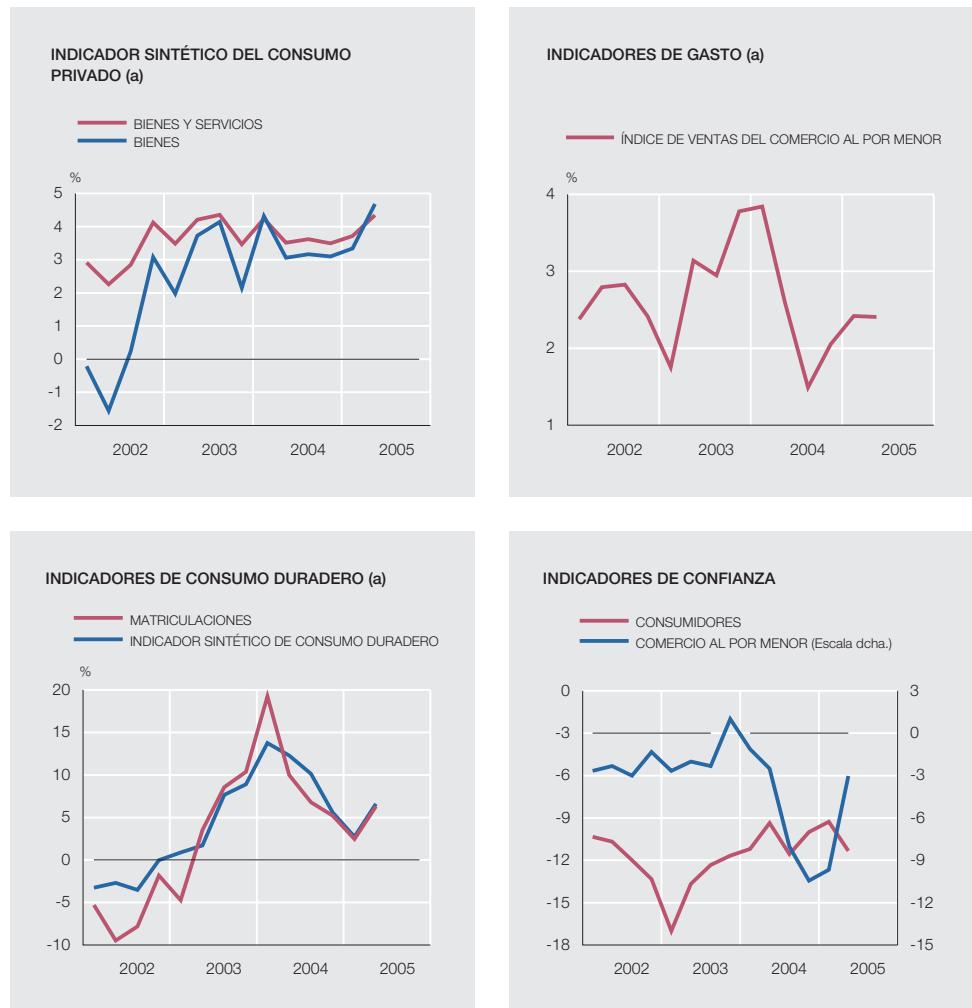
#### 4.1 Demanda

El gasto en consumo final de los hogares españoles mantuvo un elevado crecimiento en el primer trimestre de 2005, con una tasa interanual del 4,8%, similar a la registrada a finales de 2004. La información más reciente indica que el consumo preservó esta fortaleza en el segundo trimestre, alcanzando un ritmo de expansión muy próximo al de los primeros meses del año. Este dinamismo está sustentado en la evolución favorable de la renta disponible de los hogares y en la revalorización de la riqueza real neta acumulada a lo largo de los últimos años, así como en la permanencia de unas condiciones financieras holgadas.

Diversos indicadores señalan que, en efecto, el consumo de las familias siguió manteniendo un elevado ritmo de avance en el segundo trimestre (véase gráfico 16). El indicador sintético del gasto en bienes y servicios de consumo mostró una aceleración en todos sus componentes, mientras que el índice general de ventas del comercio al por menor estabilizó su crecimiento tendencial en ese período. En este mismo sentido apuntan el indicador de confianza del comercio minorista, que experimentó una significativa mejora en el segundo trimestre de 2005, y las matriculaciones de automóviles. El indicador de confianza de los consumidores, no obstante, retrocedió, debido a un menor optimismo sobre la situación económica general y sobre la evolución del paro.

El avance del empleo y de la remuneración por asalariado continúa impulsando el crecimiento de la renta real disponible. El mayor crecimiento estimado de la remuneración por asalariado, en relación con 2004, es, en parte, el reflejo de la activación de las cláusulas de salvaguarda del pasado año. En cualquier caso, estos efectos favorables sobre la renta se estarían viendo compensados, al menos en parte, por una menor aportación de las transferencias netas de las Administraciones Públicas, como consecuencia del agotamiento del impacto de la última reforma fiscal y de la desaceleración de las prestaciones sociales, así como del fuerte aumento de la recaudación. Por su parte, la riqueza de las familias ha seguido creciendo a un ritmo elevado, apoyada en la revalorización de los activos inmobiliarios y en el incremento de su riqueza financiera neta, propiciado por el aumento de las cotizaciones bursátiles desde finales de 2004.

En el primer trimestre de 2005, el consumo final de las Administraciones Públicas se desaceleró, aunque su tasa interanual continuó siendo elevada (6% en términos reales). De acuerdo con los datos de ejecución presupuestaria del Estado del segundo trimestre, todavía incompletos, la ralentización habría continuado en ese período.



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

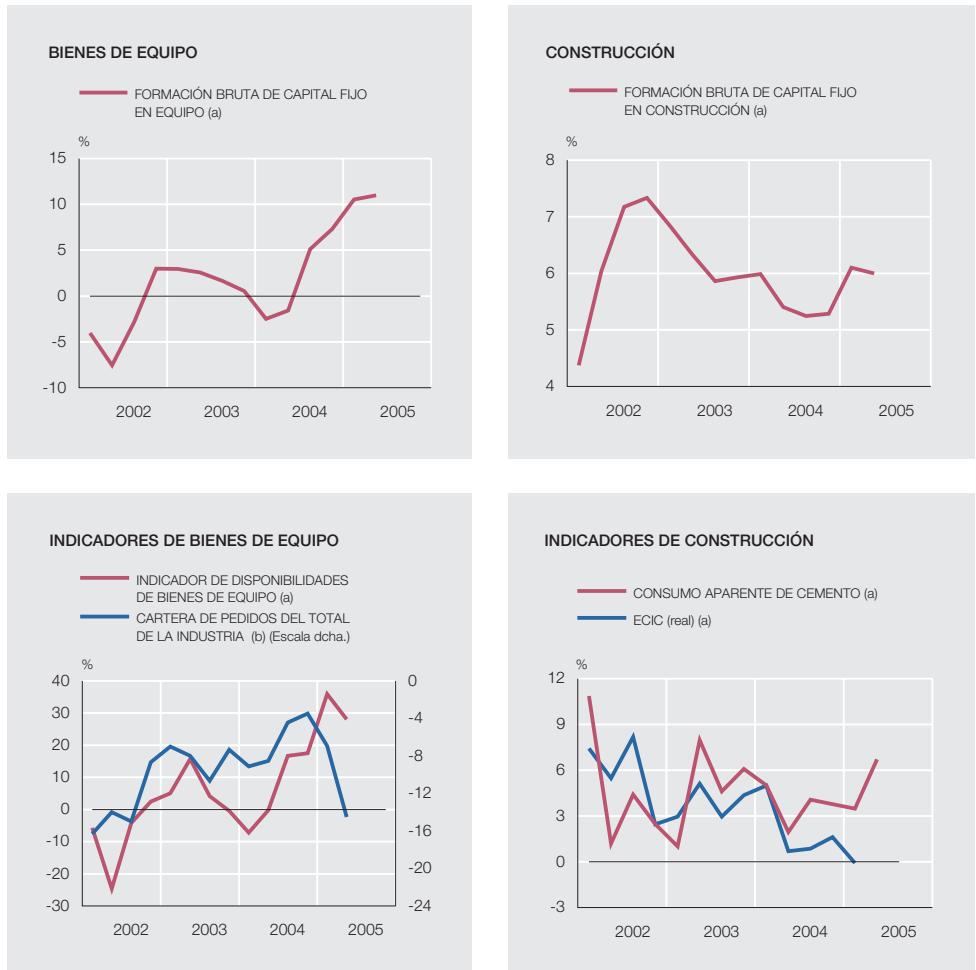
a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

La inversión en bienes de equipo comenzó el año 2005 manteniendo la intensa aceleración con que finalizó 2004, mostrando una tasa de avance interanual del 10,5% en el primer trimestre, 3,2 puntos porcentuales más que en el cuarto trimestre de 2004. La información disponible sugiere que este dinamismo se ha prolongado durante el segundo trimestre (véase gráfico 17). Así, el indicador de disponibilidades de bienes de equipo, calculado con información todavía parcial para el segundo trimestre, se incrementó a tasas similares a las registradas en los tres primeros meses del año, debido fundamentalmente al extraordinario vigor de las importaciones de este tipo de bienes, mientras que la producción nacional exhibió cierta atonía. En este sentido, el indicador de clima industrial del sector productor de bienes de equipo ha continuado deteriorándose en los meses de abril y mayo, como continuación de lo observado en el primer trimestre. El nivel de utilización de la capacidad productiva se mantuvo en el 80% alcanzado en los tres primeros meses de 2005, que es el valor máximo de los últimos cuatro años, aunque, por otro lado, el número de empresas que consideraba su capacidad instalada como excesiva ha seguido aumentando.

El elevado dinamismo de la inversión en bienes de equipo se basa en diversos factores favorables. Según las estimaciones de la Central de Balances Trimestral, se observa un aumento de la rentabilidad de las sociedades no financieras hasta el primer trimestre del año. Esta

## FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO

GRÁFICO 17



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Instituto Nacional de Empleo y Banco de España.

a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.  
b. Nivel, serie original.

La evolución positiva de la cuenta de resultados de las empresas se ha producido, en parte, gracias a los dividendos de las filiales en el extranjero, que han compensado los mayores gastos financieros y de personal —derivados de un mayor recurso a la financiación ajena y del incremento del empleo en estas empresas— y la mayor factura energética, inducida por el encarecimiento del petróleo. Todo lo cual constituye un marco propicio para que las empresas españolas destinen recursos a financiar nuevos proyectos de inversión. Además, las condiciones financieras han continuado mejorando, como consecuencia de las caídas en los tipos de interés a largo plazo y del incremento de la valoración en los mercados bursátiles, que mejoraron sustancialmente desde finales de abril. En cualquier caso, la prolongación de esta tendencia positiva de la inversión depende del mantenimiento de las expectativas de demanda, y los datos de opiniones de la cartera de pedidos de la industria suscitan alguna incertidumbre a este respecto.

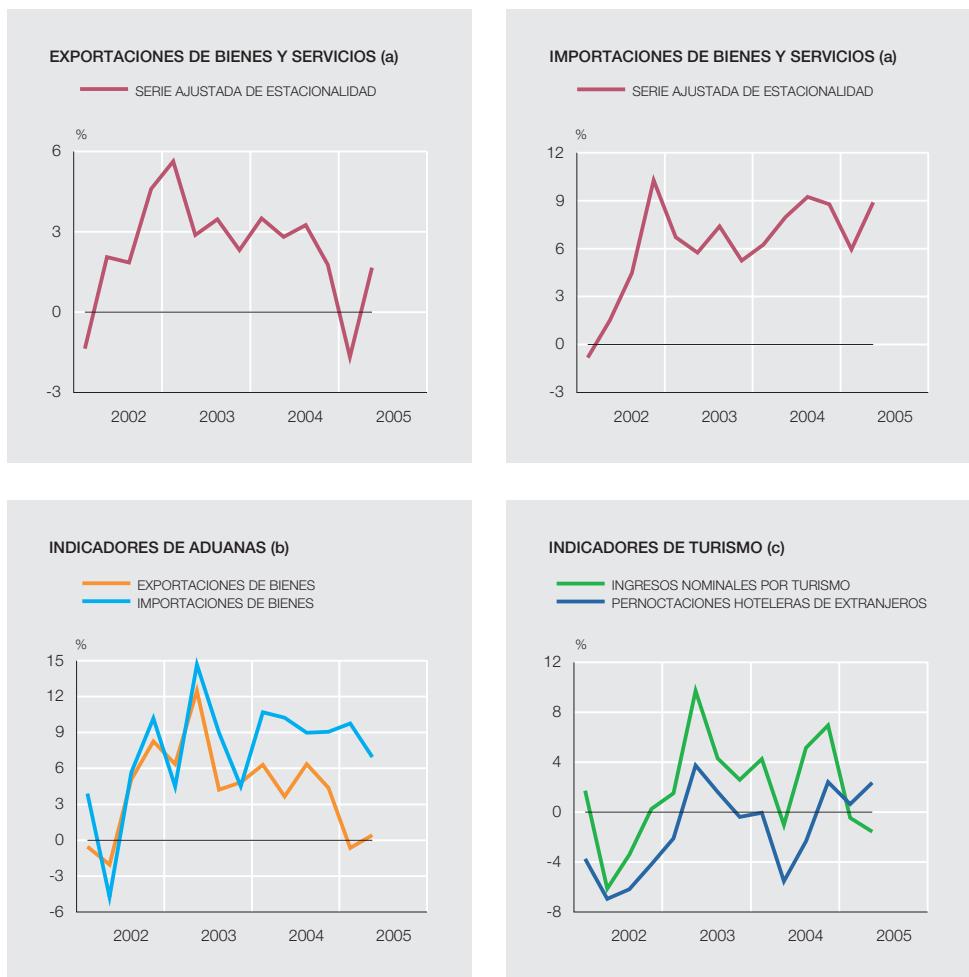
La inversión en construcción registró en el primer trimestre de 2005 un avance del 6,1%, tras mostrar en la mayor parte del año 2004 ritmos de crecimiento inferiores al 5,5%; a la vista de la información coyuntural más reciente, se estima que este dinamismo se ha mantenido en el segundo trimestre. El indicador de confianza se redujo respecto a los registros de los dos últimos trimestres, aunque la valoración continúa siendo más positiva que en el conjunto de

2004. El consumo aparente de cemento y la producción de materiales de construcción han tendido a recuperarse de la atonía mostrada en el primer trimestre —por la incidencia de la Semana Santa y las condiciones climatológicas adversas—. Por su parte, los indicadores de afiliaciones y paro registrado mostraron en el segundo trimestre una trayectoria favorable, tras la ligera inflexión del período enero-marzo. El valor real de los trabajos realizados por las empresas, proporcionado por la Encuesta de Coyuntura de la Industria de la Construcción (ECIC), también se desaceleró en el primer trimestre, aunque este indicador parece haber perdido parte de su contenido informativo, pues ha venido mostrando en el último año un dinamismo muy inferior al que presenta la Contabilidad Nacional.

Diferenciando por tipo de obra, según la ECIC, la edificación se situó en el primer trimestre de 2005 en el ritmo de crecimiento más bajo de los últimos diez años. Sin embargo, en el caso de la edificación residencial, los indicadores adelantados apuntan a una suave aceleración hasta abril. El intenso dinamismo de la financiación de la inversión residencial respalda esta valoración, mientras que la inversión extranjera en inmuebles ha mostrado una creciente ralentización hasta marzo. Respecto a la edificación no residencial, tanto la licitación oficial como los visados han mostrado una considerable recuperación en los primeros meses de 2005, que podría materializarse en un aumento de la actividad en este tipo de obras en los próximos trimestres. Por su parte, la ECIC correspondiente a la obra civil viene mostrando una cierta atonía desde mediados del año 2004.

Según los últimos datos de la CNTR, en el primer trimestre de 2005, la demanda exterior neta detrajo 2,5 pp al crecimiento del producto, dos décimas más que en el trimestre precedente. En este período, se intensificó el perfil de desaceleración de las exportaciones reales de bienes y servicios del trimestre anterior, hasta situarse en tasas interanuales negativas (-1,7%), a la vez que los flujos reales de importaciones perdieron pulso (6%). Esa ampliación del desequilibrio exterior tuvo lugar en un contexto internacional ligeramente menos favorable que el de 2004, al prolongarse durante el primer trimestre de 2005 la ralentización que ha mostrado el comercio mundial de bienes y servicios desde la segunda mitad del ejercicio anterior. Además, se mantuvo la brecha negativa observada desde el ejercicio anterior entre la evolución de las exportaciones y la registrada por los mercados de exportación, como consecuencia de la pérdida de competitividad frente al conjunto de países desarrollados acumulada en los últimos años, en un contexto de apreciación del euro. La información aún incompleta correspondiente al segundo trimestre de 2005 apunta a que la demanda exterior neta habría tenido una aportación algo menos contractiva, en la medida en que las exportaciones señalan un perfil de cierta recuperación, apoyadas en la reciente depreciación del euro, mientras que las importaciones han conservado un notable vigor, dada la fortaleza de la demanda final.

Según la CNTR, las exportaciones de bienes se debilitaron notablemente durante el primer trimestre de 2005, hasta descender un 1,7% en tasa interanual, tras el moderado avance del 1,5% registrado en el trimestre anterior (véase gráfico 18). Las cifras de comercio exterior de Aduanas, correspondientes a abril y mayo, muestran una evolución más favorable de las exportaciones de bienes, con un incremento real del 3,5%. La evolución tendencial del indicador proyecta también una cierta recuperación en los próximos meses, hasta estabilizarse en tasas moderadamente positivas, más cercanas al crecimiento de nuestros mercados de exportación. En abril y mayo, la recuperación de las exportaciones se extendió tanto a las dirigidas a la UE, que crecieron un 1,4% en términos reales, como, especialmente, a las destinadas a las áreas extracomunitarias, con un avance real del 9%. No obstante, entre enero y mayo, las ventas comunitarias cayeron un 0,7%, en un contexto de aceleración de sus precios. Las exportaciones a Francia mantuvieron un tono positivo y las dirigidas a Alemania se desaceleraron rápidamente, tras su aumento en el primer trimestre, mientras que retrocedieron las



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

- a. Datos de la CNTR a precios constantes.
- b. Series deflactadas ajustadas de estacionalidad.
- c. Series ajustadas de estacionalidad.

ventas destinadas a Italia, Reino Unido y Benelux, así como las dirigidas a los países más recientemente incorporados a la UE. Por su parte, las exportaciones reales extracomunitarias aumentaron un 1,3% en los cinco primeros meses de 2005. Por países, las ventas a Japón y a Estados Unidos presentaron resultados negativos (aunque se han recuperado más recientemente), y las dirigidas a la OPEP, Rusia y América Latina reflejaron un mayor dinamismo.

Según la CNTR, en el primer trimestre de 2005 los ingresos por turismo, en términos reales, accusaron una notable reducción (-3,2%), posiblemente algo más acusada que la experimentada por los indicadores reales del turismo. En cuanto al segundo trimestre, los datos de abril mantuvieron una tónica negativa, pero en mayo y junio las pernoctaciones hoteleras de extranjeros, uno de los indicadores más próximos al gasto real turístico, recuperaron tasas de avance positivas, truncando el perfil de caídas que les venía caracterizando. En el conjunto de los cinco primeros meses del año, las pernoctaciones hoteleras han aumentado un 1,1%, aunque las pernoctaciones en establecimientos reglados extrahoteleros descendieron un 8,2% hasta mayo. El gasto total real realizado por los turistas extranjeros apenas se incrementó entre enero y mayo (1,3%), ya que, a pesar del notable incremento de las entradas de turistas (5,7%, en el primer semestre), el gasto medio por turista se ha reducido un 3,5%. La

caída del gasto medio deriva de los nuevos hábitos de comportamiento de los turistas, que tienden a acortar sus estancias, utilizan aerolíneas de bajo coste, prescinden de los paquetes turísticos organizados y optan por alojamientos no reglados. Además, la evolución del turismo se ha visto lastrada por la pérdida de competitividad del producto turístico español, frente a los ofertados por otros países competidores en el segmento de sol y playa. En cuanto a los principales mercados emisores de turistas, en el período enero-junio el mercado británico mantuvo un avance moderado (2,1%) y continuó la recuperación del mercado alemán (4,6%), mientras que los turistas franceses experimentaron un notable repunte (13,3%). Por otra parte, también se ralentizaron significativamente las exportaciones de servicios no turísticos en el primer trimestre, según la CNTR, lo que está ligado a que los servicios de transporte de mercancías y viajeros —que son la principal rúbrica— acusaron la debilidad que mostró el turismo en ese trimestre.

Según la CNTR, durante el primer trimestre de 2005, las importaciones reales de bienes se desaceleraron 2,5 pp respecto al trimestre anterior, como consecuencia de la debilidad de las exportaciones y de la aceleración de sus precios, aunque conservaron un ritmo de crecimiento elevado (7,4%). Los datos de Aduanas correspondientes a abril y mayo reflejan un repunte de las importaciones, con un crecimiento real del 11,3% en esos dos meses, que refleja, en parte, la distorsión provocada por el diferente calendario de Semana Santa, si bien la evolución tendencial de estas cifras apunta a que han mantenido un crecimiento elevado durante el segundo trimestre de 2005, apoyadas en el impulso de la inversión en bienes de equipo, la recuperación de las exportaciones y el crecimiento sostenido del gasto en consumo final. No obstante, el lento ritmo de avance que ha mantenido la producción industrial y el encarecimiento de sus precios, debido a la depreciación del euro, han podido restarles cierto dinamismo. Por grupos de productos, en el conjunto de los cinco primeros meses del año destacó el fortísimo crecimiento de las importaciones de bienes de equipo, con un incremento real del 33,2%, y que es reflejo, fundamentalmente, del repunte que experimentaron las partidas de material de transporte y maquinaria. Por su parte, las importaciones reales de bienes de consumo situaron su tasa interanual en el 8,3%, destacando el dinamismo de las compras de automóviles y el vigor de las importaciones de manufacturas textiles y de calzado, vinculadas a la paulatina liberalización del comercio mundial de estos productos. Finalmente, las compras de bienes intermedios no energéticos se han moderado en relación con 2004 (3,1%), y las de bienes intermedios energéticos han reflejado un aumento elevado en este período (9,8%), a pesar del sustancial encarecimiento del crudo en los mercados internacionales.

Por último, en términos de la CNTR, en el primer trimestre de 2005, las importaciones reales de servicios mostraron una caída (-0,7%), fruto de la debilidad que acusaron las compras de servicios no turísticos (-5,8%), mientras que continuó el elevado dinamismo de los pagos por turismo (24,3%), que se explica por la fortaleza que mantiene la demanda de consumo de los hogares y por la apreciación acumulada por el euro.

#### 4.2 Producción y empleo

La CNTR ha estimado que el crecimiento interanual del valor añadido de la economía de mercado en el primer trimestre fue del 3,4%, frente al 3,2% del trimestre anterior, con un mayor empuje de todas las ramas, especialmente de la construcción (véase gráfico 19).

La escasez de lluvias registrada en el presente año hidrológico —que solo alcanzaron un 63% respecto del régimen histórico de precipitaciones— ha afectado a la actividad de la rama agraria de forma apreciable en los últimos trimestres. Así, el valor añadido continuó presentando caídas en el primer trimestre de 2005, un -1,8%, según la CNTR, aunque ligeramente más atenuadas que las del trimestre anterior. Esta evolución negativa ha venido determinada por la producción vegetal y, más concretamente, por los cultivos de secano, entre los que destaca

VALOR AÑADIDO BRUTO Y EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD (a)

GRÁFICO 19



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

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, excepto sobre series brutas en la EPA. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. EPA en personas. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.

b. Series enlazadas en el Servicio de Estudios del Banco de España en base a la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.

el cereal, cuya producción estimada se situó un 32% por debajo de la de 2004. Por el contrario, la producción de frutas mostró unas elevadas tasas de crecimiento, en parte, provocadas por la baja producción del año anterior. Finalmente, la producción animal presenta signos de una ligera recuperación, tanto en la producción de carne como en la láctea. En cualquier caso, se estima que en el segundo trimestre de 2005 esta rama habrá seguido registrando un retroceso en términos interanuales.

En los primeros meses de 2005, la rama de industria y energía registró un ligero impulso en su actividad, que contrasta con la desaceleración observada en el segundo semestre de 2004. La CNTR ha estimado que el crecimiento observado en el primer trimestre de 2005 fue del 1,1%, tres décimas más que en los meses finales de 2004. La aceleración de la actividad se produjo más destacadamente en la producción energética (nueve décimas de avance, hasta el 3%), aunque la rama industrial también aumentó su ritmo de crecimiento en tres décimas, hasta alcanzar un 0,9%). El impulso de la actividad industrial provino de la fortaleza de la inversión en bienes de equipo y de una mayor demanda de los bienes de consumo no alimenticios, ya que las exportaciones, que habían sido el motor de la producción industrial en trimestres previos, se mostraron muy deprimidas. La información coyuntural relativa al segundo trimestre de 2005 sugiere que esta rama ha seguido creciendo a un ritmo modesto, motivado por la atonía de la demanda de bienes de equipo nacionales. Así, tanto el componente energético como el no energético del Índice de Producción Industrial (IPI) presentaron caídas en su ritmo de avance en el conjunto de los meses de abril y mayo. El índice de entradas de pedidos (IEP), una vez corregido por los efectos de calendario y descontado el aumento de los precios, confirma el bajo tono de la industria, aunque experimentó una cierta mejora en mayo. Finalmente, los indicadores de opinión —índices de gestores de compras e indicador de confianza— retrocedieron en el conjunto del trimestre. No obstante, en el mes de junio el índice de gestores de compras registró una apreciable mejora, que podría marcar el inicio de un cambio de tendencia en la evolución del sector, y las importaciones de bienes intermedios no energéticos se han recuperado en abril y mayo. La aceleración de las exportaciones de bienes en abril y mayo, con respecto al primer trimestre del año, también podría ser el indicio de una evolución futura más positiva para esta rama de actividad.

La rama de construcción inició el año 2005 con fuerza, en contraste con la desaceleración que experimentó a lo largo de 2004. La CNTR ha estimado que en el primer trimestre de 2005 la actividad de esta rama se aceleró ocho décimas y alcanzó un crecimiento interanual del 5,6%. La información coyuntural disponible, que se ha comentado en el epígrafe anterior, indica que en el segundo trimestre del año esta rama mantuvo un ritmo de expansión similar.

El impulso experimentado por la rama de servicios en el trimestre final de 2004 no tuvo continuidad en los primeros meses de 2005, estabilizándose la tasa de avance de esta rama en el 4%, según las estimaciones de la CNTR. Sin embargo, en sus dos componentes principales se produjeron algunas variaciones. Por un lado, los servicios no de mercado experimentaron una pérdida de dos décimas en su ritmo de crecimiento, hasta alcanzar el 3,6%; por otro, la actividad de los servicios de mercado se aceleró en una décima, y su tasa de variación se situó en el 4,2%. El impulso experimentado por este último componente ha continuado en el segundo trimestre de 2005, a la vista de la información coyuntural disponible: así, el indicador sintético integral de los servicios de mercado (ISIS) se aceleró en el período abril-junio; los indicadores de actividad del sector servicios (IASS) elaborados por el INE, una vez deflactados, ganaron vigor en abril y mayo, prolongando la aceleración que ya habían registrado en marzo; el indicador de confianza del sector elaborado por la Comisión Europea aumentó apreciablemente en el segundo trimestre, gracias, sobre todo, a la mejora de las perspectivas de los empresarios; y, finalmente, la afiliación a la Seguridad Social se aceleró en el segundo

trimestre del año. Entre las actividades encuadradas en los servicios de mercado, la de comercio y reparación ganó dinamismo en el período abril-junio, según muestran la aceleración de las ventas de automóviles en ese período y la mejoría del indicador de confianza de este sector; el transporte y las comunicaciones también se han fortalecido, aunque de forma contenida, mientras que las actividades inmobiliarias, de alquiler y empresariales mantuvieron un gran dinamismo.

Según la información de la CNTR, en el primer trimestre de 2005 se prolongó la senda de suave aceleración del empleo<sup>2</sup> de los últimos trimestres, al experimentar un ritmo de avance interanual del 3% —una décima más que en el trimestre anterior—. Dado que el crecimiento del PIB en el período presentó una aceleración similar respecto de finales de 2004, el aumento de la productividad aparente del trabajo permaneció, entre enero y marzo, en un nivel modesto del 0,3% (véase el recuadro 3 para una visión temporal más amplia del comportamiento reciente de la productividad). En cuanto a la información coyuntural, los principales indicadores de empleo<sup>3</sup> muestran, en general, señales coincidentes en los meses más recientes. Así, se ha observado un considerable repunte de la afiliación a la Seguridad Social hasta el mes de junio que, en términos de datos a fin de mes, elevó su crecimiento en más de un punto porcentual, hasta el 3,9%, en el conjunto del segundo trimestre —un 4,6% en junio—. Detrás de esa notable aceleración en la afiliación, se encuentran los efectos del proceso de regularización de inmigrantes iniciado el pasado 7 de febrero, cuyas primeras consecuencias se vienen reflejando desde el mes de abril. No obstante, aun si se descuentan las altas atribuibles al mencionado proceso de regularización, la afiliación también ha mostrado en el segundo trimestre un mayor empuje que en el primero, retornando a un crecimiento medio del 3,1% con datos a fin de mes. Por otra parte, la contratación, que registró un retroceso del 8,8% en el primer trimestre, se recuperó con creces en el segundo —con un incremento del 10%—, de forma que en los seis primeros meses del año se incrementó modestamente respecto al mismo período del año anterior. Finalmente, la información correspondiente al segundo trimestre de la EPA señala que el empleo mantuvo un dinamismo muy notable en este período, con una creación neta de 402.300 puestos de trabajo respecto al trimestre precedente. Una vez corregida por el impacto de los cambios metodológicos introducidos en el primer trimestre de 2005, la variación interanual del empleo fue del 5% (5,8%, según los datos no corregidos), 7 décimas por encima de la registrada en los tres primeros meses del año. Este aumento del empleo, junto con una suave aceleración de la población activa se tradujo en una disminución muy apreciable del desempleo (−9,6% en términos interanuales), que ha llevado la tasa de paro al 9,3%.

Según la CNTR, el empleo mostró una evolución favorable en todas las ramas durante el primer trimestre, excepto en la agricultura, donde continuó el proceso de destrucción de empleo, que se inició a principios del pasado año. Los datos de la EPA, referidos al segundo trimestre del año, indican que el dinamismo del empleo en este trimestre se ha sustentado en la creación de empleo en los sectores de construcción y servicios, mientras que en la agricultura y la industria el crecimiento interanual del empleo fue próximo a cero. En particular, siempre según las series corregidas, el empleo agrícola volvió a tasas interanuales de variación positivas en el segundo trimestre (0,5%), después de caídas en los seis meses previos, mientras que, en las ramas industriales, el empleo se desaceleró con intensidad, hasta un crecimiento del 0,3%, 0,7 pp por debajo del ritmo de avance en el primer trimestre del año. La construcción registró un crecimiento interanual de los ocupados del 7,5%, que, no obstante, supone una leve desaceleración respecto al primer trimestre del

---

2. En términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. 3. Las tasas de los indicadores comentadas en el texto se refieren a datos brutos.

El bajo crecimiento de la productividad aparente del trabajo, medida como el valor añadido por ocupado, es uno de los rasgos básicos del patrón de expansión registrado por la economía española en los últimos años. La evolución de esta variable se ha visto modificada, en cierta medida, por la revisión de las cifras de PIB y empleo llevada a cabo por el INE tras la publicación de las cifras de Contabilidad Nacional en base 2000 (CNE 2000) para el período 2000-2004. En este recuadro se realiza un primer análisis de la evolución más reciente de la productividad acudiendo a una amplia desagregación sectorial para identificar los diferentes patrones que se observan por sectores.

Las nuevas estimaciones de la CNE han revisado a la baja el crecimiento de la productividad del trabajo en tres décimas para el promedio del período 2001-2004, con lo que el crecimiento medio de esta variable ha quedado reducido al 0,2% para el total de la economía y ha sido nulo en la economía de mercado. Por ramas de actividad, las revisiones a la baja más acusadas han tenido lugar en la agricultura (-1,8 pp) y en la construcción (-1,3 pp), y están relacionadas con el mayor crecimiento del empleo asignado a estos sectores. En las ramas industriales, la revisión a la baja ha sido inferior (-0,4 pp), mientras que en los servicios se estima un crecimiento de la productividad algo superior (0,2 pp)

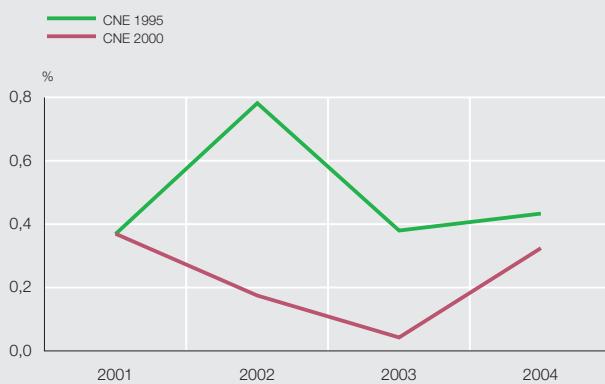
al de la CNE 1995, debido a la revisión efectuada en los servicios de mercado<sup>1</sup>.

Adicionalmente, la CNE 2000 ha modificado el perfil de la productividad que se estimaba con las cifras anteriores, de modo que la productividad se recuperó levemente en 2004, tras la desaceleración observada en los dos años anteriores, mostrando un crecimiento del 0,3% en el total de la economía y del 0,1% en la economía de mercado (véase el gráfico adjunto). Por sectores, los perfiles de la productividad del trabajo son más suaves que los estimados previamente. En la agricultura y en la construcción, esta revisión se ha traducido en caídas de la productividad muy estables entre 2001 y 2004 (en torno al 0,6% en la agricultura y al 0,9% en la construcción). Por su parte, en las ramas industriales, la revisión a la baja en los dos últimos años en el crecimiento de la productividad ha sido de mayor intensidad, reduciendo las estimaciones previas que señalaban tasas supe-

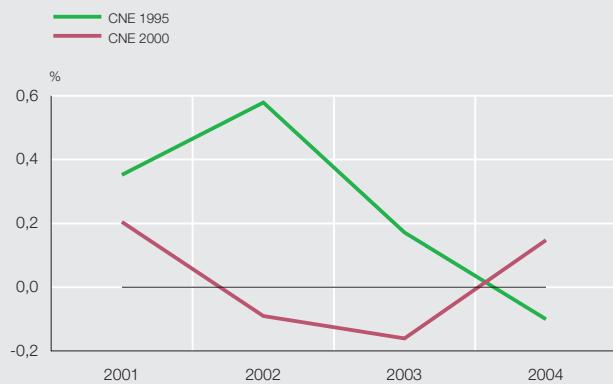
1. Esta revisión al alza de la productividad del trabajo puede estar parcialmente explicada por el incremento de las cifras de valor añadido en los servicios de mercado derivado del cambio metodológico en la contabilización de los SIFMI (Servicios de intermediación financiera medidos indirectamente). Por otra parte, la revisión al alza de las cifras de creación de empleo en este sector ha sido reducida y notablemente inferior a la efectuada en las cifras de la EPA.

## VALOR AÑADIDO POR OCUPADO

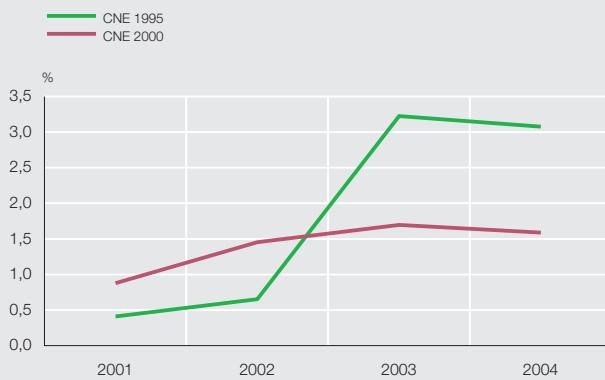
### TOTAL ECONOMÍA



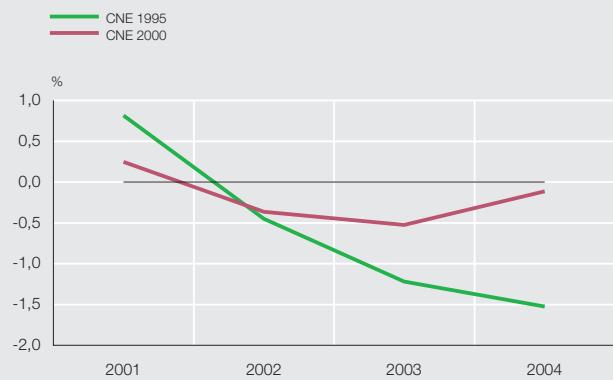
### ECONOMÍA DE MERCADO



### INDUSTRIA



### SERVICIOS DE MERCADO



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

riores al 3%. Asimismo, cabe resaltar que en los servicios de mercado las nuevas estimaciones mantienen un comportamiento negativo en los dos últimos años, pero sin alcanzar las caídas de productividad, superiores al punto porcentual, que se estimaban en la CNE 1995.

A un nivel más desagregado, las estimaciones de la CNE 2000 indican que, en promedio del período 2001-2004, el crecimiento de la productividad en la industria es bastante generalizado en las diferentes sub-ramas, si bien sobresalen, por su mayor dinamismo, la industria química, la industria del caucho y materias plásticas, y la fabricación de material eléctrico y electrónico, en las que se aprecian avances que son, en promedio, superiores al 2%. En el lado negativo, destacan la industria textil y la de la madera y corcho, que registraron caídas de la productividad en el período 2001-2004. Por su parte, entre las ramas de servicios de mercado, la productividad presenta descensos muy elevados (por encima del 1% al año) en tres sub-ramas que acumulan el 80% del empleo del sector (comercio, hostelería y servicios empresariales), donde la creación de puestos de trabajo está siendo muy intensa en estos últimos años. La rama de transporte y comunicaciones ha experimentado incrementos positivos de la productividad, aunque algo reducidos (del 0,6%), y, final-

mente, resulta destacable el comportamiento de la productividad en la rama de intermediación financiera, con un crecimiento medio en este período del 5,1%.

El menor crecimiento de la productividad según la CNE 2000 no se ha traducido en una revisión al alza de los costes laborales unitarios de las empresas, puesto que el incremento de la remuneración por asalariado ha sido revisado a la baja con mayor intensidad, dando lugar, por tanto, a un aumento de los márgenes empresariales más elevado de lo que se estimaba previamente. En definitiva, según la información por sectores, las revisiones efectuadas sobre el crecimiento de la productividad han sido más intensas en algunos casos, aunque se mantiene el comportamiento diferencial que se observaba entre los diferentes sectores con la base anterior. En particular, se aprecian descensos en las ramas de la agricultura, la construcción y los servicios de mercado, que contrastan con incrementos anuales de la productividad por encima del punto porcentual en las ramas industriales y los servicios no de mercado. La disponibilidad de series de valor añadido por ocupado en base 2000 para un período más amplio y la estimación de la productividad total de los factores con la nueva información permitirán analizar con más profundidad el comportamiento de la productividad en la economía española.

año. Finalmente, el empleo en el sector servicios se aceleró con fuerza, con una creación de casi 360.000 puestos de trabajo netos en el segundo trimestre y una tasa interanual de crecimiento del 6,2%, más de un punto por encima de su incremento en los tres meses anteriores.

El avance del empleo total de Contabilidad Nacional en el primer trimestre del año se debió principalmente al aumento en el número de trabajadores no asalariados —cuya tasa de crecimiento interanual aumentó casi un punto porcentual, hasta el 3,4%—, mientras que el colectivo de asalariados se expandió a un ritmo del 3% interanual, una décima más que en el trimestre anterior. Por su parte, los datos de la EPA señalan una aceleración muy notable de los asalariados en el segundo trimestre, hasta un crecimiento del 6,2%, 1,5 pp por encima del crecimiento a principios de año. En el caso de los trabajadores por cuenta propia, se observó una acusada caída interanual en este trimestre (del 1,9%), rompiendo así una senda de crecimientos por encima del 2% en los cinco trimestres anteriores. Por el contrario, según la estadística de afiliaciones, los trabajadores autónomos registraron un mayor dinamismo en el segundo trimestre, alcanzando una tasa de crecimiento interanual del 5,6% en junio.

Atendiendo a la duración del contrato, según datos de la EPA, en el segundo trimestre de 2005, el número de asalariados temporales volvió a crecer a un ritmo muy elevado, intensificando el dinamismo que viene presentando en los últimos trimestres. En particular, la cifra de trabajadores con contrato temporal aumentó a una tasa del 13,2% en este trimestre, casi 5 pp por encima de la registrada en los primeros meses del año y muy superior a la de los asalariados indefinidos (que fue del 3% en este mismo período). Como resultado, la ratio de temporalidad se elevó en más de 2 pp respecto a la del mismo trimestre del año pasado,

hasta el 33,3%. La información procedente de la estadística de contratos del INEM también reflejó un gran dinamismo en este segundo trimestre —con un aumento del 10,1%—, recuperando los niveles que mostraba hace un año.

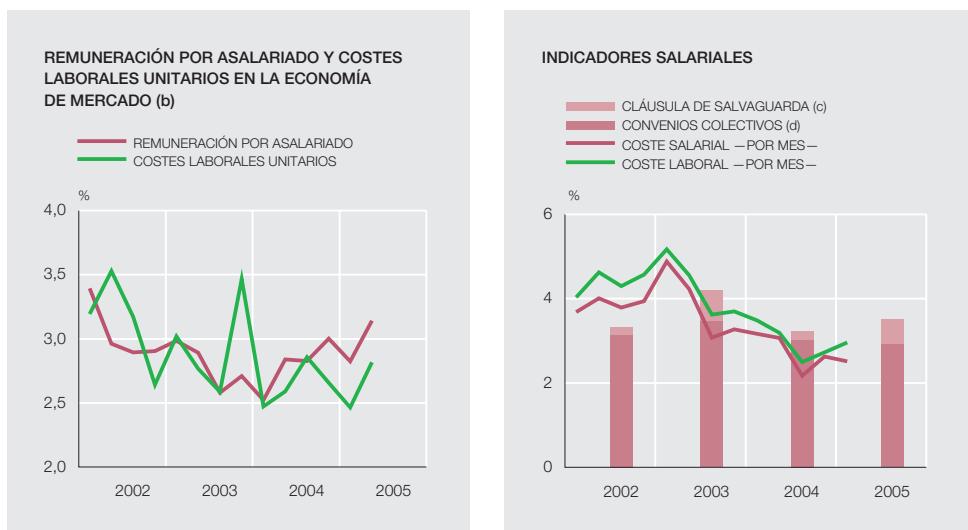
Respecto a la duración de la jornada, los ocupados a jornada completa recuperaron un ritmo de crecimiento más elevado en este trimestre, hasta el 2,7%, más próximo al observado el año pasado, tras la desaceleración registrada en los tres primeros meses del año. Por el contrario, el número de ocupados a tiempo parcial se desaceleró en el trimestre, aunque mantuvo ritmos interanuales de crecimiento muy elevados (28,5%). Como resultado, la ratio de parcialidad se redujo en 0,3 pp respecto al trimestre pasado (hasta el 12,8%), aunque se situó más de 2 pp por encima de su nivel de hace un año.

La población activa mostró un mayor dinamismo en el segundo trimestre de 2005, con una tasa de avance del 3,4%, una décima más que el trimestre precedente. Detrás de esta evolución, se encuentra un incremento importante de la tasa de participación, que alcanzó el 57,4%, un punto porcentual más que en igual período del año anterior. En el segundo trimestre de 2005, el número de desempleados descendió un 9,6% respecto al segundo trimestre del año anterior, intensificándose el ritmo de caída que venía mostrando el desempleo. Como resultado de ello, la tasa de paro se situó en el 9,3%, nueve décimas menos que hace tres meses y 1,4 pp por debajo de su nivel de hace un año. Esta positiva evolución del desempleo se ve refrendada, en parte, por la información más reciente que proporciona la estadística de paro registrado, que muestra una disminución menos intensa del número de parados: desde una caída del 2,2% en el primer trimestre, hasta el -3,6% entre abril y junio.

#### **4.3 Costes y precios**

La remuneración por asalariado estimada en el marco de la CNTR en base 2000 aumentó un 2,9% en el primer trimestre para el total de la economía, por debajo del incremento registrado en el período precedente (3,1%). Una desaceleración similar se observó en la economía de mercado, donde la remuneración creció un 2,8%, y, en mayor o menor medida, en todas las ramas no agrícolas (véase gráfico 20). Conviene destacar que las estimaciones de la Contabilidad en base 2000 han supuesto una revisión a la baja en el nivel de la remuneración por asalariado, tanto en los agregados principales (del 2,4% en el total de la economía y del 4,7% en la de mercado) como en las ramas de mercado no agrícolas, dándose el efecto contrario en la agricultura y los servicios no de mercado. En contraste con la CNTR, de acuerdo con la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL), el coste laboral por trabajador y mes se aceleró en el primer trimestre de 2005 hasta el 3% en tasa interanual, frente al 2,7% de finales de 2004, aumento propiciado por la aceleración del componente no salarial, que elevó su tasa de avance (en 1,2 pp) hasta el 4,2%, mientras que el salario se ralentizó levemente, al crecer un 2,5%, frente al 2,6% del período precedente.

Los convenios colectivos registrados en el primer semestre del presente año reflejan un aumento de las tarifas salariales del 2,9%, similar al pactado en 2004, antes de incluir la cláusula de salvaguarda. A finales de junio, el número de trabajadores con la negociación cerrada para 2005 superaba los 5.500.000, la mayor parte de los cuales (un 88,6%) estaba afectado por un convenio revisado, con un incremento salarial del 2,9%, mientras que en los de nueva firma el aumento de las tarifas era medio punto superior, del 3,4%, afectando a 633.000 trabajadores. En conjunto, la evolución de las tarifas salariales está siguiendo hasta ahora las pautas marcadas por el Acuerdo Interconfederal de Negociación Colectiva (AINC) firmado el 4 de marzo por los agentes sociales. Sin embargo, dado que aún queda un gran número de convenios nuevos que negociar, parece probable que la negociación colectiva cierre el año con incrementos salariales algo superiores a los negociados hasta ahora. La aplicación de la cláu-



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

a. Tasas de variación interanuales.

b. Tasas calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

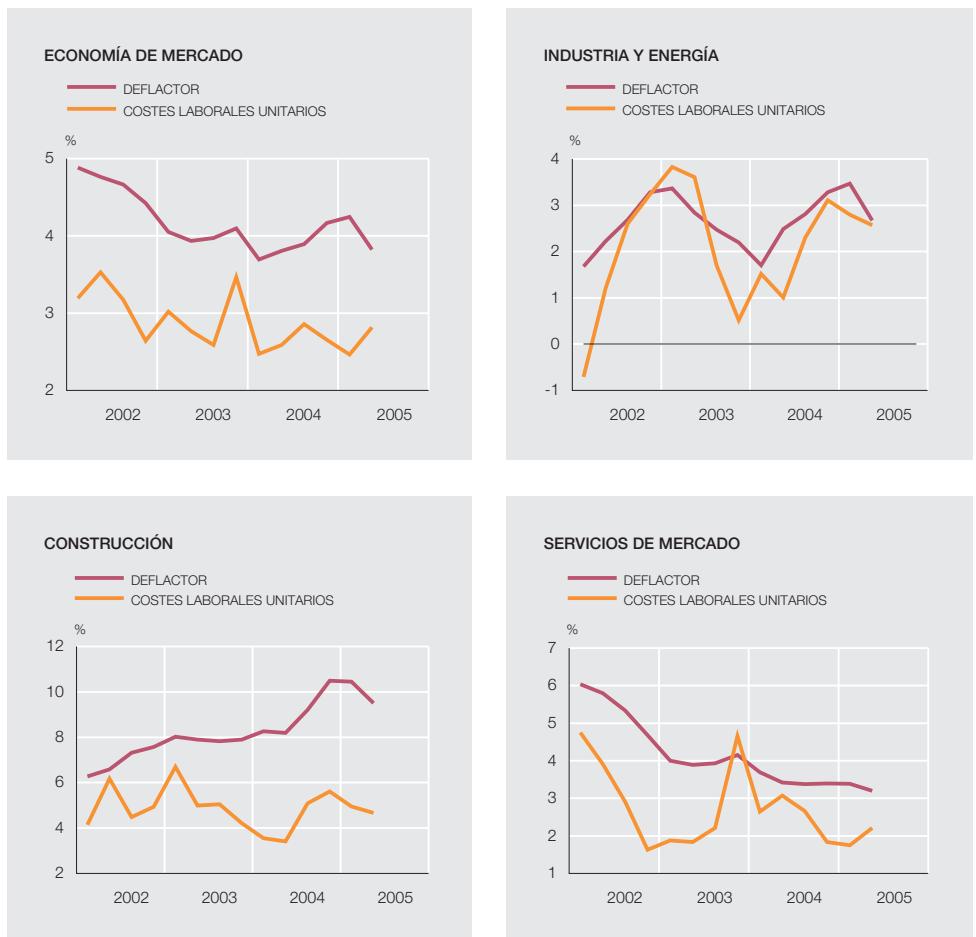
c. Cláusula de salvaguarda del año anterior.

d. Incremento acumulado.

sula de salvaguarda, que aparecía en el convenio del 77% de los trabajadores en diciembre de 2004, ha elevado el crecimiento de las tarifas en 2004 al 3,6%, pero su repercusión sobre los costes laborales se dejará sentir en el presente ejercicio, valorándose ese impacto en 0,6 pp, superior a los 0,2 pp correspondiente a 2003. La presencia de estas cláusulas para 2005 se mantiene, hasta mayo, en un porcentaje similar.

La moderación en el crecimiento de la remuneración por asalariado en el primer trimestre se tradujo en un menor incremento del coste laboral por unidad de valor añadido, ya que el valor añadido por ocupado mantuvo estable su tasa de variación. En concreto, el coste laboral por unidad de valor añadido se desaceleró 0,2 pp, hasta crecer un 2,5% en el primer trimestre. En cambio, el deflactor del valor añadido intensificó su ritmo de crecimiento, al crecer un 4,1%, frente al 4% del período anterior. Como resultado de esta evolución contrapuesta, el excedente unitario aumentó un 6,7%, manteniéndose de esta forma el proceso de ampliación de márgenes que ya se observaba en trimestres anteriores. En la economía de mercado también se produjo una ampliación de los márgenes, en un contexto de desaceleración de los costes similar al del total de la economía, mientras que se mantuvo estable el ritmo de crecimiento de los precios (véase gráfico 21).

En el primer trimestre del año, se observaron ciertas diferencias en el comportamiento del deflactor y del coste laboral unitario en la economía de mercado y en las principales ramas que la forman. El deflactor se aceleró en la industria y energía (también en la agricultura), mientras que en la construcción y en los servicios de mercado creció lo mismo que en el cuarto trimestre de 2004. En cambio, el coste laboral unitario se desaceleró en la rama de industria y energía y en la construcción, manteniendo el ritmo de aumento en los servicios de mercado. A pesar de estas diferencias, la ampliación de los márgenes fue común a todas las ramas de actividad. Los indicadores disponibles para el segundo trimestre del año muestran una continuación de estas pautas de comportamiento, si bien es posible que se aproximen los incrementos de precios y costes, especialmente en la rama de industria y energía. Cuando se



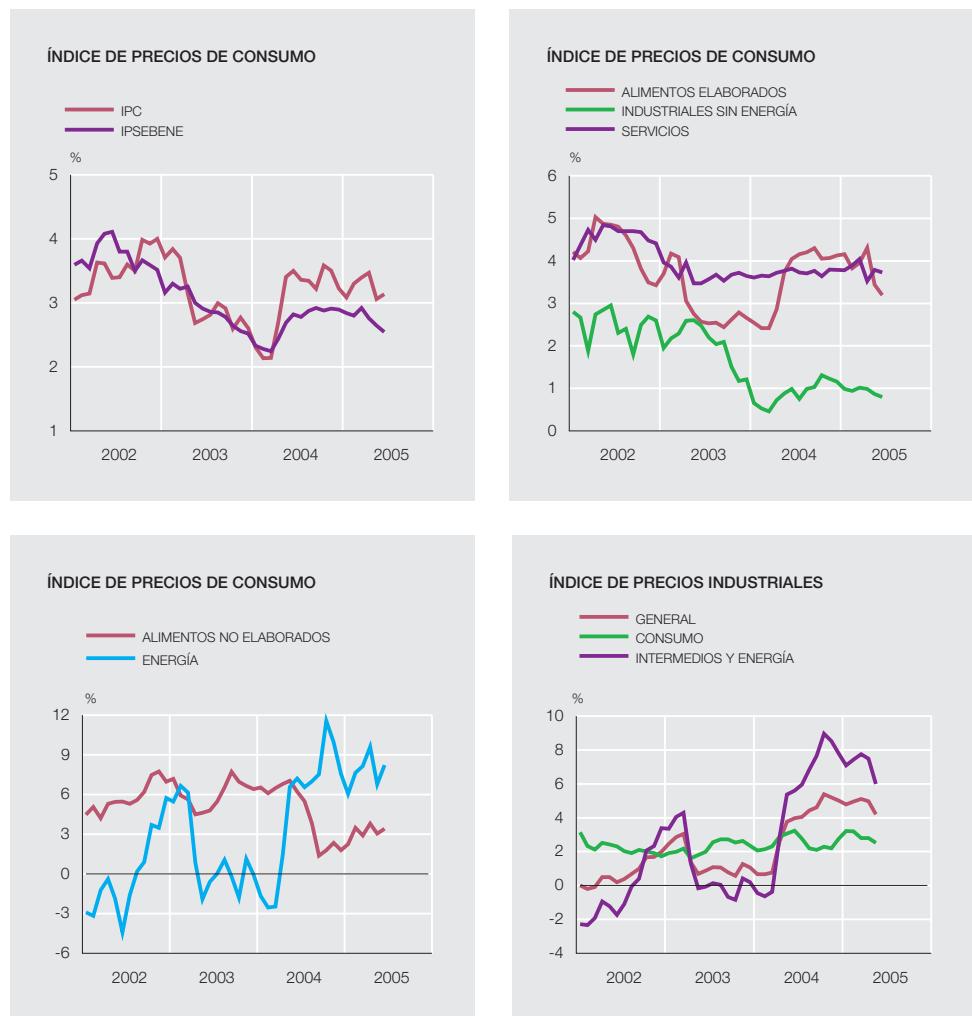
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas interanuales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

analiza la evolución de los costes salariales desde la óptica de las empresas, es decir, deflaciéndolo por los precios que afrontan estas, medidos por el deflactor del VAB, se aprecia que en el conjunto de la economía de mercado la remuneración por asalariado en términos reales volvió a registrar tasas negativas, lo que favoreció la creación de empleo.

El deflactor de la demanda final aumentó una décima su ritmo de avance interanual, hasta el 4,2%, en el primer trimestre, al tiempo que el deflactor del PIB mantuvo estable su ritmo de crecimiento interanual en el 4,2% y el de las importaciones se aceleró siete décimas, hasta el 4,9%, como consecuencia del encarecimiento del petróleo y de la depreciación del euro.

En el primer trimestre del año, el deflactor del consumo privado se desaceleró dos décimas, hasta situar su crecimiento interanual en el 3,4%, contrastando con la trayectoria alcista registrada a lo largo del pasado año. El IPC mostró una trayectoria similar, situando su tasa de crecimiento interanual en el 3,3% en el primer trimestre, una décima menos que en el trimestre anterior. Nuevamente, su crecimiento interanual se redujo una décima en el segundo trimestre, mientras que el IPSEBENE retrocedió tres décimas, tras la estabilidad mostrada desde el pasado verano, hasta alcanzar un crecimiento medio del 2,6% en el período abril-junio (véase gráfico 22). Como viene siendo habitual en los últimos doce meses, el componente más inflacionista volvió a ser el de los precios energéticos, con un crecimiento medio del 8,3%, a lo que contribuyeron las subidas del gas natural y butano en el mes de abril. Además, los

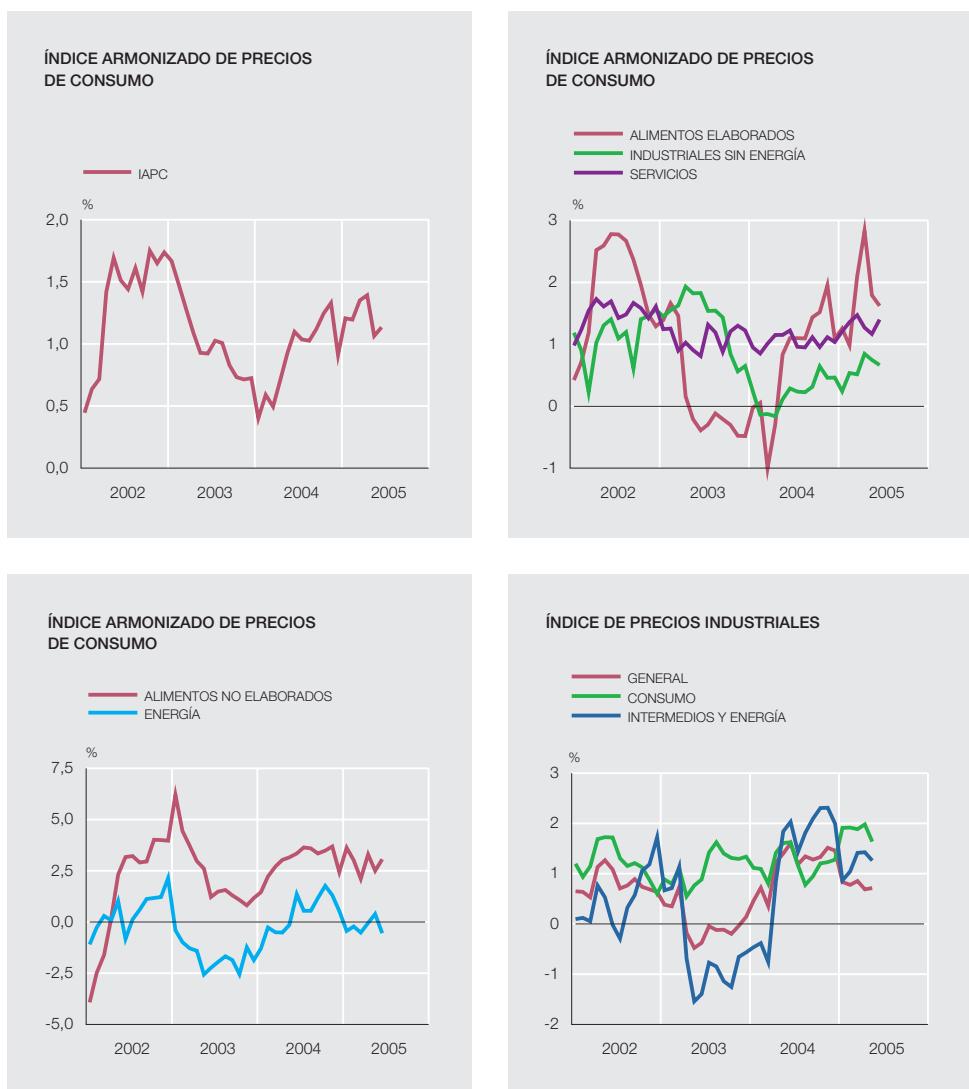


FUENTE: INE.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

precios de los carburantes describieron una trayectoria alcista a lo largo del trimestre, en línea con la evolución del precio del crudo en los mercados internacionales. En el segundo trimestre, el precio medio del petróleo subió tres dólares por barril, en relación con el trimestre anterior. Por su parte, los precios de los alimentos no elaborados aumentaron su ritmo de crecimiento interanual medio en cinco décimas, hasta alcanzar un 3,4% en el segundo trimestre. Las partidas de frutas y hortalizas aceleraron su ritmo de avance interanual, posiblemente a causa de las heladas ocurridas en febrero, lo que, por la metodología de incorporación de los precios de estos bienes en el IPC —utilizando medias móviles—, ha inducido incrementos posteriores.

La desaceleración del IPSEBENE ha sido el reflejo del menor ritmo de crecimiento de sus tres principales componentes. Los precios de los alimentos elaborados se desaceleraron cuatro décimas en el período abril-junio, en relación con el primer trimestre, hasta situar su crecimiento interanual medio en el 3,6%. Los precios de los servicios se desaceleraron dos décimas en el segundo trimestre, hasta una tasa interanual media del 3,7%, lo que, en parte, se debió a la Semana Santa, que supuso una aceleración de los precios relacionados con turismo y viajes en marzo, que fue compensada el mes siguiente. Además, continuaron abaratándose, en



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

terminos interanuales, los servicios telefónicos, y se frenó parcialmente la escalada de precios en algunos servicios de transporte. Por último, los precios de los bienes industriales no energéticos se desaceleraron una décima, hasta alcanzar un incremento interanual medio del 0,9% en el segundo trimestre. En general, los precios de vestido y calzado registraron comportamientos algo más moderados que el año anterior, al igual que los precios interiores de producción de este tipo de bienes.

En el segundo trimestre del año, la inflación española medida por el IAPC disminuyó una décima, hasta el 3,2%, mientras que en el conjunto de la UEM la inflación permaneció en el 2% en el período abril-junio, con lo que el diferencial apenas se contraíó una décima (véase gráfico 23). La reducción de la inflación en los servicios resultó algo mayor en España que en la zona del euro, con el consiguiente recorte del diferencial. En cualquier caso, los incrementos de los precios de los servicios siguen siendo muy elevados, y entorpecen la convergencia de la inflación española con la de la zona del euro. En cuanto a los bienes, el diferencial se amplió en los alimentos elaborados y en los industriales no energéticos, al haberse desacelerado más

intensamente en la UEM que en España. Tanto los precios energéticos como los de alimentos no elaborados se aceleraron de forma similar en ambas zonas.

El índice de precios industriales (IPRI) se incrementó un 0,3% en junio, de forma que su tasa de crecimiento interanual se elevó ligeramente, hasta el 4,4%, debido al repunte experimentado por los precios de producción de la energía. Los precios de producción de los bienes intermedios continuaron moderando su crecimiento interanual, que es ahora la mitad del registrado al inicio de 2005, debido, en parte, a la evolución de precios metalúrgicos. Los precios de fabricación de los bienes de equipo mantuvieron un ritmo de aumento interanual muy estable, en torno al 2%, mientras que los precios de producción de los bienes de consumo redujeron su tasa de avance interanual hasta el 2,2%, al continuar la moderación de los incrementos de precios de los bienes de consumo no duradero. El diferencial de crecimiento con los precios de producción de la zona del euro se mantuvo, en mayo, en 0,7 pp, similar al del inicio del año. Entre los restantes indicadores de precios, los percibidos por los agricultores se aceleraron intensamente a lo largo del primer trimestre del año, debido, principalmente, a la evolución fuertemente alcista de los precios de hortalizas y frutas. Por último, se ha intensificado la desaceleración de los precios hoteleros observada en meses anteriores, de modo que los precios en mayo eran similares a los del año anterior.

#### **4.4 La actuación del Estado**

Las cifras publicadas, siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional, sobre la ejecución del presupuesto del Estado hasta el mes de junio del año corriente muestran un déficit de 1.194 millones de euros (0,1% del PIB), frente al déficit de 5.348 millones (0,6% del PIB) registrado en el mismo período del año anterior. Esta evolución se debió al dinamismo de los impuestos, que impulsaron el crecimiento de los recursos hasta un 13,8%, mientras que los empleos aumentaron un 4,4% durante este período (véase cuadro 3). Asimismo, el saldo de caja no financiero muestra una mejora en la cuenta del Estado. En efecto, siguiendo el criterio de caja, el Estado registró un déficit de 3.503 millones de euros en el primer semestre del 2005, frente al déficit de 6.737 millones registrado en igual período del año anterior. Esta reducción del déficit contrasta vivamente con el aumento presupuestado para el conjunto del año, y se debió, fundamentalmente, a un aumento de los ingresos muy superior al previsto, dado que los pagos se incrementaron en línea con lo esperado. En cuanto a la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social, véase el recuadro 4.

Hay que señalar que, tanto con el criterio de CN como de caja, el fuerte crecimiento de los ingresos refleja, en parte, un cierto retraso en el ritmo de ejecución de devoluciones (especialmente en el impuesto sobre sociedades y en el IVA), por lo que se prevé una desaceleración de los ingresos en la segunda parte del año, aunque manteniéndose, en cualquier caso, por encima de la previsión inicial. En consecuencia, la ejecución presupuestaria del Estado en esta primera parte del año apunta a un cierre del año mejor de lo presupuestado. Por otra parte, la discrepancia entre ambos saldos responde principalmente al ajuste debido al distinto criterio de contabilización de los intereses pagados.

En cuanto a los ingresos de caja, estos aumentaron un 17% hasta junio, por la fortaleza de las principales figuras impositivas, lo que contrasta vivamente con la previsión presupuestaria de un aumento del 2% para el conjunto del año 2005. Sin embargo, la aceleración de los ingresos durante el segundo trimestre, en comparación con el primero, se debió a la moderación en el ritmo de caída de los ingresos no impositivos. El IRPF aumentó un 21,8% (en particular, las retenciones del trabajo se incrementaron un 16,4%; por otra parte, no se espera que el proceso de regularización de inmigrantes tenga un impacto notable sobre estos ingresos). Por su parte, el impuesto sobre sociedades, tras el primer pago a cuenta de abril, registró un crecimiento del 31% en este primer semestre, aunque debido, en parte, al retraso

	m€ y %							
	Liquidación 2004	Variación porcentual 2004/2003	Presupuesto inicial 2005	Variación porcentual 2005/2004	Liquidación ENE-MAR Variación porcentual 2005/2004	Liquidación		
						2004 ENE-JUN	2005 ENE-JUN	Variación porcentual 2004/2003
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7	8 = 7/6
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	115.270	5,1	117.592	2,0	13,8	47.670	55.775	17,0
Impuestos directos	58.668	3,8	63.689	8,6	23,0	19.337	23.592	22,0
<i>IRPF</i>	30.405	-7,4	33.703	10,8	16,6	13.608	16.572	21,8
<i>Sociedades</i>	26.019	18,7	27.901	7,2	--	4.587	6.012	31,0
<i>Otros (a)</i>	2.244	26,5	2.085	-7,1	2,0	1.142	1.008	-11,7
Impuestos indirectos	41.350	5,8	43.051	4,1	18,7	21.385	25.418	18,9
<i>IVA</i>	29.108	7,3	30.015	3,1	22,0	15.214	19.320	27,0
<i>Especiales</i>	9.751	-0,4	10.413	6,8	3,9	4.960	4.733	-4,6
<i>Otros (b)</i>	2.491	14,9	2.623	5,3	14,5	1.211	1.366	12,9
Otros ingresos	15.252	8,5	10.852	-28,9	-26,1	6.948	6.764	-2,7
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	114.743	0,8	124.527	8,5	15,1	54.407	59.278	9,0
Personal	19.488	5,6	20.447	4,9	3,1	9.511	10.217	7,4
Compras	3.510	17,2	2.905	-17,2	-15,8	1.789	1.582	-11,6
Intereses	16.760	-15,3	19.293	15,1	36,7	7.638	9.257	21,2
Transferencias corrientes	61.006	5,0	63.565	4,2	13,0	29.123	31.345	7,6
Fondo de contingencia	...	...	...	...	...	...	...	...
Inversiones reales	7.104	-5,7	8.841	24,5	22,0	3.310	3.709	12,0
Transferencias de capital	6.875	-0,9	6.986	1,6	-3,1	3.036	3.169	4,4
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>	527	...	-6.935	...	--	-6.737	-3.503	...
<b>PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL</b>								
Recursos no financieros	115.683	4,6	118.145	2,1	12,7	46.836	53.290	13,8
Empleos no financieros	125.546	11,6	121.538	-3,2	5,2	52.184	54.484	4,4
<b>CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN</b>	-9.863	...	-3.392	...	...	-5.348	-1.194	...
(en porcentajes del PIB)	-1,2		-0,4			-0,1	-0,6	

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a. Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.

b. Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

en las devoluciones realizadas. El IVA acentuó su dinamismo en el segundo trimestre, hasta registrar una tasa del 27%. No obstante, se ha acumulado un notable retraso en el ritmo de ejecución de devoluciones con respecto al año anterior, que seguramente se corregirá en la segunda parte del año, causando una desaceleración de estos ingresos, aunque es muy probable que la recaudación se mantenga por encima de la previsión inicial. Los impuestos especiales pasaron a registrar una caída del 4,6%, frente al moderado aumento del primer trimestre, debido, sobre todo, a la evolución del impuesto sobre hidrocarburos (con una caída del 12,7% hasta junio, por la moderación del consumo de estos bienes, ante los elevados precios alcanzados). En cuanto a los capítulos agregados en la rúbrica de Otros ingresos, la caída registrada vino determinada por las fuertes reducciones en los ingresos procedentes del Banco de España y de los Fondos que provienen de la Unión Europea (transferencias, estas últimas, que tienen una evolución muy errática), aunque durante el segundo trimestre estas caídas se vieron contrarrestadas parcialmente por la recuperación del capítulo de Tasas.

Los pagos de caja, por su parte, se desaceleraron durante el segundo trimestre, hasta quedar su crecimiento acumulado (un 9%) en línea con la previsión presupuestaria. La desaceleración

El sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 7.488 millones de euros hasta abril de 2005, superior en 616 millones de euros (un 9%) al registrado en el mismo período del año precedente, con un crecimiento del 7% en los ingresos y del 6,4% en los pagos (véase cuadro adjunto).

Los ingresos por cotizaciones sociales experimentaron un incremento del 7,1% hasta abril, similar al observado a lo largo del segundo semestre del año 2004. El número de afiliados a la Seguridad Social aumentó un 3,4% hasta junio de 2005, lo que supone una cierta aceleración respecto al crecimiento registrado en los tres años anteriores. Si se descontaran las 250.175 altas de trabajadores extranjeros producidas hasta el pasado 30 de junio como consecuencia del proceso de regularización, el crecimiento del número de afiliados en el primer semestre del 2005 se situaría en el 3,1%, ligeramente por encima de la tasa registrada en el año anterior.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas creció un 6,9% hasta abril, ligeramente por debajo de lo presupuestado para el conjunto del año. El número de pensiones contributivas sigue una evolución muy contenida, y su aumento permaneció estabilizado en el 0,8%, idéntico al previsto y al registrado en el año anterior. Por su parte, el gasto en incapacidad temporal aumentó

un 8,3% en este primer cuatrimestre, muy por debajo de la previsión presupuestaria.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), cuya información no se recoge en el cuadro adjunto, referido exclusivamente al sistema de la Seguridad Social, las cotizaciones percibidas se incrementaron un 6,6% hasta febrero, en línea con lo presupuestado, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 18,4% en los dos primeros meses de 2005, frente a la congelación que establecía la previsión presupuestaria.

Por otra parte, el gasto del SPEE destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 6,3% hasta mayo, frente al incremento del 9,6% en el conjunto del año 2004. Esta desaceleración estuvo determinada por la evolución del número de beneficiarios, que creció un 2,3% hasta abril, frente al 5,6% de crecimiento medio en 2004. Dicha evolución se produjo a su vez como resultado de dos factores contrapuestos. Por un lado, la caída del paro registrado, que llegó a reducirse un 1,3% en el primer semestre de 2005, frente al 1,6% de crecimiento en el conjunto del año anterior. Por el otro, el aumento de la tasa de cobertura, que se situó en el 58,8% hasta abril del 2005.

#### SISTEMA DE LA SEGURIDAD SOCIAL (a)

#### Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas (b)

#### Operaciones corrientes y de capital, en términos de derechos y obligaciones reconocidos

m€ y %

	Presupuesto			Liquidación ENE-ABR		
	2004	2005	% variación	2004	2005	% variación
1	2	3 = 2/1		4	5	6 = 5/4
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	82.217	90.040	9,5	28.895	30.917	7,0
1.1 Cotizaciones sociales (c)	76.753	83.915	9,3	26.932	28.840	7,1
1.2 Transferencias corrientes	4.672	4.874	4,3	1.688	1.646	-2,5
1.3 Otros (d)	793	1.251	57,8	275	431	56,6
2 PAGOS NO FINANCIEROS	78.691	84.100	6,9	22.023	23.429	6,4
2.1 Personal	1.907	1.998	4,8	579	647	11,8
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.497	1.566	4,6	370	417	12,9
2.3 Transferencias corrientes	74.775	80.060	7,1	21.026	22.329	6,2
Prestaciones	74.774	80.059	7,1	21.026	22.328	6,2
Pensiones contributivas	64.307	68.905	7,1	17.999	19.234	6,9
Incapacidad temporal	5.312	5.925	11,5	1.556	1.686	8,3
Resto	5.155	5.229	1,4	1.471	1.409	-4,2
Resto transferencias corrientes	1	1	0,3	0	0	—
2.4 Otros (e)	512	476	-7,0	48	35	-26,5
3 SALDO NO FINANCIERO	3.526	5.940	68,4	6.872	7.488	9,0

FUENTES: Ministerios de Economía y Hacienda, y de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

a. Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues los correspondientes a las otras Administraciones de Seguridad Social no están disponibles hasta abril de 2005.

b. Las transferencias del ISM a las Comunidades Autónomas para financiar la sanidad y los servicios sociales asumidos se han distribuido entre los diferentes capítulos de gasto según los porcentajes resultantes de las Cuentas de las Administraciones Públicas para 1997.

c. Incluye recargos y multas.

d. Excluye recargos y multas.

e. Minorados por la enajenación de inversiones.

vino marcada por los pagos de intereses, las transferencias corrientes (con un peso algo superior al 50% de los pagos totales) y las inversiones reales. Hay que recordar, no obstante, que en la evolución global de los pagos no debería influir el proceso de reestructuración del sistema ferroviario, puesto que los mayores pagos del Estado por intereses y por inversiones reales se compensan con menores volúmenes de transferencias corrientes y de capital, respectivamente, destinadas a RENFE a partir de 2005. Los gastos de funcionamiento (personal y compras), por su parte, se aceleraron en estos tres meses, aunque el capítulo de compras mantuvo tasas negativas, por los menores gastos electorales, en comparación con el año anterior.

#### **4.5 La balanza de pagos y la cuenta de capital de la economía**

En el primer cuatrimestre de 2005, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 19.269 millones de euros, lo que supone el doble del contabilizado un año antes (véase cuadro 4). Este resultado fue consecuencia, fundamentalmente, del notable deterioro del saldo de la cuenta corriente, cuyo déficit se duplicó, hasta situarse en 20.782 millones de euros, y, en menor medida, del leve descenso que experimentó el superávit por operaciones de capital, en relación con los niveles observados en el mismo período de 2004. Las principales partidas de la cuenta corriente se deterioraron, especialmente el déficit comercial y el desequilibrio negativo de rentas, aunque también descendieron los saldos positivos de turismo y transferencias corrientes; por el contrario, el déficit de servicios no turísticos mejoró ligeramente.

En los cuatro primeros meses de 2005, el déficit de la balanza comercial se amplió en 6.545 millones de euros sobre el nivel alcanzado en el mismo período del año anterior, hasta situarse en 20.520 millones de euros. En tasas interanuales, el saldo negativo aumentó un 47%, con lo que se acentuó el deterioro observado el ejercicio anterior. La debilidad que mostraron en este período los flujos reales de exportaciones, frente al vigor que mantuvieron las importaciones, en un contexto de ampliación del diferencial de crecimiento económico con nuestros principales socios comerciales, unida al fuerte encarecimiento que mantuvo la factura energética, coherente con la escalada de los precios del crudo en los mercados internacionales, propiciaron esta importante ampliación del déficit comercial.

En cuanto a la balanza de servicios, en el primer cuatrimestre de 2005 se saldó con un superávit de 3.916 millones de euros, inferior al contabilizado en iguales fechas del año anterior: este deterioro se explica por el descenso que experimentó el superávit turístico (-14%), ya que el déficit de servicios no turísticos registró una cierta corrección. Los ingresos turísticos descendieron un 2,4% en el conjunto de los cuatro primeros meses del año —truncando la recuperación que mostraron a finales del ejercicio anterior—, en línea con el perfil de desaceleración que mantuvieron en este período los indicadores de pernoctaciones de extranjeros en hoteles y apartamentos turísticos. Por su parte, los pagos turísticos aumentaron un 26,6% en el primer cuatrimestre del año, continuando con el notable dinamismo que les caracterizó en el ejercicio anterior, impulsados por la fortaleza de nuestra divisa.

El saldo negativo de la balanza de rentas registró un deterioro significativo durante el primer cuatrimestre de 2005, hasta situarse en 4.880 millones de euros. Los ingresos mostraron una notable atonía (-0,3%), frente al aumento del 20,7% que registraron los pagos, debido al incremento de los pagos realizados por las instituciones financieras y por el sector privado no financiero residente.

El superávit de la balanza de transferencias corrientes se situó en 702 millones de euros, en el período enero-abril, menos de la mitad del saldo observado en idéntico período de 2004. Los ingresos apenas se incrementaron un 1,5%, a pesar de la favorable evolución que registraron los flujos procedentes de la UE en concepto de FEOGA-Garantía; sin embargo, retrocedieron los

		ENERO - ABRIL	
		2004	2005
<b>INGRESOS</b>	CUENTA CORRIENTE	82.216	84.055
	Mercancías	48.220	49.884
	Servicios	19.079	19.177
	<i>Turismo</i>	9.110	8.889
	<i>Otros servicios</i>	9.969	10.288
	Rentas	8.151	8.152
	Transferencias corrientes	6.767	6.842
	CUENTA DE CAPITAL	1.960	1.673
	CUENTAS CORRIENTE + CAPITAL	84.177	85.728
<b>PAGOS</b>	CUENTA CORRIENTE	92.621	104.836
	Mercancías	62.194	70.404
	Servicios	14.559	15.261
	<i>Turismo</i>	2.662	3.370
	<i>Otros servicios</i>	11.897	11.891
	Rentas	10.770	13.032
	Transferencias corrientes	5.097	6.140
	CUENTA DE CAPITAL	228	160
	CUENTAS CORRIENTE + CAPITAL	92.849	104.997
<b>SALDOS</b>	CUENTA CORRIENTE	-10.405	-20.782
	Mercancías	-13.974	-20.520
	Servicios	4.520	3.916
	<i>Turismo</i>	6.448	5.519
	<i>Otros servicios</i>	-1.928	-1.603
	Rentas	-2.619	-4.880
	Transferencias corrientes	1.669	702
	CUENTA DE CAPITAL	1.732	1.513
	CUENTAS CORRIENTE + CAPITAL	-8.672	-19.269

FUENTE: Banco de España.

a. Avance provisional.

dirigidos al sector público en la rúbrica de Fondo Social Europeo. Los pagos, por su parte, aumentaron a un ritmo muy superior, el 20,5%, como consecuencia, fundamentalmente, del notable incremento de los pagos destinados a las arcas comunitarias en las partidas de Recurso PNB y Recurso IVA; del mismo modo, los pagos por remesas de emigrantes crecieron a un ritmo elevado, aunque algo inferior al del ejercicio anterior.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 1.513 millones de euros en los cuatro primeros meses de 2005, saldo algo inferior al de idéntico período del año anterior: este deterioro se explica por el notable retroceso que experimentaron las transferencias comunitarias del Fondo de Cohesión y del FEOGA-Orientación, mientras que los fondos estructurales en concepto de FEDER mostraron una evolución positiva.

### 5.1 Rasgos más destacados

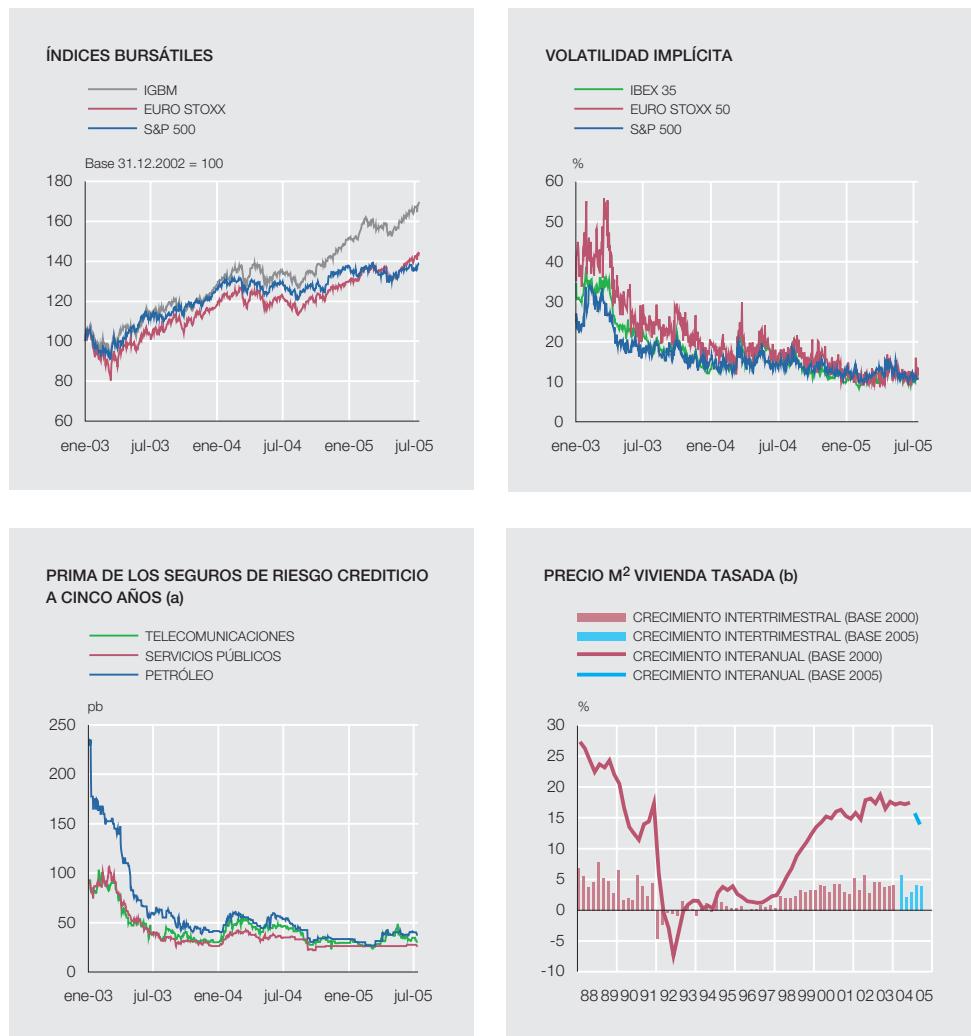
A lo largo del segundo trimestre de 2005, las condiciones financieras de los hogares y las sociedades españolas se enmarcaron en un entorno de descenso de los tipos de interés negociados en los mercados monetarios y de deuda pública. Así, entre marzo y junio, el EURIBOR medio a un año disminuyó 23 puntos básicos (pb), hasta situarse en el 2,1%, lo que se tradujo en una curva de rendimientos horizontal entre las referencias de un mes y de un año. La rentabilidad del bono español a diez años se redujo en mayor medida, 54 pb, y alcanzó el 3,19%, lo que representa un mínimo histórico. Estos desarrollos, junto con el mantenimiento de las primas de riesgo de las empresas españolas en registros moderados, determinaron una nueva contracción en el coste de la financiación con valores de renta fija. Por su parte, según la información disponible más reciente, el precio del crédito bancario a empresas y familias no experimentó variaciones significativas durante abril y mayo, y se mantuvo en niveles reducidos (véase gráfico 24).

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales las cotizaciones retomaron, a finales de abril, la senda ascendente que habían interrumpido durante los dos meses anteriores, en un contexto de reducida volatilidad, de bajos tipos de interés a largo plazo y en el que los beneficios publicados de las empresas cotizadas, correspondientes al primer trimestre de 2005, resultaron, en general, bastante favorables. Los atentados terroristas del 7 de julio en Londres provocaron descensos bruscos de los índices bursátiles europeos, aunque posteriormente se recuperaron de forma rápida. De este modo, el 11 de julio el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba una ganancia desde principio de año cercana al 9%. Esta evolución fue muy similar a la del EURO STOXX amplio de las bolsas de la UEM y mucho mejor que la del S&P 500 de las de EEUU, que, durante el mismo período, aumentó un 3%. En el caso español, además, estos desarrollos vinieron acompañados de unos elevados volúmenes de contratación.

En relación con el valor de mercado de los inmuebles, los últimos datos oficiales publicados por el Ministerio de Vivienda muestran un cierto descenso en su crecimiento interanual, desde el 15,7% observado en el primer trimestre, a un 13,9% en los tres meses siguientes. No obstante, dada la corta historia de la nueva serie elaborada por el Ministerio —en principio, más volátil que la antigua—, es todavía pronto para evaluar si esto supone el inicio de un claro cambio de tendencia.

En este entorno, el volumen de financiación recibida por el sector privado durante el primer trimestre siguió mostrando un dinamismo notable. En particular, los recursos ajenos de las sociedades se aceleraron y su tasa de crecimiento interanual se situó cerca del 16%. Por su parte, los pasivos de los hogares mantuvieron un ritmo de avance muy elevado, en el entorno del 20%. El desglose del crédito de entidades residentes por finalidad indica que, entre enero y marzo, continuó destacando el papel protagonista del sector inmobiliario y de la construcción. Además, se consolidó el perfil expansivo, observado a lo largo de 2004, en los fondos

4. La última actualización de las Cuentas Financieras de la Economía Española (CFEE) incorpora las revisiones de la Contabilidad Nacional de España (CNE) y de la Balanza de Pagos (véase nota de Novedades de la actualización electrónica de las CFEE). Por otro lado, la nueva CNE, base 2000, ha supuesto modificaciones en los niveles de los indicadores financieros expresados como ratios de variables de la CNE, que en este Informe aparecen con una ruptura en el año 2000, ya que dichas series no están disponibles antes de dicha fecha. En el caso de las variables sectoriales, se emplean estimaciones internas provisionales coherentes con la nueva CNE, base 2000, ya que las cuentas sectoriales de la CNE no se han publicado todavía. Por este motivo, la interpretación de los nuevos niveles de los indicadores basados en dichas variables debe realizarse con las debidas cautelas.



FUENTES: Bloomberg, Credit Trade, Ministerio de Vivienda y Banco de España.

a. Primas medias ponderadas por activos. El día 22.6.2003 entró en vigor un cambio en las condiciones del contrato de las empresas europeas. El nuevo contrato lleva asociado unas primas menores (en torno al 10%).  
 b. Nueva estadística a partir de 2004.

dirigidos a la industria, que aumentaron cerca del 10% en términos interanuales. La información provisional disponible hasta mayo apunta a una continuidad de las mismas pautas de los meses precedentes en la evolución de la deuda de empresas y familias.

Los desarrollos anteriores se reflejaron en un nuevo deterioro de los indicadores de presión financiera de las familias. Así, de acuerdo con las Cuentas Financieras del primer trimestre, el saldo deudor de las operaciones financieras de este sector aumentó hasta alcanzar un valor equivalente al 0,4% del PIB (véase cuadro 5). Asimismo, el endeudamiento y la carga financiera de los hogares en relación con la renta bruta disponible (RBD) siguieron aumentando, al tiempo que se volvió a reducir su capacidad de ahorro, después de atender el servicio de la deuda. No obstante, su riqueza neta habría continuado con la trayectoria ascendente, especialmente en el componente inmobiliario. La información provisional más reciente apunta a un mantenimiento de las mismas tendencias.

En el caso de las sociedades no financieras, también se produjeron aumentos en la ratio agrégada de deuda sobre resultados y, de forma moderada, en la carga financiera por intereses.

	% del PIB (a)								
	2000	2001	2002	2003	I TR	II TR	III TR	IV TR	2005
Economía nacional	-3,2	-3,4	-2,5	-3,1	-3,1	-3,3	-3,6	-4,1	-4,9
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-3,1	-4,4	-3,7	-4,8	-4,3	-4,8	-5,4	-4,5	-5,7
<i>Sociedades no financieras</i>	-4,7	-5,8	-4,7	-5,0	-5,0	-5,2	-5,3	-4,5	-5,3
<i>Hogares e ISFLSH</i>	1,6	1,4	1,0	0,2	0,7	0,4	-0,1	-0,1	-0,4
Instituciones financieras	0,8	1,5	1,4	1,4	1,5	1,4	1,2	0,7	0,6
Administraciones Públicas	-0,9	-0,5	-0,3	0,3	-0,2	0,1	0,6	-0,3	0,1
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación sociedades no financieras (b)	-14,8	-9,1	-9,4	-9,6	-8,3	-9,2	-8,6	-7,1	-8,7

FUENTE: Banco de España.

a. CNE, base 2000.

b. Recursos financieros que cubren el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada (inversión real más financiera permanente) y el ahorro bruto.

Además, el saldo deudor de las operaciones financieras se incrementó notablemente, hasta un 5,3% del PIB, mientras que la brecha de financiación interrumpió la senda de ligera reducción observada en los trimestres anteriores. Sin embargo, la última información de la Central de Balances Trimestral (CBT) indica una estabilidad de las ratios de endeudamiento y de carga financiera, en un contexto de evolución favorable de la rentabilidad, que determinó un nuevo descenso del indicador sintético de presión financiera sobre la inversión y un mantenimiento de los niveles reducidos alcanzados en los últimos meses del correspondiente al empleo. Además, estos desarrollos vinieron acompañados de una mejoría de los beneficios de las empresas cotizadas previstos por los analistas, un mayor dinamismo del crédito a la rama industrial y, según la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB), del destinado a la inversión en capital fijo.

El mantenimiento de la trayectoria creciente del precio de los activos financieros y reales, y los reducidos niveles de tipos de interés, han continuado favoreciendo, durante los últimos trimestres, la expansión del consumo privado y la inversión residencial. Sin embargo, el nivel alcanzado por los indicadores de presión financiera de los hogares y la evidencia de sobrevaloración de la vivienda constituyen, como se ha señalado en Informes anteriores, elementos de riesgo para la evolución del gasto de las familias en el medio y largo plazo.

En el caso de las sociedades, aunque el endeudamiento y la carga financiera agregados han vuelto a aumentar, algunos datos recientes a nivel microeconómico apuntan a una mejoría. Así, durante los últimos trimestres se ha producido una revisión al alza de las perspectivas de rentabilidad de las empresas cotizadas, los indicadores sintéticos de presión financiera construidos a partir de datos de la CBT se han mantenido en niveles reducidos y se ha observado un aumento de la demanda de financiación de las empresas de la rama industrial y de la relacionada con la inversión en capital fijo. En conjunto, esta evidencia, junto con la situación más saneada de las grandes empresas y las holgadas condiciones de financiación, configura un escenario favorable para que se mantenga el dinamismo de la inversión productiva.

## 5.2 El sector hogares

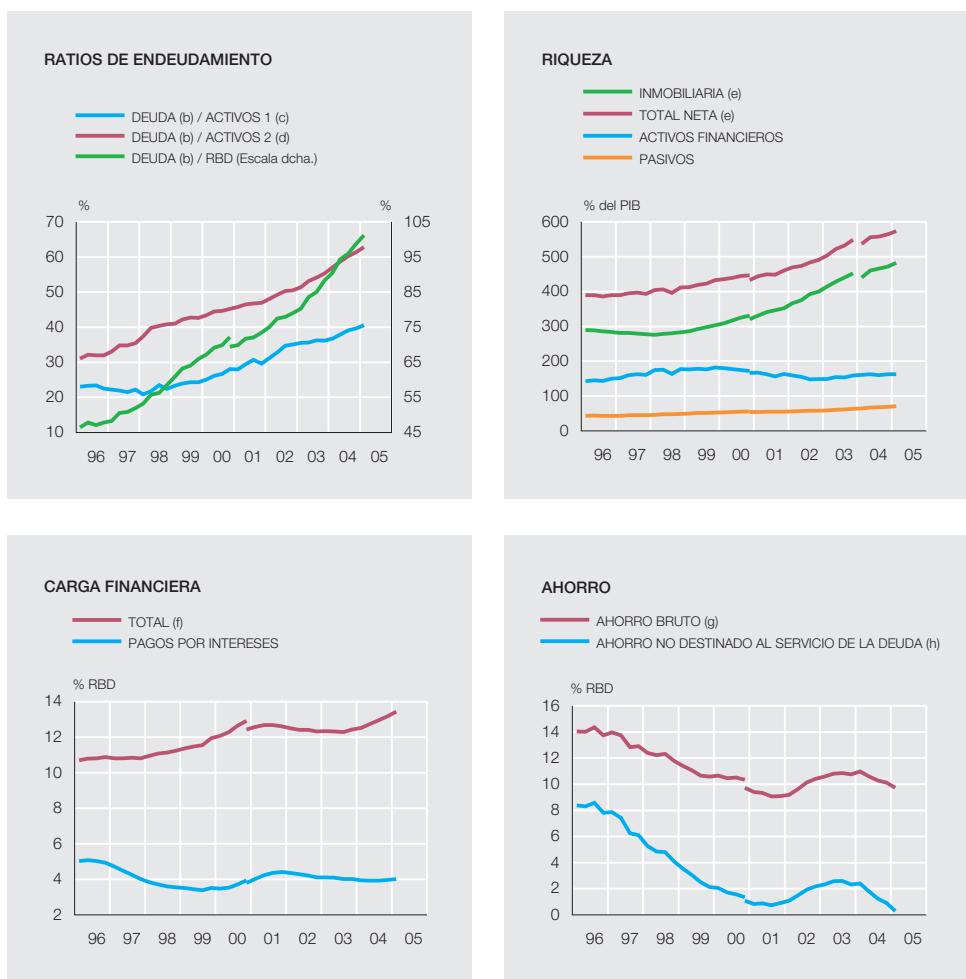
Las condiciones de financiación de los hogares mantuvieron un grado de holgura amplio durante el segundo trimestre del año. Así, en mayo, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en las nuevas operaciones de préstamo se situaron en torno a los reducidos

% del PIB (a)	2001	2002	2003	2004		2005 I TR
				III TR	IV TR	
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
Operaciones financieras (activos)	7,5	8,2	9,2	10,4	10,0	10,1
Medios de pago	1,1	3,6	4,2	4,0	3,9	4,3
Otros depósitos y valores de renta fija (b)	3,4	1,6	-0,1	1,4	1,9	1,7
Acciones y otras participaciones (c)	-0,2	0,6	0,6	0,6	0,1	0,0
Fondos de inversión	0,8	0,2	2,3	1,7	1,5	1,3
<i>FIAMM</i>	1,2	0,7	0,6	-0,3	-0,2	-0,1
<i>FIM</i>	-0,5	-0,5	1,7	1,9	1,6	1,2
Reservas técnicas de seguros	2,6	2,5	1,8	1,8	1,8	2,0
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	1,4	1,4	0,7	0,7	0,7	0,8
<i>De jubilación</i>	0,9	0,9	0,9	0,8	0,9	0,9
Resto	-0,1	-0,3	0,5	0,8	0,8	0,9
Operaciones financieras (pasivos)	6,1	7,2	9,0	10,5	10,0	10,5
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	5,2	6,9	8,9	10,4	10,5	10,7
<i>Créditos para adquisición de vivienda (d)</i>	4,6	4,9	6,9	8,3	8,6	9,0
<i>Créditos para consumo y otros fines (d)</i>	0,6	2,0	2,0	2,1	1,8	1,6
Resto	0,9	0,3	0,1	0,1	-0,4	-0,2
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
Operaciones financieras (activos)	14,6	14,6	16,2	15,3	15,0	16,9
Medios de pago	1,6	1,6	0,8	1,1	1,0	1,2
Otros depósitos y valores de renta fija (b)	0,9	1,7	1,4	0,2	0,9	0,9
Acciones y otras participaciones	5,4	6,6	7,4	5,5	4,2	4,8
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	3,9	4,8	4,5	3,3	2,6	3,4
Resto	6,8	4,7	6,5	8,4	8,9	10,0
Operaciones financieras (pasivos)	20,5	19,3	21,2	20,6	19,5	22,2
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	6,0	5,9	6,8	7,9	9,3	10,1
Préstamos exteriores	3,8	2,7	2,7	1,7	0,5	0,9
Valores de renta fija (b)	0,0	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0
Acciones y otras participaciones	4,9	5,9	5,2	3,9	2,7	2,7
Resto	5,8	5,1	6,7	7,0	7,0	8,5
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
Financiación (e)	15,4	14,1	16,0	16,7	16,3	17,4
Hogares e ISFLSH	12,3	15,6	18,7	20,5	19,7	19,8
Sociedades no financieras	17,7	13,1	14,0	13,9	13,8	15,5

FUENTE: Banco de España.

- a. CNE, base 2000.
- b. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.
- c. Excluye los fondos de inversión.
- d. Incluye los créditos titulizados.
- e. Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

valores observados durante los meses anteriores. Concretamente, los costes del crédito a la vivienda y para consumo y otros fines fueron del 3,4% y 6,3%, respectivamente, niveles similares a los de finales de 2004. Por su parte, la EPB correspondiente al período enero-marzo de 2005 indica que la política de concesión de crédito a las familias para la adquisición de vivienda siguió endureciéndose de forma moderada, mientras que para el resto de préstamos al sector se produjo una nueva relajación, pautas que las entidades preveían mantener entre abril y junio.



FUENTE: Banco de España.

- a. Para los datos de la Contabilidad Nacional sectorial, a partir de 2000, se utiliza una estimación provisional coherente con la CNE, base 2000.
- b. Incluye crédito bancario y titulización.
- c. Activos 1 = Total de activos financieros — la rúbrica de «Otros».
- d. Activos 2 = Activos 1 — acciones — participaciones de FIM.
- e. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del m<sup>2</sup>. A partir de 2004, se considera la nueva estadística de precio de la vivienda.
- f. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- g. Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- h. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.

Entre enero y marzo, la deuda de los hogares mantuvo el fuerte ritmo de avance de los trimestres anteriores, con un crecimiento cercano al 20% en términos interanuales, nivel que se viene observando desde mediados de 2004 (véase cuadro 6). La expansión de los pasivos continuó estando condicionada por el comportamiento del crédito para la adquisición de vivienda, que creció en torno al 24%, lo que representa un flujo equivalente al 9% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,6 pp más que en 2004. Esta evolución expansiva de los fondos vinculados a la financiación de los inmuebles repercute sobre los precios de la vivienda de la forma que se discute en el recuadro 5. Por su parte, los préstamos para el consumo y otros fines experimentaron una cierta desaceleración y aumentaron de forma más moderada, un 10%. La información provisional disponible hasta mayo indica una continuidad en el dinamismo de la deuda para la adquisición de vivienda y una ligera aceleración de los recursos destinados a otras finalidades.

El crédito y el precio de la vivienda están estrechamente relacionados. Así, un aumento del valor de los inmuebles incrementa el importe de las garantías que las familias disponen para solicitar préstamos, lo que estimula su demanda. En la dirección contraria, un mayor volumen de financiación facilita la adquisición de dichos activos, lo que, en un contexto en el que la oferta es fija en el corto plazo, tenderá a traducirse en ascensos en los precios de dicho bien. Existe cierta evidencia descriptiva a nivel internacional de episodios en los que ciclos expansivos en ambas variables han tendido a alimentarse mutuamente, de modo que se han llegado a acumular desequilibrios que se han corregido posteriormente de forma más o menos abrupta, en algunos casos con implicaciones severas sobre el sistema bancario y la economía en general. Por ello, resulta relevante analizar empíricamente la interrelación existente en España entre dichos agregados, especialmente en el momento actual, en el que ambos están creciendo a tasas muy elevadas.

Para analizar la interrelación existente entre la financiación destinada a la compra de vivienda y el precio de este activo en la economía española, se ha estimado un modelo que recoge las relaciones de largo plazo para ambas variables y su dinámica de corto plazo (incluyendo el ajuste de los desequilibrios respecto a las sendas de largo plazo)<sup>1</sup>.

1. Véase Gimeno y Martínez-Carrascal (2005): *The interaction between loans for house purchase and housing prices. An analysis for Spain*, mimeo, Banco de España.

Los resultados obtenidos, que se presentan en el cuadro adjunto, muestran que, en el corto plazo, existe una correlación positiva entre ambas variables. Así, ante un crecimiento de un punto porcentual del crédito (valor de las viviendas), el ritmo de avance del precio de los inmuebles (deuda para adquirir este activo) se incrementa en ese período en 0,15 (0,09) pp, indicando, de este modo, que los movimientos en dichos agregados se refuerzan mutuamente.

Por otra parte, los resultados indican que, cuando el crédito no se encuentra en su nivel de equilibrio de largo plazo, las dos variables analizadas tienden a moverse para restablecerlo. Concretamente, cuando la deuda se sitúa un punto porcentual por encima (debajo) del nivel coherente con sus determinantes de largo plazo, en el trimestre inmediatamente posterior se registra una reducción (aumento) en el crédito de 0,13 pp, al tiempo que el valor de los inmuebles desciende (se incrementa) en 0,08 pp. Esta dinámica se mantiene en los meses sucesivos, a una velocidad implícita en estos cambios de un 6,2% por trimestre, de manera que estos efectos se prolongan durante un período largo. Por el contrario, las desviaciones respecto de la senda de equilibrio en el mercado de la vivienda se corrigen exclusivamente a través de variaciones en el precio de dicho activo de 0,07 pp por cada punto porcentual de desequilibrio, a la baja o al alza, según la sobrevaloración sea positiva o negativa.

**RESULTADOS DE LA ESTIMACIÓN DE UN MODELO PARA EL CRÉDITO DESTINADO A LA AQUISICIÓN DE VIVIENDA Y PRECIO DE LOS INMUEBLES**  
(Datos trimestrales 1984-2004) (a)

VARIABLE EXPLICATIVA	Variable dependiente	
	crédito (por hogar)	precio vivienda
Crecimiento del crédito	—	0,150
Crecimiento del precio de la vivienda	0,09	—
Crecimiento de la renta laboral	0,23	—
Desequilibrio en el crédito (en el trimestre previo)	-0,13	-0,08
Desequilibrio en el precio de la vivienda (en el trimestre previo)	—	-0,07

a. El cuadro muestra los cambios porcentuales (en un trimestre) en cada una de las variables dependientes (crédito para adquisición de vivienda y precio de los inmuebles) asociados a un incremento contemporáneo de un punto porcentual en la deuda, precio de los inmuebles y renta laboral, y a un desequilibrio de la misma cuantía en cada una de las variables dependientes en el trimestre previo. Todas las variables están expresadas en términos reales y la renta laboral está corregida de atípicos.

Las decisiones de cartera de las familias mantuvieron, durante el primer trimestre, las mismas pautas del año pasado (véase cuadro 6). Así, el volumen de fondos materializado en activos financieros fue muy similar al de 2004, cerca del 10% del PIB, en términos acumulados de doce meses. Por instrumentos, el principal destino volvieron a ser los activos líquidos y de menor riesgo (efectivo y depósitos), cuyas tenencias aumentaron por una cuantía equivalente al 6% del PIB. En cambio, el importe de las compras de acciones fue nulo y las suscripciones netas de fondos de inversión continuaron reduciéndose, alcanzando un 1,3% del PIB. Finalmente, la inversión en reservas técnicas de seguros aumentó ligeramente, hasta representar un 2% del PIB.

La expansión del crédito hizo que el endeudamiento de los hogares, medido en términos de la RBD, continuara avanzando, hasta alcanzar en marzo valores superiores al 100% (véase gráfico 25)<sup>5</sup>. Esta evolución, junto con la estabilidad en el coste de financiación, resultó en un nuevo aumento de la carga financiera asociada, hasta niveles próximos al 14% de la RBD, lo que, a su vez, se tradujo en un descenso de la capacidad de ahorro del sector, una vez descontadas las obligaciones financieras derivadas de los pasivos contraídos. En línea con estos desarrollos, durante el primer trimestre, el saldo deudor de las operaciones financieras netas del sector se incrementó hasta el 0,4% del PIB, en términos acumulados de doce meses. Sin embargo, la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares muestra que el porcentaje de familias que pueden destinar dinero al ahorro se mantuvo en una senda de suave crecimiento, hasta situarse en el 38,5% en el primer trimestre de 2005, al tiempo que la proporción de familias que manifiestan algún grado de dificultad para llegar a fin de mes se redujo ligeramente, hasta el 54,7%.

Finalmente, durante el primer trimestre, la riqueza del sector continuó incrementándose como consecuencia, principalmente, de la evolución expansiva del precio de los activos inmobiliarios. Fruto de este avance, siguió aumentando el esfuerzo teórico que supone la adquisición de una nueva vivienda: por un lado, la carga financiera correspondiente al primer año de vida de un préstamo teórico que, en las condiciones actuales de tipos y plazos, financiará el 80% del valor de inmueble supone ya el 35% de la RBD por hogar. Por otro, la ratio entre el precio de la vivienda y la RBD por hogar volvió a incrementarse<sup>6</sup>.

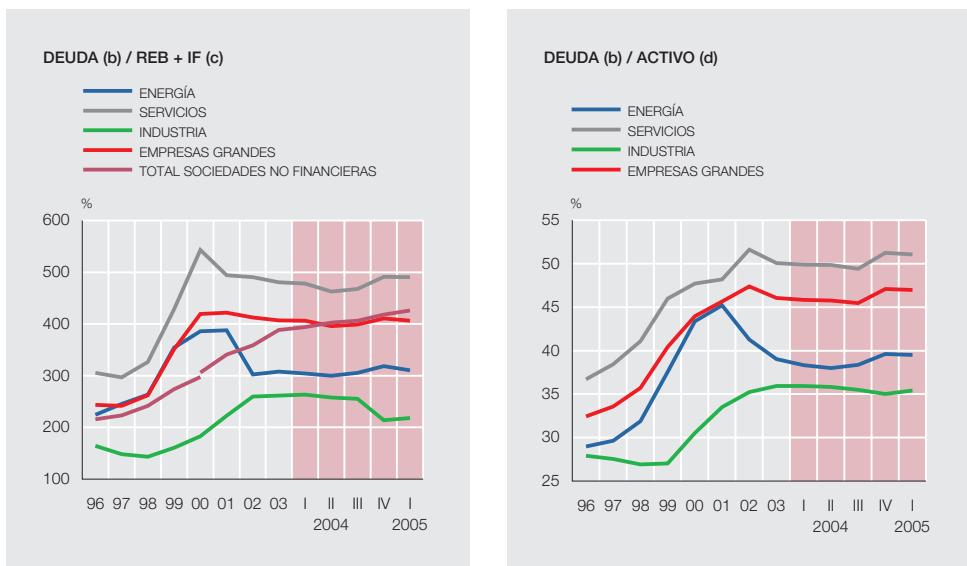
### **5.3 El sector de sociedades no financieras**

Las condiciones de financiación de las sociedades experimentaron ligeros cambios, manteniendo un grado de holgura amplio durante el primer semestre del año. Así, en el mes de mayo, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en las nuevas operaciones de préstamo continuaron en niveles reducidos, en torno al 4% y el 3%, dependiendo del volumen de la operación. Asimismo, según la EPB correspondiente al primer trimestre, los criterios de aprobación de los préstamos fueron menos restrictivos, en un contexto en el que, en línea con lo que se había anticipado, la demanda percibida continuó acelerándose de forma significativa. Además, las entidades encuestadas esperaban mantener estas mismas pautas entre abril y junio. Por otro lado, el coste de la financiación con valores de renta fija se redujo gracias a la evolución descendente de las rentabilidades de la deuda pública y al mantenimiento de las primas de riesgo en niveles reducidos. Igualmente, la trayectoria ascendente de los índices bursátiles a partir de mayo, junto con su reducida volatilidad, mejoró las condiciones para la obtención de fondos en los mercados de renta variable.

En este entorno, las operaciones de pasivo de las sociedades durante el primer trimestre alcanzaron un volumen elevado, superior al 22% del PIB en términos acumulados de doce meses, 2,7 pp por encima del dato de 2004 (véase cuadro 6). Por instrumentos, la principal fuente de recursos fueron los préstamos, cuyo flujo alcanzó el 11% del PIB, ya que la emisión de valores de renta fija fue nula y los fondos materializados en acciones y otras participaciones supusieron un importe equivalente al 2,7% del PIB. Por otra parte, aunque los créditos de no residentes experimentaron un avance, la financiación procedente de entidades residentes fue nuevamente el componente más expansivo. En términos de tasas de variación, el crecimiento interanual de la deuda se situó en marzo por encima del 15%, lo que representa un aumento de más de un punto porcentual en relación con el cierre de

---

5. Con la CNE, base 1995, dichos niveles ya se habían alcanzado a finales de 2004. 6. Los cambios en dicha ratio aproximan las variaciones tanto en el esfuerzo previo necesario para afrontar el pago inicial en la adquisición de vivienda como en el tiempo que sería necesario mantener un determinado nivel teórico de esfuerzo para adquirir un inmueble y amortizar completamente el préstamo tipo asociado.



FUENTE: Banco de España.

a. Indicadores calculados a partir de la Central de Balances Anual y Trimestral, excepto la serie «Total sociedades no financieras», que se ha obtenido a partir de las Cuentas Nacionales (CNE y CFEE). Desde 2000, se utiliza una estimación provisional de las rentas coherente con la CNE, base 2000.

b. Recursos ajenos con coste.

c. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

d. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.

2004. Según los últimos datos disponibles, este perfil de aceleración se habría prolongado hasta mayo.

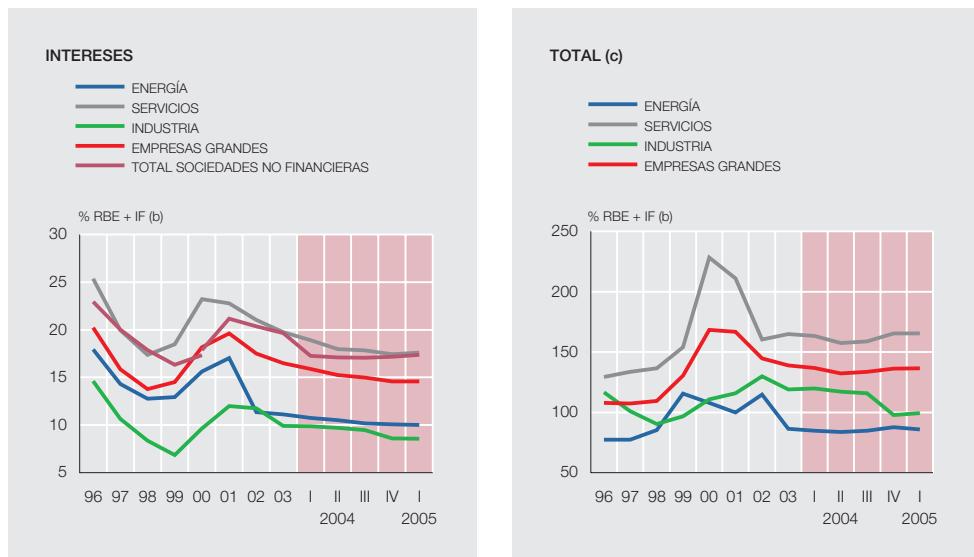
El desglose del crédito bancario por actividad productiva continuó mostrando un elevado dinamismo de los fondos destinados a la construcción y los servicios inmobiliarios, que en marzo crecieron, respectivamente, por encima del 22% y 42% en relación con el mismo período del año pasado. Por su parte, los préstamos destinados a la industria volvieron a experimentar, por cuarto trimestre consecutivo, una notable aceleración, de modo que su ritmo de avance interanual se situó cerca del 10%. En cambio, la rama de servicios (excluidos los inmobiliarios) mantuvo la suave desaceleración observada a lo largo de 2004. Finalmente, según la información de la CBT, las grandes empresas siguieron aumentando sus recursos ajenos, aunque a unos ritmos de avance moderados.

Por el lado del activo, el importe de las operaciones de las sociedades no financieras creció de forma más moderada, hasta el 17% del PIB en términos acumulados de doce meses, casi 2 pp por encima del dato de 2004. Por instrumentos, se produjo un aumento de la rúbrica que recoge el crédito comercial —incluido en la partida «Resto» del cuadro 6—. Resulta, asimismo, destacable la recuperación de la inversión en acciones del exterior por parte de las sociedades españolas.

Fruto de la evolución comentada de las operaciones de activo y de pasivo, las necesidades de financiación de las sociedades se incrementaron notablemente durante el primer trimestre del año y se situaron, en términos acumulados de doce meses, en el 5,3% del PIB, 0,8 pp por encima del registro de 2004 (véase cuadro 5). Este desarrollo, junto con la incipiente recuperación de la inversión directa en el extranjero, determinó que la brecha de financiación, que aproxima los recursos necesarios para acometer la inversión real y financiera de carácter permanente en el exterior, interrumpiera la tendencia descendente reciente y aumentara hasta el

## CARGA FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)

GRÁFICO 27



FUENTE: Banco de España.

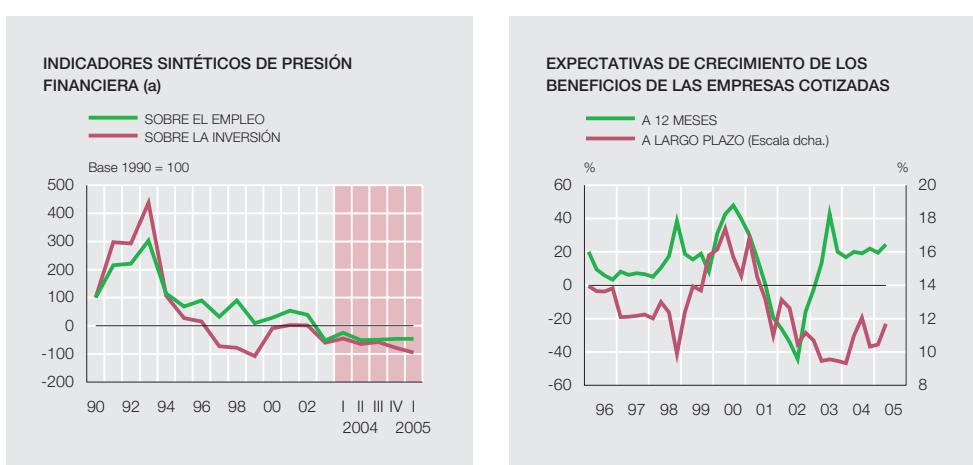
a. Indicadores calculados a partir de la Central de Balances Anual y Trimestral, excepto la serie «Total sociedades no financieras», que se ha obtenido a partir de las Cuentas Nacionales (CNE y CFE). Desde 2000, se utiliza una estimación provisional de las rentas coherente con la CNE, base 2000.

b. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

c. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.

## OTROS INDICADORES FINANCIEROS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

GRÁFICO 28

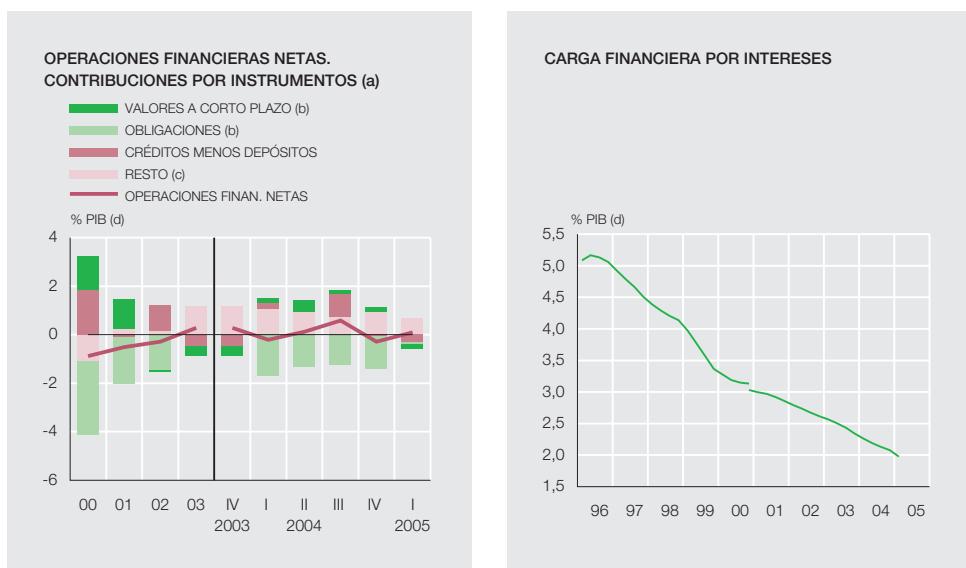


FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

a. Indicadores estimados a partir de la Central de Balances Anual y Trimestral. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la de referencia.

8,7% del PIB. No obstante, este indicador se sitúa todavía por debajo de los niveles observados a principios de la década actual.

El dinamismo de los recursos ajenos se tradujo en una continuidad de la trayectoria creciente del endeudamiento del sector, que se situó, en marzo, en el 426% del resultado económico bruto más los ingresos financieros (véase gráfico 26). Estos movimientos, en un contexto de estabilidad del coste de financiación, resultaron en un ligero incremento de los pagos por intereses, que, no obstante, permanecieron en niveles moderados, en torno al 17% de los beneficios (véase gráfico 27). Por otra parte, según la información de la CBT, tanto la ratio de



FUENTE: Banco de España.

- a. Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.
- b. Solo recoge operaciones de pasivo.
- c. Incorpora los intereses devengados no pagados de las obligaciones.
- d. CNE, base 2000, a partir del cuarto trimestre de 2000.

endeudamiento como la de carga financiera del conjunto de empresas colaboradoras se mantuvieron relativamente estables, sin que se observen diferencias significativas por ramas productivas. Además, el Resultado Ordinario Neto de estas compañías creció a un ritmo elevado, alrededor del 14%, lo que se reflejó en una mejora adicional de la rentabilidad de las empresas. No obstante, esta evolución positiva se explica, en parte, por el favorable comportamiento de los ingresos financieros, dividendos fundamentalmente, ya que el Resultado Económico Bruto creció a una tasa inferior (5,9%). Como resultado conjunto de estos desarrollos, se produjo un descenso en el indicador sintético de presión financiera sobre la inversión y un mantenimiento en torno a los niveles reducidos del trimestre pasado en el correspondiente al empleo (véase gráfico 28).

Por último, las expectativas de los analistas sobre el crecimiento de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas experimentaron una recuperación durante el segundo trimestre. Así, en dicho período, el crecimiento esperado del EBITDA para los próximos doce meses se situó en niveles relativamente elevados, cercanos al 25%, frente a una media del 19% en 2004. Por su parte, la tasa de variación anual a largo plazo de los resultados se elevó ligeramente, hasta situarse cerca del 12%.

#### 5.4 Las Administraciones Públicas

En el primer trimestre de 2005 el saldo de las operaciones financieras de las AAPP fue positivo, lo que se tradujo en una ligera mejora del ahorro financiero del sector en términos acumulados de cuatro trimestres, que se situó en el 0,1% del PIB, frente al -0,3% de 2004 (véase gráfico 29).

Por instrumentos, entre enero y marzo las AAPP realizaron una amortización neta de obligaciones, si bien en términos acumulados de cuatro trimestres los recursos obtenidos por esta vía fueron prácticamente nulos. En el caso de los valores a corto plazo, la emisión neta en los tres primeros meses del año fue positiva y, en términos acumulados de doce meses, los fon-

% del PIB (a)	2001	2002	2003	2004		2005 I TR
				III TR	IV TR	
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-3,4	-2,5	-3,1	-3,6	-4,1	-4,9
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	11,0	13,0	12,9	11,5	12,3	13,5
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	-2,6	3,3	0,7	4,2	3,6	3,7
Valores distintos de acciones	6,9	4,1	6,5	1,5	1,7	2,4
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	1,9	0,5	3,5	0,7	1,0	0,6
<i>Inversores institucionales (b)</i>	5,2	3,1	3,1	0,4	0,0	1,3
<i>Acciones y otras participaciones</i>	4,4	5,0	4,7	4,3	5,7	5,8
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	3,9	4,8	4,5	3,3	2,6	3,4
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,4	-0,1	1,1	1,2	1,0	1,0
Créditos	2,3	0,6	0,9	1,4	1,4	1,6
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	14,4	15,5	16,0	15,1	16,4	18,4
Depósitos	2,5	4,0	6,9	2,9	1,7	2,2
Valores distintos de acciones	2,9	4,3	5,3	10,7	12,2	12,6
<i>Instituciones financieras</i>	1,4	3,1	6,4	8,6	9,6	11,3
<i>Resto de sectores nacionales</i>	1,5	1,2	-1,1	2,1	2,6	1,4
<i>Acciones y otras participaciones</i>	4,4	4,0	1,1	-0,3	1,9	2,1
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	3,8	3,3	1,3	0,3	0,9	1,3
Créditos	4,2	3,3	3,2	2,5	1,6	2,1
Otros neto (c)	0,5	0,0	-0,5	-0,7	-0,9	-0,6

FUENTE: Banco de España.

a. CNE, base 2000.

b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

c. Incluye la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro.

dos recibidos fueron también muy reducidos. Por su parte, los pagos por intereses en relación al PIB continuaron reduciéndose gracias al descenso de los costes de financiación.

## 5.5 El resto del mundo

En el primer trimestre de 2005, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación continuó deteriorándose, hasta alcanzar el 4,9% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, ocho décimas del PIB por encima del dato de 2004 (véase cuadro 5). Por sectores, las mayores necesidades de financiación resultaron del incremento del saldo deudor de los hogares y empresas no financieras, que no fue compensado por la recuperación del ahorro de las AAPP.

La inversión en activos exteriores por parte de los sectores residentes alcanzó, en el primer trimestre, el 13,5% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 1,2 pp por encima de la cifra de 2004 (véase cuadro 7). Por instrumentos, se produjeron ligeros cambios respecto a las tendencias observadas el pasado año. Así, se mantuvo el volumen en relación con el PIB de la inversión en efectivo y depósitos exteriores, al tiempo que aumentó la adquisición de valores distintos de acciones, como resultado de las compras realizadas por los inversores institucionales. Por otro lado, la adquisición de acciones y otras participaciones en el extranjero continuó concentrando un porcentaje elevado de los flujos (5,8% del PIB), en un contexto en el

% del PIB (b)	2000	2001	2002	2003	2004	2005 (c)
Economía nacional	-26,1	-27,1	-30,0	-36,0	-42,1	-43,0
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-9,6	-10,6	-11,2	-13,6	-12,4	-11,6
Sociedades no financieras	-16,6	-17,7	-18,0	-21,1	-20,6	-19,8
Hogares e ISFLSH	6,9	7,0	6,8	7,5	8,2	8,2
Instituciones financieras	7,3	7,4	5,6	-1,3	-6,6	-8,6
Instituciones de crédito (d)	-11,9	-14,1	-14,3	-21,7	-22,9	-24,3
Inversores institucionales (e)	20,1	23,3	23,4	26,4	26,6	27,5
Resto de instituciones financieras	-0,9	-1,8	-3,4	-6,0	-10,4	-11,8
Administraciones Públicas	-23,7	-23,9	-24,4	-21,1	-23,0	-22,8

FUENTE: Banco de España.

a. Calculados como diferencia entre el saldo de activos financieros y de pasivos frente al resto del mundo con los datos de las cuentas financieras trimestrales.

b. CNE, base 2000.

c. Datos del primer trimestre.

d. Definido según la 1.<sup>a</sup> Directiva bancaria.

e. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

que, según la información provisional de la Balanza de Pagos, tanto la inversión directa como la de cartera experimentaron un mayor dinamismo.

Por su parte, las entradas netas de capital alcanzaron un importe equivalente al 18,4% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 2 pp por encima del volumen registrado en 2004. Por instrumentos, se produjo un aumento en la mayoría de rúbricas, aunque la fuente de recursos de mayor relevancia continuó siendo la emisión de valores distintos de acciones por parte de las instituciones financieras, que viene constituyendo la principal vía por la que se canalizan los fondos del exterior para cubrir las necesidades de financiación de nuestra economía.

Finalmente, como resultado de esta evolución de los flujos con el exterior y de las variaciones en el precio de los activos financieros y el tipo de cambio, se produjo un nuevo aumento de la posición deudora de la economía española frente al exterior, que, en el primer trimestre del año, se situó en el 43% del PIB. Por sectores, estos cambios resultaron de un deterioro de la posición deudora de las instituciones financieras, que no fue compensado por la mejoría de la posición de las sociedades y las AAPP.

29.7.2005.