

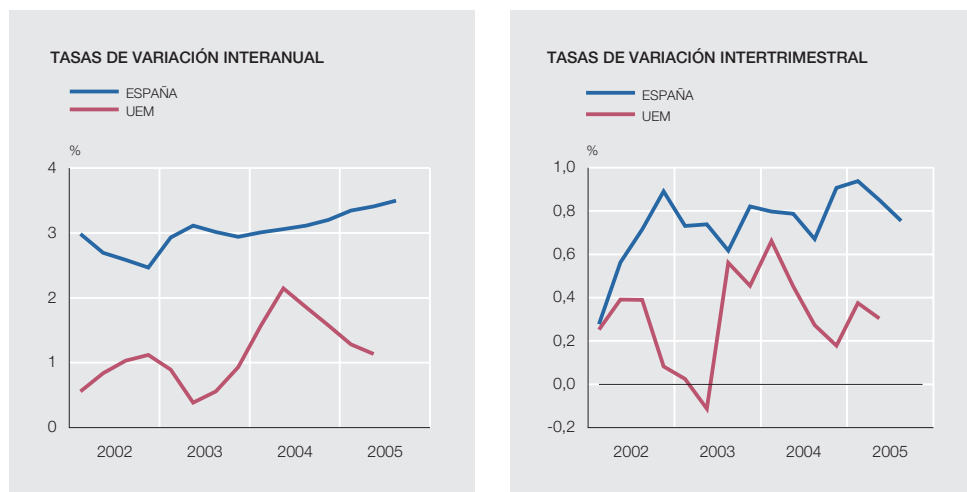
INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

1 Rasgos básicos

Durante los meses de verano, la economía española se ha desenvuelto en un contexto muy similar al que caracterizó a la primera mitad del año. El entorno exterior ha conservado un tono globalmente expansivo, acompañado de estabilidad en los mercados financieros y cambiarios, a pesar de las importantes perturbaciones que han continuado afectando al mercado del petróleo. Por su parte, la zona del euro ha seguido mostrando un dinamismo muy inferior al del resto de áreas geográficas, lo que, unido a la relativa contención de los incrementos de precios, ha permitido mantener unas condiciones monetarias y financieras holgadas. En una perspectiva interna, estas condiciones han continuado propiciando el crecimiento sostenido del gasto de las familias y las empresas españolas, de forma que se estima que la demanda interna creció a tasas reales en torno al 5% en el tercer trimestre, frente al 5,6% del trimestre anterior. Esta desaceleración habría sido debida, por una parte, a una cierta flexión a la baja del crecimiento del consumo y, por otra, al perfil de la inversión en equipo, que, a pesar de haber registrado un avance intertrimestral elevado, habría descontado en su tasa interanual el efecto base del fuerte repunte que experimentó en el tercer trimestre de 2004. Este comportamiento de la demanda ha dado lugar a una desaceleración de las importaciones, que ha permitido compensar el menor avance del gasto interior con una aportación menos negativa de la demanda exterior neta.

Durante el tercer trimestre se ha producido, por tanto, una cierta recomposición del crecimiento hacia un menor avance de la demanda interna y una menor aportación negativa del sector exterior, si bien la divergencia entre ambas magnitudes sigue siendo muy acusada y los factores que la sustentan apenas se han modificado. Como resultado de este ajuste, se estima que el crecimiento interanual del PIB, en términos reales, ha sido del 3,5%, algo mayor que el alcanzado en el segundo trimestre, aunque implica una ligera moderación de la tasa de avance intertrimestral (véase gráfico 1). Desde la óptica del valor añadido, el crecimiento ha seguido basado en la actividad constructora y en los servicios, una composición que explica, al menos en parte, el carácter fuertemente creador de empleo de esta fase expansiva. De hecho, los datos de la EPA del tercer trimestre han confirmado que el proceso de creación de puestos de trabajo no ha perdido dinamismo. La tasa de inflación repuntó adicionalmente a lo largo del verano, reflejando el impacto directo del encarecimiento de la energía, de forma que en septiembre el incremento interanual del IPC alcanzó el 3,7% y el diferencial de inflación con la zona del euro se situó en 1,2 puntos porcentuales (pp). La información disponible para octubre, referida al IAPC, apunta a una ligera moderación de la tasa de inflación interanual, hasta el entorno del 3,5%.

Durante los meses de agosto y septiembre, el precio del petróleo experimentó un repunte adicional que lo llevó a cotizaciones próximas a los 70 dólares por barril, mientras que una sucesión de tormentas devastadoras afectaba de lleno al Golfo de México, poniendo en peligro la producción petrolera y de refino de la zona. Sin embargo, una vez superados los momentos más agudos de estos episodios, el precio de petróleo ha retornado a los niveles —sin duda, elevados— que había alcanzado en julio y se han reducido considerablemente las posiciones especulativas en este mercado. El impacto de estos aumentos sobre las tasas de inflación continúa estando acotado, pues apenas se ha trasladado a la inflación subyacente, y los incrementos salariales en las principales economías siguen siendo moderados. Por su parte, y al margen del efecto sobre la actividad local de las zonas afectadas, la actividad y el comercio mundiales mantienen ritmos de expansión muy elevados, aunque inferiores a los registrados en 2004, sin que se perciban signos adicionales de desaceleración.

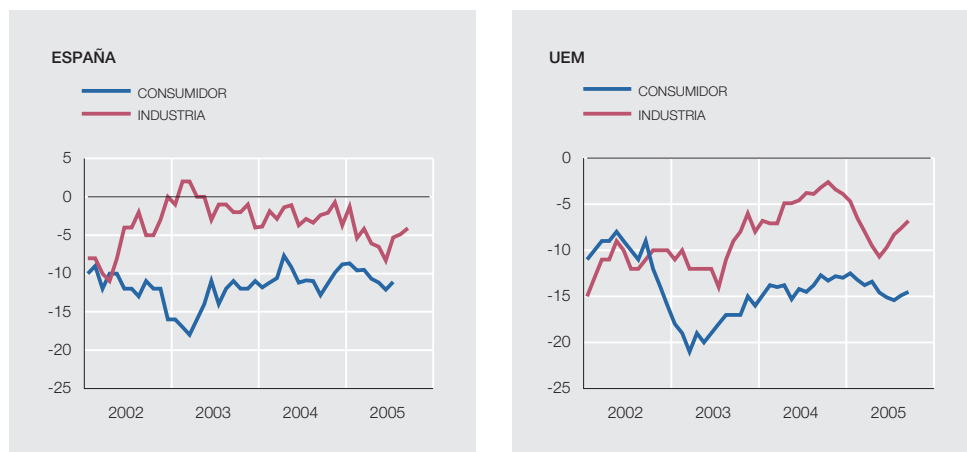


FUENTES: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

En Estados Unidos, el crecimiento del PIB experimentó una moderada reducción en el segundo trimestre, hasta el 3,3% anualizado, que posiblemente habría revertido en el tercero de no ser por el impacto negativo de los huracanes. La tasa de inflación ha repuntado, debido al encarecimiento del petróleo y de los productos refinados, pero no ya la subyacente, a pesar de lo cual se espera que la Reserva Federal endurezca adicionalmente el tono de su política monetaria con nuevas subidas de los tipos oficiales; no obstante, los tipos de interés a largo plazo apenas se han incrementado. Entre las economías asiáticas, en Japón se ha confirmado un primer semestre mucho mejor de lo previsto, alentado por la recuperación del consumo privado y de la inversión, mientras que las presiones deflacionistas parecen empezar a disminuir. Por su parte, las principales economías emergentes de Asia —China e India— han mantenido, e incluso reforzado en el segundo caso, sus elevadas tasas de crecimiento, al igual que el resto de la región. En Latinoamérica se ha observado también una recuperación tras el primer trimestre de 2005, con un buen comportamiento de las exportaciones, de forma que el crecimiento medio interanual se sitúa en el 5%. En general, la inflación se mantiene controlada, lo que ha facilitado un nuevo recorte de los tipos de interés en los principales países de la zona. Por último, entre los países europeos no pertenecientes a la zona del euro cabe destacar el caso del Reino Unido, donde los signos de desaceleración de la demanda interna, y en especial del consumo privado, son claros y han venido acompañados de una rápida moderación de los aumentos del precio de la vivienda. El Banco de Inglaterra bajó los tipos de interés en agosto y los ha mantenido constantes desde entonces, en previsión de posibles presiones inflacionistas derivadas fundamentalmente de los elevados precios del petróleo.

En este contexto, en el que la economía mundial ha seguido mostrando una elevada capacidad para absorber perturbaciones negativas, sin que estas afecten gravemente a su evolución, las perspectivas para los próximos trimestres apuntan hacia una suave desaceleración o incluso a un mantenimiento del elevado ritmo de crecimiento global. No obstante, los riesgos a la baja sobre este escenario son similares a los que se identificaban antes del verano, incluso algo más acentuados. Los precios del petróleo siguen en niveles muy elevados, en tanto que los precios de los mercados de futuros apenas incorporan una corrección de esos niveles. El lento proceso de ampliación de la capacidad de extracción y de refinado puede prolongar este período de precios elevados, lo que aumenta la vulnerabilidad de la economía

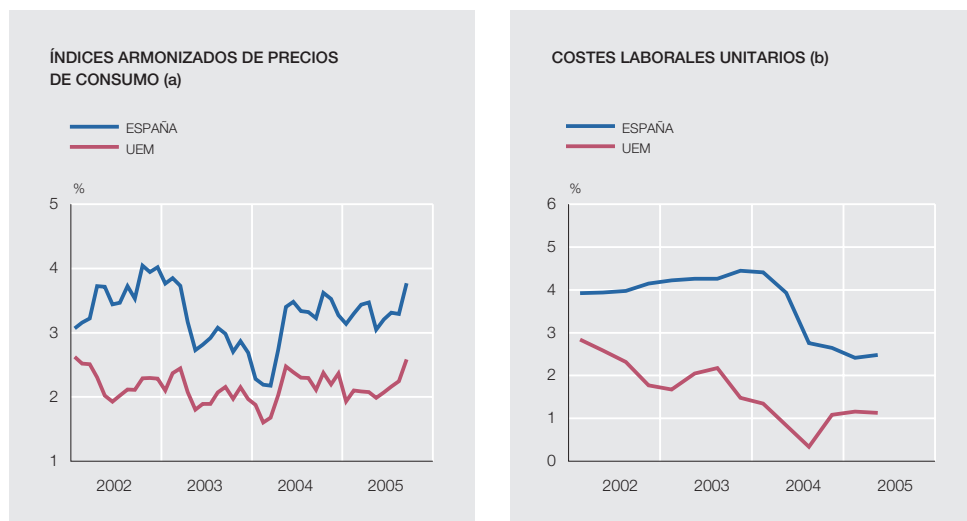


FUENTE: Comisión Europea.

mundial a nuevos sucesos imprevistos en este mercado o a una climatología adversa. Por otra parte, los desequilibrios por cuenta corriente entre las principales áreas económicas y, en particular, el déficit de Estados Unidos siguen en niveles similares, sin que se pueda descartar un ajuste brusco que implique movimientos cambiarios importantes y elevaciones sustanciales de los tipos de interés.

En la zona del euro, las cifras de la contabilidad correspondientes al segundo trimestre, publicadas por Eurostat, mostraron un crecimiento del PIB del 0,3% en relación con el trimestre anterior, y del 1,1% en comparación con el mismo período de 2004. Ambas tasas indican una desaceleración de la actividad, frente al mayor dinamismo alcanzado al comienzo del año, que tuvo su origen en una aportación más negativa de la demanda exterior neta y, en particular, en el repunte que experimentaron las importaciones. Dentro de la demanda interna se observó un mejor comportamiento de la inversión en construcción, mientras que el consumo privado mantuvo una atonía notable, similar a la del trimestre anterior. Los indicadores de actividad y empleo recibidos para el tercer trimestre, en su mayor parte de tipo cualitativo, han tendido a mejorar, lo que podría estar adelantando una cierta recuperación del PIB en ese período, para retornar a tasas de crecimiento próximas a las del comienzo del año (véase gráfico 2). Desde la óptica del gasto, la recuperación del tercer trimestre se concentró, fundamentalmente, en la inversión y en la demanda externa, y solo en menor medida en el consumo privado, cuya evolución está muy condicionada por el escaso crecimiento del empleo y el impacto negativo de las subidas de los precios energéticos sobre la capacidad adquisitiva de los hogares. Tampoco se ha reducido otro tipo de incertidumbres, relacionadas principalmente con las expectativas de rentas futuras de los consumidores, que han tendido a limitar el avance del gasto en los últimos años.

Durante el tercer trimestre, el IAPC general de la zona del euro experimentó una aceleración, que fue especialmente intensa en el mes de septiembre, cuando alcanzó una tasa interanual del 2,6%, frente a un incremento medio del 2% en la primera mitad del año. Esta aceleración ha sido consecuencia del encarecimiento de la energía, mientras que la inflación subyacente —que excluye, entre otros, los precios energéticos— había mostrado un perfil descendente desde el principio de 2005, situándose en torno al 1,4% en los primeros meses del verano, aunque en septiembre se ha incrementado al 1,5% (véase gráfico 3). La evolución divergente de ambos índices sería ilustrativa de que, a pesar del fuerte impacto directo que han tenido los mayores precios del petróleo sobre la inflación, este encarecimiento no estaría afectando todavía, de forma significativa, ni al proceso general de formación de los precios, ni al com-



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.

portamiento de los salarios, que experimentan incrementos moderados en la mayor parte de los países miembros.

En estas circunstancias, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido mantener sin cambios los tipos de interés oficiales, dejando en el 2% el tipo de las operaciones principales de financiación. El Consejo considera que, por el momento, la evolución de la inflación es compatible con un retorno gradual hacia tasas coherentes con la estabilidad de precios. No obstante, se reconoce que el riesgo de traslación de los actuales aumentos de precios a la inflación subyacente y a los incrementos salariales se ha acentuado, de manera que el Consejo ejercerá una labor de vigilancia intensa. En este contexto, los mercados descuentan un aumento de los tipos de interés oficiales a comienzos de 2006.

En cualquier caso, las condiciones financieras en la zona del euro siguen siendo holgadas y respaldan la expectativa de que, en un entorno exterior expansivo, el ritmo de crecimiento experimente una recuperación gradual y vaya aproximándose hacia el potencial. No obstante, existen incertidumbres importantes en torno a este escenario. Ya se ha mencionado el riesgo de que la inflación y los incrementos salariales puedan alejarse de pautas compatibles con la estabilidad de precios. Además, sin una contribución significativa y duradera del gasto de las familias, la sostenibilidad de la recuperación no está garantizada. A este respecto, las políticas económicas deben desempeñar un papel activo para fomentar el crecimiento y despejar las incertidumbres que están dañando la confianza de los hogares.

El mantenimiento de unas finanzas públicas saneadas es un requisito indispensable para el crecimiento sostenido, y el marco de disciplina fiscal establecido en el ámbito europeo debería facilitar la consecución de ese objetivo, siempre y cuando se preserve su credibilidad. A este respecto, la situación actual de las finanzas públicas, con un número significativo de países de la UE en riesgo de incumplimiento de las reglas establecidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, es muy delicada. Por otra parte, la puesta en práctica de los programas de reformas estructurales, que se están definiendo en el contexto del relanzamiento de la estrategia de Lisboa, es también una pieza clave para superar los obstáculos al crecimiento que existen

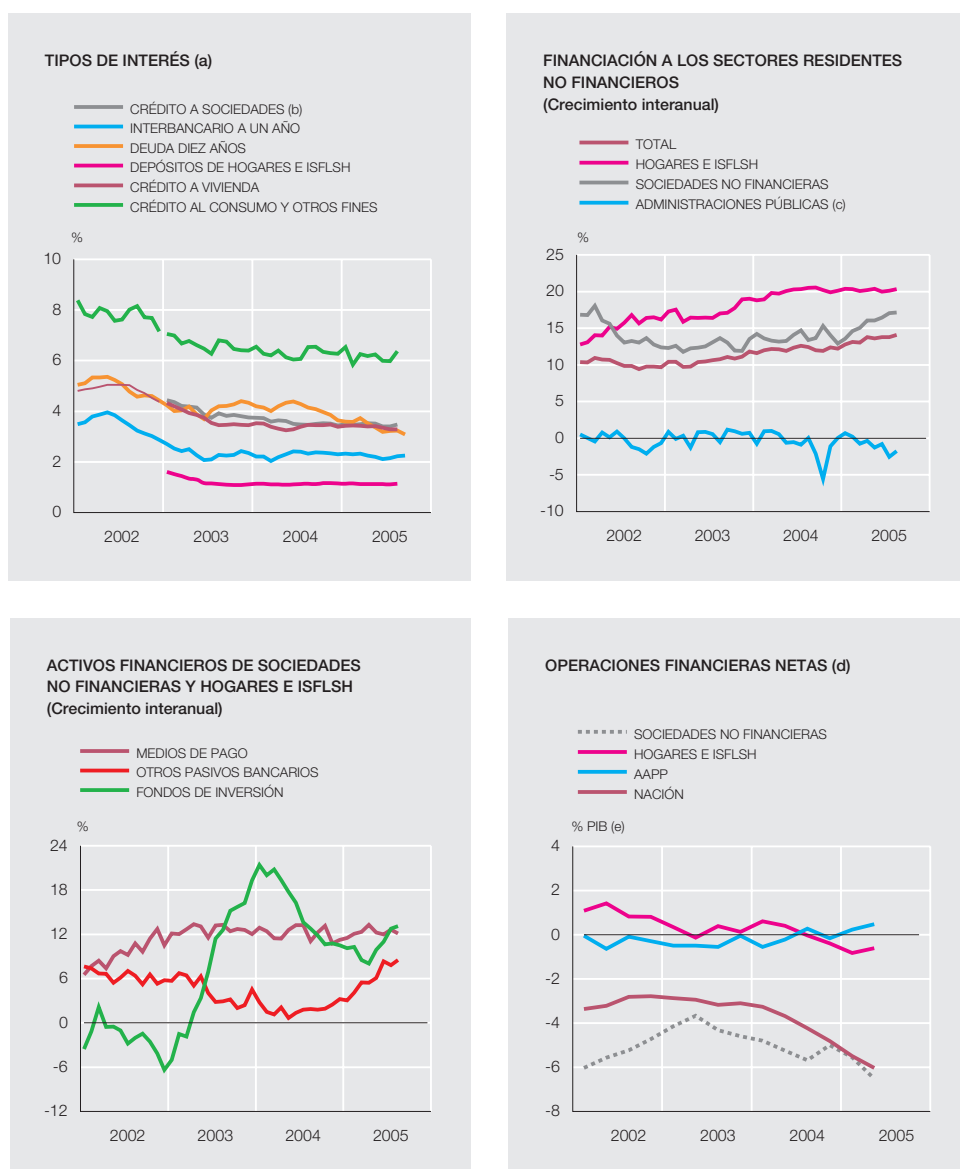
en las economías europeas, y que solo pueden ser abordados mediante un programa amplio y bien definido de actuaciones dirigidas a la mejora del funcionamiento de los mercados, al fomento de la innovación y al aumento del capital humano y tecnológico.

La economía española sigue registrando resultados muy positivos en términos de crecimiento y de creación de empleo, sin que la información recibida para el tercer trimestre haya modificado este diagnóstico. Como ya se ha señalado, se estima que el PIB real creció en ese período un 3,5%, en tasa interanual, mientras que el empleo, medido en puestos de trabajo equivalentes, siguió aumentando a un ritmo elevado, del 3,2%. Además, se aprecia un cierto cambio de tendencia en la evolución de los principales componentes del gasto, pues el dinamismo de la demanda interna ha empezado a moderarse, manteniendo tasas considerablemente elevadas, mientras que el fuerte deterioro experimentado por la aportación del sector exterior apunta una corrección, aunque ello no ha sido suficiente para contener la ampliación de las necesidades de financiación de la nación.

Dentro de la demanda interna, el consumo privado redujo su tasa de variación real en unas décimas, en el tercer trimestre, tras haber crecido a ritmos próximos al 5% desde finales de 2004. Aun así, siguió avanzando claramente por encima de la renta disponible de las familias, cuyo poder de compra se ha visto negativamente afectado por el encarecimiento de los precios de consumo a lo largo del verano; en conjunto, la tasa de ahorro se ha reducido nuevamente. La fortaleza del consumo sigue estando explicada por los efectos sobre el gasto derivados de la revalorización de la riqueza, que son todavía muy importantes, ya que los incrementos del precio de la vivienda se mantienen en tasas de dos dígitos y las cotizaciones bursátiles han aumentado significativamente. Por otra parte, las favorables condiciones financieras continúan sustentando la inversión residencial, que apenas se ha desacelerado en relación con 2004, incrementándose en torno al 6%, según las últimas estimaciones de la CNTR (véase gráfico 4). En estas circunstancias, el ritmo de crecimiento del crédito destinado a financiar la compra de vivienda continúa situado en torno al 24%, mientras que la ratio de endeudamiento de las familias ha alcanzado un nivel próximo al 110% de la renta disponible. Su capacidad de financiación, además, continúa en registros negativos. Todo ello configura un panorama de mayor presión financiera sobre el sector, cuyo principal alivio radica en la favorable evolución de su riqueza neta total.

En el caso de la inversión productiva, el menor crecimiento interanual que ha experimentado en el tercer trimestre, a tenor de la evolución estimada para la inversión en equipo, no refleja tanto un debilitamiento contemporáneo del gasto como el descuento del fuerte aumento que experimentó un año antes. Entre los determinantes de la inversión, las expectativas de demanda son favorables, las condiciones financieras muy holgadas, como ya se ha señalado, y la rentabilidad de las empresas elevada, según se desprende de los datos de la CBT. No obstante, el deterioro de la posición competitiva que están experimentando las empresas de los sectores más expuestos, tanto en sus mercados exteriores como internos, podría afectar también a sus planes de inversión. Por otra parte, el endeudamiento del sector ha seguido aumentando, a medida que se recuperaba el gasto y se completaba el proceso de saneamiento de balances acometido por los grandes grupos empresariales, de manera que su necesidad de financiación alcanza porcentajes elevados del PIB. La posición financiera de las sociedades sigue siendo saneada, como confirman los principales indicadores disponibles, si bien el aumento continuado de sus pasivos eleva su exposición ante eventuales aumentos de los tipos de interés.

La aportación de la demanda exterior neta al crecimiento alcanzó cotas muy negativas a finales de 2004, que se han mantenido a lo largo de la primera mitad de este año, mejorando en



FUENTE: Banco de España.

a. 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.

b. 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.

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

d. Datos acumulados de cuatro trimestres.

e. CNE Base 2000.

el tercer trimestre. Aunque las exportaciones de bienes han superado los descensos registrados al comienzo del año, su recuperación posterior no ha sido todo lo intensa que cabía esperar, dado el dinamismo del comercio mundial. El turismo, por su parte, ha tendido a recuperarse con más claridad en el período transcurrido de 2005, registrándose un notable incremento de las entradas de turistas, especialmente en los meses de verano. No obstante, el aumento de los ingresos sigue estando lastrado por el progresivo recorte del gasto por turista. Frente a la moderada recuperación de las exportaciones de bienes y servicios, las importaciones han crecido intensamente, como consecuencia, en gran medida, de la propia recuperación de la inversión en equipo, que se está abasteciendo principalmente con produc-

tos importados. Como se ha mencionado, el desequilibrio exterior continúa aumentando, ya sea en términos de la cuenta corriente, ya de la necesidad de financiación. Sin duda, los mayores ritmos de crecimiento que experimenta la economía española, en relación con sus socios más cercanos, están contribuyendo a los resultados globalmente negativos del sector exterior, pero las pérdidas de cuota de exportación y la creciente penetración de las importaciones muestran la incidencia adicional del deterioro de la competitividad, asociado a los diferenciales acumulados de inflación y de crecimiento de los costes.

Como se ha señalado antes, no se han producido cambios significativos en el patrón de crecimiento del valor añadido, que sigue basado en la expansión de actividades muy generadoras de empleo, pero menos intensivas en capital. Los datos de la EPA del tercer trimestre indican que la creación de puestos de trabajo mantiene una gran fortaleza, pero sigue concentrada en actividades donde la productividad muestra poco dinamismo, como la construcción y los servicios, aunque en el último trimestre también se ha observado un mejor comportamiento en la industria. En este contexto de ganancias reducidas de productividad, los costes laborales por unidad de producto mantienen incrementos comparativamente elevados. Los incrementos salariales están anclados en los aumentos pactados en la negociación colectiva, que se sitúan en torno al 3% (2,9% hasta agosto de 2005); a los que hay que añadir los efectos de las cláusulas de revisión, que en 2005 han añadido más de 0,5 pp a ese incremento. Aunque estos aumentos negociados se vean luego moderados por los efectos composición, derivados de que los nuevos contratos tienen niveles salariales más bajos, el resultado final es un avance de los costes laborales unitarios que resulta excesivo, en comparación con nuestros competidores, y que limita la capacidad de expansión de los sectores con potencial exportador. Cabe señalar, además, que el repunte de la tasa de inflación en la segunda mitad de este año dará lugar a un nuevo y significativo efecto en 2006, por la activación de las cláusulas de salvaguarda de 2005, entorpeciendo la deseable contención de los incrementos de costes.

En cualquier caso, los diferenciales de costes son solo una parte de los factores que subyacen detrás del persistente diferencial de inflación que mantiene la economía española, ya sea frente a la zona del euro o frente a un conjunto más amplio de países. En los tres últimos meses, la tasa de inflación española se ha incrementado en 0,6 pp, prácticamente lo mismo que la de la UEM, dejando el diferencial de inflación en 1,2 pp en septiembre. También en España el principal responsable de la aceleración de los precios ha sido el componente energético, mientras que la inflación subyacente se ha mantenido relativamente estabilizada, en torno al 2,5%. No obstante, dentro de este último índice se observan comportamientos muy dispares entre los precios de los productos industriales (excluida la energía), que crecieron un 0,9% interanual en septiembre, y los precios de los servicios, que se elevaron un 3,7%. Estas diferencias son ilustrativas de los diferentes grados de competencia que persisten en los distintos mercados y que también contribuyen a agravar las pérdidas de competitividad a través del diferencial de inflación.

En definitiva, la coyuntura actual pone de manifiesto la importancia que para la economía española tiene abordar los factores que subyacen en la continuada acumulación de pérdidas de competitividad. En este sentido, la publicación del Programa Nacional de Reformas (PNR), que el Gobierno ha enviado a la Comisión Europea en cumplimiento de los compromisos asumidos por el Consejo Europeo, en el contexto de la reactivación del proceso de Lisboa, suministra un marco muy apropiado para articular las respuestas necesarias en términos de políticas de medio y largo plazo que fomenten simultáneamente el crecimiento del empleo y de la productividad, basadas en la profundización de la liberalización y eficiencia de los mercados. El PNR fija objetivos en términos de creación de empleo (la tasa de ocupación deberá situarse en el 66% en 2010) y de convergencia real (el PIB per cápita deberá igualar el

nivel medio de la UE 15 en ese mismo año), que deberán alcanzarse con mejoras significativas de eficiencia. Como el Banco de España ha señalado en numerosas ocasiones, el logro de estos objetivos resulta esencial para fortalecer las bases del crecimiento de la economía española.

La política fiscal es el otro pilar en el que deben basarse, no solo el esfuerzo de mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, sino también aquellas líneas de política económica orientadas al fomento del crecimiento y la productividad. En el terreno de la estabilidad macroeconómica, es importante que la política fiscal ayude a reconducir el avance de la demanda hacia ritmos más sostenibles en el medio plazo. En este sentido, el cierre provisional de las cuentas públicas en 2005 que contiene el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado —y que apunta hacia un superávit de, al menos, el 0,1% del PIB— podría suponer, si se sitúa finalmente en ese entorno, una ralentización del esfuerzo fiscal realizado este año, dado el dinamismo que sigue mostrando la recaudación tributaria.

Por su parte, la programación presupuestaria para el 2006 estima un superávit de la cuenta de las AAPP del 0,2% del PIB en ese año y un recorte sustancial de la ratio de deuda pública, que podría situarse próxima al 45%, cumpliéndose con holgura los requerimientos fiscales del PEC. No obstante, la mejora en el saldo de las cuentas públicas —de magnitud reducida— no permitiría obtener una mejora adicional del superávit estructural primario, por lo que no corregiría la orientación expansiva del último ejercicio, ni contribuiría a modular el comportamiento de la demanda interna. En este marco, cualquier aumento de la recaudación por encima de las previsiones incorporadas en los presupuestos debería destinarse a avanzar más decididamente en las cifras de superávit, y a alcanzar un tono de la política fiscal más en consonancia con las necesidades que se derivan de la situación que atraviesa la economía española.

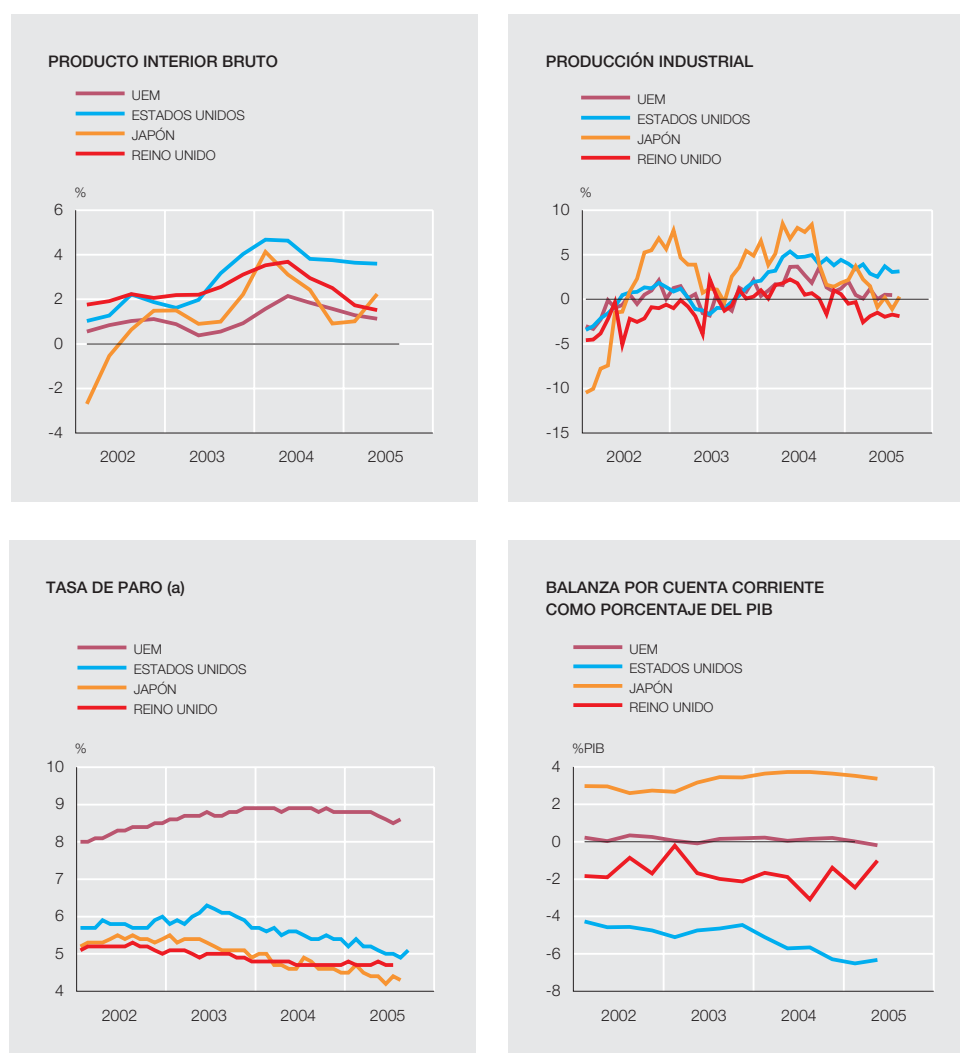
2 Entorno exterior del área del euro

El precio del petróleo y otros combustibles continuó acaparando la atención de los mercados internacionales durante el tercer trimestre de 2005. Así, los precios del petróleo, productos refinados y gas natural se elevaron hasta nuevos máximos —históricos, en el caso del crudo— en septiembre e inicios de octubre. Este aumento de precios se vio favorecido por el incremento de brotes de turbulencia geopolítica y laboral en importantes zonas productoras de petróleo durante julio y agosto, pero especialmente por los huracanes Katrina y Rita a fines de agosto y mediados de septiembre (67 dólares por barril de Brent). El precio del petróleo fue regresando a los niveles previos al huracán Katrina a mediados de octubre, aunque la paralización de una parte de la producción de gas y del refino de petróleo en los Estados Unidos hizo que el precio de estos productos se mantuviera fuertemente por encima de los de inicios del tercer trimestre. Por su parte, los precios de los contratos de futuros a más de seis años se estabilizaron, desde inicios de agosto, en un rango entre 55 y 60 dólares por barril de crudo WTI.

En los mercados financieros, la evolución del trimestre ha sido muy positiva; ahora bien, en las últimas semanas se han intensificado las expectativas de mercado sobre elevaciones adicionales de las tasas de interés oficiales en Estados Unidos, por el aumento de los riesgos inflacionistas. Conforme a lo que descuentan los mercados, el objetivo de los fondos federales podría situarse a finales de año en el 4,25% y se producirían subidas adicionales en 2006. Por otra parte, los tipos de interés a largo plazo registraron en el mes de octubre un moderado incremento, hasta situarse en cotas superiores al 4,45%, frente al 4,25% del mes anterior, lo cual no ha sido suficiente para cambiar la pendiente de la curva de rendimientos, que sigue muy plana. Al mismo tiempo, han aumentado los diferenciales de los bonos corporativos de baja calificación y se han producido descensos en los principales mercados bursátiles. Por su parte, el dólar mantuvo parte de las ganancias registradas el mes anterior frente al euro y se apreció adicionalmente frente al yen japonés. Los mercados financieros emergentes mantuvieron, e incluso intensificaron, su buen comportamiento durante el trimestre, en un contexto de amplia liquidez global y sólidos fundamentos económicos. No obstante, en las primeras semanas de octubre, al igual que en los mercados desarrollados, se ha producido una cierta corrección, de carácter generalizado, en las bolsas y los *spreads* soberanos.

En Estados Unidos, el PIB del tercer trimestre marcó una aceleración frente al segundo (del 3,8% respecto al 3,3% trimestral anualizado). Se volvió a acelerar la demanda interna (del 2,1% al 3,5% en tasa trimestral anualizada) y la contribución del sector exterior volvió a ser positiva aunque mucho menor que el segundo trimestre.

Las exportaciones se desaceleraron intensamente respecto al segundo trimestre y también se moderó el crecimiento de la inversión empresarial. Aunque los indicadores iniciales del tercer trimestre (ventas al por menor, pedidos de duraderos, empleo) apuntaban a un crecimiento robusto, el paso de los huracanes trastocó considerablemente el panorama. La confianza del consumidor y el ISM de servicios cayeron, así como el empleo de septiembre, con lo que interrumpió su senda ascendente. Aun así, el buen dato del ISM de manufacturas y el de ventas al por menor, y la positiva opinión reflejada por el *Beige Book*, hacen pensar que el impacto de los huracanes será breve. En contrapartida, las fricciones en la oferta y el fuerte aumento de los precios energéticos aumentan necesariamente los riesgos inflacionistas, como se aprecia en el IPC de septiembre, que alcanzó una tasa interanual del 4,7%, la más elevada desde junio de 1991. Aun así, la subyacente se redujo del 2,1% al 2%. En cuanto al

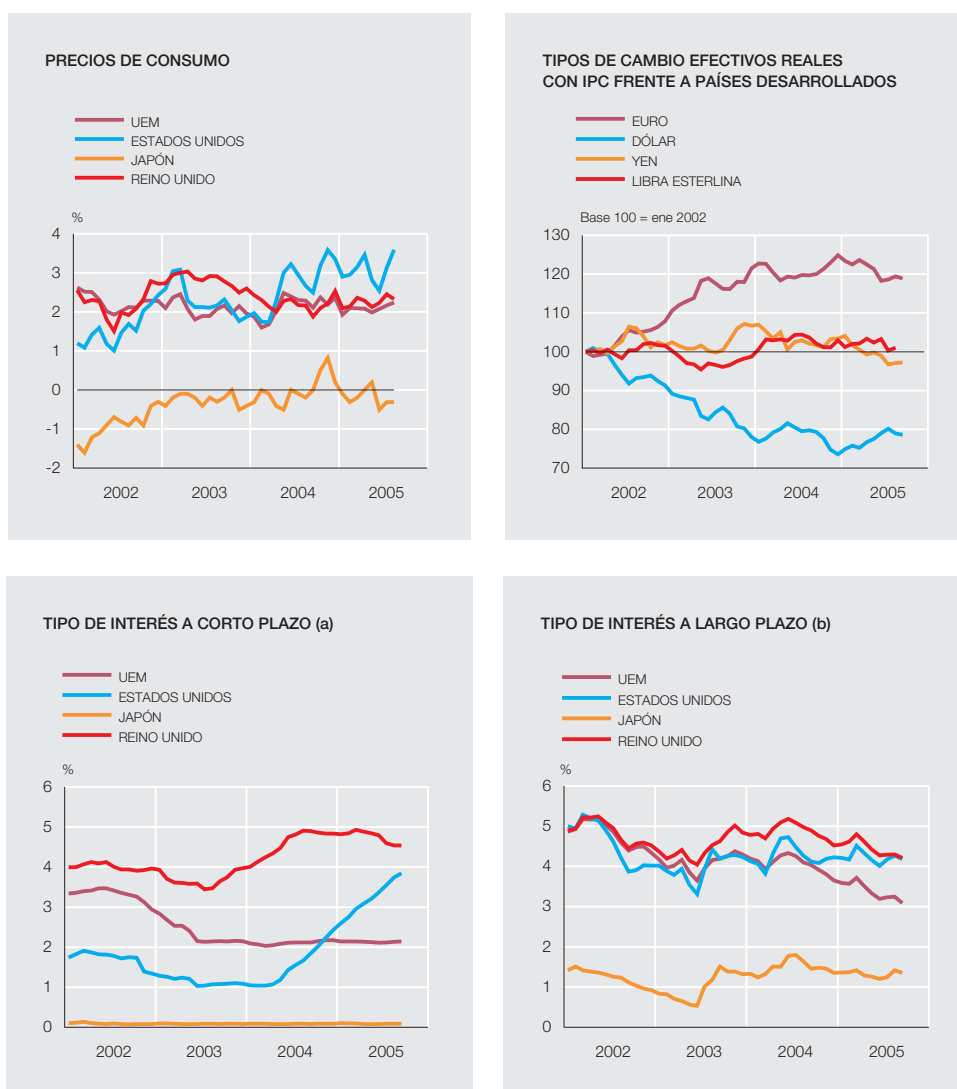


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

sector exterior, el déficit comercial de agosto volvió aumentar ligeramente, de 58 mm de dólares a 59, debido, en gran parte, al aumento de las importaciones en volumen y precio de productos energéticos.

En Japón, el PIB real mostró un dinamismo mayor de lo esperado en el segundo trimestre del año, al crecer un 2,1% interanual —frente al 1,3% en el primer trimestre—, lo que equivale a 3,3% en términos trimestrales anualizados. Este vigor se fundamentó en la positiva evolución de la inversión y del consumo privado, que compensó la aportación ligeramente negativa de la demanda externa. Los indicadores parciales del tercer trimestre confirmaron el tono positivo, aunque quizá con un menor impulso. Por el lado de la oferta, la producción industrial, los índices sintéticos de actividad y los pedidos de maquinaria avanzaron significativamente a lo largo del trimestre, a pesar del traspíe de los dos primeros en julio; además, la confianza de las grandes empresas manufactureras (según la encuesta Tankan) mejoró. En el mercado laboral destaca el aumento del empleo, pese a su estancamiento en septiembre. La tasa de paro se redujo levemente (hasta el 4,3%), al tiempo que caía la remuneración de los asalariados. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor se desaceleraron en los últimos

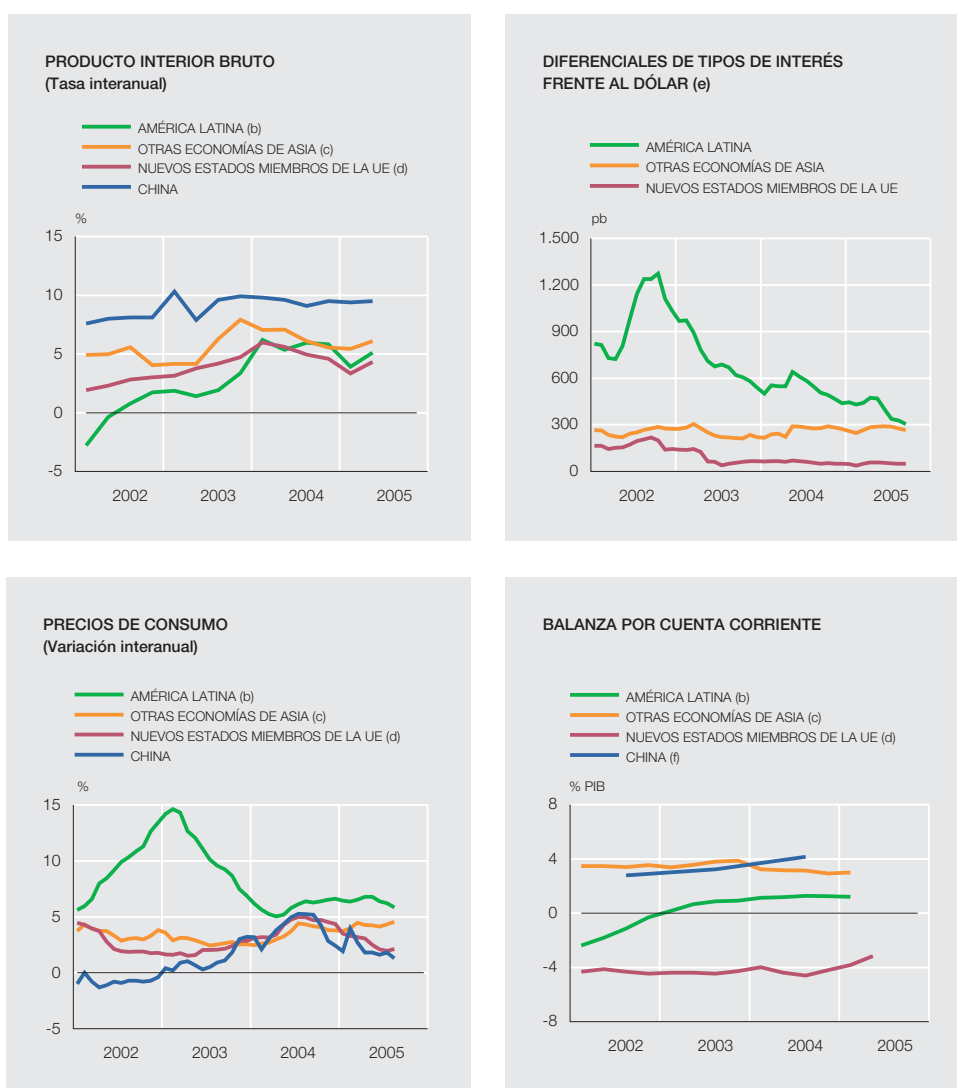


FUENTE: Banco de España.

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

meses, mientras que el sector exterior recuperó el tono en agosto, al mostrar las exportaciones un renovado vigor. Aun así, las importaciones crecieron todavía más, fundamentalmente por el encarecimiento del petróleo. Por último, las presiones deflacionistas en los precios de consumo se redujeron levemente en el trimestre, lo que se reflejó en un ligero aumento de la tasa subyacente, del -0,2% interanual en junio al -0,1% en septiembre. Las perspectivas de que la deflación desaparezca a lo largo de 2006 están detrás del actual debate en el Banco de Japón sobre un posible cambio de la política monetaria, hacia una menor expansión y una diferente instrumentación de la misma.

En el Reino Unido, el PIB del segundo trimestre se desaceleró, en términos interanuales, del 1,7% al 1,5%, mientras que se mantuvo en el 2% en tasa trimestral anualizada. La demanda interna se desaceleró del 2,5% al 1,3% interanual, y aún más el consumo privado, del 2,7% al 1,5%. La mejora de la demanda neta exterior, basada en un aumento de las exportaciones, contrarrestó parcialmente la desaceleración de la demanda interna. El avance del PIB del tercer trimestre mostró un crecimiento del 1,6% interanual (1,6% también en tasa trimestral anualizada). Los indicadores más recientes mostrarían un relativo debilitamiento respecto al segundo tri-



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, República Checa, 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.

mestre, aunque con signos de ligera revitalización en manufacturas. Los precios de consumo, medidos por la tasa armonizada, aumentaron su tasa interanual del 2,4% en agosto al 2,5%, pese a lo cual el Banco de Inglaterra decidió mantener inalterada la tasa de intervención, tras la bajada del mes de agosto.

En los nuevos Estados miembros de la UE, el crecimiento del PIB repuntó en el segundo trimestre de 2005, gracias a la mejoría del saldo exterior y, en la mayoría de los casos, a la recuperación de la demanda interna. Los indicadores correspondientes al tercer trimestre dan muestras de que se mantiene el buen tono de actividad en la región. Además, la inflación ha continuado moderándose en los últimos meses, gracias a la favorable evolución de los precios de los alimentos y, en la mayoría de los países con tipos de cambio flexibles, a la apreciación

de sus monedas, aunque recientemente ha repuntado ligeramente por el aumento de los precios de la energía. El buen comportamiento de los precios ha permitido seguir reduciendo los tipos de interés oficiales en algunos países, como Hungría o Polonia. La situación de las finanzas públicas en lo que va de año permite ser optimista respecto al cumplimiento de los objetivos fiscales para 2005, con la notable excepción de Hungría, que recientemente ha revisado sustancialmente al alza los objetivos de déficit para este año y el que viene. Por último, cabe señalar que el 3 de octubre se iniciaron formalmente las negociaciones de adhesión a la UE con Turquía y Croacia.

En China continúa el fuerte dinamismo de su economía, cuyo PIB real creció un 9,4% interanual en el tercer trimestre, una décima inferior al segundo trimestre. En cuanto a los indicadores de actividad en el trimestre, la producción industrial y las ventas al por menor mostraron una ligera moderación en agosto, pero la inversión en activos fijos siguió siendo muy fuerte. Tras el encarecimiento del petróleo, las importaciones se reactivaron con fuerza en agosto y en septiembre, hasta el 23,5% interanual, a la vez que las exportaciones se desaceleraron en septiembre respecto a las elevadas tasas de crecimiento de agosto, hasta el 25,9% interanual. En cuanto a la inflación, el descenso del precio de los alimentos favoreció que la inflación medida por el IPC se redujera hasta el 0,9% interanual en septiembre, cinco décimas menos que en julio. Tras la reforma anunciada el pasado 21 de julio, el banco central amplió hasta el 3% las bandas de fluctuación diaria de las divisas distintas del dólar a las que está vinculado el renminbi. A pesar de la reforma, el tipo de cambio se ha mantenido básicamente estable y las reservas exteriores del banco central crecieron a tasas superiores al 50% interanual en agosto, hasta alcanzar los 753 mm de dólares, un 46% de PIB.

En América Latina, tras un inicio de año titubeante, la actividad tomó una senda de firmeza en el segundo trimestre, alcanzando un crecimiento del 5% interanual para el conjunto del área. Los indicadores del tercer trimestre han tendido a respaldar la reactivación de la actividad. Aunque la demanda externa esté incrementando su contribución negativa al crecimiento, el comportamiento de las exportaciones sigue siendo muy bueno, con ritmos de crecimiento superiores al 20% en el agregado del área. En este contexto, los datos de inflación en la mayoría de los países, y en particular en Brasil y México, fueron favorables, lo que facilitó el inicio de bajadas de tipos de interés en ambos, y también en Colombia. Por el contrario, Chile prosiguió el paulatino endurecimiento de su política monetaria, mientras que en Argentina la tasa de inflación interanual superó el 10% en septiembre, subrayando las dificultades para controlar las presiones inflacionistas que enfrentan las autoridades.

3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo

La zona del euro no parece haber sido capaz de beneficiarse plenamente de la situación relativamente favorable de la economía mundial en 2005. Durante los tres primeros trimestres, el crecimiento del área se ha mantenido en cotas modestas, similares a las registradas en la última parte de 2004, y las perspectivas de crecimiento para el conjunto del año se han visto rebajadas progresivamente según han ido transcurriendo los meses. Las predicciones más recientes apuntan hacia un modesto crecimiento medio del PIB en torno al 1,3% en 2005, reflejo de la notable debilidad que muestra la demanda interna. Por su parte, la información disponible para el tercer trimestre de 2005 sugiere unas perspectivas a corto plazo ligeramente más optimistas que antes del verano, que serían compatibles con un escenario central en el que la actividad económica —apoyada por las favorables condiciones monetarias y financieras existentes y el crecimiento relativamente intenso del comercio mundial— se recuperaría de forma sostenida, hasta alcanzar pronto tasas alrededor del 2%, en línea con el crecimiento potencial. No obstante, la trayectoria vacilante que muestran algunos indicadores económicos, en particular los relacionados con el consumo privado, junto con el mantenimiento del precio del petróleo en niveles muy elevados, introducen incertidumbres sobre la evolución previsible de la actividad y hacen que este escenario esté sometido todavía a riesgos fundamentalmente a la baja.

Por lo que respecta a la inflación, el IAPC en la zona euro ha acusado el fuerte aumento de los precios del crudo —que durante el verano alcanzó máximos históricos en términos nominales— y de las gasolinas —que se vieron particularmente afectadas por las restricciones de capacidad de refinación a raíz de los dos huracanes en Estados Unidos—. De este modo, la tasa interanual de inflación se situó en el 2,6% en septiembre, impulsada fundamentalmente por su componente energético. Pese a que esta aceleración contiene elementos claramente transitorios, es improbable que la inflación del área se reduzca por debajo del 2% hasta bien entrado 2006. Más a medio plazo, continúa sin existir evidencia clara de que se estén gestando tensiones inflacionistas subyacentes, tal como muestra la evolución moderada del componente más estable de los precios de consumo y de los salarios (véase recuadro 1). El previsible mantenimiento en niveles elevados de los precios energéticos —de los cuales no existe todavía indicación de una reducción en el corto plazo—, su posible traslación a otros componentes del índice agregado en mayor medida de lo que se ha venido observando hasta el momento y los posibles efectos de segunda vuelta sobre los salarios se dibujan como los principales riesgos, esta vez al alza, para la inflación en la zona del euro.

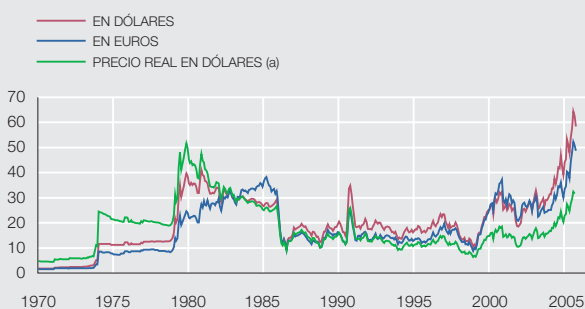
En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido que los tipos de interés oficiales, que permanecen inalterados en el 2% desde junio de 2003, siguen siendo todavía apropiados. No obstante, el BCE ha señalado —en consonancia con la interpretación que los mercados han venido haciendo de los datos más recientes— que los riesgos para la inflación en el área se han ido incrementando, lo cual requiere reforzar la vigilancia de la política monetaria. Por lo que respecta a las políticas fiscales, no puede descartarse que algunos Estados miembros incumplan este año los compromisos presupuestarios establecidos en el marco del procedimiento de déficit excesivo y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, lo que supondría un nuevo reto para el mantenimiento de la credibilidad del marco de disciplina fiscal vigente en la UEM. Por último, es previsible que los planes de reforma nacionales, que deben ser presentados por los países en el marco de la nueva estrategia de Lisboa este otoño, contengan como parte esencial políticas de mercado de trabajo que permitan avances en la tasa de ocupación (véase recuadro 2).

Desde mayo de 2003, el precio del petróleo ha seguido una senda marcadamente alcista, que le ha llevado a alcanzar máximos históricos, con valores próximos a los 67 dólares en el caso del barril de Brent (véase gráfico 1). En términos reales, sin embargo, los precios observados en el reciente período se han mantenido alejados de los que se alcanzaron a principios de los años ochenta, si bien a lo largo de 2005 han mostrado un acusado perfil creciente. Tras esta escalada se encuentran factores muy dispares, como el vigor de las demandas energéticas de países emergentes, como China e India, o la tensión política en Oriente Próximo y, más recientemente, los efectos de los huracanes Katrina y Rita en el Golfo de México, que han dañado la capacidad de refino y de producción de petróleo en Estados

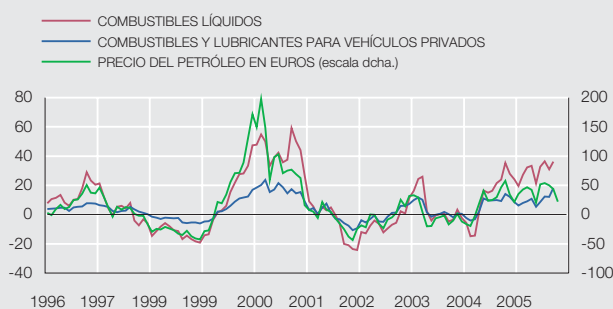
Unidos. En este contexto, este recuadro analiza hasta qué punto el aumento de la factura energética se está transmitiendo a los precios y salarios en el área del euro.

Como se observa en el gráfico 2, las alzas del precio del petróleo han tenido un efecto directo sobre el componente energético del IAPC. Así, los combustibles líquidos han estado creciendo en lo que va de 2005 a una tasa media interanual de 30%, y los combustibles y lubricantes para vehículos privados lo han hecho a una tasa media del 10,1%. Además, este encarecimiento del crudo no solo ha afectado a las partidas que están más estrechamente relacionadas con el petróleo. Energías sustitutivas, como el gas y —en menor medida— la

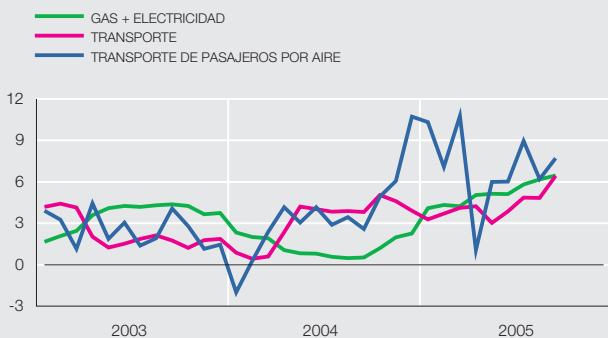
1. PRECIO DEL PETRÓLEO



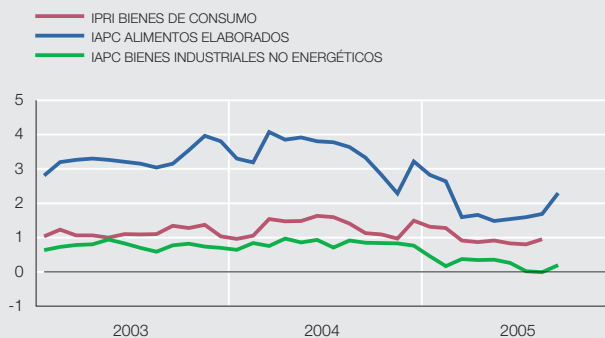
2. COMPONENTE ENERGÉTICO (b)



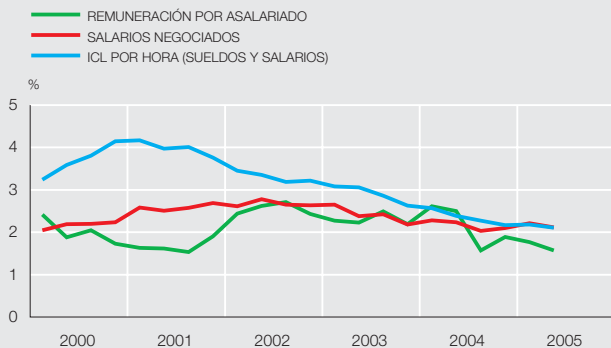
3. EFECTOS INDIRECTOS (b)



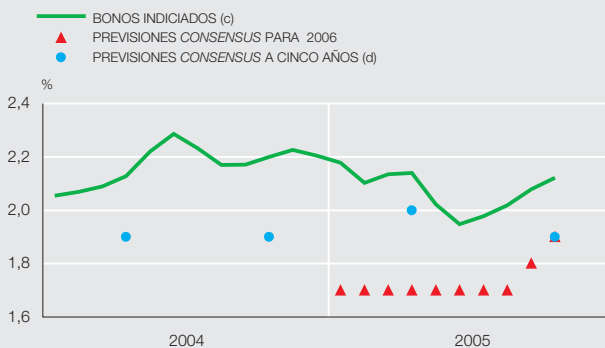
4. EFECTOS INDIRECTOS (cont.) (b)



5. SALARIOS (b)



6. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



FUENTES: EUROSTAT, OCDE y *Consensus Economics Forecasts*.

- a. Deflactado por el IPC de Estados Unidos.
- b. Tasas de variación interanual.
- c. La inflación esperada se deriva de los bonos indicados de Francia con vencimiento en 2012.
- d. Las previsiones de *Consensus* a largo plazo solo se publican en los meses de abril y octubre.

electricidad, también han experimentado mayores tasas de crecimiento (véase gráfico 3). Esta aceleración de los precios del componente energético permite explicar 1,2 pp del aumento del IAPC registrado entre mayo de 2003 y septiembre de 2005 (que ha sido de 0,8 pp). Asimismo, el crecimiento de los precios de la energía aporta 1,2 pp a la tasa de inflación actual, que en septiembre se ha situado en el 2,6%.

Sin embargo, a pesar de los innegables efectos directos sobre las partidas citadas anteriormente, el impacto de la subida del precio del crudo no es tan perceptible en otros componentes del IAPC, los cuales, dados los efectos indirectos derivados del encarecimiento de un importante factor de producción como es el petróleo (y sus derivados), también cabía esperar que reflejaran la subida del precio del crudo. Únicamente las partidas relacionadas con el transporte dentro del componente de servicios han reflejado dichas presiones inflacionistas, como se puede apreciar en el gráfico 3. El resto de componentes ha mostrado un comportamiento moderado. Así, la tasa media de crecimiento interanual de los precios de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos está siendo en 2005 menor que la registrada en 2004 (véase gráfico 4). Esta moderación, en todo caso, se corresponde con la evolución mostrada por los precios de producción de los bienes de consumo, cuyo crecimiento medio en lo que va de año ha sido solo del 1%, tres décimas menos que en 2004.

Por último, resulta de especial relevancia estudiar la aparición de los llamados efectos de segunda vuelta, es decir, la posibilidad de que el alza de los precios del petróleo se haya incorporado a las expectativas de inflación, y de ahí a las negociaciones salariales, lo que podría generar una espiral precios-salarios. De momento, la evidencia disponible no parece corroborar esa hipótesis. Así, el indicador de crecimiento de los salarios negociados viene mostrando una notable estabilidad desde comienzos de 2004 (véase gráfico 5), al igual que el índice de costes laborales. La remuneración por asalariado, por su

parte, sigue experimentando crecimientos muy moderados, que en los últimos cuatro trimestres no han superado el 2% interanual (1,6% en el segundo trimestre de 2005).

Ante esta limitada respuesta de las tasas de inflación a la escalada de los precios del crudo, cabe preguntarse por los factores que han podido contribuir a ello. En el caso de la UEM, uno de los factores más destacados ha sido la debilidad de la actividad económica en el período de referencia. Así, la atonía de la demanda interna ha podido obligar a los productores a limitar el crecimiento de sus precios, a pesar de los mayores costes de producción. Además, el estancamiento del mercado de trabajo en los últimos años ha facilitado la ausencia de los efectos de segunda vuelta. Asimismo, cabe pensar que la credibilidad alcanzada por la autoridad monetaria europea en su lucha contra la inflación ha favorecido la contención de las expectativas de inflación y, por tanto, del crecimiento salarial.

No obstante, el precio del crudo sigue en niveles muy altos, en un ambiente de gran incertidumbre acerca de la capacidad futura de producción de petróleo –dada la insuficiente inversión realizada en este sector en los últimos años–, por lo que no se pueden descartar subidas adicionales, a lo que habría que añadir la presión adicional que las limitaciones en la capacidad de refino imponen sobre los precios de los productos derivados. Por otra parte, desde el mes de junio se viene observando una ligera tendencia al alza en algún indicador de expectativas de inflación (véase gráfico 6), que obliga a una vigilancia estrecha de su evolución futura a corto plazo y de su posible impacto sobre las próximas negociaciones salariales, puesto que persiste el riesgo de que los efectos de segunda vuelta hagan finalmente su aparición. Hasta ahora, la debilidad de la economía de la UEM ha moderado la transmisión de los incrementos de precios del componente energético, pero, si el crudo se mantiene en los elevados niveles actuales durante mucho tiempo, existe el riesgo de que la probable recuperación de la actividad del área avive las presiones inflacionistas.

3.1 Evolución económica

Según la Contabilidad Nacional de la UEM relativa al segundo trimestre de 2005, el PIB del área del euro creció un 0,3% en términos intertrimestrales, una décima de punto porcentual menos que en el primer trimestre del año (véase cuadro 1). Con respecto al mismo período del año anterior, el PIB se ha desacelerado hasta el 1,1%. Por lo que se refiere a la composición del crecimiento, la demanda interna, excluidas existencias, elevó su aportación al aumento del PIB hasta tres décimas de punto porcentual, gracias a la recuperación de la formación bruta de capital fijo, en la medida en que la mejora de la inversión en construcción compensó la pérdida de ritmo del equipo. Por su parte, el consumo privado prolongó su debilidad al crecer un escaso 0,1%, y el consumo público también mantuvo su ritmo de expansión en el 0,4%. La aportación de la demanda exterior neta fue negativa (de 0,1 pp), como consecuencia de la mayor recuperación de las importaciones que de las exportaciones. Por último, la variación de existencias aportó 0,1 pp al crecimiento del PIB (véase gráfico 8).

El desglose por países de la Contabilidad Nacional muestra que el crecimiento de las dos economías de mayor peso en el área fue prácticamente nulo, mientras que en Italia y en

La reciente publicación de la Encuesta de Población Activa europea, que incluye los datos correspondientes al año 2004, brinda la oportunidad de llevar a cabo una evaluación actualizada de los desarrollos observados en los mercados de trabajo del área desde una perspectiva de medio y largo plazo, y en particular de valorar los progresos realizados en el cumplimiento de los objetivos de la Agenda de Lisboa.

El Consejo Europeo celebrado en marzo de 2000 en esa ciudad definió un objetivo estratégico consistente en convertir a la UE en «la economía basada en el conocimiento más competitiva y dinámica del mundo». Para que esta aspiración pueda hacerse realidad, la intensificación del grado de utilización del factor trabajo constituye un ingrediente esencial. En reconocimiento de ello, la cumbre de Lisboa y la celebrada un año más tarde en Estocolmo optaron por la fijación de una serie de metas referidas a las tasas de ocupación de diversos colectivos de la población. Así, se trazó como objetivo que, para el conjunto de los individuos en edad de trabajar de la UE, la tasa de ocupación se sitúe en el 67% en 2005 y en el 70% en 2010. En el caso de la población femenina, se aspira a que esa variable

alcance el 57% y el 60%, respectivamente, en cada una de esas fechas, mientras que, entre el colectivo de trabajadores mayores de 55 años, la meta fijada para el final de la década es del 50%.

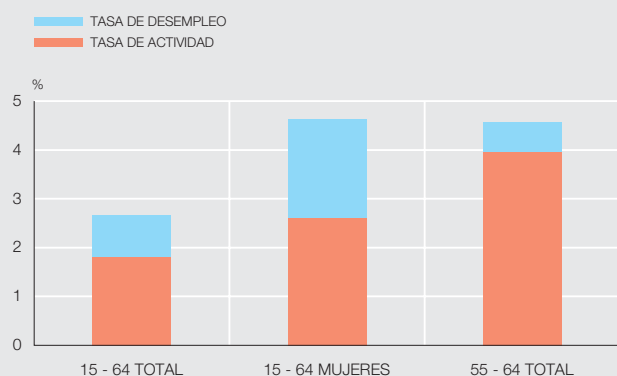
En el caso concreto del conjunto de países que integran el área del euro, los avances registrados hacia estos objetivos han sido modestos y desiguales. Así, en el caso de la población femenina, una simple extrapolación hacia el futuro de los avances cosechados hasta la fecha revela que el objetivo para el final de la década parece factible. Por el contrario, el ritmo de avance de la tasa de ocupación en el caso de los trabajadores de mayor edad y del conjunto de la población en edad de trabajar no parece compatible con la consecución de las metas fijadas para 2010.

La tasa de ocupación de un colectivo de población alcanza un valor tanto más elevado cuanto más alta es la proporción de la población de ese colectivo que participa de forma activa en el mercado de trabajo (esto es, la tasa de actividad) y menor la proporción de quienes participan en el mercado pero no pueden encontrar un empleo (o tasa de paro). Como se puede observar, la contribución del aumento

1. TASAS DE OCUPACIÓN, ACTIVIDAD Y DESEMPLEO EN LA UEM (a)

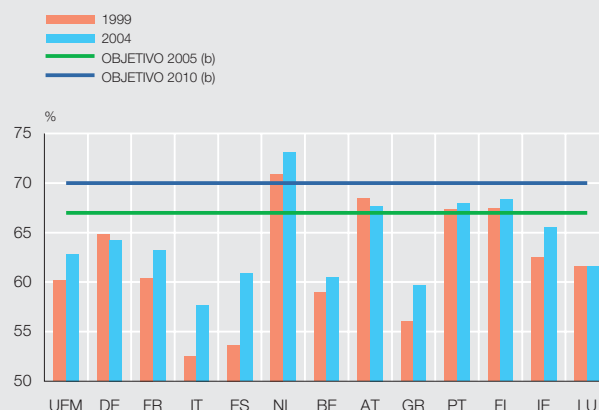
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 (b)	2010 (b)
TOTAL ENTRE 15 Y 64 AÑOS								
Tasa de ocupación	60,2	61,3	62,1	62,4	62,6	62,8	67,0	70,0
Tasa de actividad	67,1	67,5	67,5	68,1	68,6	69,1		
Tasa de desempleo	10,4	9,2	8,1	8,4	8,8	9,1		
MUJERES ENTRE 15 Y 64 AÑOS								
Tasa de ocupación	49,8	51,2	52,2	52,9	53,6	54,3	57,0	60,0
Tasa de actividad	57,1	57,7	57,9	58,7	59,7	60,5		
Tasa de desempleo	24,3	21,4	18,8	19,5	20,3	20,8		
TOTAL ENTRE 55 Y 64 AÑOS								
Tasa de ocupación	33,7	34,2	34,7	36,1	37,8	38,4		50,0
Tasa de actividad	37,3	37,3	37,5	38,8	40,8	41,6		
Tasa de desempleo	9,4	8,4	7,4	7,0	7,3	7,8		

2. CONTRIBUCIONES A LOS CAMBIOS EN LA TASA DE OCUPACIÓN 1999 - 2004



FUENTE: Comisión Europea

3. TASA DE OCUPACIÓN TOTAL ENTRE 15 Y 64 AÑOS



a. La relación que vincula a las tres variables es la siguiente: tasa de ocupación = tasas de actividad * (1-tasa de desempleo).
 b. Objetivos de la Agenda de Lisboa para la UE 15

de la tasa de actividad al incremento de las tasas de ocupación dentro de cada uno de los tres colectivos para los que se han fijado objetivos ha sido sustancial. Sin embargo, aunque el descenso de la tasa de paro ha ayudado también en todos los casos a la aproximación a esos objetivos, solo en el caso de las mujeres la aportación realizada por este componente ha tenido una magnitud sustancial.

Además, los datos de la Encuesta revelan que las tasas de ocupación son tanto mayores cuanto más elevado sea el nivel educativo alcanzado. En particular, este está asociado a una participación más intensa dentro del mercado de trabajo y a una menor tasa de paro. Ello muestra la importancia de la mejora de la formación, tanto en la etapa anterior al inicio de la vida laboral como durante el curso de esta, al objeto de elevar las tasas de empleo del área.

Por países, desde la puesta en marcha de la Agenda, la tasa de ocupación del conjunto de población en edad de trabajar ha aumentado de forma generalizada, salvo en Alemania y Austria, en donde la contribución negativa derivada del ascenso de las tasas de paro no pudo ser contrarrestada por el incremento de las tasas de actividad. En el extremo opuesto, la proporción de personas empleadas ha registrado en el último lustro un aumento muy sustancial (superior a 5 pp) en España e Italia, lo que se ha debido en proporciones similares a las aportaciones de las tasas de actividad y de desempleo.

Los nichos de población dentro de los cuales es mayor el margen para el aumento de las tasas de empleo han sido correctamente identificados en las denominadas Orientaciones Integradas aprobadas, el pasado mes de julio, por el Consejo ECOFIN para el período 2005-2008. Junto con otras recomendaciones de política económica, el documento contiene una serie de directrices en materia de política de empleo destinadas a hacer frente a los obstáculos que

dificultan una aproximación más rápida a los objetivos de Lisboa y Estocolmo. Así, por ejemplo, en el caso de los trabajadores de mayor edad, el texto alienta a los Estados miembros a adoptar las acciones necesarias que estimulen la prolongación de la vida laboral y reduzcan los incentivos que ofrecen los sistemas impositivos y de prestaciones sociales para el acceso prematuro a la jubilación anticipada. Por lo que respecta a la población laboral femenina, se promueve la provisión de servicios de guardería y de cuidados a las personas dependientes, con el fin de favorecer la conciliación de la vida personal y laboral. Finalmente, se propugna la puesta en marcha de iniciativas que permitan reducir las tasas de desempleo entre los trabajadores más jóvenes.

Asimismo, las directrices enfatizan la necesidad de introducir medidas que acrecienten la adaptabilidad de los participantes en el mercado de trabajo ante los continuos cambios que experimenta el entorno económico. Este ritmo creciente de transformación requiere la puesta en práctica de mecanismos que faciliten la adaptación ocupacional y la movilidad geográfica de los trabajadores, así como la adecuación a las nuevas tecnologías del puesto de trabajo. En particular, ello exige acciones tan dispares como la adecuación de la legislación de protección en el empleo, la provisión de formación continuada o el fomento de la creación de empresas. De modo más general, en el ámbito de las políticas educativas las directrices abogan por una mejor identificación de las cualificaciones que el mercado de trabajo requiere en cada momento y por el establecimiento de estrategias amplias de formación continuada.

Por último, se aconseja a los Estados miembros que implementen políticas encaminadas a apoyar la incorporación al mercado de trabajo de los individuos más desfavorecidos, a través de mecanismos tales como la mejora de los instrumentos de ayuda para la búsqueda de empleo o la provisión de formación específica.

España la expansión del PIB fue relativamente elevada. En Alemania, el estancamiento del PIB obedeció a la persistente debilidad del consumo privado, que experimentó de nuevo un retroceso, y al deterioro de la demanda exterior neta, como consecuencia de la pérdida de pujanza de las exportaciones y del dinamismo de las importaciones. En cambio, la formación bruta de capital fijo registró una tasa de variación positiva, tras dos trimestres consecutivos de contracción. En Francia, el PIB se ralentizó hasta el 0,1%, debido al crecimiento negativo del consumo privado y de la formación bruta de capital fijo, que cayeron respecto al primer trimestre. Por su parte, tanto las importaciones como, sobre todo, las exportaciones registraron una notable aceleración, de forma que se redujo la contribución negativa del saldo exterior. Italia, en cambio, que creció un 0,7%, se recuperó de su recesión técnica gracias al repunte de todos los componentes de la demanda interna y de las exportaciones. Tan solo la variación de existencias restó dinamismo al producto. Finalmente, en España el PIB aumentó un 0,9%, igual que en los dos trimestres anteriores. La pujanza del producto obedeció el dinamismo del consumo y de la inversión, mientras que el saldo exterior neto detrajo casi un punto porcentual al crecimiento.

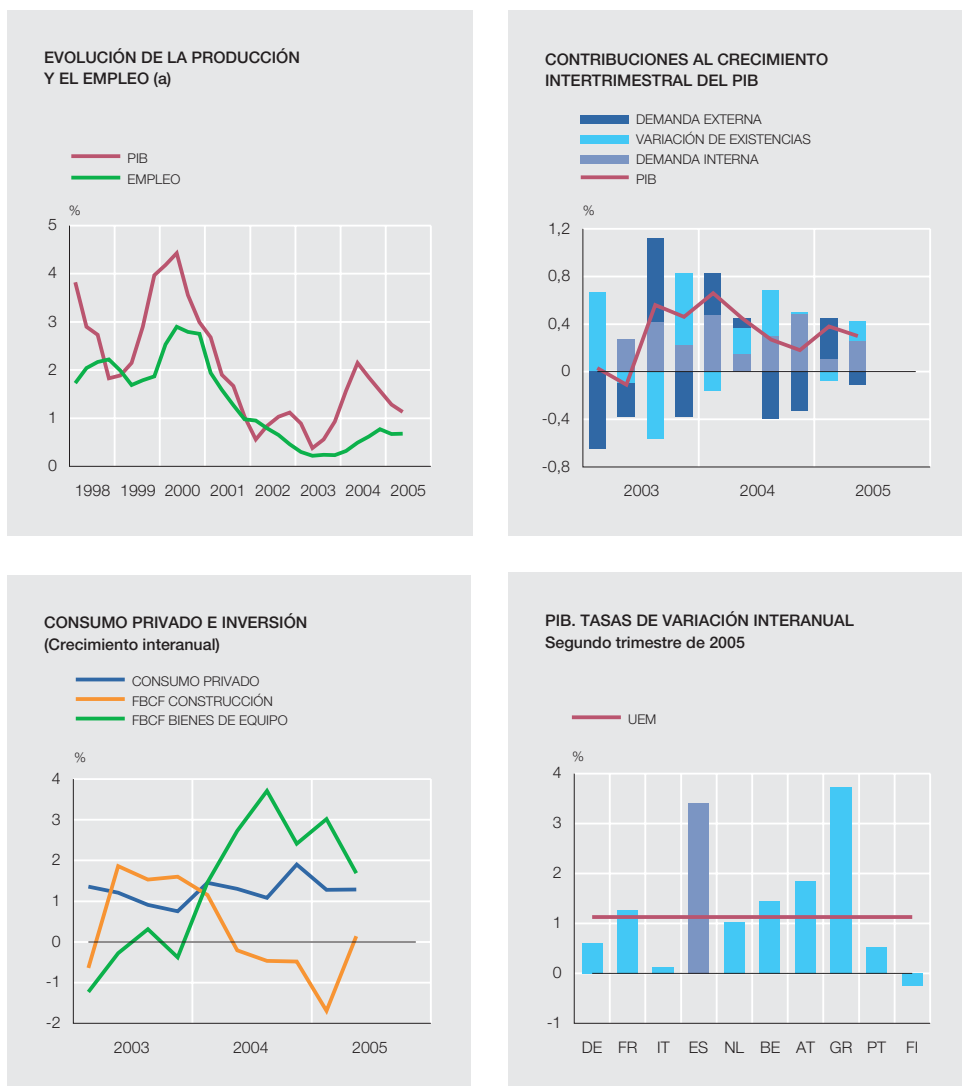
	2004				2005			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR (a)	IV TR (b)
PIB								
Crecimiento interanual	1,6	2,1	1,9	1,6	1,3	1,1		
Crecimiento intertrimestral	0,7	0,5	0,3	0,2	0,4	0,3		
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,2 ; 0,6)	(0,4 ; 0,8)
IPI (d)	1,1	2,9	2,5	1,1	0,9	0,7	1,5	
Sentimiento económico	98,6	99,8	100,6	100,9	99,0	96,3	98,0	
Confianza industrial	-7,0	-5,0	-3,7	-3,7	-6,7	-10,3	-7,7	
PMI manufacturas	52,8	54,4	53,9	51,4	51,4	49,3	51,0	
Confianza servicios	11,3	11,7	12,0	11,0	10,7	9,0	10,7	
PMI servicios	56,0	55,2	54,4	52,9	53,1	53,1	53,8	
Tasa de paro	8,9	8,9	8,9	8,8	8,8	8,7	8,6	
Confianza consumidores	-14,3	-14,3	-14,0	-13,0	-13,3	-14,3	-15,0	
IAPC (d) (e)	1,7	2,4	2,1	2,4	2,1	2,1	2,6	
IPRI (d) (e)	0,4	2,4	3,3	3,6	4,2	4,0	4,0	
Precio del petróleo en dólares (e)	33,8	35,3	43,3	39,7	53,3	54,0	62,6	58,4
Préstamos al sector privado (d) (e)	5,4	6,1	6,5	7,2	7,5	8,0	8,6	
Rendimiento bonos a diez años UEM	4,2	4,4	4,2	3,8	3,7	3,4	3,3	3,3
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,11	0,28	0,14	0,36	0,67	0,80	0,98	1,18
Tipo de cambio dólar/euro (e)	1,222	1,216	1,241	1,362	1,296	1,209	1,204	1,195
Apreciación / depreciación del euro (e)	-3,2	-3,8	-1,7	7,8	-4,8	-11,2	-11,6	-12,3
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	1,9	3,7	1,5	9,9	4,3	8,9	17,7	12,3

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 octubre 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.

Por ramas de producción, el valor añadido de la economía del área creció en el segundo trimestre un 0,4%, al mismo ritmo que en el primero. Por sectores, la construcción, tras contraerse en el primer trimestre, registró una tasa de crecimiento positiva. En cambio, la industria y los servicios se desaceleraron, aunque moderadamente. Por lo que respecta al mercado de trabajo, el empleo registró un aumento del 0,2%, tasa similar a la observada en los trimestres precedentes, lo que supuso el mantenimiento de un ritmo de avance del 0,7% en términos interanuales. En un contexto de ligera desaceleración del PIB, ello implicó un menor crecimiento de la productividad aparente del trabajo. No obstante, se mantuvo el moderado crecimiento de los costes laborales unitarios, que resultó inferior al incremento del deflactor del PIB, de forma que los márgenes empresariales registraron una expansión adicional (véase gráfico 11).

La información más reciente relativa a la evolución de los indicadores en el tercer trimestre señala una ligera mejora del ritmo de avance del PIB en relación con el experimentado en el segundo trimestre. Por lo que respecta a los indicadores de oferta, el índice de producción industrial (excluida la construcción) creció un 0,8% en el período julio-agosto en relación con el segundo trimestre, y todos los indicadores cualitativos de actividad aumentaron respecto al trimestre anterior. Así, tanto el índice de confianza industrial y de construcción de la Comisión Europea (CE) como el índice de gestores de compras de la industria manufacturera elaborado por Reuters mejoraron significativamente, situándose el segundo en registros superiores a 50, coherentes con una expansión de la actividad (véase gráfico 9). También los indicadores de actividad en la rama de servicios —el de la Comisión Europea y el de los directores de com-

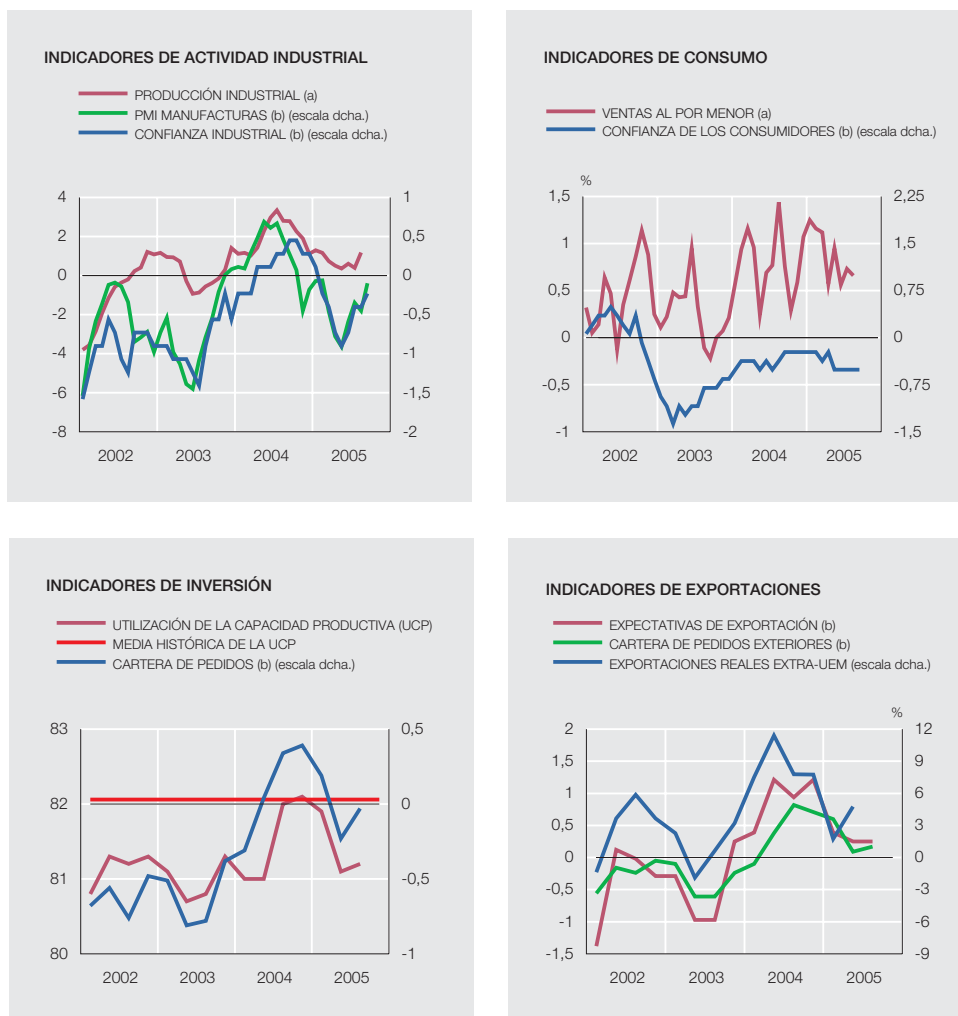


FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Tasas de variación interanual.

pras— registraron un avance apreciable en el mismo período (véase cuadro 1). En cuanto al empleo, los indicadores provenientes de las encuestas de opinión recogieron, asimismo, cierta mejora en el tercer trimestre en la industria, y en mayor medida en la construcción y los servicios (véase gráfico 10). Por su parte, la tasa de paro alcanzó el 8,6% en agosto, tasa algo inferior a la registrada a principios de año.

En la vertiente de la demanda, los indicadores disponibles no reflejan todavía un repunte decidido del consumo en el tercer trimestre, aunque son coherentes con un aumento moderado de la inversión. Así, mientras que las ventas minoristas se han situado en promedio de julio y agosto por encima del nivel del segundo trimestre y las matriculaciones de automóviles aumentaron, los indicadores de confianza relacionados con el consumo mostraron una evolución negativa en ese período. En particular, la confianza de los consumidores se ha mantenido estable desde mayo en un nivel inferior al de su media histórica. Por lo que respecta a los indicadores referidos a la inversión, los empresarios mejoraron su valoración de la cartera de pedidos industriales y aumentó ligeramente el grado de utilización de la capacidad productiva. Por su parte, los datos de exportaciones procedentes de balanza de

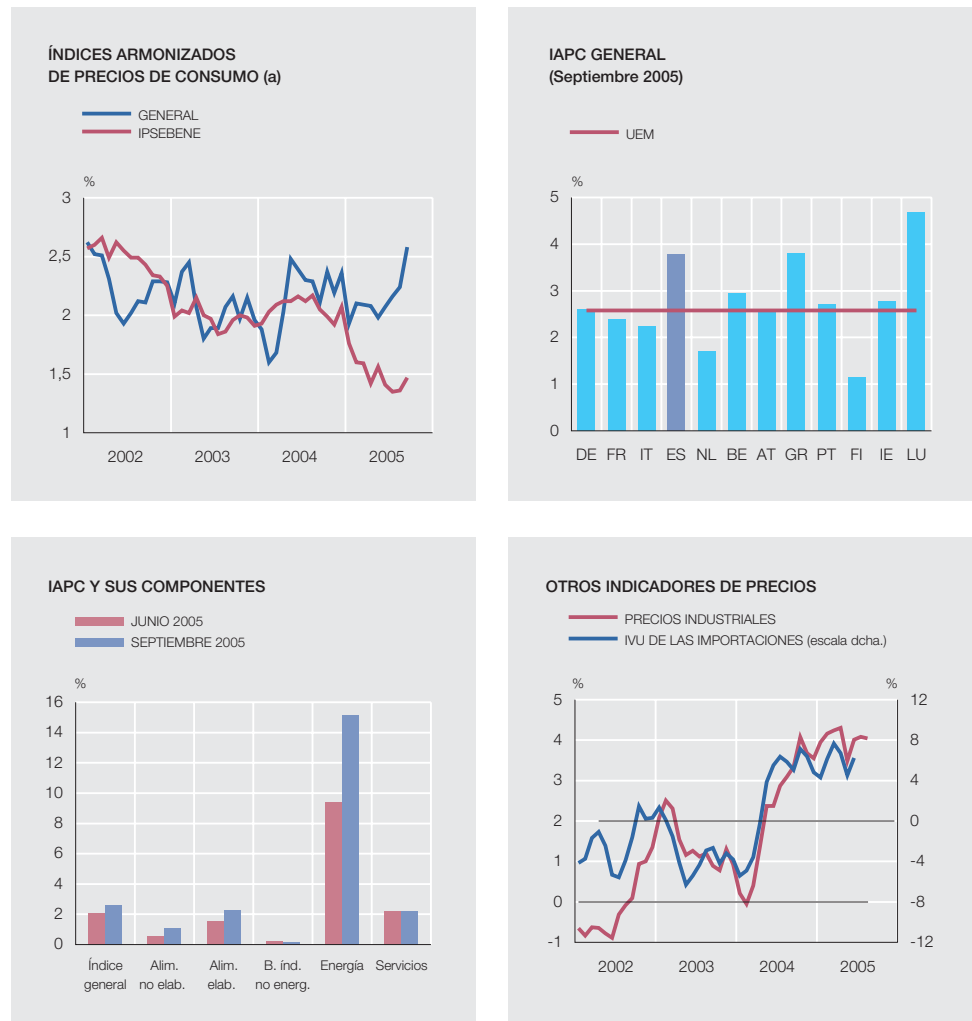


FUENTES: Eurostat y Comisión Europea.

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

pagos de los meses de julio y agosto señalan el mantenimiento del dinamismo de esta variable. Por otro lado, el indicador trimestral de expectativas de exportación de la industria elaborado por la CE se mantuvo estable en los meses de verano y el indicador mensual de la valoración de la cartera de pedidos procedentes del exterior subió. Por último, según la encuesta de confianza industrial, la valoración del nivel de existencias coincidió en el trimestre con su media histórica, lo que apuntaría a una contribución prácticamente nula de los inventarios al producto.

En síntesis, la información disponible acerca de la evolución de la actividad en la UEM en el tercer trimestre del año parece sugerir un mantenimiento o ligera mejora del ritmo de crecimiento del PIB. Ello estaría en línea con la estimación de la Comisión Europea, que sitúa el incremento del producto en el tercer trimestre en un rango del 0,2% al 0,6% (véase cuadro 1). No obstante, permanece la incertidumbre que rodea la evolución futura del consumo, en un contexto en el que el impulso de la demanda externa y la mejora de la confianza empresarial no acaban de traducirse todavía en mayor creación de empleo y donde el fuerte encarecimiento de los productos energéticos está deteriorando la capacidad de gasto de las familias.

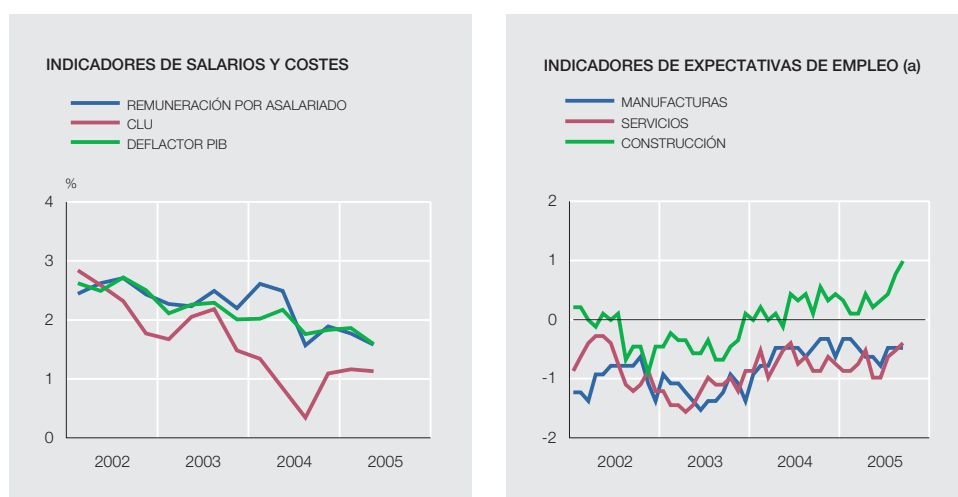


FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

Los indicadores de inflación recogieron los efectos del encarecimiento de la energía producido en el transcurso del verano. Así, el IAPC aumentó en términos interanuales el 2,6% en septiembre, cinco décimas más que en junio, debido fundamentalmente a la mayor contribución del componente energético. También el precio de los alimentos se aceleró a lo largo del tercer trimestre, como resultado, en gran parte, de la subida del precio del tabaco en Alemania (véase gráfico 10). La estabilidad del resto de componentes ha supuesto que la inflación subyacente, medida en términos de la evolución del IPSEBENE, que excluye los alimentos no elaborados y la energía del índice general, solo repuntó entre junio y septiembre una décima, hasta el 1,5%. Por países, destaca la fuerte aceleración de los precios en Alemania, Irlanda, Luxemburgo y Portugal en los meses de verano. Por su parte, en agosto el aumento interanual de los precios industriales fue del 4%, igual que el registrado en junio. Tras esta estabilidad se encuentra la aceleración del componente energético, que fue contrarrestada por el menor crecimiento de los precios de los bienes intermedios, en línea con la moderación del precio de las materias primas.

Como se recoge en el recuadro 1, existen riesgos al alza en el curso futuro de los precios derivados de la evolución del precio de petróleo y de su transmisión a la formación de pre-



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

cios y salarios de la economía. Hasta ahora, la debilidad económica de la zona euro, la atonía del mercado de trabajo, la elevada competencia exterior y la credibilidad de los objetivos de política monetaria han supuesto que los efectos del aumento del petróleo sobre el crecimiento de los salarios sean limitados. Cualquier intento de los trabajadores de compensar sus pérdidas de poder adquisitivo mediante el incremento de sus demandas salariales reforzaría automáticamente las presiones inflacionistas.

Según las estimaciones publicadas por el BCE, el déficit de la balanza por cuenta corriente acumulado desde enero hasta julio de 2005 ascendió a 12,6 mm de euros, en comparación con el superávit de 27,8 mm de euros del mismo período de 2004. Esta reducción fue principalmente el resultado de un menor superávit de la balanza de bienes, como consecuencia del mayor aumento de las importaciones que de las exportaciones. En cambio, se observaron en el mismo período entradas netas de capital en forma de inversiones de cartera por una cuantía superior a las salidas netas en la rúbrica de inversiones directas, de forma que, en la parte transcurrida del año, la balanza básica registró un saldo positivo de 62,3 mm de euros, frente al saldo negativo de 16,8 mm de euros que por este concepto se observó en el mismo período de 2004.

En el terreno de la política fiscal, el déficit presupuestario rebasará en 2005 el límite del 3% del PIB establecido en el Tratado de la Unión Europea en varios países de la UEM, de acuerdo con la información disponible (véase cuadro 2). En concreto, es muy probable que el déficit alemán supere esa cota, mientras que no se puede descartar que ocurra otro tanto en el caso francés. A tenor de las conclusiones del Consejo ECOFIN de noviembre de 2003 y de la Comunicación de la Comisión de diciembre de 2004, el plazo para la corrección del déficit excesivo expira, en ambos países, en el presente ejercicio. De esta forma, en el caso de que las previsiones de otoño de la Comisión Europea confirmen que se producirá tal incumplimiento, será preciso abordar la reactivación del procedimiento. A este respecto, resulta evidente la necesidad de que las decisiones que se adopten sean coherentes con la versión revisada del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, con el fin de asegurar la credibilidad de su capacidad disciplinadora efectiva. En los meses de julio y septiembre, el Consejo adoptó sendas decisiones acerca de la existencia de un déficit excesivo en Italia y Portugal, situación que deberá ser

ADMINISTRACIONES PÚBLICAS DEL ÁREA DEL EURO
SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)

CUADRO 2

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

corregida, a más tardar, en 2007 y 2008, respectivamente. En consonancia con la nueva formulación del Pacto, el plazo para la reconducción del déficit por debajo del límite del 3% del PIB ha sido alargado más allá del año posterior al que se identifica el déficit excesivo, en razón del elevado tamaño del ajuste necesario y de la mala situación económica por la que atraviesan ambas economías.

Por lo que respecta a los planes presupuestarios para 2006, en Francia se prevé que el déficit se sitúe en el 2,9% del PIB, lo que se apoya en un supuesto de crecimiento económico algo más favorable del apuntado en las previsiones disponibles. Cabe destacar que el presupuesto del Estado para el próximo ejercicio no incluye la adopción de medidas temporales (que se estima que en 2005 han contribuido a mejorar el saldo del conjunto de las Administraciones Públicas en casi medio punto porcentual). Además, con el fin de aliviar el déficit de la Seguridad Social, los presupuestos de este subsector contemplan aumentos de los pagos por medicamentos, actos médicos y hospitalización realizados por los pacientes. Por otro lado, la prevista rebaja impositiva sobre las rentas de las familias ha sido pospuesta hasta 2007, con el fin de evitar el impacto de la pérdida resultante de ingresos fiscales sobre el saldo presupuestario. En Italia, los presupuestos para 2006, que contemplan un déficit del 3,8% del PIB, combinan algunas medidas destinadas a estimular la economía (tales como un aumento de deducciones en las bases del impuesto sobre la renta, una rebaja de las cotizaciones sociales y un aumento de la inversión pública) con acciones orientadas hacia la consolidación fiscal (en concreto, a contener la remuneración de los empleados públicos). Finalmente, en Alemania existe todavía un elevado grado de incertidumbre acerca del curso futuro de la política presupuestaria, pues los partidos coaligados en el gobierno recientemente constituido no han alcanzado aún un acuerdo en este sentido.



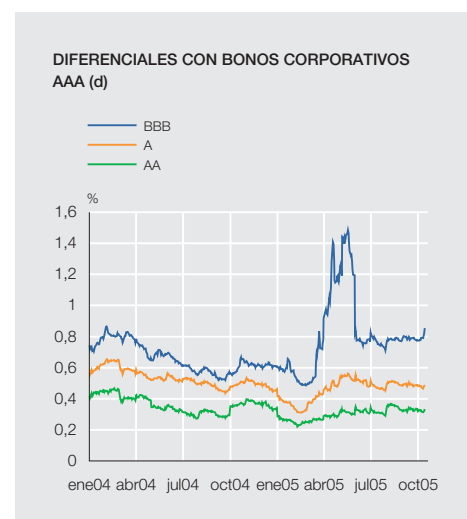
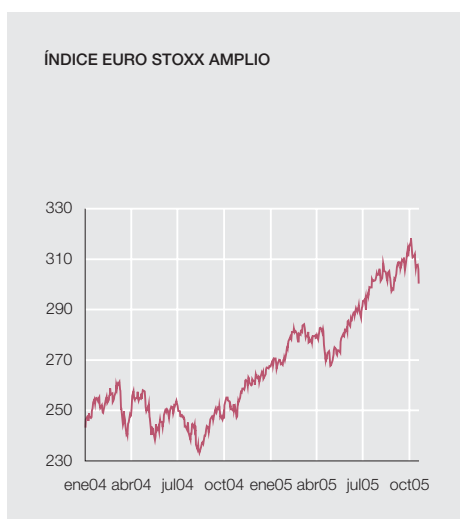
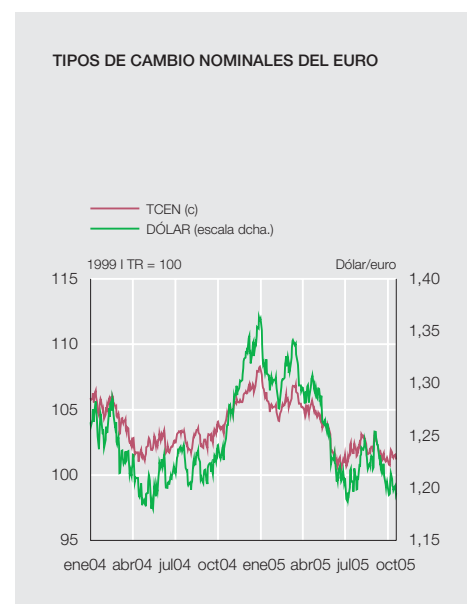
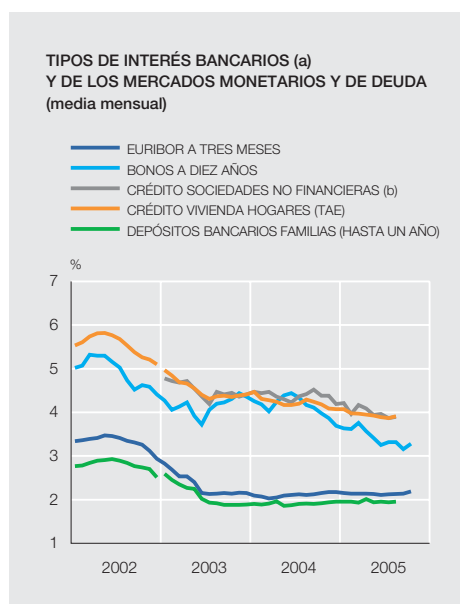
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

3.2 Evolución monetaria y financiera

En sus reuniones celebradas a lo largo del tercer trimestre del año, el Consejo de Gobierno del BCE ha valorado que la orientación de la política monetaria continuaba siendo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo. Paralelamente, ha considerado que el nivel de los tipos de interés proporciona un apreciable estímulo a la actividad. En consecuencia, los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad de depósito y de la facilidad de crédito se han mantenido en el 2%, 1% y 3%, respectivamente (véase gráfico 12). No obstante, el BCE ha indicado que los riesgos alcistas para la estabilidad de precios han aumentado y llevará a cabo una actitud de extrema vigilancia sobre la posible traslación del precio del petróleo a los precios de producción y salarios, que puedan amenazar el objetivo de estabilidad de precios.

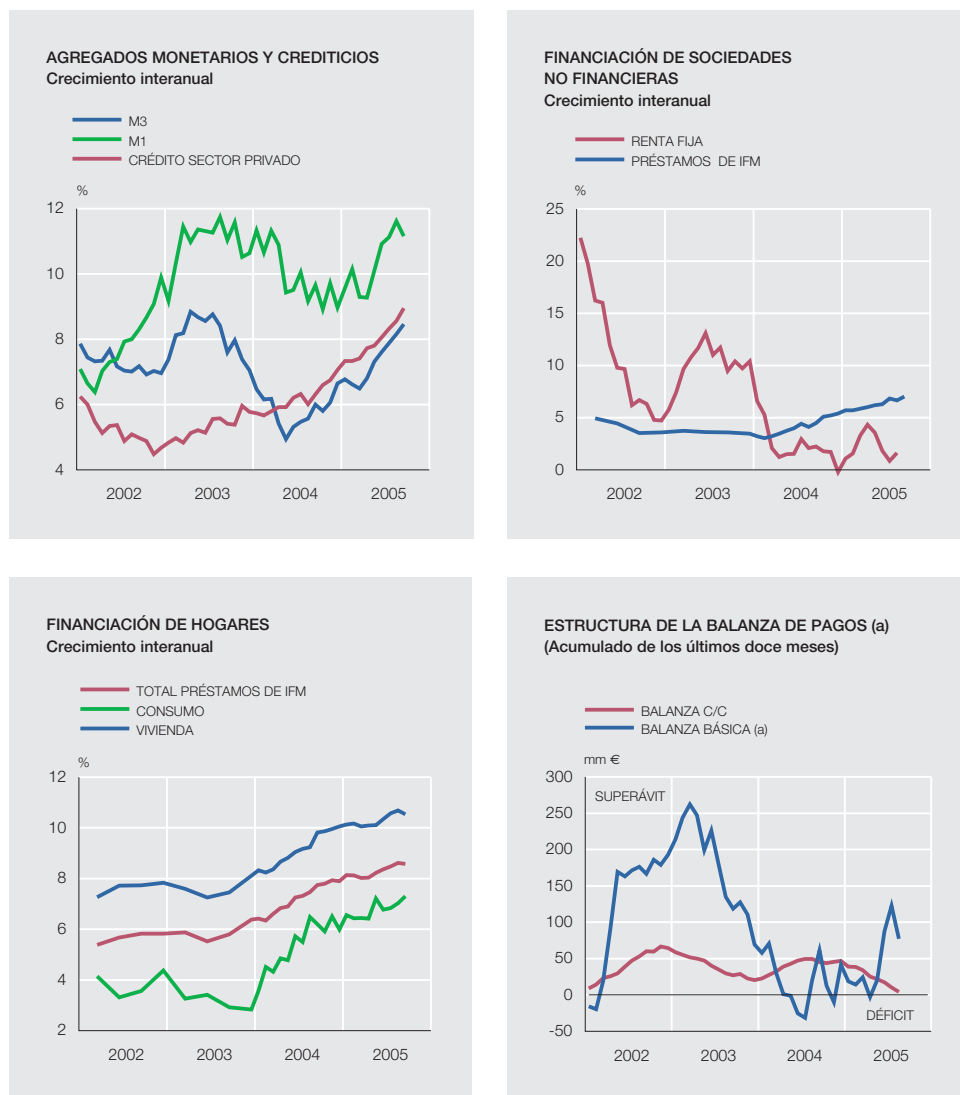
Los malos datos de inflación de septiembre que se fueron publicando repercutieron en un aumento de los tipos de interés del mercado monetario en los plazos más largos, de manera que, a mediados de octubre, el perfil de la curva de los tipos de interés *forward* a un mes



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 del 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.

descontaba movimientos al alza de los tipos de interés oficiales de un cuarto de punto para principios de 2006 (véase gráfico 12). En los mercados de deuda, las rentabilidades negociadas a un plazo de diez años alcanzaron a mediados de octubre un nivel algo superior al observado a finales del segundo trimestre, próximo al 3,3%. La mayor intensidad del avance de la rentabilidad de la deuda a diez años en Estados Unidos en el período considerado ha dado lugar a una ampliación del diferencial positivo que mantenía el tipo de interés a largo plazo estadounidense con respecto al europeo, hasta los 1,2 pp. Según la información disponible hasta agosto, 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 3,9% en agosto (véase gráfico 13).



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.

En los mercados de divisas, el euro detuvo, entre julio y octubre, su tendencia a la depreciación frente al dólar que se había observado desde principios de año, estabilizándose el tipo de cambio bilateral en torno a 1,20 dólares por euro. Con respecto al yen y a la libra esterlina, el euro también mostró gran estabilidad en los últimos tres meses, por lo que, en términos efectivos nominales, la moneda europea apenas varió durante el período considerado (véase el gráfico 13).

En los mercados de renta variable de la UEM, la tendencia al alza de las cotizaciones bursátiles continuó en el tercer trimestre, alimentada por buenos resultados empresariales y por la mejora de las expectativas de beneficios en el sector empresarial. En octubre, las cotizaciones experimentaron una ligera corrección, de forma que las ganancias acumuladas desde principios del año 2005 se situaron en torno al 12%. La evolución de los subíndices correspondiente a los distintos sectores fue dispar en el tercer trimestre. El aumento de las cotizaciones fue mayor en el sector energético y en los de bienes de consumo y de materias primas, mientras que fueron escasos los avances en los sectores de tecnología y telecomunicaciones. La evo-

lución de las cotizaciones en los mercados de renta variable se vio acompañada de un moderado aumento de la volatilidad respecto a la registrada en el segundo trimestre.

En los meses de verano, el agregado monetario M3 se aceleró de nuevo, hasta alcanzar el 8,5% en septiembre, nueve décimas de punto porcentual por encima de la tasa registrada en junio (véase gráfico 14). Análogamente, el crecimiento del crédito al sector privado adquirió mayor pujanza, de manera que su tasa de variación interanual alcanzó en agosto el 8,9%, ocho décimas más que en junio. Por agentes demandantes, tanto los préstamos otorgados a las sociedades no financieras como los concedidos a las familias adquirieron mayor fortaleza. Dentro de estos últimos, los otorgados para la compra de bienes de consumo se aceleraron desde junio, hasta alcanzar un ritmo de avance del 7,3% en septiembre, mientras que los destinados a adquisición de vivienda mantuvieron un ritmo de aumento estable, en torno al 10,5%. Entre los países de mayor tamaño, el crédito aumentó con respecto a junio en Alemania e Italia, y se aceleró, aunque en menor medida, en Francia. En España, tanto los préstamos otorgados a las sociedades no financieras como los concedidos a los hogares experimentaron un crecimiento muy elevado, muy superior al registrado en promedio en el área del euro.

4 La economía española

Coincidiendo con la publicación de la CNTR del segundo trimestre de 2005, el INE ha publicado las series de la nueva Contabilidad Nacional, base 2000, desde el año 1995, ampliando de esta manera la revisión que se había efectuado inicialmente para el período 2000-2004. En comparación con la anterior Contabilidad, en base 1995, y como sucedió para el período 2001-2004, los nuevos datos suponen una revisión al alza del crecimiento de la economía española, especialmente acusada en los años 1999 y 2000, en los que la tasa de avance del PIB se ha incrementado en 0,5 pp y 0,6 pp, respectivamente.

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, en el segundo trimestre de 2005 el crecimiento del PIB se elevó en una décima, hasta alcanzar un 3,4% en tasa real interanual, en línea con el perfil de suave aceleración observado en los trimestres precedentes. En términos intertrimestrales, su avance fue del 0,9%, igual al registrado en los dos trimestres anteriores. Por componentes, se mantuvo el elevado dinamismo de la demanda nacional, cuya aportación a la expansión del producto fue de 6 pp, mientras que se redujo ligeramente la contribución negativa de la demanda externa al crecimiento del PIB.

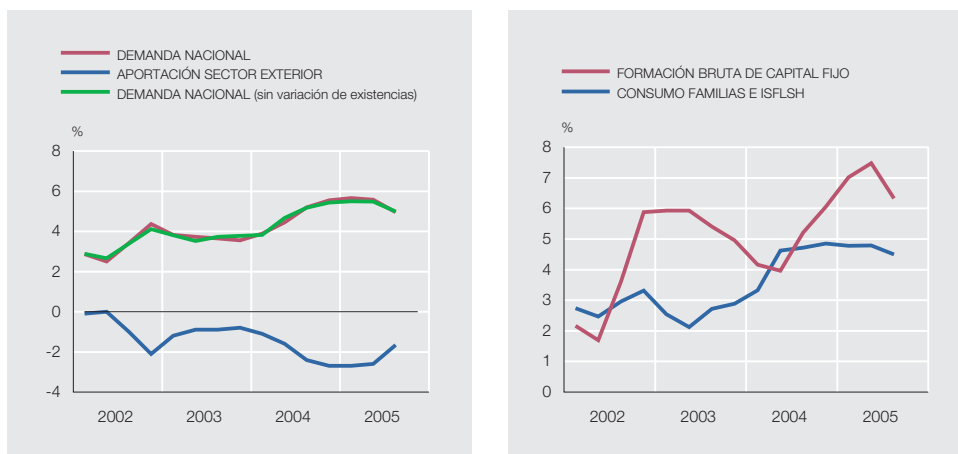
La información coyuntural disponible indica que en el tercer trimestre de 2005 el PIB puede haber elevado nuevamente su ritmo de expansión, hasta el 3,5%, sustentado, como en los últimos trimestres, en el dinamismo de la demanda interna, al tiempo que la demanda exterior neta ha continuado contribuyendo de manera muy negativa al incremento del producto. No obstante, se estima una moderación en la expansión de la demanda interna y una menor detracción al crecimiento por parte del sector exterior (véase gráfico 15). Los componentes de la demanda interna que experimentaron dicha desaceleración fueron el consumo privado y la inversión en bienes de equipo; asimismo, tanto las exportaciones como las importaciones perdieron tono respecto al segundo trimestre.

En cuanto a la evolución de la actividad por ramas, las estimaciones apuntan hacia un mantenimiento del fuerte dinamismo de los servicios y de la construcción en el tercer trimestre, mientras que el valor añadido de la industria manufacturera parece haber seguido experimentando tasas de crecimiento muy moderadas, que alcanzan apenas el 1%, y el de las ramas agrarias y pesqueras se ha visto afectado negativamente por la sequía. Los principales indicadores de empleo parecen apuntar hacia una estabilización en tasas de expansión elevadas. De hecho, la EPA del tercer trimestre ha mostrado un avance de los ocupados del 5,1%, algo superior al del segundo trimestre. En este contexto, la productividad aparente del trabajo ha tendido a estabilizar su ritmo de crecimiento en el conjunto de la economía, mientras que en la economía de mercado se mantuvo en torno a tasas muy reducidas (0,4%).

La remuneración por asalariado creció a tasas muy moderadas en la primera mitad de 2005, y se estima que en la segunda parte se aproximará a ritmos más cercanos a los que muestran los indicadores salariales, dando lugar, en conjunción con el bajo crecimiento de la productividad, a una aceleración de los costes laborales unitarios. Por último, la tasa de inflación, medida por el IPC, se incrementó en el tercer trimestre hasta el 3,4% —llegando al 3,7% en septiembre—, como consecuencia, fundamentalmente, del encarecimiento de la energía. El indicador adelantado del IAPC del mes de octubre apunta a un incremento interanual del 3,5%.

4.1 Demanda

En el segundo trimestre de 2005, el crecimiento del consumo final de los hogares, en términos reales, se mantuvo en el 4,8%, tasa similar a la del período precedente. Los indicadores dis-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

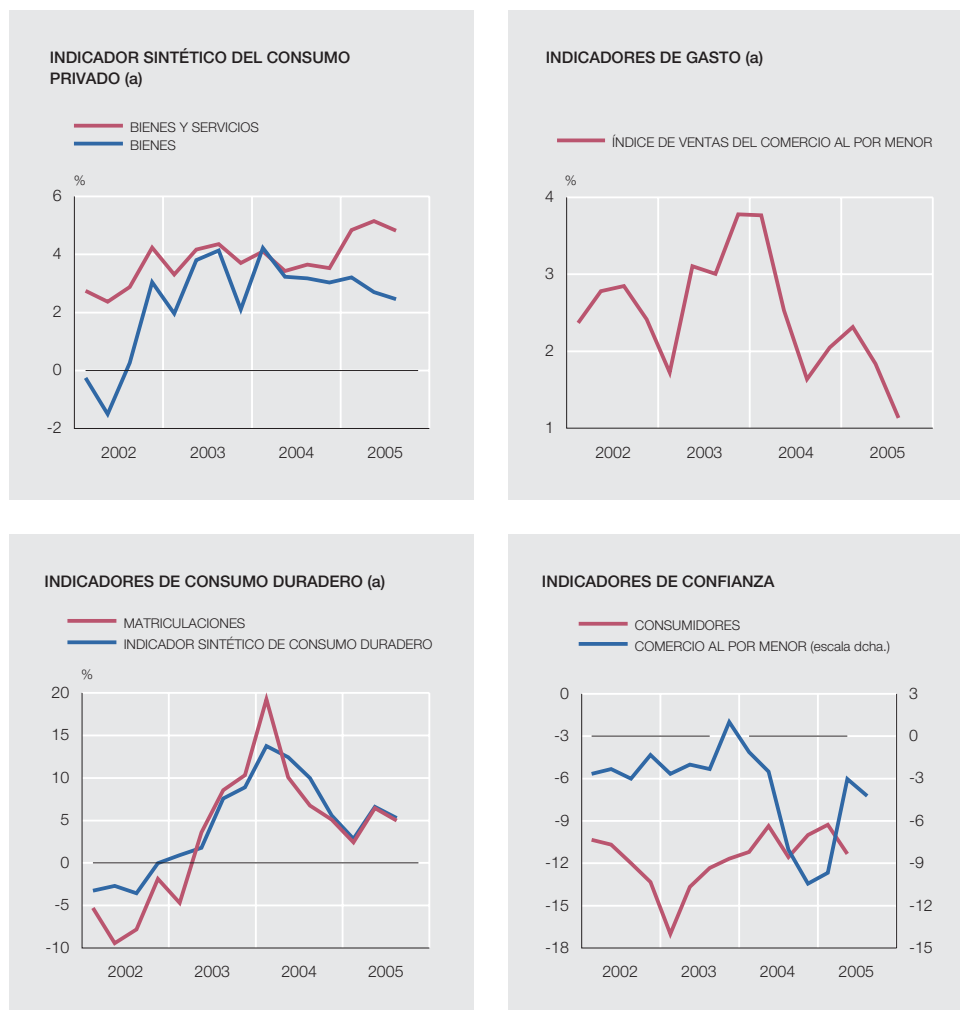
a. Tasas de variación interanual calculadas sobre datos ajustados de estacionalidad.

ponibles para el tercer trimestre, con información todavía incompleta, parecen señalar una cierta moderación del elevado dinamismo del consumo privado (véase gráfico 16). No obstante, el gasto en consumo privado parece mantener un ritmo de expansión significativo, muy por encima del que experimenta la renta disponible, al que siguen contribuyendo la revalorización de la riqueza real de los hogares —financiera e inmobiliaria— y el mantenimiento de unas favorables condiciones de financiación.

Como se observa en el gráfico 16, el indicador sintético de consumo privado de bienes y servicios muestra un perfil de suave desaceleración en el tercer trimestre, más acusada en el caso del consumo de servicios y de bienes duraderos. Entre los indicadores más directamente relacionados con el gasto de las familias, cabe destacar la evolución del índice general de ventas del comercio al por menor, que se ralentizó en julio y agosto, mientras que el indicador de confianza del comercio minorista retrocedió ligeramente en los meses de verano. Las matriculaciones de automóviles siguieron creciendo a un ritmo significativo, si bien inferior al registrado en el segundo trimestre.

En cuanto a los principales determinantes del consumo privado, las estimaciones apuntan hacia una ralentización de la renta real disponible, tras el notable impulso que registró en 2004. La ligera aceleración de la remuneración de asalariados y del excedente bruto se está viendo contrarrestada por la aportación más contractiva de las Administraciones Públicas al crecimiento de la renta, como consecuencia, principalmente, de la mayor recaudación impositiva, una vez superados los efectos derivados de la reforma del IRPF de 2003. Por el contrario, la riqueza de las familias ha continuado incrementándose a un ritmo elevado, apoyada tanto en el aumento de las cotizaciones bursátiles a lo largo del año —un 16% en el caso del índice IBEX 35— como en la revalorización de los activos inmobiliarios. En un contexto caracterizado, además, por el bajo coste de la financiación, esto ha supuesto que la tasa de ahorro haya registrado una disminución adicional.

En el segundo trimestre de 2005, el consumo final de las Administraciones Públicas registró un incremento del 4,6% interanual, nueve décimas menos que en el trimestre anterior. La información coyuntural disponible, todavía muy incompleta, que proviene de los datos de ejecución presupuestaria del Estado, apunta hacia una estabilidad en el ritmo de avance de este agregado.

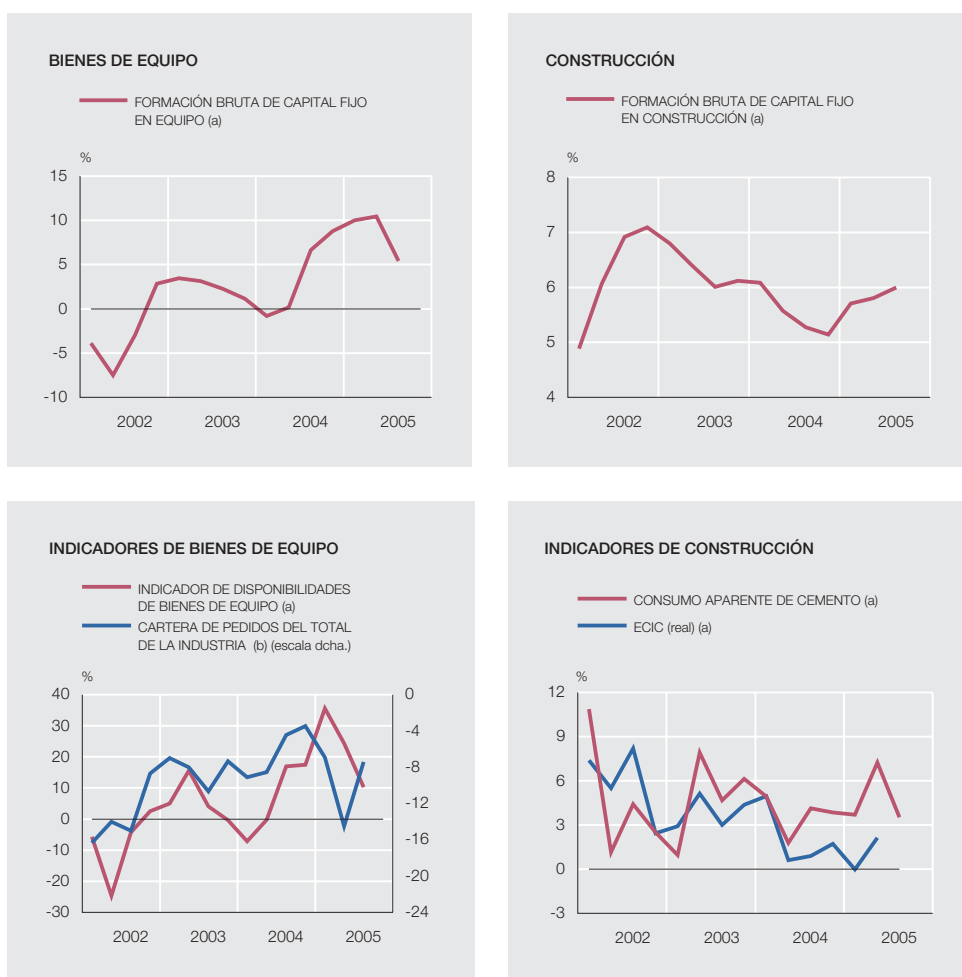


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

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

La formación bruta de capital fijo siguió acelerándose en el segundo trimestre de 2005, al crecer un 7,5% en tasa interanual, medio punto más que en el primer trimestre. Esta evolución fue el resultado del mayor dinamismo registrado en todos sus componentes: la inversión en bienes de equipo mantuvo su considerable fortaleza y aumentó un 10,4%, en términos reales; la construcción creció un 5,8% y la inversión en otros productos, un 8,7%. A tenor de la última información disponible, se espera un menor crecimiento interanual de la inversión en equipo en el tercer trimestre de 2005. Esta estimación refleja, principalmente, la evolución del indicador de disponibilidades de este tipo de bienes, y se debe, en parte, a un simple efecto de base, ya que en el tercer trimestre de 2004 la inversión en equipo creció de modo excepcionalmente intenso (véase gráfico 17). Otros indicadores ofrecen señales positivas: en concreto, la cartera de pedidos de los productores de estos bienes y el indicador de confianza industrial han mejorado entre los meses de julio y septiembre. Asimismo, la utilización de la capacidad productiva en el total de la industria ha aumentado, a la vez que ha disminuido el porcentaje de empresas que considera excesiva su capacidad instalada.

La información sobre sociedades no financieras recopilada por la Central de Balances, que abarca hasta el segundo trimestre de 2005, ha reflejado una ligera ralentización de la actividad, a pesar de lo cual se mantienen algunos elementos positivos, como son el crecimiento



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.

de la cifra de negocios, la evolución del empleo, la moderación de las remuneraciones medias, el crecimiento contenido de los gastos financieros y el alza de los ingresos de esta naturaleza (por la entrada de dividendos de filiales en el extranjero, fundamentalmente). Estas circunstancias explican el mantenimiento de altas rentabilidades y el buen comportamiento del resultado neto total, lo que está en consonancia con el impulso inversor.

La inversión en construcción registró en el segundo trimestre de 2005 un avance del 5,8%, una décima superior al observado en el período anterior. De acuerdo con la información coyuntural más reciente, este dinamismo ha continuado en el tercer trimestre. Los indicadores de consumos intermedios, como el consumo aparente de cemento y la producción de materiales de construcción, presentaron, en el promedio de los meses de julio y agosto, una intensidad algo inferior a la observada en el segundo trimestre. Sin embargo, el indicador de confianza, que había retrocedido en el segundo trimestre, se recuperó en el tercero, manteniéndose algo por debajo de los niveles alcanzados a finales de 2004, mientras que los indicadores de empleo mostraron una evolución algo más favorable en el tercer trimestre.

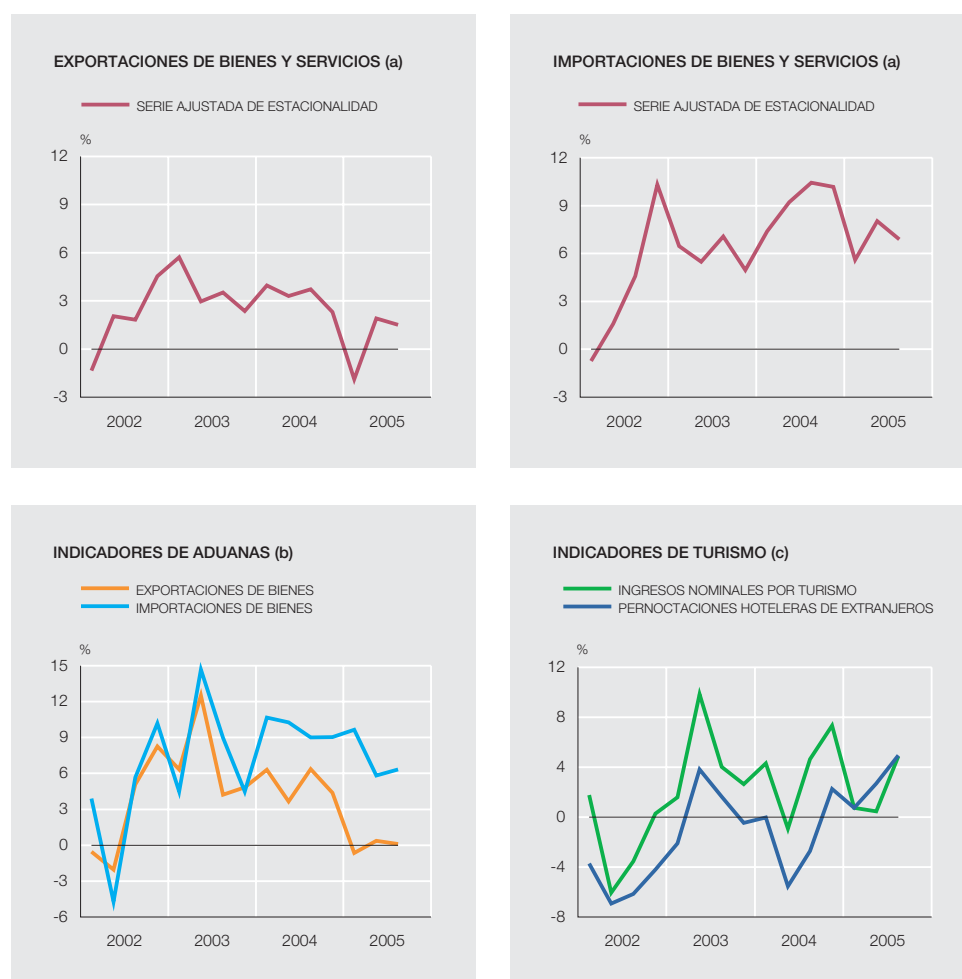
Diferenciando por tipo de obra, se observa una moderación de los elevados ritmos de crecimiento de la edificación residencial y una cierta reactivación de la edificación no residencial,

que venía exhibiendo una considerable atonía hasta el primer trimestre de 2005. En efecto, la superficie a construir, obtenida a partir de los visados de proyectos de obra nueva de edificación residencial, ha acumulado un incremento en los siete primeros meses del año muy por debajo del que alcanzó en 2004, de forma que anticipa un perfil de desaceleración para la obra realizada a lo largo de 2005. En el caso de la edificación destinada a otros usos, la superficie a construir, por el contrario, se está mostrando mucho más dinámica en el período enero-julio que en el conjunto de 2004. Respecto a la obra civil, tanto la Encuesta de Coyuntura de la Industria de la Construcción (ECIC) como los indicadores estimados a partir de los presupuestos de licitación oficial señalan que el valor real de la obra ejecutada se mantiene en niveles similares a los del año pasado. A pesar de que en el conjunto de 2005 el volumen ejecutado de obra civil de las AAPP podría ser superior al del ejercicio anterior, el perfil de crecimiento estimado a lo largo del año es claramente descendente.

De acuerdo con lo estimado por la CNTR, en el segundo trimestre de 2005 la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento continuó siendo marcadamente negativa, aunque se recuperó ligeramente respecto al trimestre precedente. En este período, se interrumpió la tendencia a la desaceleración de las exportaciones reales de bienes y servicios, que registraron un crecimiento real del 1,9% (frente al -1,9% del trimestre anterior), a la vez que los flujos reales de importaciones recuperaron un mayor dinamismo, con una tasa de avance del 8% (5,6% en el primer trimestre). En cualquier caso, la recuperación de las exportaciones no impidió que se siguiera perdiendo cuota en los mercados internacionales. La información, aún incompleta, referida al tercer trimestre indica que la aportación de la demanda exterior neta en ese período pudo ser menos contractiva, en un contexto de menor crecimiento tanto de las exportaciones como, en mayor medida, de las importaciones.

Las exportaciones de bienes ganaron pulso durante el segundo trimestre de 2005, con un crecimiento interanual del 2,6%, en términos reales, tras la contracción del 2% observada en el trimestre anterior (véase gráfico 18). Sin embargo, las cifras más recientes de comercio exterior publicadas por el Departamento de Aduanas, correspondientes a los meses de julio y agosto, muestran un retroceso en términos reales del 1,4%, en tasa interanual, apuntando a una pérdida de dinamismo de las ventas al exterior en el tercer trimestre. Por áreas geográficas, en julio y agosto la desaceleración de las exportaciones fue generalizada, aunque afectó en mayor medida a las dirigidas a la UE, que registraron una caída del 3,8% en términos reales, en un contexto de aceleración de sus precios. El comportamiento de las ventas al resto del mundo, cuya demanda había venido mostrando un mayor dinamismo, fue más favorable (4,3%), a pesar de la pequeña apreciación del euro en este período.

En el segundo trimestre de 2005, las exportaciones reales de servicios turísticos continuaron muy débiles, disminuyendo un 1,5%, según las estimaciones de la CNTR, en línea con la evolución todavía negativa que mostró el indicador nominal de Balanza de Pagos. Sin embargo, los principales indicadores reales de turismo, como las pernoctaciones hoteleras de extranjeros o el gasto real de los turistas, que se desprenden de EGATUR, apuntaron ya un comportamiento moderadamente positivo del turismo en ese período. De hecho, el Departamento de Balanza de Pagos del Banco de España, el INE y el Instituto de Estudios Turísticos han reconocido recientemente que los datos de ingresos por turismo del primer semestre del año están infravalorados, por lo que se revisarán al alza en los próximos meses. La recuperación se ha afianzado en el tercer trimestre, período en el que se concentra la mayor parte de las entradas de turistas extranjeros. En julio y agosto, el gasto total real de los turistas se incrementó un 6,3%, mientras que las pernoctaciones en establecimientos hoteleros y el número de turistas elevaron su ritmo de avance hasta el 4,6% y el 7%, respectivamente, en el conjunto del trimestre, adelantando una recuperación de los ingresos por turismo. Por otra



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.

parte, las exportaciones de servicios no turísticos, de acuerdo con la CNTR, reflejaron cierta aceleración durante el segundo trimestre de 2005 (1,4%), aunque menos intensa que la mostrada por el indicador nominal de Balanza de Pagos. Dentro de esta partida destacó la favorable evolución de los ingresos por servicios financieros e informáticos.

Según se desprende de los datos de la CNTR, en el segundo trimestre de 2005 las importaciones reales de bienes mostraron una aceleración de 1,5 pp, hasta situar su tasa de crecimiento en el 8,5%, como consecuencia del mayor incremento de la demanda final. Los datos de Aduanas correspondientes a julio y agosto muestran, sin embargo, una desaceleración de las importaciones, con un crecimiento del 4,3% en términos reales. Estos datos auguran una pérdida de dinamismo de las importaciones reales de bienes en el tercer trimestre, que tiene su fundamento en el menor avance de la demanda final y, en particular, de los componentes con un mayor contenido importador, como son las exportaciones y la formación de bruta de capital fijo.

Por último, en términos de la CNTR, en el segundo trimestre de 2005 las importaciones reales de servicios se recuperaron notablemente: las compras exteriores de servicios no turísticos

abandonaron las tasas negativas del trimestre anterior, hasta reflejar un avance prácticamente nulo, mientras que se prolongó el fuerte dinamismo de los pagos por servicios turísticos (26,9%), lo que resulta coherente con la fortaleza del consumo de los hogares y la apreciación acumulada por el euro.

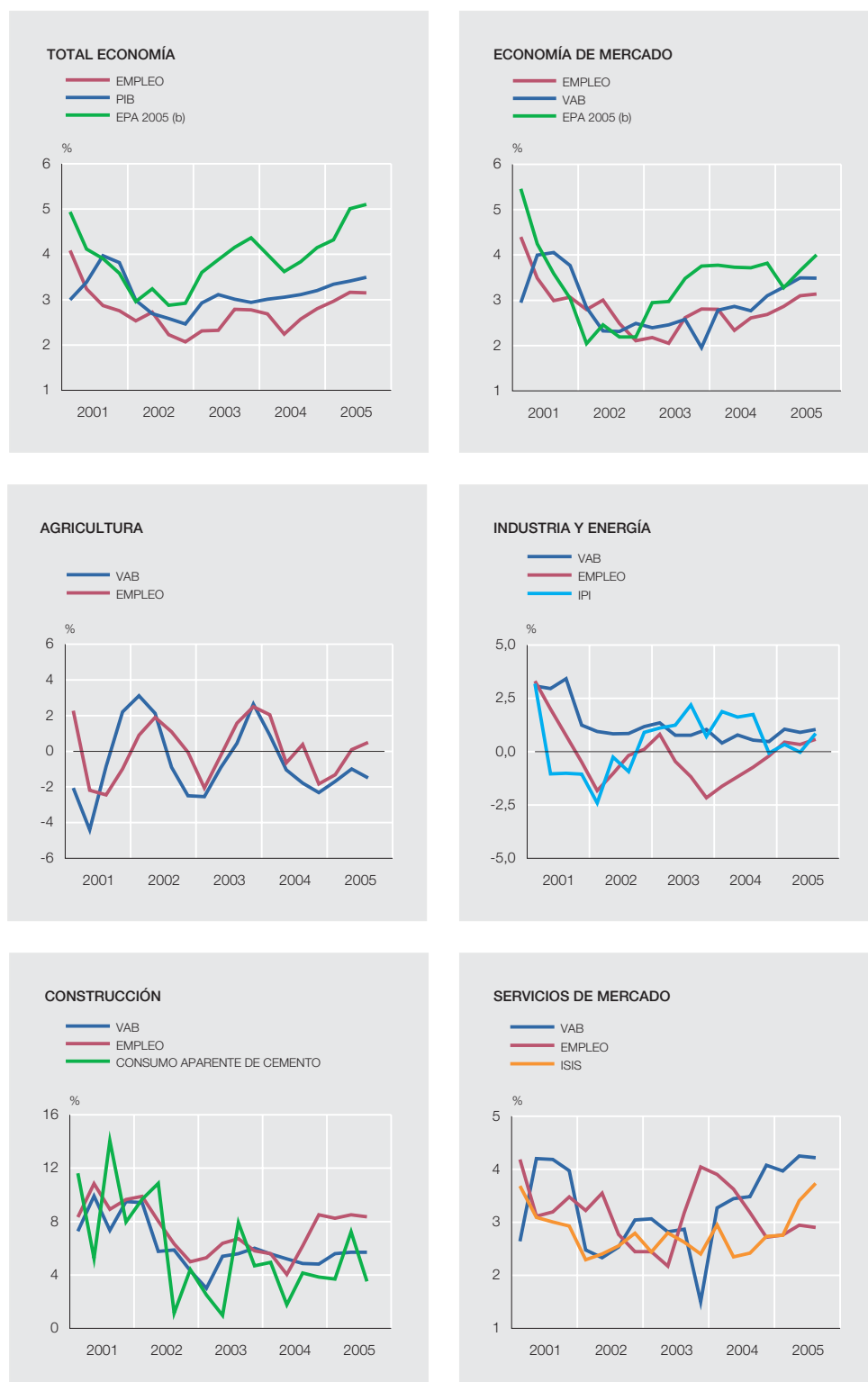
4.2 Producción y empleo

Desde la perspectiva de la oferta, se estima que, en el segundo trimestre de 2005, la actividad de la economía de mercado experimentó un nuevo impulso, de magnitud similar al que mostró en los primeros meses del año, hasta alcanzar un ritmo de crecimiento del 3,5%, ligeramente superior al del conjunto de la economía. Esta aceleración es atribuible, principalmente, al comportamiento de la rama de servicios, aunque la construcción también experimentó cierta mejora. La información disponible indica que en el tercer trimestre la actividad en la economía de mercado podría haber estabilizado su ritmo de crecimiento.

La actividad de las ramas agraria y pesquera siguió condicionada por el régimen de precipitaciones registrado en el último año hidrológico, en el que únicamente se alcanzó un 63% del volumen promedio histórico de lluvias. Como consecuencia de ello, la producción de los principales cultivos agrícolas se redujo —de forma especialmente acusada en el caso de los cereales—, con la excepción de las frutas, que ya habían experimentado un severo recorte en 2004. Este comportamiento negativo de los productos vegetales se vio matizado parcialmente por la evolución de la producción animal, que mostró signos de revitalización. En términos de la CNTR, el valor añadido de estas ramas se contrajo un 1% en el segundo trimestre y las previsiones apuntan a que el descenso se intensificó durante el tercer trimestre del año (véase gráfico 19).

El conjunto de las ramas industriales y energéticas experimentó una pérdida de vigor en el segundo trimestre del año, debido al escaso dinamismo de la industria, que se resintió, en parte, del débil pulso de las exportaciones españolas de bienes. La atonía de la actividad industrial en este segundo trimestre se puso de manifiesto en la fabricación de bienes de equipo e intermedios; por su parte, los bienes de consumo experimentaron un comportamiento positivo en su conjunto, por la evolución de los productos no alimenticios —incluyendo los automóviles—. La información coyuntural de que se dispone apunta al mantenimiento de estos rasgos en el tercer trimestre, si bien los datos del índice de producción industrial (IPI) están sujetos a cierto grado de incertidumbre, pues, tras un mes de julio con tasas de avance negativas, el IPI tuvo un comportamiento muy favorable en el mes de agosto, mes en el que este indicador suele mostrar una elevada erradicidad. Los indicadores de cifras de negocios y entradas de pedidos tuvieron un comportamiento similar al del IPI, mientras que el empleo se aceleró en este trimestre, según la EPA, al mostrar un crecimiento del 1,1%, frente al 0,3% del trimestre anterior. La evolución de los indicadores de opinión fue positiva, ya que tanto el indicador de confianza en la industria como el índice PMI reflejaron una mejoría de la situación en relación con el segundo trimestre.

De acuerdo con los datos de la CNTR, el valor añadido de la rama de construcción mantuvo su elevado dinamismo en el segundo trimestre de 2005, incrementando en unas décimas su avance, hasta el 5,7%, el más elevado de los últimos dieciocho meses. Tanto la construcción de viviendas como el resto de construcciones registraron sendos impulsos en su actividad, siendo más acusado en el segundo caso. De acuerdo con el comportamiento inercial que caracteriza a la actividad de esta rama, se estima que en el tercer trimestre el crecimiento siguió situado en tasas elevadas. A pesar de que se han observado síntomas de desaceleración en algunos indicadores de consumos intermedios (como el consumo de cemento), la información procedente de la EPA indica una leve aceleración del empleo en el sector en ese trimestre.



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 SE de acuerdo con la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.

La actividad de la rama de servicios mantuvo en el segundo trimestre de 2005 el tono alcanzado en el primero, con una tasa de avance del 4%, según la CNTR. Sin embargo, este dato oculta una evolución muy dispar entre sus componentes. Así, mientras que el VAB de los servicios no de mercado se desaceleró en 0,8 pp hasta el 3,2%, los servicios de mercado cobraron fuerza en este segundo trimestre, tras la pausa que experimentaron en los tres primeros meses del año, presentando una tasa del 4,3% de crecimiento interanual, 0,3 pp superior a la del primer trimestre. De acuerdo con la información coyuntural disponible, este mayor vigor de la actividad de los servicios de mercado no tuvo continuidad en el tercer trimestre. El número de ocupados en la actividad, según la EPA, creció un 4,3%, levemente por debajo del crecimiento en el segundo trimestre y los afiliados a la Seguridad Social se moderaron en este período (una vez descontado el efecto de la reciente regularización de inmigrantes); los indicadores de actividad del sector servicios (IASS) se ralentizaron en julio y agosto, una vez deflactados y corregidos de los efectos de calendario; y los indicadores de opinión —el indicador de confianza del sector, elaborado por la Comisión Europea, y el índice PMI— disminuyeron en el conjunto del trimestre. Dentro de las distintas ramas que componen los servicios de mercado, la hostelería ha presentado un perfil más dinámico en el tercer trimestre, tras su pérdida de tono en el período anterior, según se desprende de la estadística de pernoctaciones en establecimientos hoteleros. El sector de actividades inmobiliarias y empresariales también registró una aceleración en los meses de verano, aunque mucho más moderada. Por el contrario, las actividades de comercio y transporte y, sobre todo, de comercio y reparación se debilitaron, debido, en este segundo caso, por una parte, a la menor actividad en las ventas de vehículos y, por otra, a la pérdida de tono del comercio al por menor.

El empleo¹ en el total de la economía siguió acelerándose en el segundo trimestre de 2005, de acuerdo con lo estimado por la CNTR, con un ritmo de avance interanual del 3,2% —dos décimas más que en el trimestre anterior—. Como el perfil de crecimiento del PIB fue menos acusado, se produjo un ligero deterioro de la productividad aparente del trabajo, que se redujo, entre abril y junio, hasta el 0,2%, con lo que se mantiene la senda de tasas de expansión modestas que viene observándose en los últimos tres años. En cuanto a la información coyuntural más reciente, entre los principales indicadores de empleo² la EPA ha mostrado un crecimiento de los ocupados del 5,1% en el tercer trimestre del año, ligeramente por encima del observado en el segundo trimestre.

Según muestran los datos de la CNTR, en el segundo trimestre el empleo mostró una evolución de relativa estabilidad en las distintas ramas, excepto en la agricultura, donde el avance mínimo registrado supuso una ruptura del proceso de destrucción de empleo que se venía produciendo. En la industria se moderó en una décima el crecimiento interanual del número de ocupados, hasta el 0,2%; en los servicios de mercado, el empleo continuó mostrando un avance sostenido (del 2,9%, tras acelerarse en una décima); en los servicios no de mercado la ocupación se mantuvo estable en el 3,4%; por último, en la construcción, que siguió siendo la rama más dinámica en cuanto a la creación del empleo, se observó un repunte de 0,2 pp, que situó el crecimiento de este período en el 8,5%. La ocupación en la economía de mercado aumentó un 3,1%, desde el 2,9% con el que se inició el año. No obstante, al haber sido algo mayor el avance experimentado por el VAB, la ganancia de la productividad aparente del trabajo permaneció relativamente estabilizada, en contraposición al deterioro observado en el total de la economía. Los datos de la EPA indican, como se ha ido comentando, que en el tercer trimestre el empleo se aceleró en la construcción y siguió avanzando a ritmos elevados en los servicios, mientras que experimentó una cierta recuperación en la agricultura y la industria.

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

El avance del empleo total de Contabilidad Nacional en el segundo trimestre del año siguió reflejándose con mayor intensidad en el colectivo de asalariados, que crecieron un 3,4% en tasa interanual —tres décimas más que en el trimestre anterior—, mientras que el componente no asalariado se ralentizó —en medio punto porcentual— hasta el 1,4%. Por su parte, los datos de la EPA también mostraron una aceleración del empleo por cuenta ajena más intensa que en Contabilidad Nacional, que se ha mantenido en tercer trimestre, en contraposición con el moderado retroceso experimentado por el empleo no asalariado. Esto se ha reflejado en un aumento de la tasa de asalarización, hasta el 82,1%. Por el contrario, en la estadística de afiliaciones, la creación del empleo autónomo viene mostrando un mayor empuje que en el caso de los trabajadores por cuenta ajena desde el segundo trimestre del año, lo que está ligado al proceso de regularización de inmigrantes, pues el 34% de los regularizados hasta septiembre pertenecen al régimen especial de empleados del hogar y, por tanto, no se contabilizan como afiliaciones por cuenta ajena.

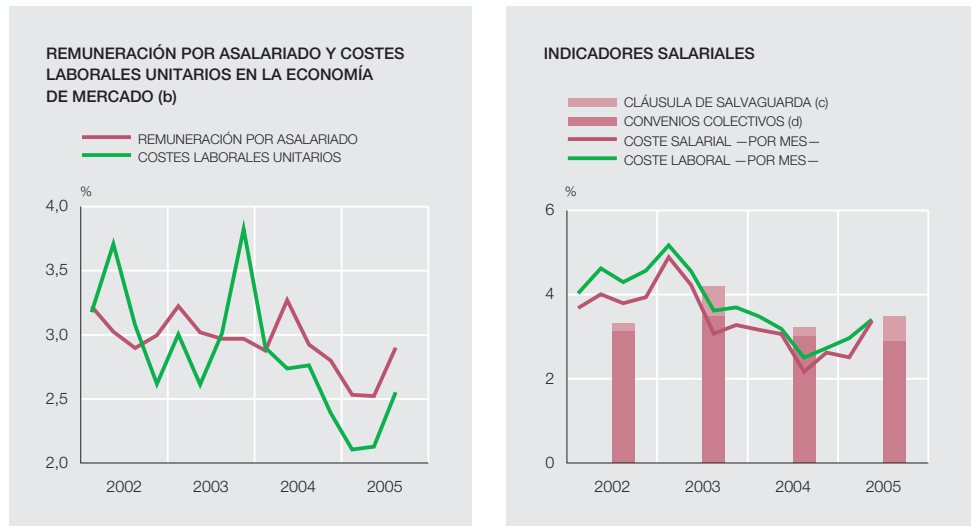
Atendiendo a la duración del contrato, los datos de la EPA (corregidos de los cambios metodológicos introducidos al comienzo de 2005) indican que, en el tercer trimestre los asalariados temporales volvieron a mostrar un comportamiento muy dinámico, mientras que el ritmo de crecimiento del empleo indefinido se mantuvo estable. En concreto, el empleo temporal avanzó a una tasa del 13,1% en el trimestre, en línea con el incremento mostrado el trimestre pasado, y muy superior a la de los asalariados indefinidos (del 3,1% en este mismo período). Esta evolución determinó un aumento de la contribución del empleo temporal al crecimiento del empleo asalariado y un incremento de la ratio de temporalidad, que se elevó hasta el 34,4%, más de dos puntos por encima de su nivel hace un año.

Respecto a la duración de la jornada, las estimaciones de la EPA vienen mostrando variaciones interanuales de la contratación a tiempo parcial muy elevadas, que resultan difíciles de interpretar aun cuando se corrijan por los cambios metodológicos mencionados. Así, la tasa interanual de crecimiento de los ocupados a tiempo parcial corregida de estos cambios, fue del 17% en el tercer trimestre, que, no obstante, resulta inferior a las registradas en el primer semestre del año. Por su parte, el incremento del número de ocupados a tiempo completo mostró un repunte importante en este trimestre, si bien mantuvo tasas de crecimiento notablemente más reducidas (del 4% desde el 2,7% del segundo trimestre). Como resultado de este desarrollo, el porcentaje de ocupados a tiempo parcial se elevó hasta el 11,6%, 1,3 pp por encima de su nivel hace un año, si bien disminuyó 1,2 pp respecto al trimestre precedente.

De acuerdo con la información homogénea procedente de la EPA, en el tercer trimestre la población activa creció un 2,9% lo que supone una desaceleración significativa respecto al trimestre pasado (cuando creció un 3,4%). Detrás de esta evolución se encuentra un menor incremento de la tasa de participación, que se cifró en el 57,4% en el tercer trimestre, 0,7 pp más que en igual período del año anterior. El número de desempleados descendió un 15,5% respecto al tercer trimestre del año anterior, lo que supuso una acusada intensificación del ritmo de caída que viene mostrando el desempleo. Como resultado de ello, la tasa de paro se situó en el 8,4%, nueve décimas por debajo de su nivel en el trimestre pasado y casi dos puntos porcentuales por debajo de la de hace un año. La evolución del desempleo según la EPA es más positiva que la del paro registrado, cuyo ritmo de caída se moderó en el tercer trimestre, hasta el -1,5%, después del -3,6% del trimestre anterior.

4.3 Costes y precios

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, en el segundo trimestre de 2004 la remuneración por asalariado en el conjunto de la economía registró una tasa de avance del 2,7%, continuando así la tendencia a una ligera desaceleración iniciada en trimestres precedentes



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.

(véase gráfico 20). En la economía de mercado, el crecimiento de la remuneración por asalariado se estabilizó en el 2,5% —la tasa más reducida desde el año 2000—, como resultado de la combinación de un ritmo menor de expansión en la agricultura y en la industria, y un ligero repunte en la construcción y los servicios de mercado. En contraste con la CNTR, la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL) reflejó, en el segundo trimestre, una aceleración de 0,4 pp del coste laboral por trabajador y mes, al crecer un 3,4% en tasa interanual. En esta ocasión, el componente salarial ha sido el responsable de la evolución alcista del agregado, ya que experimentó un notable incremento de su tasa interanual, desde el 2,5% del primer trimestre hasta el 3,4%, mientras que los costes no salariales recortaron su tasa de avance, hasta el 3,5%.

La información sobre los incrementos de las tarifas salariales pactados en los convenios colectivos en los primeros ocho meses de 2005 refleja un aumento salarial del 2,93%, similar al pactado el año precedente, antes de considerar el efecto de la cláusula de salvaguarda. Estos convenios afectan a más de seis millones de trabajadores, número algo superior al observado en el mismo período de 2004. Los convenios revisados —que afectan al 87,5% de los asalariados— registran un incremento salarial del 2,85% hasta julio, mientras que en los de nueva firma el aumento de las tarifas es casi medio punto superior, aunque afectan únicamente a 740.000 trabajadores. En cuanto al efecto de la cláusula de salvaguarda, la estimación actual de la correspondiente al año 2004 es de 0,6 pp, superior a los 0,2 pp del año precedente, dado que también lo fue la desviación de la inflación respecto a la referencia oficial (véase recuadro 3). La presencia de estas cláusulas en los convenios firmados entre enero y julio de 2005 es del 77%.

En el segundo trimestre de 2005, a pesar de la ralentización de la remuneración por asalariado, el incremento del coste laboral por unidad de valor añadido permaneció estable, dado que el valor añadido por ocupado se desaceleró ligeramente. Como resultado de esta evolución, el excedente unitario aumentó un 7%, manteniéndose de esta forma el proceso de ampliación de márgenes que ya se observaba en trimestres anteriores. La evolución en la economía de

Como es sabido, el sistema de negociación colectiva en España se caracteriza por la existencia generalizada de cláusulas de salvaguarda frente a la inflación. En episodios en los que la inflación observada se desvía al alza respecto a la previsión oficial o a la referencia adoptada en el convenio, dichas cláusulas inducen un ajuste retrasado de los salarios a la inflación observada. La inclusión de este tipo de cláusulas constituye uno de los elementos básicos de los Acuerdos Interconfederales para la Negociación Colectiva (AINC) que han venido suscribiendo los agentes sociales desde el año 2002.

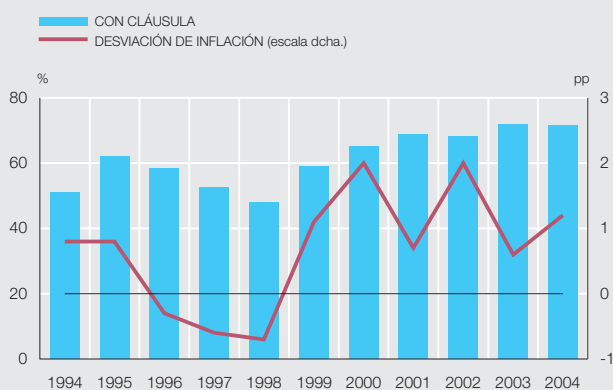
El primer cuerpo del gráfico adjunto muestra el uso mayoritario de las cláusulas de salvaguarda que se hace en el sistema de negociación colectiva –en 2004, el porcentaje de convenios afectados ascendió al 72% del total–, así como la existencia de una relación positiva entre el número de trabajadores afectados por estas cláusulas y el diferencial entre la tasa de inflación observada y la previsión oficial. Los AINC firmados por los agentes sociales desde 2002 también han contribuido al aumento que se observa en la presencia de estas cláusulas en los últimos años.

Se pueden distinguir dos efectos de la presencia de cláusulas de salvaguarda frente a la inflación sobre los incrementos salariales acordados en la negociación colectiva. En primer lugar, las cláusulas

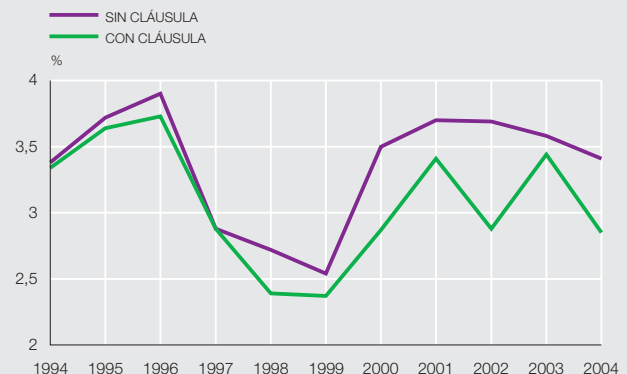
tienen un efecto indirecto sobre el incremento salarial pactado ex-ante, en la medida en que su presencia permita pactar un incremento salarial diferente –normalmente, más reducido– al que se pactaría sin ellas. En segundo lugar, una vez conocida la tasa de inflación, las cláusulas de salvaguarda firmadas se activan en función de la desviación de la inflación observada y los diferentes umbrales de inflación acordados en cada convenio, produciendo un ajuste al alza de los incrementos salariales.

En los cuerpos 2 y 3 del gráfico se intenta aislar el impacto de cada uno de estos efectos en los incrementos salariales finalmente observados (o ex-post). Como se ve en el gráfico, los convenios con cláusula suelen implicar incrementos salariales iniciales inferiores a los pactados en los convenios sin cláusula. En el 2004, último año para el que se tiene información completa, los convenios con cláusula acordaron un incremento salarial medio del 2,85%, frente al 3,41% acordado en los que no la contenían. A lo largo del tiempo, este diferencial ha variado entre 0,1 pp y 0,6 pp, aunque siempre ha mostrado un signo positivo a favor de los convenios sin cláusula. Este resultado indica que la presencia de cláusulas de salvaguarda en los convenios actúa como un seguro para los trabajadores frente a las desviaciones de inflación y permite, por tanto, acordar incrementos salariales iniciales más moderados.

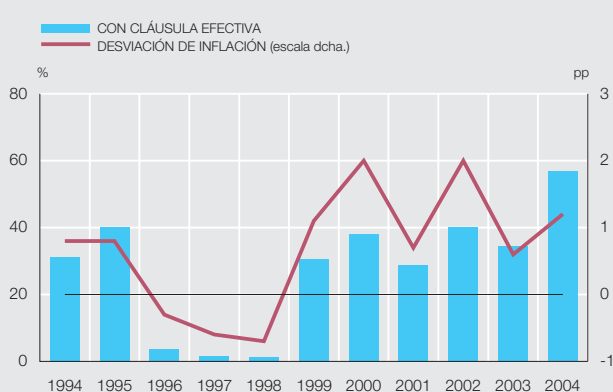
1. PORCENTAJE DE TRABAJADORES CON CLÁUSULA



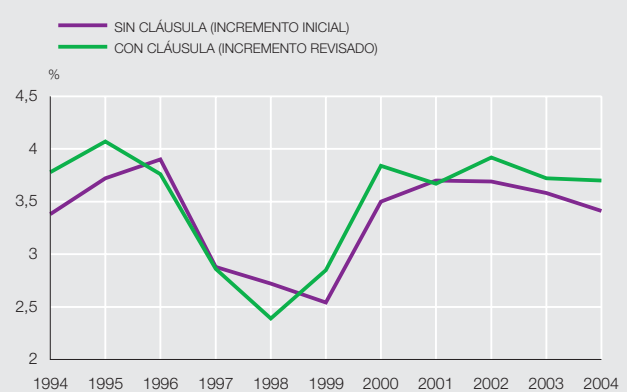
2. INCREMENTOS SALARIALES INICIALES PACTADOS EN EL TOTAL DE CONVENIOS



3. ACTIVACIÓN DE CLÁUSULAS



4. INCREMENTOS SALARIALES PACTADOS EN EL TOTAL DE CONVENIOS



FUENTES: INE, Ministerio de Economía y Hacienda, y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

Por su parte, en la tercera parte del gráfico se observa que desde 1999 hay un porcentaje creciente de cláusulas de salvaguarda que se han activado, una vez conocida la tasa de inflación, debido a las importantes desviaciones de la inflación observada respecto de la prevista, próximas o superiores a 1 pp. Además, los umbrales a partir de los cuales las cláusulas se hacen efectivas parecen haber descendido en los últimos años. Como se observa en el gráfico, en el año 2002, con una desviación de 2 pp entre la inflación prevista y la observada, solo se activó el 59% de las cláusulas, mientras que dos años después, con una desviación de 1,2 pp, entró en funcionamiento el 79% de las cláusulas.

El cuerpo final del gráfico muestra que, una vez que se tiene en cuenta la activación de las cláusulas de salvaguarda, los convenios con cláusula dan lugar a incrementos salariales superiores a los convenios que no habían incluido dicha cláusula. En el año 2004, el incremento salarial final de los convenios con cláusula fue del 3,7%. Es decir, la desviación de inflación de 1,2 pp respecto al objetivo oficial del 2% produjo un ajuste al alza de 0,85 pp en los convenios que habían firmado cláusula de salvaguarda, lo que si-

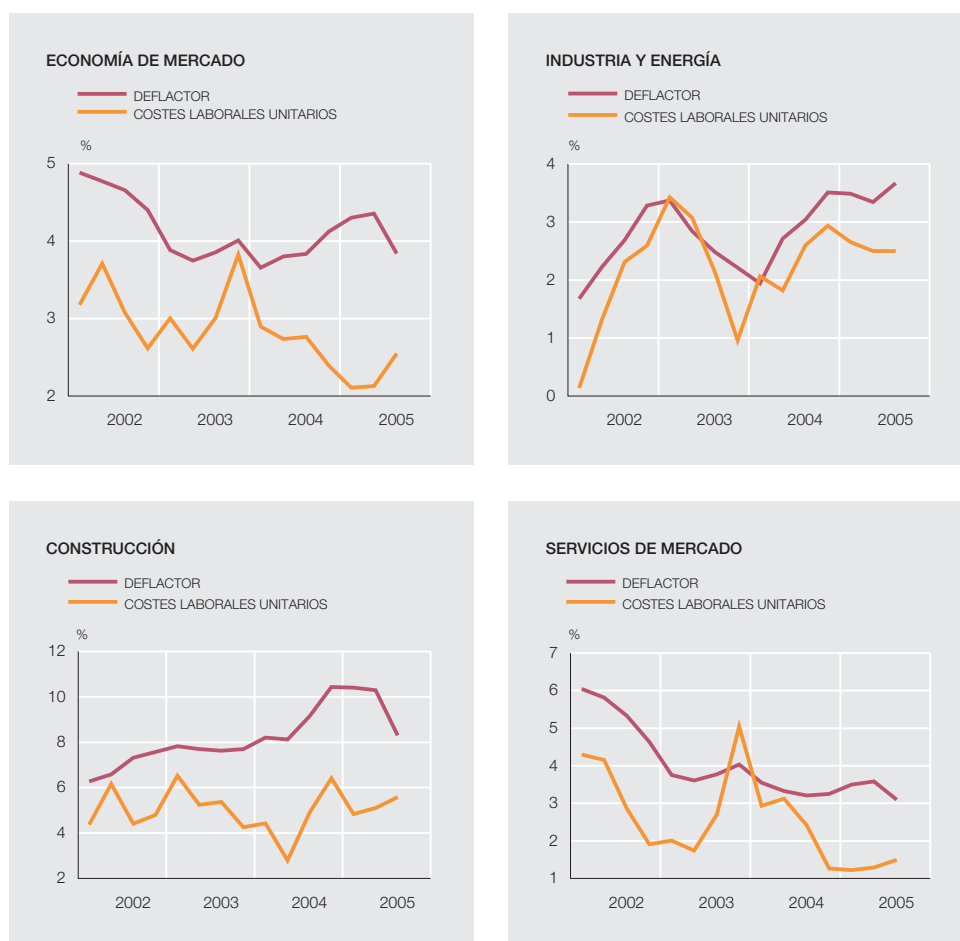
tuó su incremento final 0,3 pp por encima del acordado en los convenios sin cláusula. El signo de este diferencial ha sido históricamente positivo —entre 0,1 pp y 0,4 pp—, con la excepción del período 1996-1998, años en los que el cumplimiento de la previsión oficial de inflación hizo que las cláusulas de salvaguarda no se activaran.

En conjunto, los incrementos salariales pactados en la negociación colectiva de 2004 se han visto incrementados en 0,6 pp, debido al impacto de las cláusulas de salvaguarda y, dada la evolución prevista de la tasa de inflación en los meses finales de 2005, se estima que este efecto sea, al menos, de 0,8 pp este año. Por tanto, aunque la presencia de cláusulas de salvaguarda en los convenios colectivos permite, en general, moderar los incrementos salariales iniciales, supone posteriormente un ajuste automático de los salarios ante la inflación pasada. Este mecanismo de indiciación salarial puede, en un contexto como el actual, en el que es fundamental limitar al máximo la traslación a precios y salarios de los incrementos del precio del petróleo, entorpecer el necesario ajuste de los salarios —y de la economía, en general— a esta perturbación.

mercado fue similar, en un contexto de estabilidad de los costes y de ligera aceleración de los precios.

El incremento del ritmo de avance del deflactor del valor añadido en el segundo trimestre se explica por la evolución de los servicios y la agricultura, dado que en la construcción y en la industria y energía los precios se mantuvieron estables o se ralentizaron respecto al primer trimestre (véase gráfico 21). En cambio, el coste laboral unitario se desaceleró en la rama de industria y energía, y en la agricultura, mientras que presentó mayores incrementos en la construcción y en los servicios de mercado. A pesar de estas diferencias, la ampliación de los márgenes fue común a todas las ramas de actividad, excepto la agricultura. Los indicadores disponibles para el tercer trimestre del año muestran una continuación de estas pautas de comportamiento, manteniéndose el crecimiento de los deflatores por encima del de los costes laborales unitarios, si bien se espera que este diferencial se reduzca de manera progresiva en los próximos trimestres.

La tasa de avance del deflactor de la demanda final disminuyó en cinco décimas, hasta el 3,7%, en el segundo trimestre de 2005, debido, en parte, al menor crecimiento del deflactor de las importaciones, mientras que el deflactor del PIB se mantuvo estable en tasas del 4,2%. Por el lado del gasto, el deflactor del consumo privado se desaceleró dos décimas, hasta el 3,2%, en el segundo trimestre, incremento similar al del IPC en ese período. Sin embargo, en el tercer trimestre se observó un nuevo impulso de la tasa de inflación, medida por este indicador, que se situó en el 3,7% interanual en el mes de septiembre. Por su parte, el IPSEBENE alcanzó un crecimiento del 2,5% (véase gráfico 22). Como viene siendo habitual en los últimos doce meses, los precios energéticos volvieron a ser el componente más inflacionista, con un crecimiento medio del 12,7%, al que contribuyeron las subidas de los precios del gas natural y de la distribución del gas butano en julio y agosto. Además, los precios de los carburantes intensificaron la trayectoria alcista iniciada a principios de año. En el tercer trimestre, el precio medio del petróleo se incrementó en diez dólares por barril en relación con el período anterior.



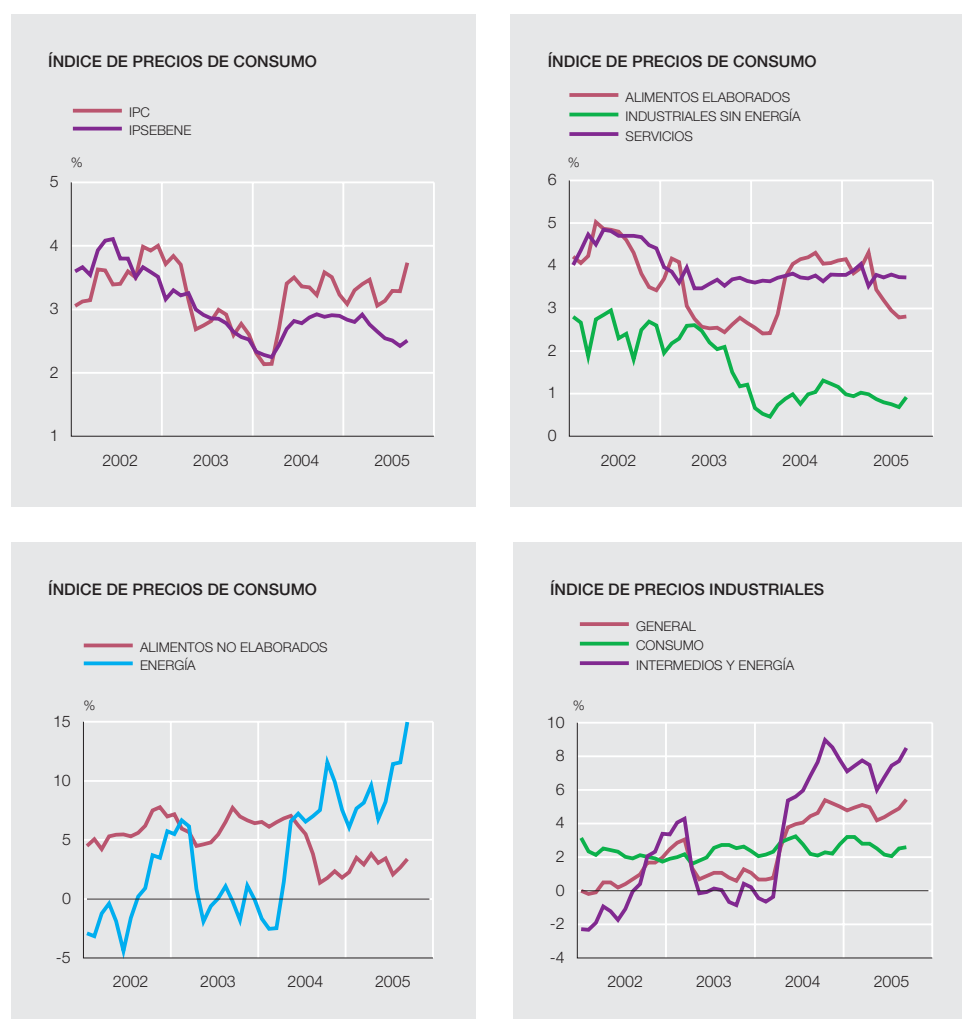
FUENTES: INE y Banco de España.

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

Por su parte, los precios de los alimentos no elaborados ralentizaron su avance interanual medio en siete décimas, hasta alcanzar un 2,7% en el tercer trimestre.

En cuanto a la evolución del IPSEBENE por componentes, los precios de los alimentos elaborados redujeron su crecimiento en ocho décimas en el tercer trimestre de 2005, hasta situar su avance interanual medio en el 2,8%, en gran medida por la moderación del crecimiento de los precios del aceite y del tabaco. El incremento de los precios de los servicios se mantuvo en un 3,7%, en un contexto de alzas muy moderadas de los precios de hoteles y viajes organizados, mientras que se aceleraron los precios de algunos servicios de transporte —fundamentalmente, el aéreo—, que empezaron a acusar el encarecimiento del crudo. Por último, los precios de los bienes industriales no energéticos se desaceleraron una décima, hasta alcanzar un incremento interanual medio del 0,8% en el tercer trimestre, en parte como resultado de la reducción de los precios de vestido y calzado, posiblemente asociada a la creciente importación de productos procedentes de países asiáticos.

En el tercer trimestre del año, la inflación española medida por el IAPC aumentó dos décimas, hasta el 3,5% de media, situándose en el 3,8% en septiembre. Como ya se ha señalado, en el conjunto de la UEM la inflación se incrementó hasta el 2,6% en ese mes, de modo que el diferencial de inflación se elevó ligeramente, hasta 1,2 pp (véase gráfico 23). Por componentes, las alzas de precios fueron más elevadas en España en el caso de los servicios, donde el

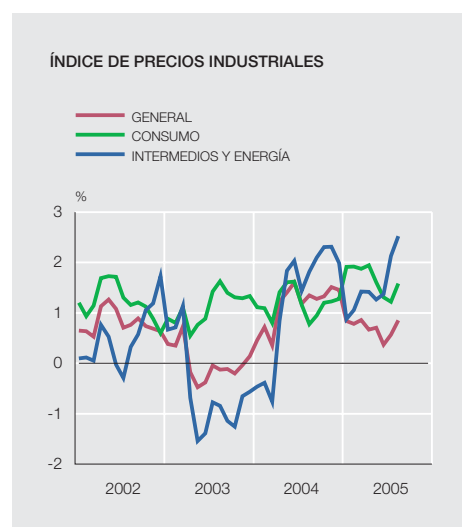
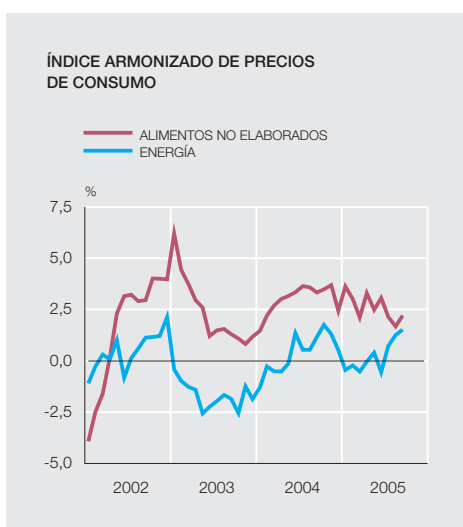
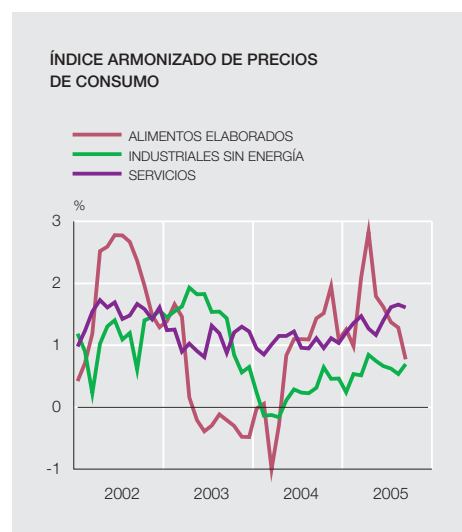
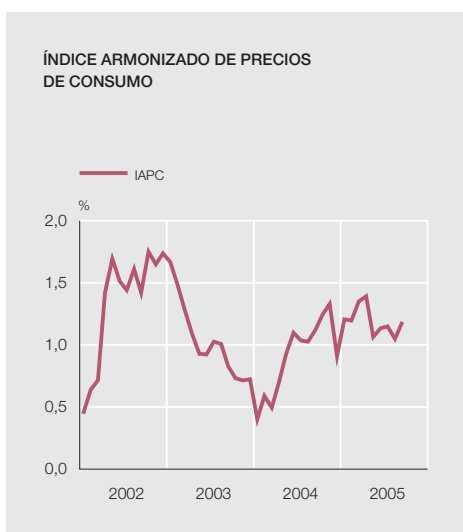


FUENTE: INE.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

diferencial con la UEM aumentó hasta 1,6 pp en el conjunto del tercer trimestre, y más moderadas en los componentes de bienes industriales no energéticos y alimentos. El indicador adelantado del IAPC de octubre apunta hacia una desaceleración de los precios de consumo, hasta un 3,5% interanual.

El índice de precios industriales (IPRI) se aceleró en septiembre hasta una tasa de crecimiento interanual del 5,4%. La trayectoria alcista que mantiene desde mayo ha venido determinada por la evolución de los precios de los productos energéticos, que se incrementaron un 17,9% en tasa interanual. Además, el índice general sin energía también experimentó una leve aceleración, hasta el 2,8%, debida al comportamiento de los precios de los bienes intermedios y de los bienes de consumo no duradero. Los precios de los bienes de equipo y de los bienes de consumo duradero muestran una trayectoria más moderada. En cuanto al resto de indicadores de precios, los percibidos por los agricultores mostraron un comportamiento más volátil en los últimos meses, con una clara tendencia a mayores incrementos, como reflejo de los aumentos de los precios en origen ante las perspectivas de unas cosechas peores. Por último, los precios hoteleros se aceleraron ligeramente en julio.



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

4.4 La actuación del Estado

El pasado 27 de septiembre, el Gobierno presentó en el Congreso el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2006, cuyo objetivo es alcanzar un superávit del 0,2% del PIB en dicho año, en línea con lo establecido en el Programa Plurianual de Estabilidad Presupuestaria 2006-2008. Asimismo, se prevé que el saldo de Contabilidad Nacional (CN) del sector Administraciones Públicas cierre el año corriente con un superávit de, al menos, un 0,1% del PIB, frente al pequeño déficit (0,1% del PIB) del año 2004³. Por subsectores, la Administración Central registrará, según esta previsión, un déficit del 0,5% del PIB en el año 2005, mientras que las Comunidades Autónomas cerrarán el año con un déficit del 0,1% del PIB y las Corporaciones Locales mantendrán una posición de equilibrio. Por lo que respecta a la Seguridad Social, se prevé que obtenga un superávit en sus cuentas del 0,7% del PIB (véase recuadro 4).

³ Recuérdese, no obstante, que en el año 2004 se produjo la asunción por parte del Estado de deuda de RENFE, en el marco del proceso de reestructuración del sistema ferroviario, por un volumen del 0,7% del PIB. Esta operación se registró como transferencias de capital pagadas por el Estado y repercutió, por tanto, en el déficit de CN, aunque no tuvo repercusión en las cifras de caja.

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 7.405 millones de euros hasta julio de 2005, superior en 463 millones de euros (un 6,7%) al registrado en el mismo período del año precedente, lo que supone una ejecución ligeramente menos favorable que hasta abril. Sin embargo, el resultado hasta julio contrasta vivamente con la fuerte disminución del superávit que se obtiene al comparar el presupuesto inicial de 2005 con la liquidación del año anterior¹ (véase cuadro adjunto). Los ingresos no financieros se aceleraron levemente en los últimos meses y situaron su crecimiento en el 7,2%, mientras que los pagos registraron una aceleración mayor, hasta alcanzar un 7,3% de incremento, como consecuencia de la evolución de las prestaciones por incapacidad temporal y de las pensiones no contributivas.

Los ingresos por cotizaciones sociales experimentaron una ligera aceleración y aumentaron un 7,3% hasta julio, algo por encima de lo observado en el conjunto del año 2004 (6,9%). El número de afiliados a la Seguridad Social aumentó un 4% hasta septiembre de 2005, en parte como consecuencia del proceso de regularización

1. Esa disminución se debe a que, como en años anteriores, la recaudación por cuotas se halla muy subestimada en las previsiones presupuestarias.

de trabajadores extranjeros. Si se descuentan las 468.633 altas producidas hasta el pasado 30 de septiembre a raíz del mencionado proceso, el crecimiento del número de afiliados en los nueve primeros meses de 2005 habría conservado su dinamismo, ya que se situaría en el 2,9%, en línea con la tasa registrada en el año anterior.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas registró una tenue desaceleración y se incrementó un 6,7% hasta julio, ligeramente por debajo de lo presupuestado y bastante inferior al 7,2% observado en el conjunto del año anterior. Sin embargo, el número de pensiones contributivas aumentó un 1%, algo por encima de lo observado en los últimos meses y de lo esperado. Por su parte, el gasto en incapacidad temporal se aceleró hasta el 13,5% en julio, en línea con lo observado el año anterior.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), cuya información no se recoge en el cuadro adjunto, las cotizaciones percibidas se incrementaron un 8% hasta junio, por encima de lo presupuestado, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 15,1% en el primer semestre del 2005, frente a la congelación que establecía la previsión presupuestaria.

SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)

Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas (b)

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

m€ y %

	Liquidación		Presupuesto		Liquidación		
	2004	2005	% variación	ENE-ABR	Liquidación ENE-JUL		
	1	2	3=2/1	4	2004	2005	% variación
	5	6	7=6/5				
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	88.571	90.040	1,7	7,0	50.762	54.433	7,2
1.1 Cotizaciones sociales (c)	82.675	83.915	1,5	7,1	47.489	50.973	7,3
1.2 Transferencias corrientes	4.618	4.874	5,5	-2,5	2.899	2.906	0,2
1.3 Otros (d)	1.278	1.251	-2,1	56,6	374	554	48,2
2 PAGOS NO FINANCIEROS	79.105	84.100	6,3	6,4	43.820	47.029	7,3
2.1 Personal	1.909	1.998	4,7	11,8	1.072	1.186	10,6
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.556	1.566	0,6	12,9	784	857	9,2
2.3 Transferencias corrientes	75.226	80.060	6,4	6,2	41.816	44.884	7,3
Prestaciones	75.225	80.059	6,4	6,2	41.816	44.883	7,3
<i>Pensiones contributivas</i>	64.453	68.905	6,9	6,9	36.140	38.569	6,7
<i>Incapacidad temporal</i>	5.830	5.925	1,6	8,3	2.883	3.271	13,5
<i>Resto</i>	4.942	5.229	5,8	-4,2	2.793	3.042	8,9
Resto de transferencias corrientes	1	1	-3,1	—	0	1	—
2.4 Otros (e)	414	476	15,0	-26,5	148	102	-31,1
3 SALDO NO FINANCIERO	9.466	5.940	-37,2	9,0	6.942	7.405	6,7

FUENTES: Ministerios de 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 julio 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.

Por otra parte, el gasto del SPEE destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 6,9% hasta septiembre, 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 2,8% hasta julio, frente al 5,6% de crecimiento medio en 2004. Dicha evolución se produjo, a su vez, como con-

secuencia de la caída del paro registrado, que llegó a reducirse un 1,2% hasta septiembre de 2005, frente al 1,6% de crecimiento en el conjunto del año anterior. El efecto de esta disminución del paro sobre el número de beneficiarios fue mayor que el aumento de la tasa de cobertura, que se situó en el 59,8% hasta julio de 2005.

Según la metodología de la CN, las cuentas del Estado registraron hasta septiembre un superávit acumulado de 8.108 millones de euros (0,9% del PIB), notablemente por encima del superávit de 585 millones (0,1% del PIB) del mismo período del año anterior (véase cuadro 3). Ello es debido al fuerte crecimiento de los recursos (14,2%), mientras que se ha observado una cierta contención en los empleos, que aumentarán un 4,6%. En ambos casos, pero especialmente en el de los recursos, las tasas de crecimiento observadas hasta septiembre son superiores a la previsión para el conjunto del año ofrecida por el Avance de Liquidación de 2005, incluido en el Proyecto de Presupuestos del Estado de 2006. Dicho avance adelanta un déficit del Estado de 3.073 millones de euros (un 0,3% del PIB).

En términos de caja, el Estado registrará en el año 2005 un ligero déficit (220 millones de euros) según el Avance de Liquidación, mejorando sustancialmente el déficit previsto en el documento presupuestario inicial (que cifró el déficit en 6.935 millones de euros). Esta diferencia se produce como consecuencia de los mayores ingresos en la recaudación impositiva (especialmente, en los impuestos directos) y en los otros ingresos, y de unos pagos inferiores a los presupuestados (por efecto de menores intereses y, probablemente, de la utilización solo parcial del Fondo de Contingencia).

La ejecución del Presupuesto del Estado hasta septiembre se saldó con un superávit de 3.599 millones de euros, frente al déficit de 2.513 millones registrado en el mismo período del año anterior (véase cuadro 3). Esta evolución está en línea con la registrada hasta junio, observándose una desaceleración similar tanto en ingresos como en pagos durante el tercer trimestre. Así, los ingresos registraron un aumento del 15,7% hasta septiembre, frente al 17% observado hasta junio, en tanto que los pagos aumentaron un 7,8%, frente al 9% de la primera mitad del año.

Para el análisis de los ingresos se cuenta con información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte que se asigna al Estado, que es la única que recoge el cuadro 3, como de la parte que corresponde a las Comunidades Autónomas. Esa información agregada resulta más ilustrativa para evaluar la recaudación impositiva. Las cifras de recaudación total indican que tanto los impuestos directos como los otros ingresos se aceleraron ligeramente durante el tercer trimestre, mientras que los impuestos indirectos (debido al IVA) se ralentizaron. Tanto el IRPF como el impuesto sobre sociedades mantuvieron elevados ritmos de recaudación. En el primer caso, sostenidos por las retenciones sobre rentas del trabajo y por las retenciones sobre las ganancias en fondos de inversión (con un crecimiento superior al 30% hasta septiembre) y, en el segundo caso, por los beneficios empresariales. En ambos casos, la recaudación debería moderarse notablemente en el último trimestre para que se cumpliera la previsión del Avance de Liquidación, que apunta a crecimientos en el conjunto del año 2005 del 12% en el IRPF y del 10,6% en el impuesto sobre sociedades. Por lo que respecta a los impuestos indirectos, el IVA se desaceleró notablemente, hasta registrar un crecimiento del 14%, al corregirse parcialmente el retraso acumulado en

m€ y %

	Liquidación 2004	Variación porcentual 2004/2003	Avance de Liquidación 2005	Variación porcentual 2005/2004	Liquidación ENE-JUN Variación porcentual 2005/2004	Liquidación		
						2004	2005	Variación
						ENE-SEP	ENE-SEP	porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7	8 = 7/6
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	114.950	4,8	122.166	6,3	17,0	79.592	92.093	15,7
Impuestos directos	58.692	3,9	65.933	12,3	22,0	39.189	47.896	22,2
<i>IRPF</i>	30.412	-7,3	34.951	14,9	21,8	22.591	27.372	21,2
<i>Sociedades</i>	26.025	18,8	28.793	10,6	31,0	14.907	18.888	26,7
<i>Otros (a)</i>	2.255	27,1	2.189	-2,9	-11,7	1.691	1.636	-3,3
Impuestos indirectos	41.368	5,8	43.100	4,2	18,9	30.959	34.672	12,0
<i>IVA</i>	29.124	7,3	30.158	3,6	27,0	21.715	25.116	15,7
<i>Especiales</i>	9.751	-0,4	10.175	4,3	-4,6	7.388	7.456	0,9
<i>Otros (b)</i>	2.493	15,0	2.767	11,0	12,9	1.855	2.100	13,2
Otros ingresos	14.890	5,9	13.133	-11,8	-2,7	9.445	9.526	0,9
2 PAGOS NO FINANCIEROS	114.891	1,0	122.386	6,5	9,0	82.105	88.494	7,8
Personal	19.488	5,6	20.677	6,1	7,4	13.919	14.861	6,8
Compras	3.510	17,1	3.419	-2,6	-11,6	2.383	2.223	-6,7
Intereses	16.751	-15,3	18.291	9,2	21,2	13.689	15.421	12,7
Transferencias corrientes	61.136	5,3	64.002	4,7	7,6	43.049	46.002	6,9
Fondo de contingencia	...	...	...	...	...	...	...	...
Inversiones reales	7.104	-5,7	8.776	23,5	12,0	4.712	5.446	15,6
Transferencias de capital	6.901	-0,6	7.221	4,6	4,4	4.352	4.541	4,3
3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)	59	...	-220	...	...	-2.513	3.599	...
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL								
Recursos no financieros	113.330	2,5	120.856	6,6	13,8	78.082	89.193	14,2
Empleos no financieros	122.652	9,0	123.929	1,0	4,4	77.497	81.085	4,6
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN	-9.322	...	-3.073	...	...	585	8.108	...
En porcentajes del PIB	-1,1	...	-0,3	...	...	0,1	0,9	...

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.

la ejecución de devoluciones. Esta corrección debería continuar en los últimos meses, acercándose la recaudación hacia un crecimiento del 7,3%, según lo previsto en el Avance de Liquidación. Los impuestos especiales han mantenido un tono débil a lo largo del año, influidos, sobre todo, por la congelación del impuesto sobre hidrocarburos y la moderación en el consumo de este tipo de productos. Tras las subidas recientes en los tipos impositivos de los alcoholes y bebidas derivadas, y del tabaco, el Avance de Liquidación prevé una mayor recaudación por impuestos especiales, hasta un crecimiento del 4,3% en el conjunto del año. Finalmente, los otros ingresos se aceleraron ligeramente, con una tasa de variación del 0,9% hasta septiembre, debido a que el aumento de las tasas y transferencias corrientes compensó las caídas en los ingresos patrimoniales y las transferencias de capital. El Avance de Liquidación prevé una desaceleración adicional en la última parte del año, debida, sobre todo, al capítulo de tasas (para el que se adelanta una caída del 0,3% en el conjunto del año, frente a un crecimiento del 38,1% registrado hasta septiembre).

Por lo que respecta a los pagos, la desaceleración ocurrida en el tercer trimestre vino marcada por la observada en los pagos corrientes. Así, tanto los pagos de personal como los

intereses y las transferencias corrientes moderaron su ritmo de crecimiento, mientras que las compras (único capítulo que registra tasas negativas) aumentaron su tasa de avance en estos meses. En todos los casos, estas mismas tendencias deberían continuar en la última parte del año, según se desprende de las cifras proporcionadas por el Avance de Liquidación para el cierre del año. En concreto, cabe destacar que la desaceleración adicional de las transferencias corrientes vendrá influida por el pago excepcional de 2.500 millones a la Comunidad Autónoma de Andalucía, para la cancelación de deuda pendiente, que tuvo lugar en los últimos meses del año 2004. Por último, en los pagos de capital se exhibieron mayores incrementos en este trimestre, como consecuencia del fuerte crecimiento del capítulo de inversiones reales (15,6%), cuyo dinamismo se explica, en parte, porque el Estado ha incorporado a sus cuentas las inversiones relativas a la red ferroviaria convencional desde enero del año 2005, en el marco de la reestructuración del sistema ferroviario. Al contrario que con los pagos corrientes, el Avance de Liquidación prevé una aceleración de estos pagos en la última parte del año.

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

En los siete primeros meses de 2005, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 33.283 millones de euros, un 86% superior al contabilizado un año antes. Este resultado fue consecuencia, fundamentalmente, de la notable ampliación del déficit por cuenta corriente (67,2%) y, en menor medida, del leve descenso que experimentó el superávit por operaciones de capital (-5%), que se situó en 4.388 millones de euros. Las principales partidas de la cuenta corriente se deterioraron, especialmente el déficit comercial, aunque también se amplió el saldo negativo en las rentas y descendieron los saldos positivos del turismo y de las transferencias corrientes; por el contrario, el déficit de servicios no turísticos reflejó cierta mejora.

En el período enero-julio, el déficit de la balanza comercial se incrementó en 10.906 millones de euros respecto al nivel alcanzado en el mismo período del año anterior, hasta alcanzar la cifra de 38.163 millones de euros; en tasa interanual, el saldo negativo aumentó un 40%, con lo que se intensificó el notable deterioro que ya se observó durante 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 y de prolongación de las pérdidas de competitividad de los últimos años—, unido al fuerte encarecimiento de la factura energética, propiciaron este significativo incremento del déficit comercial. No obstante, el ritmo de ampliación del déficit comercial ha mostrado cierta ralentización a partir del segundo trimestre, como consecuencia de la ligera recuperación de las exportaciones en este período y de una mayor moderación de las importaciones.

En cuanto a la balanza de servicios, en el conjunto de los siete primeros meses de 2005 se registró un superávit de 11.050 millones de euros, 587 millones inferior al contabilizado en las mismas fechas del año anterior: este deterioro se explica por el descenso de 1.057 millones de euros que experimentó el superávit turístico (-7,2%), ya que el déficit de servicios no turísticos mejoró en 470 millones de euros. Los ingresos turísticos, tras el comportamiento negativo que mostraron a principios de ejercicio, acumulan una tasa ligeramente positiva hasta julio (del 1,3%), gracias a la senda de recuperación que mantienen desde el mes de mayo. Con todo, cabe matizar que, como han reconocido el Departamento de Balanza de Pagos del Banco de España, el INE y el Instituto de Estudios Turísticos (dependiente del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo), los ingresos por turismo del primer semestre están infraestimados y se revisarán al alza, de manera que su tasa de crecimiento en ese período podría estar próxima al 3%, frente al -0,5% estimado inicialmente. Por su parte, los pagos turísticos aumentaron un 25,4% en el período acumulado hasta julio.

		ENERO-JULIO	
		2004	2005
m€			
INGRESOS	Cuenta corriente	150.327	153.494
	<i>Mercancías</i>	87.310	89.284
	<i>Servicios</i>	38.050	39.619
	— <i>Turismo</i>	19.771	20.028
	— <i>Otros servicios</i>	18.279	19.591
	<i>Rentas</i>	14.888	14.281
	<i>Transferencias corrientes</i>	10.080	10.310
	Cuenta de capital	5.127	4.737
	Cuentas corriente + capital	155.454	158.231
PAGOS	Cuenta corriente	172.855	191.166
	<i>Mercancías</i>	114.566	127.447
	<i>Servicios</i>	26.413	28.569
	— <i>Turismo</i>	5.182	6.495
	— <i>Otros servicios</i>	21.231	22.074
	<i>Rentas</i>	22.882	25.028
	<i>Transferencias corrientes</i>	8.993	10.122
	Cuenta de capital	507	348
	Cuentas corriente + capital	173.361	191.514
SALDOS	Cuenta corriente	-22.527	-37.672
	<i>Mercancías</i>	-27.257	-38.163
	<i>Servicios</i>	11.637	11.050
	— <i>Turismo</i>	14.589	13.532
	— <i>Otros servicios</i>	-2.952	-2.482
	<i>Rentas</i>	-7.994	-10.746
	<i>Transferencias corrientes</i>	1.087	187
	Cuenta de capital	4.620	4.388
	Cuentas corriente + capital	-17.907	-33.283

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

El saldo negativo de la balanza de rentas registró un notable deterioro durante el período enero-julio, hasta situarse en 10.746 millones de euros, lo que supone un incremento de 2.752 millones en relación con el observado en idénticas fechas del ejercicio anterior. Los ingresos mostraron un comportamiento negativo (-4,1%) —como consecuencia del descenso que registraron los correspondientes al sector privado no financiero—, frente al aumento del 9,4% que exhibieron los pagos, debido, fundamentalmente, al notable impulso que mostraron los pagos realizados por las instituciones financieras monetarias. En este período continuaron descendiendo los flujos de inversiones directas del exterior en España, como consecuencia, en parte, de la disminución de las inversiones de no residentes en inmuebles, que representan más del 40% de las entradas directas en el período; sin embargo, las inversiones de cartera y el resto de inversiones procedentes del exterior crecieron notablemente. En cuanto a los flujos de inversiones de España en el exterior, las inversiones directas experimentaron un ligero avance, a la vez que las inversiones de cartera mostraron un fuerte impulso.

El superávit de la balanza de transferencias corrientes se situó en 187 millones de euros, en el período enero-julio, lo que supone un descenso de 900 millones en relación con el nivel observado en idéntico período de 2004. Los ingresos apenas se incrementaron un 2,3%, a pesar de la favorable evolución que registraron los flujos procedentes de la UE en concepto de

FEOGA-Garantía; sin embargo, retrocedieron los dirigidos al sector público en el renglón de Fondo Social Europeo. Los pagos, por su parte, aumentaron a un ritmo muy superior (el 12,6%), como consecuencia, sobre todo, del notable incremento que registraron los pagos destinados a las arcas comunitarias en los renglones de Recurso PNB y Recurso IVA; del mismo modo, los pagos por remesas de emigrantes conservaron un tono elevado (7,3%), aunque han ralentizado el fuerte avance del ejercicio anterior.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 4.388 millones de euros en los siete primeros meses de 2005, registrando un descenso de 232 millones de euros en relación con idéntico período del año anterior: este deterioro se explica por el notable retroceso que experimentaron las transferencias comunitarias del Fondo de Cohesión y del FEDER, mientras que los fondos estructurales en concepto de FEOGA-Orientación mostraron una evolución positiva.

5 Evolución financiera

5.1 Rasgos más destacados

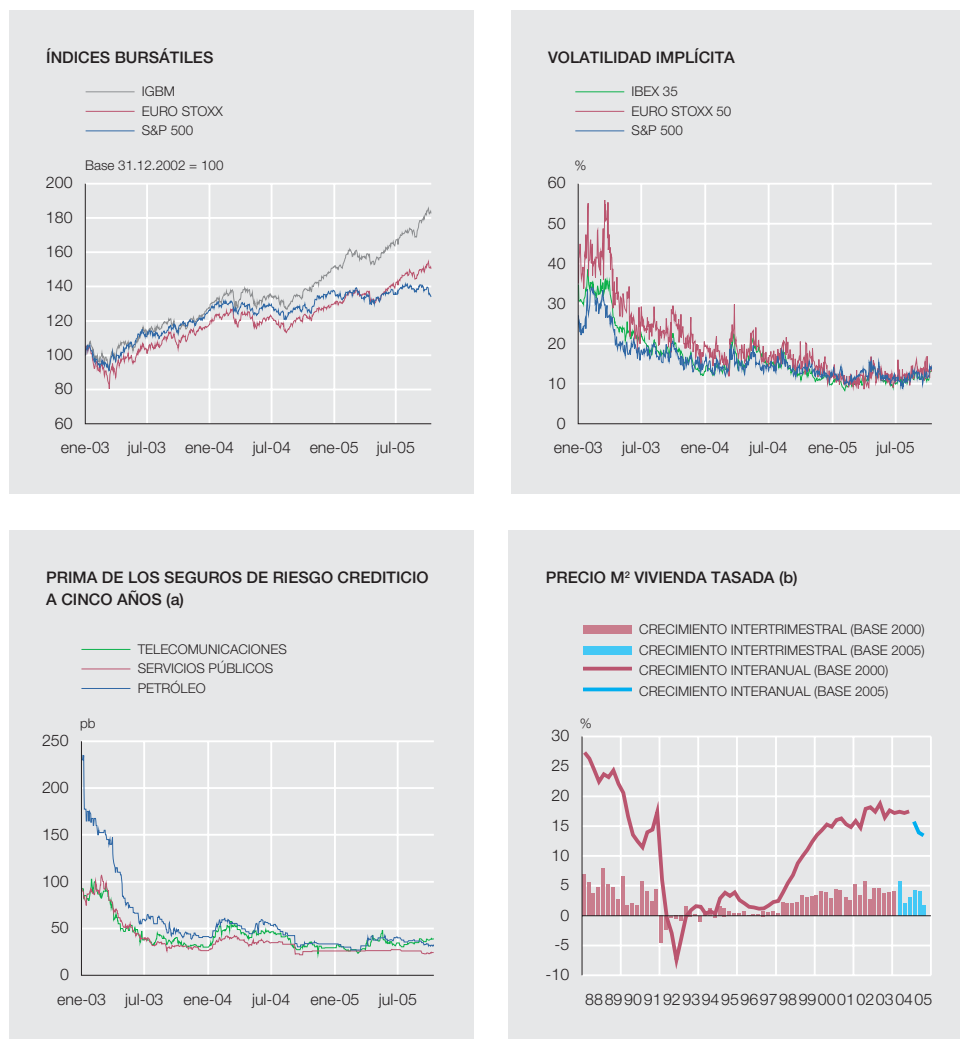
Durante el tercer trimestre de 2005 las condiciones financieras de los hogares y las sociedades españolas vinieron determinadas en gran medida por el contexto de bajos tipos de interés. En septiembre, el EURIBOR a un año se situó en un nivel medio del 2,22%, 12 puntos básicos (pb) por encima del dato de junio, y en los plazos más cortos no se observaron movimientos, por lo que se recuperó la pendiente positiva de la curva de rendimientos entre la referencia de un mes y un año. Durante el mismo período la rentabilidad del bono español a diez años se redujo 11 pb, y alcanzó el 3,09%, 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 (véase gráfico 24). Por su parte, el precio de la financiación bancaria de empresas y familias no experimentó variaciones significativas durante julio y agosto, permaneciendo en valores reducidos.

En los mercados bursátiles nacionales las cotizaciones continuaron mostrando, entre julio y septiembre, una trayectoria ascendente, que llevó a que el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulara una revalorización del 9,3% (20,9% desde comienzos de año), superando a las del EURO STOXX amplio de las bolsas de la UEM (6,2%) y sobre todo a la del S&P 500 de las de EEUU (0,1%). Esta evolución, que estuvo liderada por el sector de petróleo y energía, vino acompañada de un mantenimiento de la volatilidad de los precios en valores reducidos y de un notable avance de los beneficios de las empresas cotizadas.

En el mercado inmobiliario, el precio de la vivienda libre tasada, de acuerdo con la estadística del Ministerio de la Vivienda de base 2005, creció un 13,4% durante el tercer trimestre en relación con el mismo período del año anterior. La nueva tasa supone una reducción de 0,5 pp con respecto al dato de junio y de más de 4 pp en relación con el registro medio del año pasado, si bien continúa todavía situada en niveles muy elevados.

En este contexto, el volumen de la financiación a los hogares y las sociedades mantuvo entre abril y junio una senda de rápida expansión, con unos ritmos de avance en el entorno del 20% y por encima del 16%, respectivamente. La información provisional disponible del tercer trimestre apunta a una continuidad de estas mismas pautas. Esta evolución de los pasivos de empresas y familias está en la raíz de un nuevo incremento de las necesidades de financiación de la nación, que, en términos acumulados de cuatro trimestres, se elevaron hasta el 6% del PIB. Los recursos necesarios para financiar el actual patrón de crecimiento de la economía, por otro lado, están siendo canalizados mediante la intermediación de las entidades de crédito españolas, lo que añade una presión adicional sobre sus sistemas de control y gestión de riesgos.

En el caso de las familias, el dinamismo de la deuda siguió estando liderado por la evolución del crédito para adquisición de vivienda, que creció a una tasa próxima al 24%. Este elevado crecimiento determinó un nuevo deterioro de los indicadores de presión financiera sobre el sector durante el segundo trimestre de 2005. Así, los ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con la renta bruta disponible (RBD) continuaron incrementándose, al tiempo que descendió la capacidad de ahorro tras descontar las obligaciones financieras de la deuda. Por su parte, la capacidad de financiación de los hogares se mantuvo en valores negativos, equivalentes al -0,6% del PIB en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 5). No obstante, la evolución ascendente del precio de la vivienda y el avance de



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.

las cotizaciones bursátiles permitieron que el patrimonio neto de los hogares siguiera aumentando.

En el caso de las sociedades no financieras, se produjeron, igualmente, aumentos en los ratios agregadas de deuda y de carga financiera por intereses en relación con los resultados. Por su parte, el saldo deudor de las operaciones financieras creció, en términos acumulados de doce meses, hasta situarse en el segundo trimestre en el 6,5% del PIB frente al 5,6% de marzo, al tiempo que la brecha de financiación, que aproxima los recursos necesarios para acometer la inversión real y financiera de carácter permanente en el exterior, se incrementó en 0,7 puntos porcentuales (pp) y alcanzó el 9,6% del PIB. Sin embargo, de acuerdo con la información de la Central de Balances Trimestral (CBT), estos desarrollos se vieron atenuados por la evolución favorable de la rentabilidad de las empresas, que llevó a que los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y sobre el empleo se mantuvieran en valores moderados.

Las condiciones financieras han continuado, por tanto, contribuyendo a impulsar el gasto de familias y empresas. Como contrapunto, se ha producido un deterioro adicional de algunos

% del PIB (a)	2000	2001	2002	2003	2004			2005	
					II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
					Economía nacional	-2,9	-3,7	-2,8	-3,1	-3,7	-4,2	-4,8	-5,5	-6,0
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-2,8	-4,6	-3,9	-4,5	-4,8	-5,7	-5,4	-6,4	-7,1
<i>Sociedades no financieras</i>	-4,4	-6,0	-4,7	-4,6	-5,2	-5,7	-5,0	-5,6	-6,5
<i>Hogares e ISFLSH</i>	1,6	1,4	0,8	0,1	0,4	0,0	-0,4	-0,8	-0,6
Instituciones financieras	0,8	1,5	1,4	1,4	1,4	1,2	0,7	0,6	0,6
Administraciones Públicas	-0,9	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	0,3	-0,2	0,2	0,5
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación sociedades no financieras (b)	-14,4	-9,5	-9,7	-9,5	-9,2	-9,0	-7,6	-8,9	-9,6

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.

indicadores de presión financiera, que, en el caso de los hogares, ha tendido a elevar los riesgos relativos a la evolución en el medio plazo del consumo y la inversión residencial que se han señalado en informes anteriores.

El balance de riesgos para la inversión productiva privada derivado de la situación financiera de las sociedades es, en cambio, más equilibrado, ya que el aumento del endeudamiento ha venido acompañado de una mejoría de la rentabilidad de las empresas y de señales que apuntan a una posible finalización del proceso de saneamiento de los balances de las grandes compañías. En todo caso, esta valoración no debe ocultar que el continuado incremento de los pasivos empresariales eleva la exposición del sector a desarrollos adversos en el contexto macroeconómico y en el coste de financiación.

5.2 El sector hogares

Las condiciones de financiación de los hogares continuaron siendo muy holgadas durante el tercer trimestre del año. En agosto, los tipos de interés aplicados a las nuevas operaciones de crédito a la vivienda se situaron en el 3,3%, el mismo nivel que en junio, mientras que el coste de la financiación bancaria para consumo y otros fines alcanzó el 6,4% (40 pb por encima del nivel de mediados de año). Según los datos de la última Encuesta de Préstamos Bancarios disponible, las entidades preveían mantener entre julio y septiembre unas condiciones de oferta crediticia similares a las existentes durante los tres meses anteriores, en un contexto en el que esperaban una relativa estabilidad de la demanda de fondos.

Las condiciones financieras holgadas siguieron contribuyendo a sostener el crecimiento de la deuda de los hogares, que durante el segundo trimestre continuó avanzando a un ritmo interanual elevado, en el entorno del 20%, nivel que se viene observando desde mediados de 2004. Esta evolución estuvo liderada de nuevo por el crédito para adquisición de vivienda, cuya tasa de variación se mantuvo alrededor del 24%, lo que representa un flujo equivalente al 9,5% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,3 pp más que en marzo. Los fondos destinados a consumo y otros fines mostraron un avance más moderado, próximo al 11%. La información provisional hasta agosto sobre la financiación del sector muestra una continuidad de las mismas pautas observadas los meses precedentes.

La consideración de la disponibilidad de un hogar como un objetivo básico (cuando no un derecho), dentro de las sociedades occidentales, unida a las externalidades positivas asociadas a la tenencia de viviendas en propiedad, ha llevado a que tradicionalmente su adquisición haya estado fiscalmente incentivada en un gran número de países, entre los que se encuentra España.

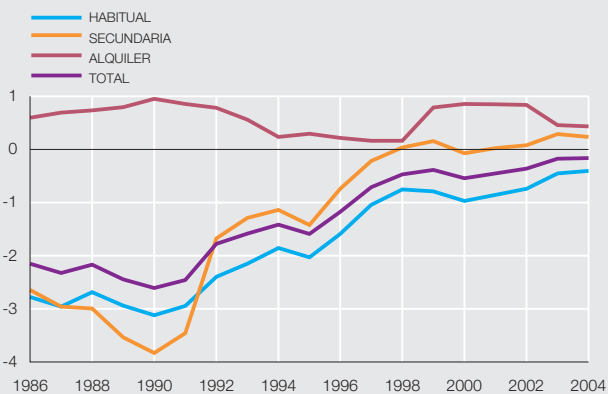
En este recuadro se presenta una estimación del incentivo neto que ha supuesto la fiscalidad sobre la demanda de viviendas en España, durante el período 1986-2004, teniendo en cuenta la estructura (renta, número de declarantes, recurso a la financiación ajena) de los hogares demandantes de viviendas en España. Asimismo, se consideran no solo las adquisiciones de vivienda habitual, sino también las de viviendas secundarias para uso propio y para el alquiler, con su tratamiento fiscal específico en cada caso. De esta forma es posible obtener una medida agregada que tenga en cuenta las características del mercado de la vivienda en España y su evolución. La información necesaria se obtiene de distintas fuentes —destacando en particular la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), recientemente implantada por el Banco de España, y los censos de viviendas— y la medida utilizada es la cuña fiscal, o diferencia existente entre el coste de uso de los inmuebles calculado antes y después de introducir impuestos y deducciones.

El gráfico adjunto muestra la evolución de dicha cuña fiscal a lo largo de los últimos 19 años, tanto en porcentaje del precio de la vivienda como del coste de uso antes de impuestos. A la hora de interpretar dicha medida se debe tener en cuenta que, en el ejercicio realizado, no se ha considerado la posible traslación de los incentivos fiscales al precio de la vivienda. Por otra parte, no se consideran tampoco ni los impuestos asociados a la construcción y promoción de inmuebles, ni las ayudas públicas directas a la adquisición de viviendas de protección oficial.

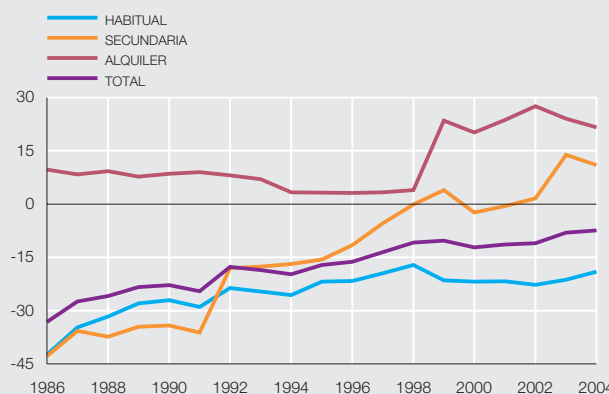
En cualquier caso, la observación del gráfico muestra que la cuña fiscal global permaneció negativa durante todo el período considerado, indicando que el efecto conjunto de impuestos y subvenciones al comprador supuso una subvención neta y, por tanto, un incentivo a la demanda de viviendas frente a otros activos alternativos. Como cabía esperar, esto es particularmente cierto en el caso de las viviendas adquiridas como residencia habitual. Por el contrario, el valor positivo de la cuña fiscal para las viviendas adquiridas para su arrendamiento refleja que la existencia de impuestos asociados a su compra no se ve compensada, en este caso, con deducciones significativas en el IRPF. En relación con el régimen fiscal de las compras de viviendas secundarias para uso propio, se observa un cambio fundamental en el año 1992, en el que desaparecen las deducciones por la inversión y pago de intereses por la financiación ajena asociada a las mismas. No obstante, el tratamiento de este tipo de adquisiciones siguió siendo relativamente favorable, en la medida en que la renta imputada gravada en el IRPF se mantuvo generalmente por debajo de la verdadera renta que se podría obtener alquilando el inmueble en el mercado.

A lo largo del período considerado, la cuña fiscal total ha mostrado una tendencia decreciente en términos del precio de la vivienda. Esta evolución responde fundamental, aunque no exclusivamente, al descenso en los tipos de interés nominales. Así, tipos más bajos suponen una menor rentabilidad implícita de la vivienda, por lo que las ventajas que se derivan del tratamiento fiscal favorable de dicha rentabilidad son también menores. Adicionalmente, en el caso de la vivienda habitual se produce una disminución del efecto de la deducción por intereses en el IRPF. De esta manera, la fiscalidad continúa primando la vivienda sobre otros activos alternativos, aunque su efecto sobre la fase alcista del precio de los inmuebles en la que todavía se encuentra inmersa la economía española no parece que haya sido significativo.

1. EN % DEL PRECIO DE LA VIVIENDA



2. EN % DEL COSTE DE USO ANTES DE IMPUESTOS



FUENTE: Banco de España.

OPERACIONES FINANCIERAS DE LOS HOGARES, ISFLSH Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 6

% del PIB (a)	2001	2002	2003	2004	2005	
				IV TR	I TR	II TR
HOGARES E ISFLSH:						
Operaciones financieras (activos)	7,5	8,3	9,3	10,0	9,7	9,8
Medios de pago	1,1	3,6	4,2	3,9	4,2	4,2
Otros depósitos y valores de renta fija (b)	3,4	1,7	-0,1	2,0	1,8	2,5
Acciones y otras participaciones (c)	-0,2	0,6	0,6	0,1	-0,2	-0,5
Fondos de inversión	0,8	0,2	2,3	1,5	1,3	1,4
<i>FIAMM</i>	1,2	0,7	0,6	-0,2	-0,1	0,0
<i>FIM</i>	-0,5	-0,5	1,7	1,6	1,2	1,3
Reservas técnicas de seguros	2,6	2,5	1,8	1,8	1,9	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	0,9	0,9	1,0
Resto	-0,1	-0,3	0,5	0,7	0,6	0,1
Operaciones financieras (pasivos)	6,1	7,5	9,1	10,4	10,5	10,4
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	5,4	7,2	9,2	10,8	11,0	11,4
<i>Créditos para adquisición de vivienda (d)</i>	4,7	5,1	7,0	8,7	9,2	9,5
<i>Créditos para consumo y otros fines (d)</i>	0,6	2,1	2,2	2,0	1,8	1,9
Resto	0,7	0,3	0,0	-0,4	-0,5	-1,0
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	14,6	14,5	16,2	14,0	16,2	17,5
Medios de pago	1,6	1,6	0,8	1,0	1,2	1,2
Otros depósitos y valores de renta fija (b)	0,9	1,6	1,4	0,8	0,7	1,0
Acciones y otras participaciones	5,4	6,6	7,5	4,2	4,9	4,6
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	3,9	4,8	4,5	2,6	3,4	3,1
Resto	6,8	4,7	6,5	8,0	9,4	10,7
Operaciones financieras (pasivos)	20,7	19,2	20,8	19,0	21,8	24,1
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	5,8	5,4	6,4	8,5	9,6	10,8
Préstamos exteriores	3,8	2,7	2,7	0,5	0,9	0,8
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	2,7	2,7	2,4
Resto	6,2	5,5	6,7	7,3	8,6	10,1
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Financiación (e)	15,3	14,0	15,9	16,1	17,3	18,0
Hogares e ISFLSH	12,6	16,2	19,0	20,1	20,1	20,0
Sociedades no financieras	17,4	12,4	13,5	12,9	15,0	16,5

FUENTE: Banco de España.

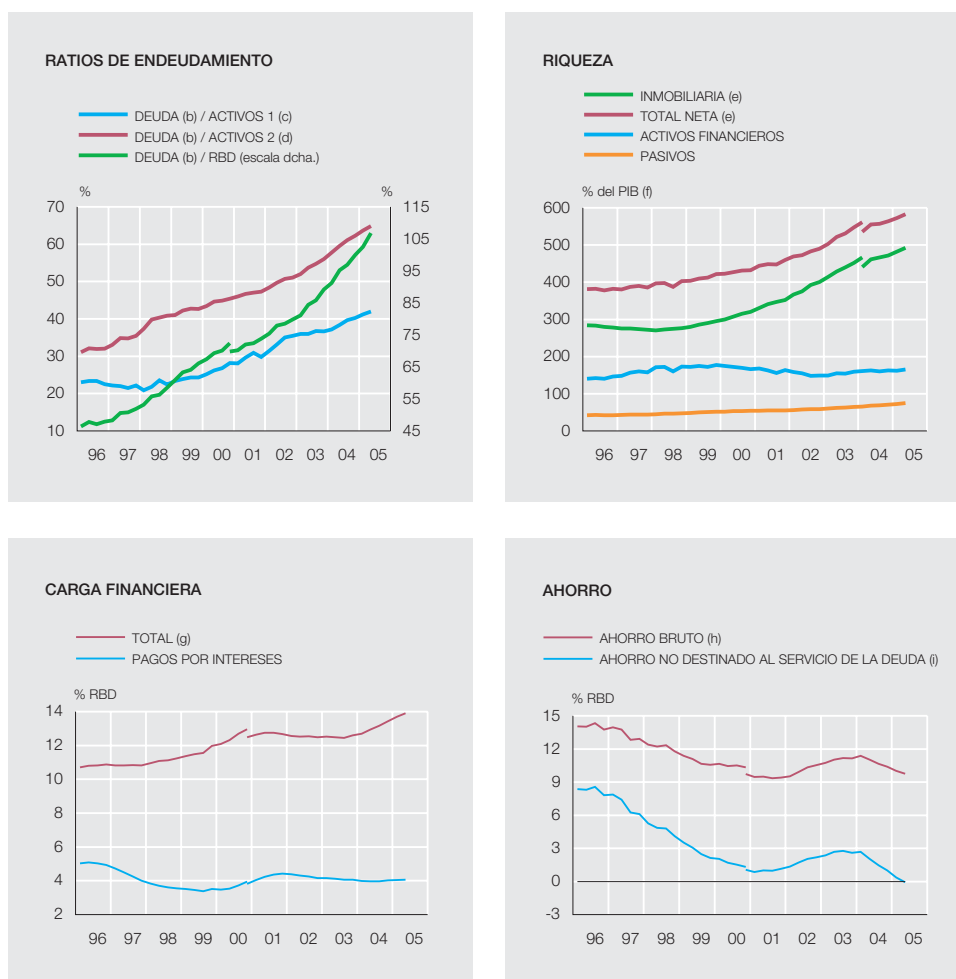
a. CNE Base 2000.

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 fuera de balance.

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.



FUENTE: Banco de España.

a. Los datos de la Contabilidad Nacional sectorial corresponden, hasta 2000, a la CNE Base 1995. A partir de 2000, se utiliza una estimación provisional coherente con la CNE Base 2000.

b. Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.

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 m². Nueva estadística del precio de la vivienda a partir de 2004.

f. CNE Base 2000.

g. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.

h. Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.

i. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.

Las inversiones financieras de los hogares entre abril y junio supusieron el 9,8% del PIB en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 6). Los activos líquidos y de menor riesgo (efectivo y depósitos) aumentaron su peso, hasta totalizar un 6,7% del PIB, frente al 6% de marzo. Por su parte, los importes materializados en reservas técnicas de seguros y en fondos de inversión se mantuvieron relativamente estables, situándose en el 2% y el 1,4% del PIB, respectivamente. Por último, se produjo una desinversión neta en acciones equivalente al 0,5% del PIB, a pesar de la evolución favorable de los mercados bursátiles.

Como resultado de la evolución de los flujos de activos financieros y pasivos, la capacidad neta de financiación de las familias mantuvo, según las Cuentas Financieras de junio, un valor negativo equivalente al -0,6% del PIB en términos acumulados de doce meses, signo que

contrasta con la posición acreedora que tradicionalmente ha presentado el sector de hogares. No obstante, dicha cifra es en 0,2 pp inferior a la de marzo.

La trayectoria expansiva de la financiación determinó un nuevo ascenso del endeudamiento de las familias en términos de la RBD, hasta alcanzar un 106% en el segundo trimestre (véase gráfico 25). De igual forma, la carga financiera asociada a la deuda, a pesar de la estabilidad de los tipos de interés, aumentó hasta situarse prácticamente en el 14% de la RBD. Esto último, unido al descenso del ahorro bruto, llevó a un retroceso adicional de la capacidad de ahorro del sector, tras descontar las obligaciones financieras asociadas a los pasivos contraídos. A pesar de ello, la información procedente de la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares muestra una estabilidad del porcentaje de hogares que pueden destinar dinero al ahorro o que manifiestan algún grado de dificultad para llegar a final de mes (en el entorno del 39% y del 55%, respectivamente).

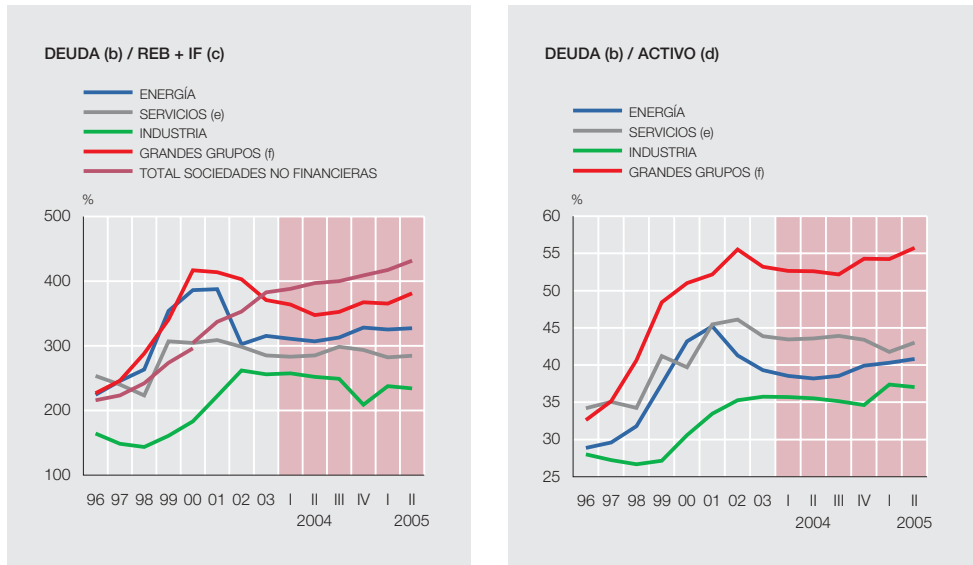
Por su parte, la riqueza neta del sector continuó creciendo durante el segundo trimestre, impulsada por la evolución de las cotizaciones bursátiles y, sobre todo, del precio de los inmuebles. Como resultado del aumento del valor de estos últimos, siguió incrementándose el esfuerzo teórico necesario para la adquisición de una vivienda.

5.3 El sector de sociedades no financieras

Las condiciones de financiación de las sociedades mantuvieron también un elevado grado de holgura durante el tercer trimestre. Así, en el mes de agosto, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las nuevas operaciones de préstamo a las empresas permanecieron en niveles reducidos, entre un 2,9% y un 4%, dependiendo del volumen de la operación, valores similares a los de junio. Asimismo, según la última Encuesta de Préstamos Bancarios, las entidades preveían que, entre julio y septiembre, iban a aplicar unas condiciones de oferta crediticia similares a las existentes entre abril y junio, en un contexto en el que esperaban que la demanda de fondos por parte de las compañías continuara acelerándose. Por otra parte, la reducción de la rentabilidad de la deuda pública y el mantenimiento de las primas de riesgo en niveles moderados permitieron un descenso adicional, aunque ligero, de los costes de financiación con valores de renta fija, al tiempo que la subida de los índices bursátiles tendió a facilitar la obtención de fondos en los mercados de renta variable.

En este contexto, las operaciones de pasivo de las sociedades alcanzaron, entre abril y junio, un volumen elevado, superior al 24,1% del PIB en términos acumulados de doce meses, 2,3 pp por encima del dato de marzo (véase cuadro 6). Por instrumentos, la principal fuente de financiación continuaron siendo los recursos ajenos. Dentro de estos, los créditos de instituciones financieras residentes concentraron el grueso de los fondos, con un flujo equivalente al 10,8% del PIB, mientras que los procedentes de préstamos de no residentes permanecieron en valores similares a los del primer trimestre (0,8%) y la emisión neta de valores de renta fija fue prácticamente nula. Por su parte, los materializados en acciones y otras participaciones mostraron un retroceso de 0,3 pp, hasta el 2,4% del PIB, a pesar de la mejoría de las condiciones de financiación en los mercados bursátiles. En términos de tasas de variación, el crecimiento interanual de la deuda alcanzó en junio un valor superior al 16%, lo que representa un aumento de 1,5 pp en relación a marzo. La información provisional más reciente no revela cambios significativos en este perfil de aceleración.

El importe de las inversiones financieras de las sociedades no financieras también creció, aunque de forma más moderada, hasta el 17,5% del PIB en términos acumulados de doce meses, 1,3 pp por encima del dato de marzo. El desglose por instrumentos muestra que la mayor variación se produjo en la rúbrica que recoge el crédito comercial (incluido en la partida «Resto» del cuadro 6), cuyo volumen se situó en el 10,7% del PIB (1,3 pp por en-



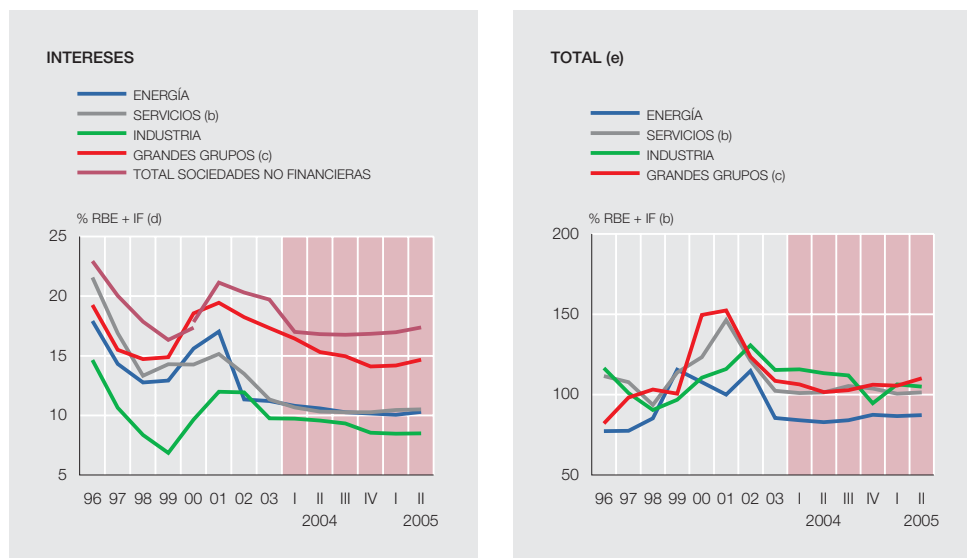
FUENTE: Banco de España.

- 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). Hasta 2000 las rentas del sector corresponden a la CNE Base 1995. 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.
- e. Excluye *holdings*.
- f. Agregado de todas las empresas pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.

cima de la cifra anterior). Por su parte, las adquisiciones de acciones descendieron 0,3 pp, hasta representar el 4,6% del PIB, evolución que se explica totalmente por la evolución de los títulos emitidos por no residentes, mientras que los fondos materializados en otros depósitos y valores de renta fija aumentaron en una cuantía similar y alcanzaron el 1% del PIB.

Como resultado de la evolución de las operaciones de activo y pasivo, se produjo un avance notable de las necesidades de financiación de las sociedades hasta el 6,5% del PIB en junio, en términos acumulados de doce meses, cifra que es 0,9 pp más elevada que la observada en marzo (véase cuadro 5). Por su parte, la brecha de financiación, que aproxima los recursos necesarios para acometer la inversión real y financiera de carácter permanente en el exterior, aumentó hasta el 9,6%.

Fruto de la rápida expansión de los recursos ajenos de las empresas, el endeudamiento agregado del sector continuó creciendo, hasta suponer, en junio, un 430% del resultado económico bruto más los ingresos financieros (véase gráfico 26). Asimismo, aumentaron los pagos por intereses en relación con los beneficios, aunque permanecen en niveles moderados gracias a la estabilidad de los costes de financiación (véase gráfico 27). Una evolución similar se observó en el caso de las sociedades pertenecientes a los grandes grupos industriales. Por su parte, el Resultado Ordinario Neto de las empresas colaboradoras con la CBT alcanzó una tasa de crecimiento del 10,7% durante el primer semestre, cifra que, aunque inferior al 21,2% que se registró en el mismo período del año anterior, fue suficiente para elevar las rentabilidades del activo neto (8,2%)



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). Hasta 2000 las rentas del sector corresponden a la CNE Base 1995. Desde 2000, se utiliza una estimación provisional de las rentas coherente con la CNE Base 2000.

b. Excluye *holdings*.

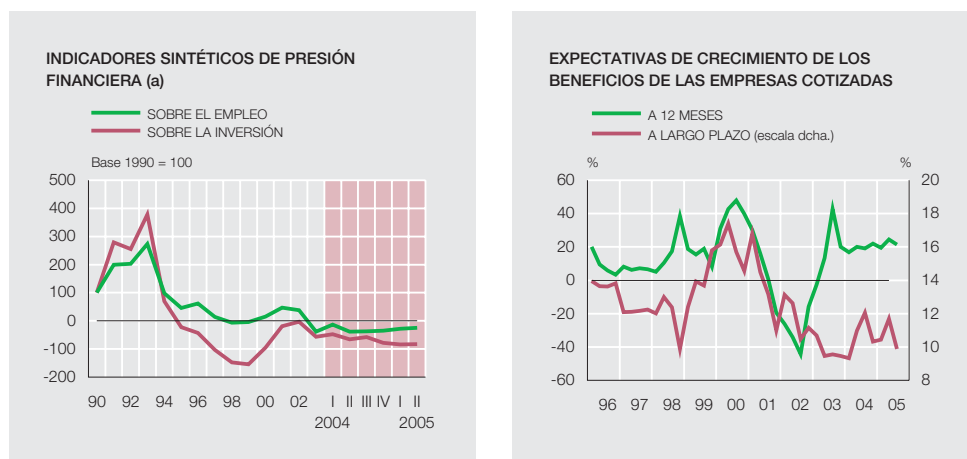
c. Agregado de todas las empresas pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica.

Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.

d. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

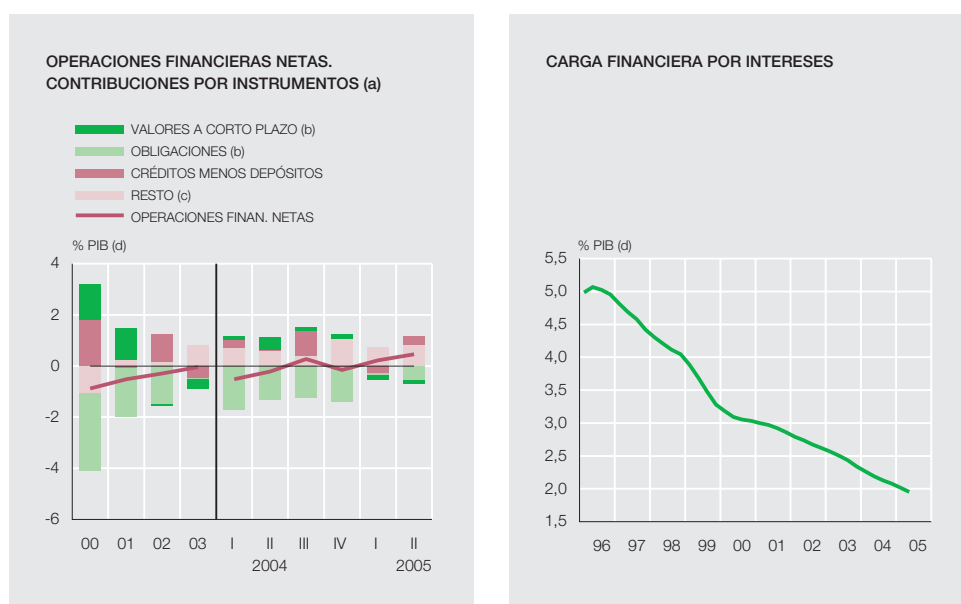
e. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.

OTROS INDICADORES FINANCIEROS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



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.



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.

y de los recursos propios (12%) y para mantener los indicadores sintéticos de presión financiera sobre inversión y sobre empleo en niveles históricamente reducidos (véase gráfico 28).

Por último, las expectativas de los analistas sobre el crecimiento de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas mostraron ligeros descensos durante el tercer trimestre, aunque en el caso de las de corto plazo se mantuvieron en valores elevados.

5.4 Las Administraciones Públicas

En el segundo trimestre de 2005 el saldo de las operaciones financieras de las AAPP fue nuevamente positivo, lo que se tradujo en una mejora adicional del ahorro financiero del sector en términos acumulados de doce meses, que se situó en el 0,5% del PIB, frente al 0,2% de marzo (véase gráfico 29).

Por instrumentos, las AAPP realizaron, en términos acumulados de doce meses, una emisión neta positiva de valores tanto a corto como a largo plazo, al tiempo que aumentaron el saldo de sus depósitos en relación con el mismo período del año anterior. Por su parte, los pagos por intereses en relación con el PIB continuaron reduciéndose, como resultado tanto del descenso de los costes de financiación como del perfil decreciente de la ratio de deuda sobre PIB.

5.5 El resto del mundo

En el segundo trimestre de 2005, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación continuó deteriorándose, hasta alcanzar el 6% del PIB, en términos acumulados de doce meses, frente al 5,5% de marzo (véase cuadro 5). Por sectores, esta evolución resultó de las mayores necesidades de financiación de las empresas no financieras y los hogares, que no fueron compensadas por la recuperación del ahorro de las AAPP.

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

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.

La inversión en activos exteriores por parte de los sectores residentes alcanzó, en el segundo trimestre, el 12,9% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,3 pp menos que en marzo (véase cuadro 7). Por instrumentos, las adquisiciones de acciones y otras participaciones en el extranjero continuaron concentrando un porcentaje elevado de los flujos, con un importe equivalente al 5,1% del PIB. Por su parte, los fondos materializados en efectivo y depósitos descendieron en 0,7 pp, hasta el 2,6% del PIB, mientras que los valores distintos de acciones aumentaron 1 pp y supusieron el 3,4% del PIB.

Por su parte, los nuevos pasivos contraídos frente al resto del mundo alcanzaron un volumen equivalente al 18,9% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,2 pp por encima del dato registrado en marzo. Por instrumentos, el grueso de las entradas de capital se canalizó a través de las emisiones de valores distintos de acciones realizadas por las instituciones financieras, cuyo importe ascendió al 14,1% del PIB, 2,8 pp más que en el primer trimestre de 2005. Esto evidencia el papel central que están desempeñando estas entidades en la captación en el exterior de los recursos necesarios para financiar el creciente déficit exterior de la economía.

ACTIVOS FINANCIEROS NETOS FRENTE AL RESTO DEL MUNDO (a)

CUADRO 8

Datos del cuarto trimestre

% del PIB (b)	2000	2001	2002	2003	2004	2005 (c)
Economía nacional	-26,1	-27,1	-30,0	-36,0	-42,1	-43,8
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-9,6	-10,6	-11,2	-13,6	-12,5	-9,3
Sociedades no financieras	-16,6	-17,7	-18,0	-21,1	-20,7	-17,9
Hogares e ISFLSH	6,9	7,0	6,8	7,5	8,3	8,6
Instituciones financieras	7,3	7,4	5,6	-1,3	-6,6	-11,4
Instituciones de crédito (d)	-11,9	-14,1	-14,3	-21,7	-22,9	-23,2
Inversores institucionales (e)	20,1	23,3	23,4	26,4	26,6	27,2
Resto de instituciones financieras	-0,9	-1,8	-3,4	-6,0	-10,4	-15,5
Administraciones Públicas	-23,7	-23,9	-24,4	-21,1	-23,0	-23,1

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 segundo trimestre.

d. Definido según la 1.ª Directiva bancaria.

e. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

Finalmente, la evolución de los flujos con el resto del mundo, junto con las variaciones en el precio de los activos financieros y el tipo de cambio, determinaron un nuevo aumento de la posición deudora de la economía española frente al exterior, que se situó en junio en el 43,8% del PIB (véase cuadro 8). Por sectores, tuvo lugar un deterioro de la posición de las instituciones financieras, que no pudo ser compensado por la mejoría de la de las sociedades no financieras y los hogares.

28.10.2005.