

# INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA



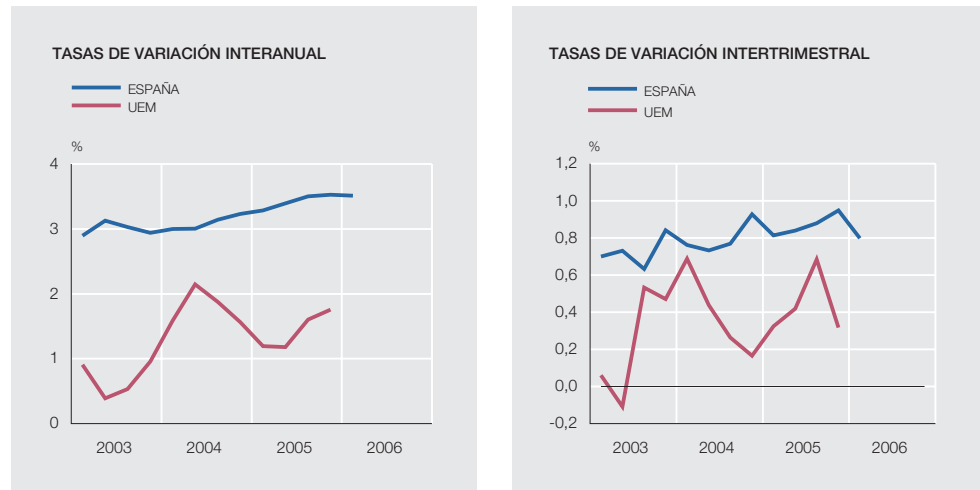
## 1 Rasgos básicos

La economía española finalizó el año 2005 con un tono de elevado dinamismo, aunque frenando la tendencia hasta entonces suavemente ascendente de su ritmo de crecimiento, que se estabilizó en una tasa interanual del 3,5%, en términos reales. Este comportamiento continuó siendo netamente más expansivo que el del conjunto de la zona del euro (véase gráfico 1). Las estimaciones de la CNTR para el cuarto trimestre del año pasado mostraban una nueva mejora en la aportación negativa de la demanda exterior neta al crecimiento, apoyada en la desaceleración de las importaciones, y, de forma más tímida, una moderación del elevado ritmo de expansión de la demanda nacional, que se situó por debajo del 5%. En los primeros meses de 2006, se estima —a partir de información coyuntural todavía incompleta— que el PIB real registró de nuevo un incremento interanual elevado (del 3,5%), similar al del trimestre anterior. El crecimiento intertrimestral, por su parte, habría sido del 0,8%, frente al 0,9% alcanzado en el cuarto trimestre de 2005.

La demanda nacional ha continuado su lenta desaceleración al comienzo de 2006 —recortando su tasa de crecimiento en una décima, hasta el 4,7%—, apoyada en la evolución del consumo privado y de la inversión en capital fijo. Tanto la inversión en equipo como la construcción han moderado su impulso, aunque el crecimiento de la formación bruta de capital se ha mantenido en torno al 6%. Por su parte, la mejora en la aportación de la demanda exterior neta ha sido algo menos intensa que a lo largo de 2005, situándose en -1,4 puntos porcentuales, una décima menos que el trimestre anterior. Cabe destacar, no obstante, que las exportaciones de bienes han experimentado una recuperación significativa en estos primeros meses, mientras que las compras en el exterior también han avanzado a tasas más elevadas. El empleo ha evolucionado en línea con el producto, manteniendo su ritmo de crecimiento, sin que se observen cambios en el patrón de bajas ganancias de productividad. Por último, la inflación, medida por el IAPC, se incrementó notablemente al inicio de 2006 y se ha situado en el 3,9% en marzo, impulsada por el encarecimiento del petróleo y por la subida de la inflación subyacente, por encima del 3%.

En el contexto exterior, la economía mundial ha comenzado el año con ritmos de crecimiento altos, tras haber cerrado 2005 con una expansión que el FMI acaba de cifrar en el 4,8%. De hecho, las previsiones disponibles apuntan hacia un avance de ese mismo orden en 2006. Cabe destacar la mayor diversificación geográfica del crecimiento mundial, apoyada en la recuperación de Japón y de la zona del euro, a la vez que se espera un avance algo menor en Estados Unidos. Entre las economías emergentes, el dinamismo sigue siendo muy elevado, especialmente en Asia, aunque se ha producido una cierta moderación en América Latina. En general, el comportamiento de los mercados financieros y cambiarios, caracterizado por la estabilidad, la moderación de las primas de riesgo y una baja volatilidad, ha proporcionado apoyo al crecimiento. En este contexto, la retirada gradual del impulso monetario en las principales economías —que está más adelantada en Estados Unidos, acaba de iniciarse en la zona del euro y previsiblemente empezará en Japón durante el segundo semestre de este año— se está traduciendo, finalmente, en un aumento de los tipos de interés a largo plazo, aunque siguen en niveles bajos.

Dentro de este panorama favorable, el contrapunto lo ha proporcionado el mercado del petróleo, cuyo precio ha superado sus máximos históricos en el mes de abril. El nuevo encarecimiento del crudo está provocado por la aparición de tensiones geopolíticas en algunas zonas productoras, que, en un contexto de fuerte aumento de la demanda y de una capacidad ex-



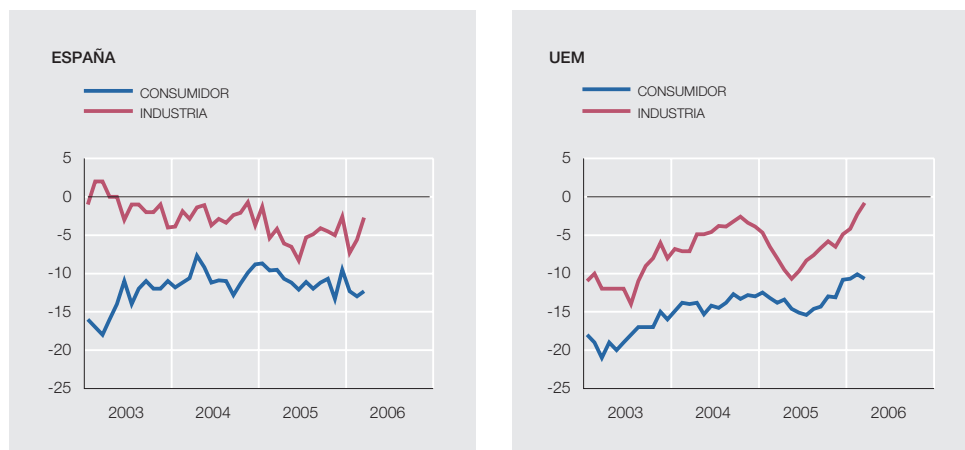
FUENTES: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

cedente de producción y refino muy reducida, se ha trasladado rápidamente a los precios. Junto con el petróleo, otras materias primas también han visto aumentar sus precios. Aunque, por el momento, la incidencia de estos aumentos sobre las tasas de inflación y crecimiento sigue siendo reducida, no cabe descartar una aparición retrasada de estos efectos. Además, el riesgo de un agravamiento de las tensiones en el mercado del petróleo es elevado y, dado que el origen se situaría, en este caso, en un posible recorte de la oferta, el impacto sobre el crecimiento global podría ser mayor. Por otra parte, el encarecimiento del petróleo tiende a agravar la incertidumbre que rodea la evolución de la economía mundial, particularmente la que procede de la persistencia de desequilibrios globales y del elevado déficit exterior en Estados Unidos, que ha tendido a ampliarse en 2005. Aunque por el momento la financiación de este déficit no presenta problemas, su dinámica no parece sostenible, y su corrección a medio plazo requerirá algunos ajustes y algún tipo de coordinación de las políticas económicas que reduzca el riesgo de alteraciones bruscas en los mercados.

Aunque en 2005 la zona del euro experimentó un crecimiento medio reducido (del 1,4%), la actividad económica en la zona registró una clara mejoría en la segunda mitad del año, en la que alcanzó tasas cercanas a su crecimiento potencial. Dentro de esta recuperación, las cifras del cuarto trimestre reflejaron una desaceleración transitoria, como consecuencia, en gran medida, de factores técnicos asociados a las estimaciones de la contabilidad nacional, que parece haberse superado en el primer trimestre de este año. En efecto, los indicadores correspondientes a los primeros meses de 2006, en su mayor parte todavía de naturaleza cualitativa, y las primeras estimaciones, en términos de intervalos, realizadas por la Comisión Europea apuntan hacia tasas de crecimiento intertrimestral en el entorno del 0,5%.

Igual que en el segundo semestre de 2005, el crecimiento sigue estando sustentado en el avance de la inversión privada, favorecida por las holgadas condiciones de financiación y la situación saneada de las empresas europeas, y en los buenos resultados de la exportación. Sin embargo, el consumo de los hogares mantiene ritmos de avance reducidos, que se deben, principalmente, al escaso dinamismo de la renta disponible, en el que inciden tanto la escasa creación de empleo como la evolución moderada de los salarios. Asimismo, los bajos niveles de confianza de los consumidores, ligados, posiblemente, a la incertidumbre que afecta a sus expectativas de renta, han sido un factor de contención del gasto, si bien los datos



FUENTE: Comisión Europea.

más recientes indican una mejoría en este terreno (véase gráfico 2). De todas formas, la recuperación del empleo y del consumo es el elemento que mayores riesgos plantea, en una perspectiva interna, para la consolidación de un mayor crecimiento en la zona.

La evolución moderada de los costes laborales unitarios en la zona del euro, anclada en unas expectativas de inflación compatibles con la estabilidad de precios en el ámbito de la UEM, es un factor fundamental para explicar el comportamiento de la inflación, que, a pesar del impacto alcista del precio de la energía, se ha mantenido en niveles solo ligeramente superiores al 2%. Así, el incremento interanual del IAPC se ha situado en el 2,2% en marzo, mientras que la inflación subyacente —que excluye el componente energético, entre otros— se ha mantenido por debajo del 1,5%, mostrando la ausencia de presiones relevantes sobre el núcleo de los precios. No obstante, subsiste el riesgo de que el encarecimiento del petróleo se prolongue y termine por afectar al núcleo inflacionista, especialmente en un contexto de mayor dinamismo de la actividad como el que se espera. Esto ha llevado al Consejo de Gobierno del BCE a continuar retirando parte del tono expansivo de la política monetaria, incrementando 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales en marzo. Este incremento, que se añade al aumento de la misma cuantía decidido en diciembre pasado, deja el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en el 2,5%, un nivel que sigue siendo bajo.

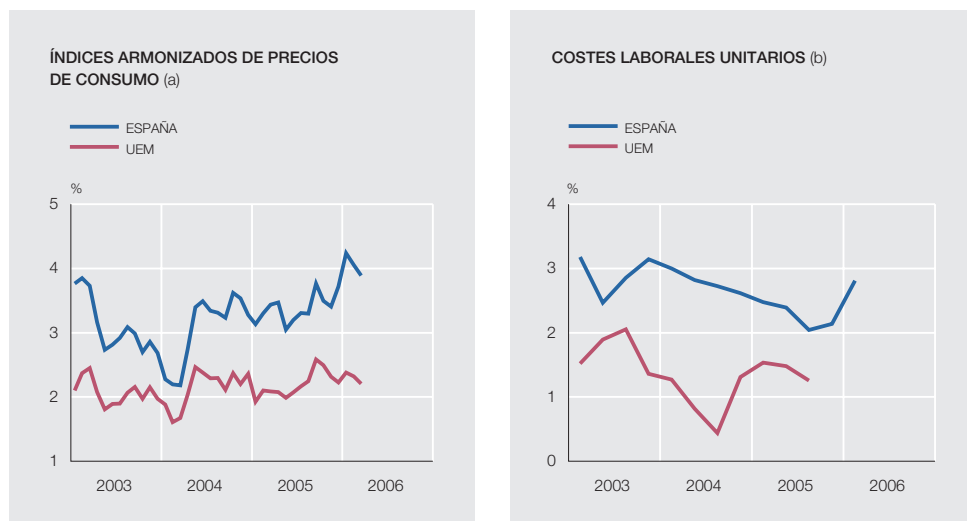
Tras la presentación de las nuevas actualizaciones de los Programas de Estabilidad, a finales de 2005, no se han producido novedades relevantes en relación con el diseño de las políticas fiscales de los países de la UEM. Estos programas cumplen —aunque con poca holgura, en el caso de algunos países en situación de déficit excesivo— con los nuevos criterios de aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, tras la reforma acordada el pasado año. Por otra parte, se estima que los resultados fiscales de 2005, en conjunto, han sido mejores de lo previsto en otoño por la Comisión Europea y se han aproximado a los objetivos presupuestarios inicialmente establecidos. Este resultado es atribuible, en gran medida, a la recuperación económica de la zona. En este sentido, es importante reiterar la necesidad de que, en la etapa de mayor crecimiento que se ha iniciado, los países europeos intensifiquen sus esfuerzos de consolidación de las cuentas públicas, para dotar de mayor sostenibilidad al crecimiento. En la misma línea cabe recordar la importancia de implementar los compromisos contenidos en los Programas Nacionales de Reforma, aprobados en el marco del relanzamiento de la estrategia de Lisboa.

La recuperación de las principales economías de la zona del euro añade un elemento importante al entorno en el que se desenvuelve la economía española, ya que puede facilitar los cambios que, de forma muy incipiente, se están produciendo en la composición de la demanda, haciéndola algo menos desequilibrada. En efecto, como ya se ha mencionado, en los últimos trimestres se ha observado, con distinta intensidad y persistencia, una pauta de lenta moderación de la demanda nacional —que conserva tasas muy elevadas—, así como una reducción de la contribución negativa de la demanda exterior al crecimiento, que, no obstante, sigue siendo muy contractiva. Las estimaciones del primer trimestre de 2006 estarían, en general, en línea con estas tendencias, consolidando un avance de la demanda interna ligeramente por debajo del 5% y una aportación negativa de la demanda exterior neta algo inferior, en valor absoluto, a los 1,5 puntos porcentuales. En este contexto, el menor grado de holgura de las condiciones monetarias y financieras, y la moderada desaceleración que viene experimentando el precio de la vivienda, compatible con una reabsorción gradual de la brecha entre su nivel actual y el equilibrio a largo plazo, facilitarían el ajuste paulatino del gasto. No obstante, frente a estos elementos, la acumulación de pérdidas de competitividad precio y coste ha continuado, manteniéndose el riesgo de nuevas ampliaciones del desequilibrio exterior.

El consumo de los hogares se incrementó un 4% en el último trimestre de 2005, medio punto por debajo de los crecimientos observados en la primera parte de ese año, y se estima que en los primeros meses de 2006 se ha desacelerado adicionalmente. Aun así, sigue creciendo claramente por encima de la renta disponible, cuyo avance está sólidamente sustentado en el crecimiento del empleo, en tasas próximas al 3%. El aumento de los tipos de interés facilita la moderación del consumo, fundamentalmente a través de su efecto sobre la renta, a la que está restando unas décimas de crecimiento. También la menor revalorización de la riqueza de las familias, ligada a los menores crecimientos de los precios de la vivienda, contribuye a desacelerar el gasto, aunque ese menor crecimiento no sea suficiente para detener el recorte de la tasa de ahorro. En el caso de la inversión residencial, donde el impacto de los mayores costes de financiación es en principio más potente, la moderación del gasto está siendo, por el momento, igualmente gradual. De esta forma, en los primeros meses de 2006 el incremento de la financiación concedida a los hogares ha seguido siendo muy elevado, superior al 20%, dando lugar a un nuevo aumento de la ratio de endeudamiento y de la carga financiera, lo que eleva la vulnerabilidad del gasto a nuevos endurecimientos de las condiciones monetarias.

El gasto de las empresas en formación bruta de capital mantiene un impulso significativo, en un contexto de expectativas de demanda elevadas, aunque ha tendido a desacelerarse en relación con la primera mitad de 2005 —como ilustra la evolución del gasto en bienes de equipo—, posiblemente afectado por las subidas en los costes de financiación que comienzan a materializarse. De todas formas, los datos disponibles de crédito concedido a las sociedades no financieras no recogen todavía esa desaceleración, sino que han alcanzado tasas de variación muy significativas, del orden del 20%. Aunque los indicadores de presión financiera han reflejado un cierto deterioro recientemente, no revelan niveles significativos de presión sobre el gasto en inversión. Cabe matizar, sin embargo, que estos indicadores son sobre todo representativos de la situación de empresas grandes (recogidas en la CBT), mientras que las empresas más pequeñas pueden estar sometidas a mayores presiones por el endurecimiento de las condiciones de financiación. En relación con la inversión de las AAPP, cabe señalar que su crecimiento en 2005 fue bastante superior al inicialmente previsto, y que las cifras de licitación oficial apuntan a un nuevo e importante aumento en 2006.

Como se ha señalado, la información disponible hasta el momento indica que la demanda exterior neta mejoró ligeramente su aportación negativa al crecimiento en el primer trimestre de este año, tras la progresiva corrección que había experimentado a lo largo de 2005, en un



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

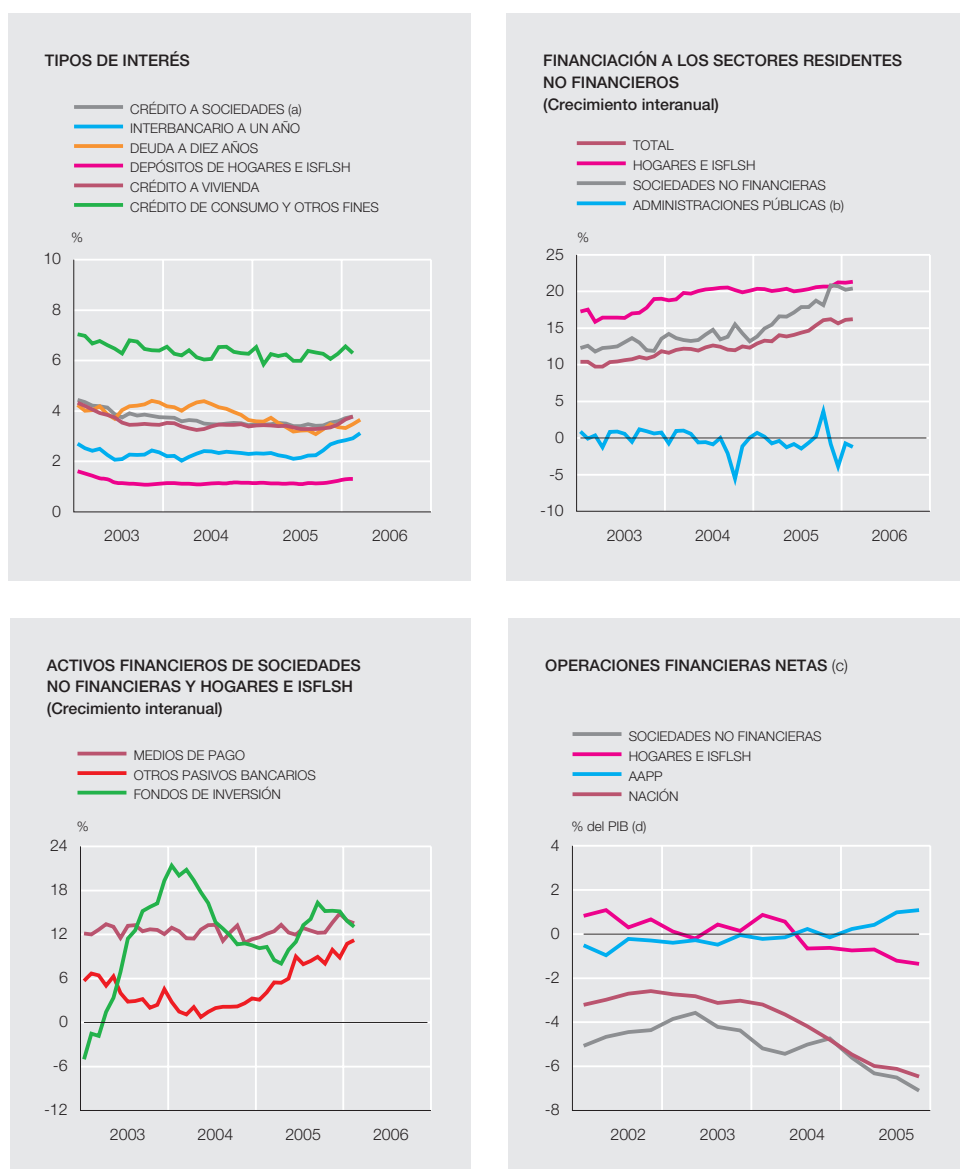
a. Tasas de variación interanual.

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

contexto de fuerte atonía de la exportación y de desaceleración de las importaciones. El año 2006 parece haber comenzado con un cambio en estas tendencias, hacia un mayor dinamismo tanto de las exportaciones como de las importaciones de bienes, que apuntaría, en el caso de las ventas al exterior, a la existencia de algunos factores extraordinarios tras los malos resultados del año pasado. No obstante, la escasa información disponible para sustanciar la mejora de las exportaciones y la acumulación de pérdidas adicionales de competitividad precio obligan a tomar con cautela estos indicios. Además, la recuperación de las importaciones podría ser ilustrativa del retorno a pautas de mayor impacto de la competitividad sobre el ritmo de penetración de los productos importados en el mercado interior. Por otra parte, los datos relativos al comportamiento del turismo desde finales de 2005 han sido, en general, negativos, y, aunque las primeras cifras referidas a marzo de este año muestran una mejora importante, es de nuevo necesario valorar con cautela este cambio. En conjunto, la recuperación de las exportaciones que apuntan los resultados del comercio en los primeros meses de 2006 es un hecho, sin duda, positivo, pero ha venido acompañado de otros movimientos que tienden a compensarlo, favoreciendo la continuidad del deterioro del déficit exterior.

Desde el punto de vista de la actividad y el mercado de trabajo, la evolución en los primeros meses de 2006 aporta pocos cambios en los patrones, ya conocidos, de fuerte avance del valor añadido en la construcción y los servicios, y bajo crecimiento de la productividad observada del trabajo, especialmente en esas mismas ramas. Sí cabe señalar que la industria ha mantenido una pauta de modesta recuperación en los últimos trimestres, que se ha prolongado al comienzo de 2006. La EPA, por su parte, indica que la generación de empleo en el conjunto de la economía siguió siendo muy elevada en al comienzo de 2006, en un contexto de intenso crecimiento de la población activa y de continuada incorporación de inmigrantes al mercado laboral. En consecuencia, se estima que el ritmo de avance de la productividad del trabajo, que sigue reflejando, en parte, la elevada creación de puestos de trabajo, muchos de ellos en sectores de productividad inferior a la media, se mantuvo en tasas muy reducidas.

Los costes laborales por trabajador tendieron a desacelerarse durante el pasado año, creciendo un 2,3% en la economía de mercado, a pesar de que los incrementos salariales negociados en



FUENTE: Banco de España.

a. 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.

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

c. Datos acumulados de cuatro trimestres.

d. CNE Base 2000.

convenio se mantuvieron en torno al 3%. De hecho, cuando se tiene en cuenta el impacto de las cláusulas de salvaguarda del año anterior, el incremento de las tarifas asciende al 3,6%. El menor crecimiento de las remuneraciones, en relación con los incrementos acordados en la negociación colectiva —un resultado que con mayor o menor intensidad se viene produciendo desde hace varios años—, refleja el hecho de que los nuevos puestos de trabajo creados llevan aparejados salarios más bajos, en parte por tratarse de trabajadores con menor experiencia y, en promedio, menos productivos. Los resultados de la negociación colectiva para 2006 apuntan de nuevo hacia incrementos salariales en torno al 3%, aunque el impacto de la activación de las cláusulas de 2005 será más intenso que el año anterior. Por ello, se estima que la remuneración por ocupado habrá experimentado una aceleración en los primeros meses de este año.



Siguiendo la evolución de las remuneraciones, los costes laborales unitarios se desaceleraron de forma significativa en 2005, si bien se estima que habrán repuntado en los primeros meses de 2006, como se recoge en el gráfico 3, manteniendo, en todo caso, un diferencial de crecimiento positivo con los costes laborales unitarios de los países de la UEM. No obstante, en la actual situación de dinamismo de la demanda, el menor crecimiento de los costes laborales unitarios no se está trasladando a los precios finales, en su conjunto, sino que está permitiendo ampliaciones de márgenes adicionales. El IPC, principal indicador de inflación, finalizó el año 2005 con una tasa interanual del 3,7% y ha alcanzado un 3,9% en marzo. Parte de esta elevada inflación es consecuencia del encarecimiento de los precios de consumo de la energía, pero estas tasas reflejan también el mantenimiento de la inflación subyacente en niveles elevados, que han llegado a superar el 3% en los últimos meses. A su vez, esta evolución se ha traducido en una ampliación del diferencial de inflación con la UEM.

Aunque, en los últimos trimestres, la economía española ha sido capaz de generar algunos cambios en sus patrones de comportamiento, acordes con la necesaria corrección de los desequilibrios que la caracterizan, estos cambios son todavía inciertos e incipientes y pueden ser, en general, demasiado lentos y graduales para producir la corrección requerida. Además, en otros ámbitos, como la formación de precios, se mantienen comportamientos inerciales, que no solo no contribuyen a corregir las pérdidas de competitividad, sino que pueden agravarlas. En esta situación cabe reiterar la importancia de que las políticas económicas de ámbito nacional se orienten a la corrección de esos desequilibrios, moderando las presiones de demanda, por lo que se refiere especialmente a la política fiscal, y aumentando la flexibilidad y la eficiencia del funcionamiento de la economía, por lo que se refiere a las políticas de reforma estructural, única vía de mejorar su productividad y competitividad en el medio plazo. En este sentido, cabe destacar la publicación del segundo paquete de medidas del Plan de Dinamización Económica, así como una valoración de la implementación del primer paquete, presentado hace ahora un año.

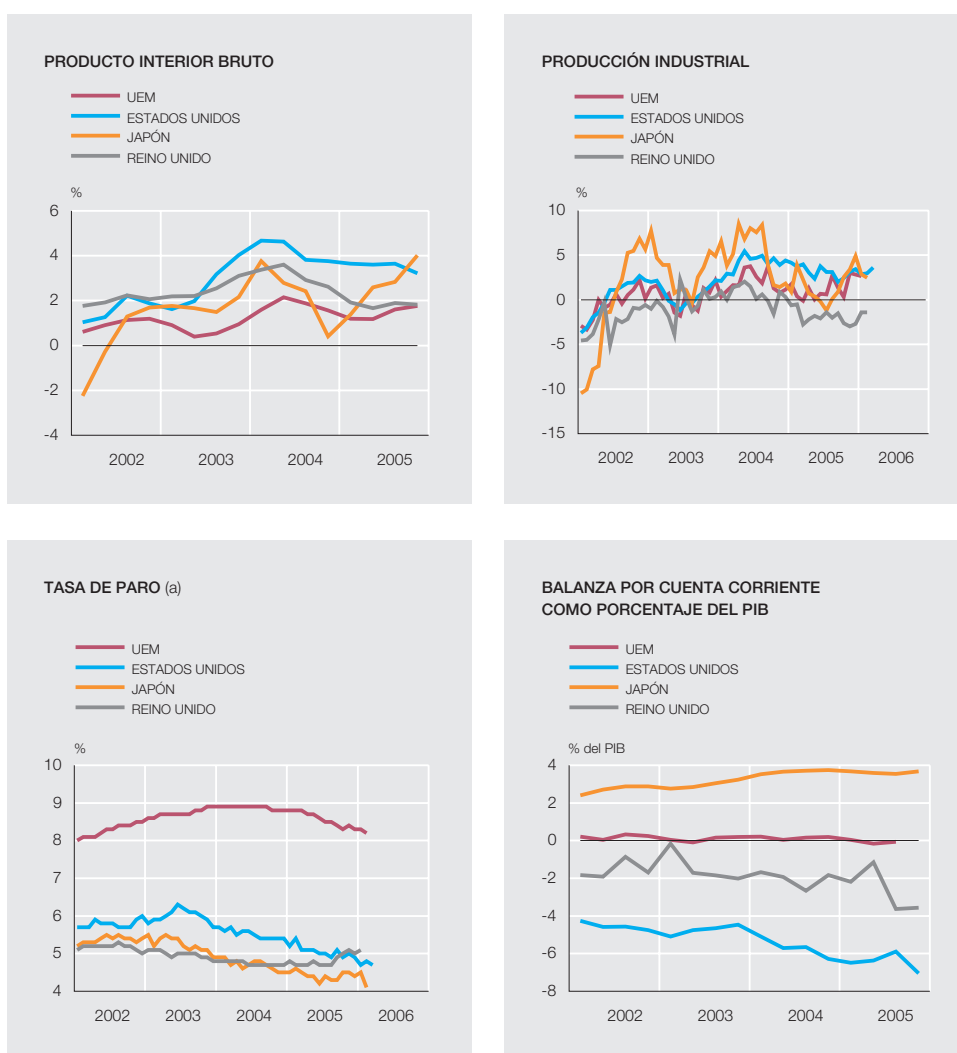
## 2 Entorno exterior del área del euro

Entre enero y abril de este año, los rasgos más destacables de la evolución económica y financiera en el entorno exterior del área del euro fueron el aumento del precio del petróleo, el comportamiento favorable de los mercados financieros —a pesar del encarecimiento del crudo y del moderado aumento de los tipos de interés a largo plazo— y la continuación en la retirada del estímulo monetario en Estados Unidos, así como el previsible inicio de una tendencia del mismo signo en Japón.

El repunte del precio del petróleo —en torno al 28% desde principios de año— llevó su cotización hasta nuevos máximos históricos en abril, al superar los 73 dólares por barril de crudo *Brent*. En los últimos meses, estos movimientos al alza han estado condicionados por problemas de oferta y por la inestabilidad geopolítica en Oriente Medio y en Nigeria, en un contexto de continuada estrechez en la capacidad excedente de producción y refino de crudo. Los futuros a largo plazo siguieron de cerca este movimiento de los precios al contado, de forma que la curva de futuros continuó mostrando precios similares o superiores al precio de contado para un horizonte de hasta dos años. Este aumento del precio del crudo estuvo acompañado por fuertes subidas en los precios de otras materias primas, especialmente metales industriales y preciosos, que en muchos casos se situaron en niveles no alcanzados desde hace 20 o 25 años.

El aumento del precio del petróleo no pareció, sin embargo, tener un efecto significativo sobre los mercados financieros. Así, se mantuvo la senda de incremento de los tipos oficiales en Estados Unidos, con sendos aumentos de 25 pb en las dos reuniones de la Reserva Federal durante el primer cuatrimestre, lo que llevó el objetivo de los fondos federales hasta el 4,75%. En la segunda quincena de abril los mercados descontaron una subida adicional de 25 pb, que elevaría el objetivo de los fondos federales hasta el 5% en mayo. En este contexto se produjeron también aumentos de los tipos de interés a corto y a largo plazo en Estados Unidos, con lo que, en abril, la rentabilidad de los bonos a diez años superó el 5% y la pendiente de la curva de rendimientos regresó a niveles positivos. También en Japón los tipos de interés a largo plazo siguieron una trayectoria al alza, situándose en el 2%, el nivel máximo desde el año 2000. En los mercados cambiarios el dólar fluctuó con respecto al yen y al euro en un rango relativamente estrecho, aunque tendió a depreciarse frente a ambos en abril, a pesar del incremento del diferencial de tipos de interés a corto plazo frente al área del euro. Por otra parte, los diferenciales de los bonos corporativos apenas variaron y las principales bolsas registraron pequeñas ganancias, destacando la reacción positiva del índice *Nikkei* al cambio en la instrumentación de la política monetaria de Japón. Por su parte, los mercados financieros emergentes volvieron a tener un comportamiento favorable, a excepción de un ligero período de volatilidad en la primera quincena de marzo. Las bolsas de esas áreas registraron subidas y las primas de riesgo soberano continuaron, en general, disminuyendo moderadamente, mientras que los tipos de cambio mostraron señales mixtas.

En *Estados Unidos* la actividad recuperó un pulso más dinámico en el primer trimestre de 2006, tras la ralentización experimentada en el trimestre anterior —cuando la economía creció en tasa trimestral anualizada un 1,7%, según la revisión final de la contabilidad nacional—. Así, las encuestas de directores de compras (ISM, en sus siglas en inglés) de manufacturas y servicios indicaron una dinámica expansión, pese a cierta debilidad en los pedidos de bienes duraderos y otras manufacturas en febrero. Por otra parte, los indicadores de renta disponible, consumo personal y ventas al por menor mostraron un tono positivo en enero y febrero,

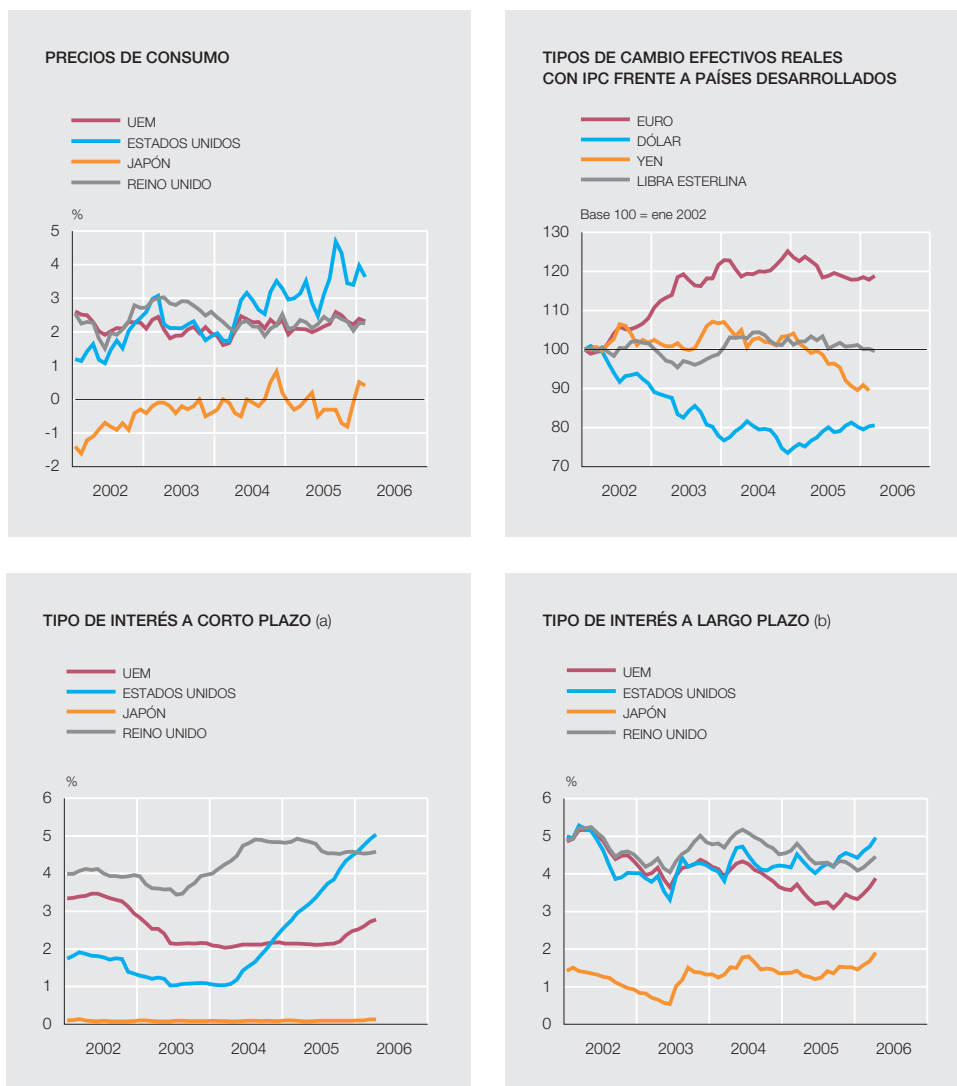


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

y las encuestas de confianza de marzo confirmaron la prolongación de un notable empuje en el consumo a lo largo del primer trimestre del año. Esta expansión del consumo también se vio favorecida por el comportamiento del mercado laboral, pues se redujo la tasa de desempleo en una décima, hasta el 4,7% en marzo, y las solicitudes de prestaciones por desempleo se mantuvieron en niveles reducidos. El crecimiento de los precios de consumo en el trimestre fue moderado y, aunque en marzo repuntaron algo más de lo esperado, las tasas interanuales siguen en niveles contenidos (del 3,4% y de 2,1% en el índice general y en el subyacente, respectivamente). En cuanto al sector exterior, el déficit comercial registró un nuevo máximo histórico en enero y solo una ligera corrección en febrero, aunque desde principios de año se apreció un mayor dinamismo de las exportaciones.

En *Japón* la actividad en el primer trimestre de 2006 mantuvo un comportamiento positivo. El sector industrial confirmó un gran dinamismo, tanto por la favorable evolución de la producción en febrero como por la de la encuesta *Tankan* de confianza del primer trimestre, al tiempo que los pedidos de maquinaria anticiparon un ritmo vigoroso de expansión de la inversión. Por el contrario, las ventas al por menor registraron un leve avance, a pesar de que la confian-



FUENTE: Banco de España.

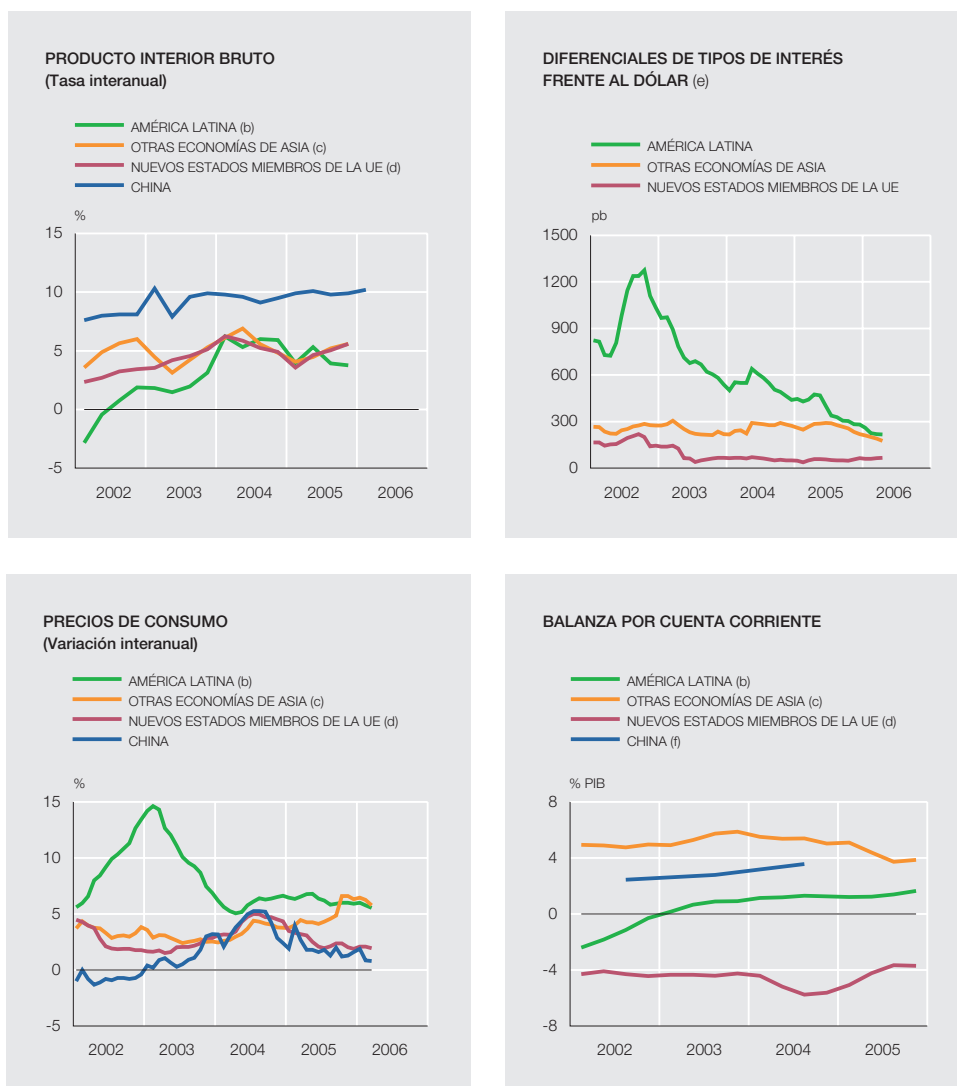
- a. Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.
- b. Rendimientos de la deuda pública a diez años.

za de los consumidores se situó en niveles máximos de los últimos quince años. El mercado laboral continuó mostrando una notable fortaleza y en febrero la expansión del empleo permitió recortar la tasa de paro cuatro décimas, hasta el 4,1% de la población activa, al tiempo que la remuneración nominal de los asalariados repuntó con respecto a enero. También en febrero se amplió el superávit por cuenta corriente, al recuperar las exportaciones el impulso perdido en enero. Por su parte, las importaciones siguieron mostrando un gran dinamismo, por el fuerte tirón de la demanda interna. Con respecto a los precios, parecen consolidarse las perspectivas de una salida permanente de la deflación, al crecer los precios de consumo en febrero por segundo mes consecutivo —un 0,4% interanual— y mantenerse la inflación subyacente en tasas positivas por cuarto mes consecutivo —0,5% interanual en febrero—. El Banco de Japón empezó a reducir gradualmente la liquidez en marzo, de forma coherente con el anunciado cambio en la instrumentación de su política monetaria.

En el *Reino Unido* el PIB final del cuarto trimestre de 2005 creció un 1,8% interanual, lo que confirmó la fuerte desaceleración económica en el conjunto del año, por la atonía del consumo privado.

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

GRÁFICO 7



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- a. El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.  
 b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.  
 c. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.  
 d. Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Letonia y Lituania.  
 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 a China.  
 f. Datos anuales.

Pese a que mejoró la contribución de la demanda exterior en 2005, el déficit por cuenta corriente del cuarto trimestre fue superior al previsto, llegando a un 3,6% del PIB. La mayoría de los indicadores recientes dan señales de debilidad en el consumo, a lo que se añade la contracción de la producción industrial y de las manufacturas en febrero, junto con un retroceso en marzo de las encuestas de directores de compras. A pesar de esta evolución, los precios de la vivienda prosiguieron una senda moderadamente ascendente. Por su parte, los precios de consumo se desaceleraron en marzo, pasando su avance interanual del 2% al 1,8% (dos décimas inferior al objetivo central del Banco de Inglaterra). En el mercado laboral, aumentó el empleo en febrero, aunque la tasa de paro se elevó una décima, hasta el 5,1%. También en febrero volvió a ampliarse el déficit exterior de bienes y servicios, hasta 4,8 mm de libras esterlinas, frente a los 3,8 mm de enero.

En los *nuevos Estados miembros de la UE*, el PIB se aceleró en el cuarto trimestre de 2005 en casi todos los países, registrando, en promedio, una tasa del 5,4% interanual, superior al 4,9% del trimestre anterior, gracias al mayor dinamismo de la demanda interna, que compensó la menor aportación del sector exterior. En el conjunto de 2005 se mantuvo un notable crecimiento promedio (4,5%), algo inferior al 5,3% de 2004, por la desaceleración de la economía polaca, la de mayor peso en la región. Los indicadores del primer trimestre de 2006 mantienen un tono positivo. La inflación siguió evolucionando de forma dispar en los últimos meses, situándose en marzo entre el 0,4% interanual de Polonia y el 6,5% de Letonia. Los tipos de interés oficiales se redujeron en Polonia hasta el 4%, mientras que aumentaron en Eslovaquia y se mantuvieron estables en el resto de países. Los objetivos fiscales de 2005 se cumplieron en casi todos los países, con la excepción de Hungría, donde el déficit público superó el 6% del PIB. Los déficits por cuenta corriente también evolucionaron de forma diversa en 2005. Aunque el déficit promedio de la región se redujo desde el 5,3% al 3,5% en 2005, por el favorable comportamiento de Polonia, es destacable que en siete de los diez nuevos miembros los déficits fueron superiores al 5% del PIB.

En *Asia* cabe señalar el elevado dinamismo de la economía china en el primer trimestre de 2006, en el que el PIB creció un 10,2% interanual, tres décimas más que en el anterior. A lo largo del trimestre destacó el volumen de reservas exteriores acumuladas por el banco central chino, cuyo saldo (875,1 mm de dólares en marzo) superó al de Japón, lo que sitúa a China en el primer puesto mundial por acumulación de reservas. Se produjo también, en los primeros meses de 2006, una ligera aceleración de la apreciación del renminbi respecto al dólar —un 0,7% acumulado entre enero y abril—. Se recuperó el dinamismo del sector exportador en marzo, lo que se reflejó en un elevado superávit comercial, que ascendió a 23,2 mm de dólares en el primer trimestre de 2006. Los flujos de entrada de inversión extranjera directa volvieron a crecer en los tres primeros meses del año, tras el estancamiento desde el segundo semestre de 2005. Por otra parte, la inflación medida por el IPC se moderó en marzo hasta el 0,8% interanual, tendencia que fue acompañada por los precios de producción. El resto de indicadores de actividad (producción industrial, inversión en activos fijos y las ventas al por menor) mantuvieron un ritmo de crecimiento ligeramente más vigoroso que en el cuarto trimestre. En India la actividad económica se moderó levemente en el cuarto trimestre de 2005 (del 8% al 7,6% interanual), tras varios trimestres de fuerte crecimiento, si bien cerró el año con una expansión del 8%, superior al 7,4% de 2004. La mayoría del resto de países del sudeste asiático mantuvo una fuerte expansión de la actividad económica durante el primer trimestre de 2006.

En *América Latina*, el ejercicio 2005 concluyó con un crecimiento del 4,3% interanual —cifra notable, pero bastante inferior al 5,8% del extraordinario año precedente—, debido a una cierta moderación de la actividad en la parte final del año. El favorable comportamiento de los mercados financieros facilitó tomar medidas encaminadas a reducir la exposición a la deuda externa. De este modo, Brasil y Chile anunciaron una nueva legislación para favorecer la entrada de inversores extranjeros en los mercados locales de deuda, Uruguay pagó anticipadamente la cuota del préstamo del FMI correspondiente a 2006, y Venezuela y Brasil recompraron sus bonos *Brady* remanentes. En el ámbito de los precios, la moderación de las tasas de inflación en México y Brasil permitió proseguir con la disminución de los tipos de interés, aunque en el primer caso el margen para nuevas reducciones ya es reducido. En contraste, en Argentina las presiones al alza de los precios siguieron siendo notables, aunque en el primer trimestre de 2006 se observó una cierta estabilización de la tasa interanual de inflación (en torno al 12%), evolución en parte favorecida por las medidas administrativas para limitar las subidas de precios.

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

La información disponible acerca de la evolución económica en el área del euro en los primeros meses de 2006 apunta a la consolidación de un escenario de recuperación, apoyado en el vigor de la actividad mundial y en el fortalecimiento progresivo de la demanda interna, en particular de la inversión privada. No obstante, subsisten riesgos a la baja derivados de la trayectoria incierta del consumo y el empleo, y, sobre todo, de la persistencia de elevados precios del petróleo. La relevancia de este último factor de riesgo se ha visto subrayada por el considerable repunte en abril de la cotización del crudo hasta niveles superiores a los 70 dólares por barril.

Por su parte, la evolución de los precios en el primer trimestre de 2006 ha aportado pocas novedades en lo que se refiere a la evaluación de las presiones inflacionistas subyacentes, que permanecen relativamente contenidas. La tasa de crecimiento del IAPC, que se mantuvo en niveles ligeramente superiores al objetivo de medio plazo de estabilidad de precios, continuó reflejando a través de su componente energético las fluctuaciones en la evolución de los precios del crudo, al mismo tiempo que los precios de los componentes menos volátiles del índice mantuvieron un ritmo de aumento moderado y estable. Con todo, la creciente percepción —que los acontecimientos más recientes no hacen sino confirmar— de que el encarecimiento del petróleo no es un fenómeno transitorio tiende a incrementar los riesgos de que las alzas de los costes de producción terminen trasladándose a los precios del conjunto de los sectores y se interrumpa la moderación salarial, especialmente si el mercado de trabajo se recupera. En su conjunto, la información coyuntural del primer trimestre tiende a confirmar un escenario central en el que persisten riesgos moderadamente al alza para la estabilidad de precios en un entorno de fortalecimiento progresivo de la actividad económica en el área.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió dar un nuevo paso en la retirada del tono expansivo de la política monetaria con el fin de asegurar que las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanezcan ancladas, y elevó, a comienzos de marzo, los tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos, hasta el 2,5%. Esta subida acababa con un período prolongado de tipos reales a corto negativos, si bien el tono de la política monetaria continúa siendo claramente acomodaticio y favorable a la expansión de la demanda interna, cuyo dinamismo no está plenamente consolidado.

Por lo que respecta a las políticas fiscales, el déficit público agregado del área se situó, según datos provisionales, en el 2,4% del PIB. Esta cifra es una décima más desfavorable que la que resulta de agregar los objetivos que los Estados miembros se habían fijado en sus Programas de Estabilidad al inicio del ejercicio. Sin embargo, el déficit observado fue inferior en medio punto porcentual al previsto por la Comisión Europea en otoño, lo que se debió, en parte, a la mejora de la situación económica. Por lo que respecta a los planes presupuestarios futuros, los países en situación de déficit excesivo han proyectado en sus programas de estabilidad más recientes —los primeros presentados tras la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento— sendas de ajuste que resultan, en líneas generales, coherentes con el requisito de que se produzca una mejora anual del saldo estructural igual o superior al 0,5% del PIB y con la observancia de los plazos establecidos en los respectivos procedimientos de déficit excesivo. No obstante, en ocasiones, los objetivos trazados pueden adolecer de un cierto voluntarismo, que se refleja en la escasa definición de las medidas que permitirían alcanzarlos.

	2004		2005				2006	
	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR (a)	II TR (b)
<b>PIB</b>								
Crecimiento interanual	1,9	1,6	1,2	1,2	1,6	1,8		
Crecimiento intertrimestral	0,3	0,2	0,3	0,4	0,7	0,3		
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,4; 0,8)	(0,3; 0,8)
IPI (d)	2,5	1,1	0,8	0,7	1,5	2,1	2,6	
Sentimiento económico	100,2	100,5	98,7	96,1	97,7	100,1	102,6	
Confianza industrial	-3,7	-3,7	-6,7	-10,3	-7,7	-6,0	-2,3	
PMI manufacturas	53,9	51,4	51,4	49,3	51,0	53,0	54,7	
Confianza servicios	11,3	11,3	10,7	9,0	11,0	13,7	14,7	
PMI servicios	54,4	52,9	53,1	53,1	53,8	55,6	57,8	
Tasa de paro	8,9	8,8	8,8	8,7	8,5	8,4	8,2	
Confianza consumidores	-14,0	-13,0	-13,3	-14,3	-14,7	-12,3	-10,7	
IAPC (d) (e)	2,1	2,4	2,1	2,1	2,6	2,2	2,2	
IPRI (d) (e)	3,3	3,6	4,2	4,0	4,4	4,7	5,4	
Precio del petróleo en \$ (e)	43,3	39,7	53,3	54,0	62,6	56,5	61,6	69,5
Préstamos al sector privado (d) (e)	6,5	7,2	7,6	9,2	9,7	10,4	10,8	
Rendimiento bonos a diez años UEM	4,2	3,8	3,7	3,4	3,3	3,4	3,6	4,0
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,14	0,36	0,67	0,80	0,98	1,12	1,06	1,02
Tipo de cambio dólar/euro (e)	1,241	1,362	1,296	1,209	1,204	1,180	1,210	1,232
Apreciación / Depreciación del euro (e)	-1,7	7,8	-4,8	-11,2	-11,6	-13,4	2,6	4,4
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	1,5	9,9	4,3	8,9	17,7	23,0	10,3	11,6

FUENTES: Eurostat, BCE y Banco de España.

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

b. Información disponible hasta el día 21 de abril de 2006.

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.

### 3.1 Evolución económica

Según la Contabilidad Nacional de la UEM referida al cuarto trimestre de 2005, el PIB del área del euro creció un 0,3% en términos intertrimestrales, cuatro décimas de punto porcentual menos que en el trimestre previo (véase cuadro 1). Este débil ritmo de avance refleja, en buena parte, factores técnicos tales como el ajuste incompleto de efectos-calendario o complicaciones en la corrección de la estacionalidad en algunos países. Así, la tasa interanual, que recoge la evolución más tendencial del crecimiento económico, se incrementó en dos décimas, hasta el 1,8%, respecto a la registrada en el tercer trimestre.

La ralentización del producto respecto al trimestre anterior obedeció en su mayor parte al menor dinamismo de todos los componentes de la demanda interna, excluidas las existencias. Así, el consumo privado creció un 0,1%, el consumo público no varió y la contracción de la inversión en equipo solo fue parcialmente compensada por el mayor impulso de la construcción, de manera que la formación bruta de capital fijo disminuyó su ritmo de avance (véase recuadro 1). Asimismo, la demanda exterior detrajo 0,2 pp al aumento del producto, tras haber registrado una aportación nula en el trimestre precedente, como consecuencia de la intensa desaceleración de las exportaciones, contrarrestada solo en parte por la que experimentaron las importaciones. Por último, la variación de existencias aportó 0,4 puntos al crecimiento del PIB, tras una contribución nula en el tercer trimestre (véase gráfico 8).

El detalle de la Contabilidad Nacional por países muestra que la desaceleración del producto del cuarto trimestre se concentró en los tres mayores países del área. En Alemania e Italia, cuyos PIB registraron una tasa intertrimestral nula, la demanda interna sin existencias experi-



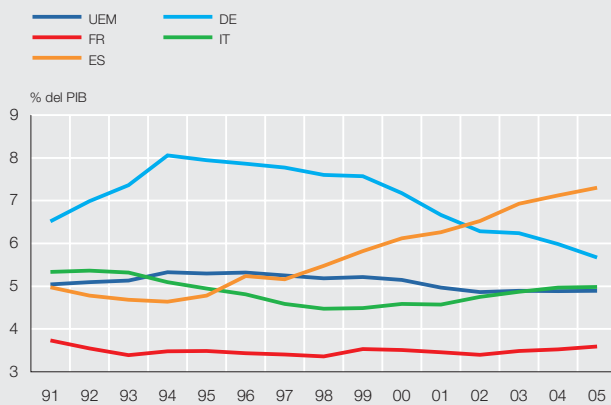
La inversión residencial es el agregado macroeconómico que comprende la adquisición de vivienda por parte de los hogares —tanto la que se destina al uso propio como la que se adquiere como inversión— y que, junto con la compra de inmuebles por las empresas y la inversión pública en infraestructuras, compone la inversión en construcción, parte fundamental de la formación bruta de capital fijo. Como se observa en el gráfico 1, a partir del máximo alcanzado por la inversión residencial como porcentaje del PIB del área en el período 1994-1996, este componente de la demanda ha experimentado una pérdida de peso relativo, especialmente desde el comienzo de la UEM.

En los gráficos 1 y 2 se observa cómo el peso de la inversión residencial en el PIB en el conjunto de la UEM se situó, en 2005, ligeramente por debajo del valor que registraba a comienzos de los años noventa (5%). No obstante, la importancia relativa de la inversión residencial es muy distinta entre los países del área del euro, oscilando su peso en el PIB entre un valor inferior al 4% en Francia y uno superior al 7% en España. Además, hay grandes diferencias en su evolución en los últimos quince años: así, en un primer grupo, formado por Francia, Italia, Holanda, Finlandia y Grecia, la inversión residencial en porcentaje del PIB se ha mantenido estable alrededor de su prome-

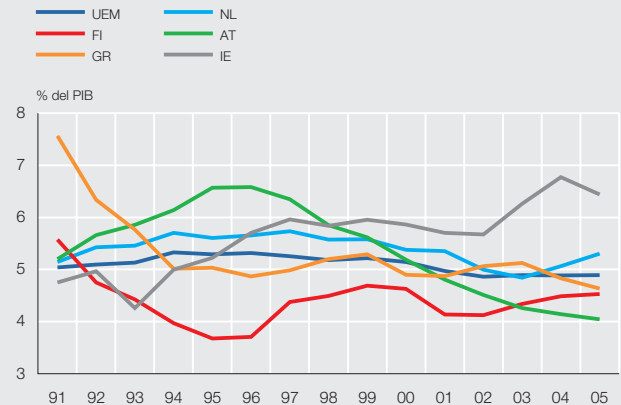
dio de largo plazo, con oscilaciones de diversa magnitud. A su vez, en Alemania y Austria, la relevancia de la inversión residencial ha ido disminuyendo paulatinamente, tras el auge que mostró a principios de la década de los noventa, mientras que la situación contraria se ha registrado en España e Irlanda, donde ha ganado importancia progresivamente.

Centrando el análisis en el período más reciente —desde el inicio de la Unión Monetaria hasta 2005—, los gráficos 3 y 4 recogen la evolución de los principales determinantes de la inversión residencial para la mayor parte de los países de la UEM, esto es, la renta disponible real de los hogares, el crecimiento de la población y el coste de uso de la vivienda —variable que a su vez depende positivamente de los tipos de interés, y negativamente de las variaciones del precio de la vivienda—. Por lo que se refiere tanto a la renta disponible, que sería una medida de la capacidad de compra de las familias, como a la población, cuyo crecimiento en determinados grupos de edad suele llevar aparejada una mayor demanda de vivienda asociada a la formación de hogares, parece observarse una relación positiva entre sus variaciones y la de la inversión residencial. También se aprecia, en la mayoría de los países, una relación estrecha, desde 1999, entre la inver-

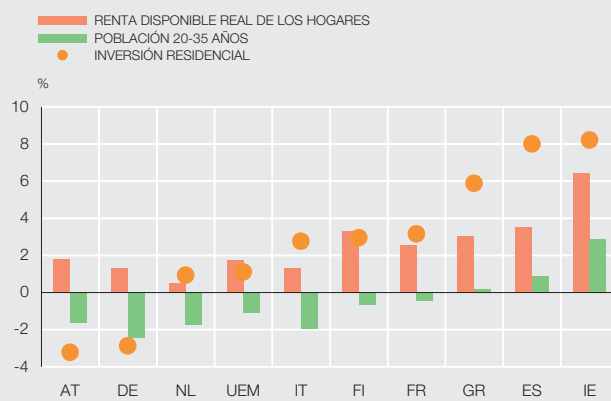
1. INVERSIÓN RESIDENCIAL



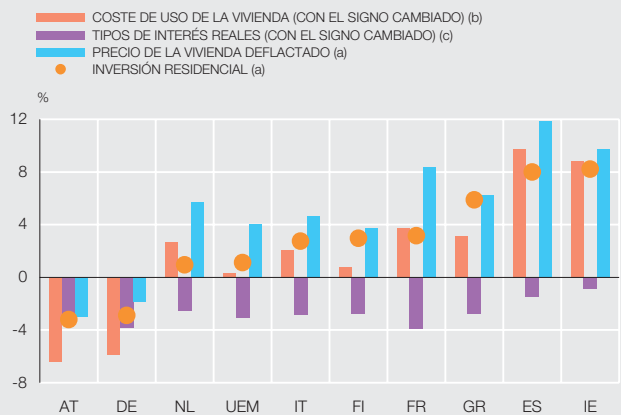
2. INVERSIÓN RESIDENCIAL



3. DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN RESIDENCIAL (a)



4. DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN RESIDENCIAL



FUENTES: BCE y Eurostat.

- a. Variación media anual entre 1999 y 2005, excepto para el precio de la vivienda (1999-2004).
- b. Promedio 1999-2004.
- c. Promedio 1999-2005.

sión residencial y el coste de uso de la vivienda. Esta última variable ha mostrado una evolución muy diversa entre países, lo que se ha debido, fundamentalmente, al distinto comportamiento del precio de la vivienda, puesto que los tipos de interés reales de los préstamos hipotecarios se han mantenido en niveles relativamente similares en los diferentes países, con las excepciones de España e Irlanda, donde han sido más bajos. Esto ha sido consecuencia, sobre todo, de la existencia, en estos países, de unas tasas de inflación más elevadas, pero también del mayor peso relativo de los créditos con tipo de interés variable referenciado a las rentabilidades del mercado interbancario, las cuales, en el período considerado, se han mantenido por debajo de las de la deuda a largo plazo.

Mención aparte merece el caso de Alemania, donde la inversión residencial ha experimentado una tasa de variación media en el período 1999-2005 del -2,7%, como resultado de la desfavorable evolución de sus factores determinantes y, también, del proceso de corrección del exceso de inversión que tuvo lugar en dicho país en la primera

mitad de los noventa y que viene lastrando el crecimiento de esa variable —y, en general, de la inversión en construcción— desde mediados de dicha década. De hecho, el ritmo de avance medio en el período analizado de la inversión residencial en la UEM, excluyendo Alemania, habría sido del 3,7%, muy superior al crecimiento del 1,3% observado en el conjunto del área.

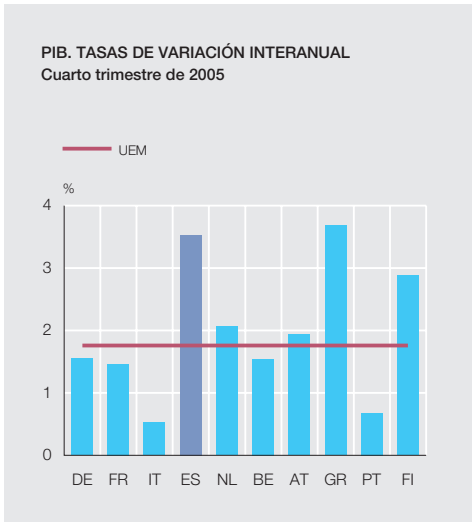
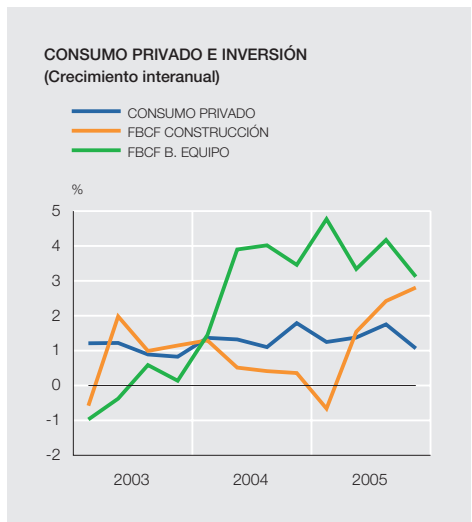
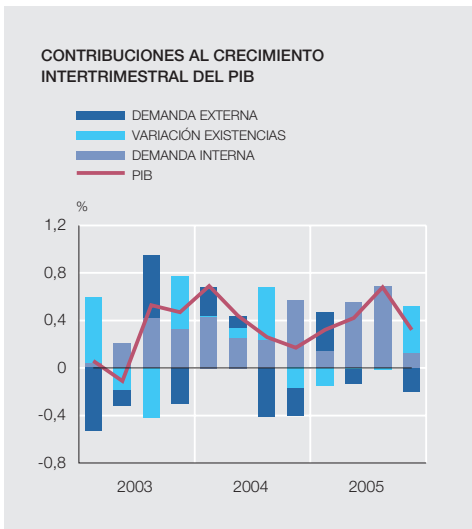
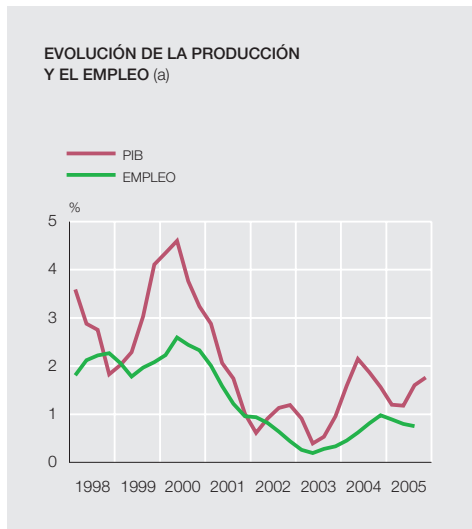
Por lo que respecta a las perspectivas futuras, los indicadores más recientes parecen mostrar que se ha detenido el proceso de deterioro de la inversión residencial en Alemania, por lo que es previsible que esto repercuta en una evolución más favorable de esta variable en el conjunto del área, que se vería reforzada por la mejora de la renta disponible de las familias, en un contexto de mayor crecimiento de la actividad y el empleo. No obstante, también cabe esperar una moderación de su ritmo de crecimiento en aquellos países que han experimentado, en los últimos años, incrementos del precio de la vivienda muy elevados, en la medida en que dichos aumentos se vayan suavizando.

mentó un notable retroceso, mientras que en Francia, donde creció un 0,4%, mantuvo su fortaleza. Por lo que se refiere al saldo neto exterior, su aportación al producto mostró un empeoramiento considerable en Alemania y Francia y una ligera mejora en Italia. En España, Bélgica y Austria, sin embargo, el PIB creció a un mayor ritmo que en el tercer trimestre, mientras que en Holanda mantuvo su ritmo de crecimiento.

Por ramas de producción, la pérdida de impulso fue compartida, aunque con desigual intensidad, por todos los sectores, excepto la construcción, cuyo valor añadido se aceleró siete décimas de punto, hasta un 1%. En el mercado de trabajo se mantuvo un ritmo débil de creación de empleo, de manera que la tasa interanual se situó en el 0,8%, por lo que la variación de la productividad aparente del trabajo se mantuvo relativamente estable, ligeramente por debajo del 1%. Desde el punto de vista de la formación de los precios interiores, en el cuarto trimestre de 2005 los costes laborales unitarios crecieron por debajo del deflactor del PIB, lo que supuso una nueva ampliación de los márgenes empresariales (véase gráfico 10).

En el conjunto de 2005, el PIB creció un 1,4%, cuatro décimas menos que en 2004. El menor dinamismo del producto se debió a la reducción de las aportaciones del saldo neto exterior y de la variación de existencias, mientras que la contribución de la demanda interna aumentó ligeramente. Ello fue el resultado del incremento en el ritmo de avance de la formación bruta de capital fijo y del consumo público, mientras que el gasto en consumo de las familias se expandió a la misma tasa que el año anterior, al 1,4%. El sector exterior detrajo dos décimas de punto porcentual del crecimiento del PIB, dado que la desaceleración de las exportaciones fue superior a la de las importaciones.

La evolución de los indicadores más recientes denota, en su conjunto, un repunte del ritmo de expansión del PIB en el primer trimestre de 2006. Por lo que se refiere a los indicadores de oferta, el índice de producción industrial (excluida la construcción) se incrementó —según datos provisionales— cerca de un 1% en enero y febrero con respecto a la media del cuarto trimestre de 2005, lo que supuso una tasa de variación interanual ligeramente superior al 3%.

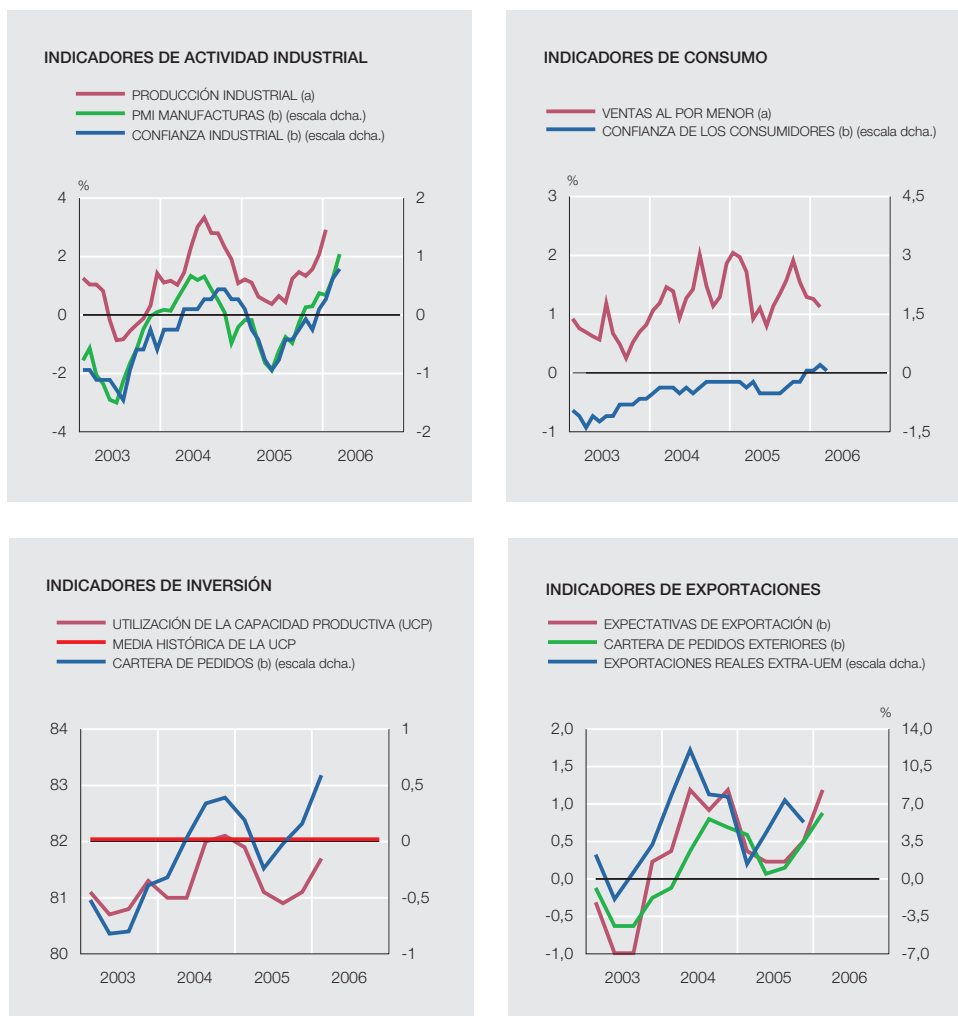


FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Tasas de variación interanual.

Por su parte, los indicadores cualitativos procedentes de las encuestas de opinión evolucionaron muy positivamente en el primer trimestre del año. En particular, los índices de confianza industrial y de la construcción de la Comisión Europea mejoraron netamente, y el índice de gestores de compras de la industria manufacturera elaborado por Reuters se situó en registros claramente superiores a 50, coherentes con una expansión de la actividad (véase gráfico 9). También las encuestas relativas al sector servicios proporcionaron señales favorables, si bien la de la Comisión Europea lo hizo de forma más modesta que la opinión de los directores de compras (véase cuadro 1). Finalmente, los indicadores de empleo provenientes de las encuestas de opinión aumentaron en el primer trimestre del año. El incremento fue mayor en los sectores de la industria y la construcción que en los servicios (véase gráfico 10). Por su parte, la tasa de paro alcanzó el 8,2% en febrero, dos décimas por debajo de la registrada en diciembre de 2005.

En la vertiente de la demanda, los indicadores disponibles ofrecen señales nítidas de fortalecimiento de la inversión y de las exportaciones, pero estas no resultan tan claras en relación con el consumo privado. Así, en promedio de enero y febrero, las ventas minoristas, que es el

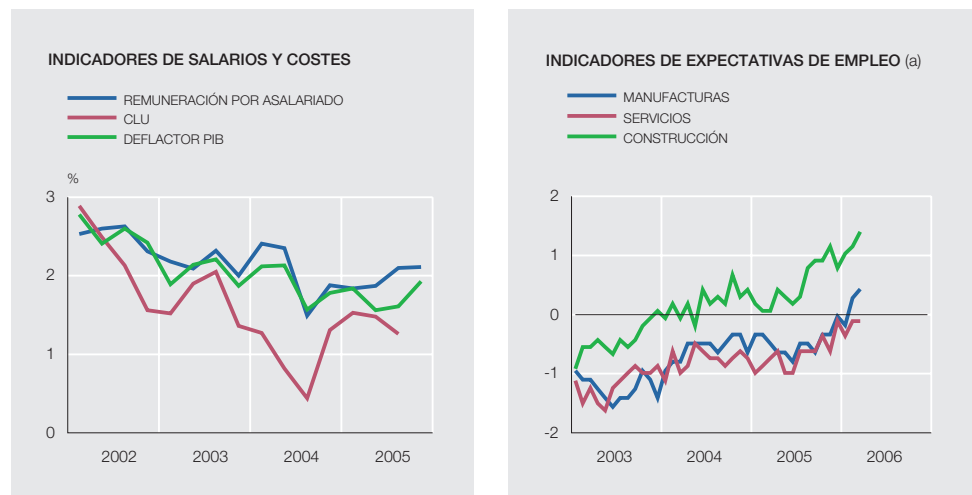


FUENTES: Eurostat y Comisión Europea.

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

indicador mensual más correlacionado con el consumo privado, crecieron a una tasa reducida, ligeramente por debajo de la registrada en el trimestre anterior. Las matriculaciones de automóviles y las encuestas de opinión relacionadas con el consumo mostraron, en cambio, una evolución más positiva. De hecho, el indicador de confianza de los consumidores se situó en el primer trimestre, por primera vez desde mediados de 2002, en línea con su media de largo plazo. En cuanto a los indicadores referidos a la inversión, la valoración de los empresarios de sus carteras de pedidos industriales y el grado de utilización de la capacidad productiva avanzaron, aunque esta última se sitúa todavía por debajo de su media de los últimos años. Por su parte, los datos de exportaciones de la balanza comercial de enero reflejaron un mayor dinamismo de las ventas al resto del mundo, y tanto el indicador trimestral de expectativas de exportación de la industria elaborado por la Comisión Europea como las opiniones sobre la evolución mensual de la cartera de pedidos procedentes del exterior aumentaron notablemente en el primer trimestre.

En su conjunto, los indicadores disponibles sobre la evolución de la actividad en la UEM en los primeros meses del año serían coherentes con un aumento de la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB, que podría situarse en el intervalo 0,4% y 0,8% que estiman la Comisión



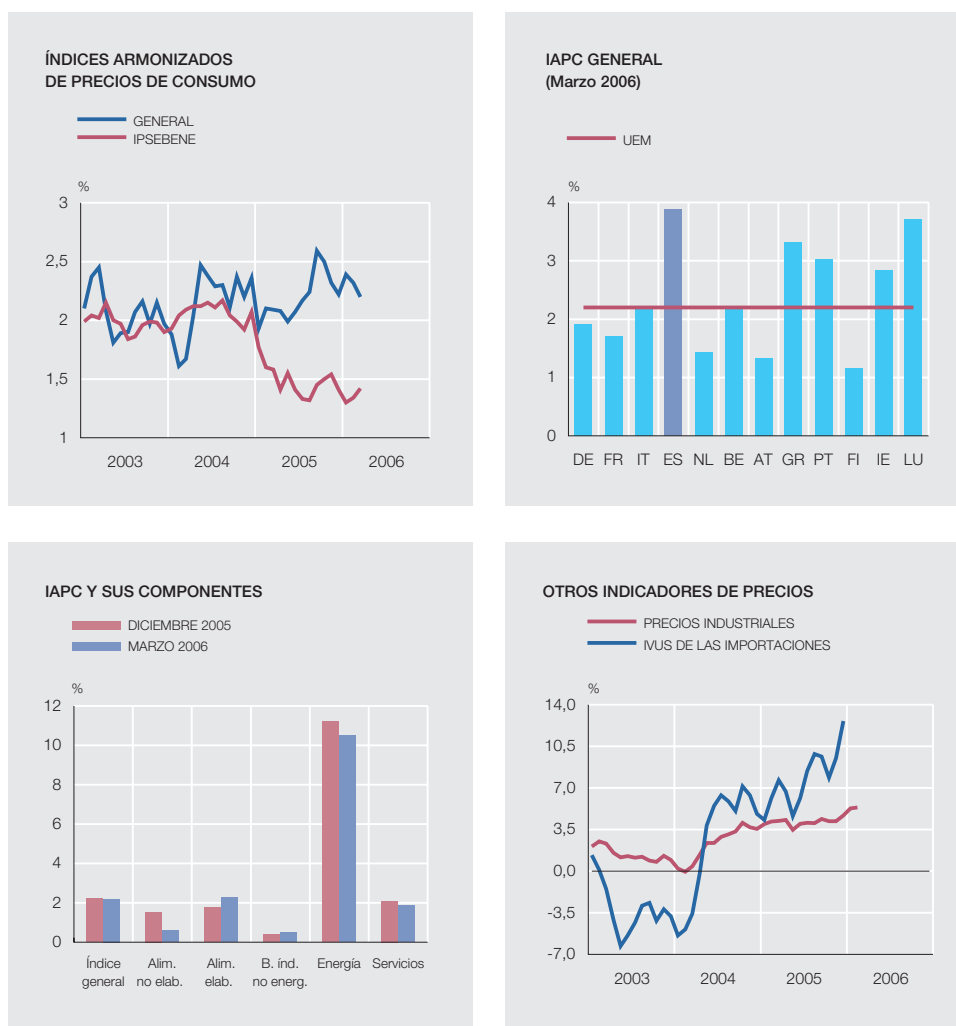
FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

Europea (véase cuadro 1) y otros analistas privados. El producto se vería impulsado por el fortalecimiento de las exportaciones y de la formación bruta de capital fijo, en un contexto de condiciones monetarias y financieras favorables, mientras que el consumo continuaría su avance a un ritmo más reducido que la inversión. La trayectoria vacilante que todavía muestran el consumo y el empleo en algunos Estados miembros representa, en el ámbito interno, la principal fuente de incertidumbre sobre el grado de fortaleza que puede exhibir la expansión económica en los próximos meses. Además, subsisten los riesgos a la baja que se han venido señalando en trimestres anteriores provenientes de la persistencia de elevados precios del petróleo y, más a medio plazo, de una potencial corrección desordenada de los desequilibrios macroeconómicos globales. El repunte en abril del precio del crudo hasta niveles superiores a los 70 dólares por barril acentúa estos riesgos.

Los indicadores de precios continuaron reflejando en el primer trimestre el impacto de los movimientos de precios de la energía, de forma que, tras el repunte experimentado en enero, se observó cierta tendencia a la moderación de la inflación hasta los niveles registrados a finales de 2005. Así, el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) aumentó en marzo el 2,2% en términos interanuales, igual que en diciembre, lo que fue el resultado de una desaceleración de los precios de la energía, los alimentos no elaborados y, en menor medida, los servicios (véase gráfico 10), que contrarrestó el repunte de los precios de los alimentos elaborados. La inflación subyacente, medida en términos de la evolución del IPSEBENE, que excluye los alimentos no elaborados y la energía, permaneció estable, y se situó en marzo en el 1,4%. Por países, respecto al final del trimestre anterior, la inflación se redujo ligeramente en Alemania y Francia, así como, en mayor medida, en Holanda y Bélgica, mientras que se produjeron incrementos leves de la tasa de variación de los precios en España e Italia. Por su parte, en febrero, el aumento interanual de los precios industriales fue del 5,4%, siete décimas de punto más que en diciembre. Tras este repunte se encuentra principalmente la aceleración del componente energético, aunque también se produjeron incrementos leves en los ritmos de variación de los precios de los bienes intermedios y de consumo.

Aunque las expectativas de inflación se mantienen en niveles acordes con la estabilidad de precios y no se perciben efectos de segunda ronda sobre los salarios, las tensiones en los



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

mercados del petróleo y las materias primas no energéticas han aumentado los riesgos al alza que se ciernen sobre la evolución futura de los precios. Además, el fortalecimiento de la actividad puede acentuar las presiones inflacionistas, en la medida en que estimule las demandas salariales así como la mayor traslación de los costes de producción a los precios finales.

Según los datos publicados por el BCE, el déficit de la balanza por cuenta corriente ascendió en enero de 2006 a 11,3 mm de euros, lo que contrasta con el déficit de 5,8 mm de euros registrado en el mismo mes del año pasado. Este aumento se debió fundamentalmente al deterioro de la balanza de bienes, que pasó a ser deficitaria en enero, como consecuencia de un crecimiento de las importaciones en los últimos doce meses superior al de las exportaciones. También en enero se observaron salidas netas de capital en forma de inversiones de cartera muy superiores a las entradas netas en la rúbrica de inversiones directas, así como una disminución respecto al año anterior de las entradas netas en concepto de «otra inversión», de forma que la balanza básica registró un saldo negativo de 44,4 mm de euros, de mayor cuantía que el saldo negativo de 33,6 mm de euros que se observó en enero de 2005.

Por lo que respecta a la evolución presupuestaria en la UEM, en 2005, el déficit del área podría haberse situado en un 2,4% del PIB. Por su parte, la ratio de deuda aumentó un punto, y alcan-

**ADMINISTRACIONES PÚBLICAS DEL ÁREA DEL EURO.**  
**SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)**

CUADRO 2

% del PIB					
	2003	2004	2005 (b)	2005 (c)	2006 (d)
Bélgica	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0
Alemania	-4,0	-3,7	-3,9	-3,3	-3,3
Grecia	-5,8	-6,9	-3,7	-4,5	-2,6
España	0,0	-0,1	0,2	1,1	0,9
Francia	-4,2	-3,7	-3,2	-2,9	-2,9
Irlanda	0,2	1,5	-0,4	1,0	-0,6
Italia	-3,4	-3,4	-4,3	-4,1	-3,5
Luxemburgo	0,2	-1,1	-2,3	-1,9	-1,8
Holanda	-3,1	-1,9	-1,8	-0,3	-1,5
Austria	-1,5	-1,1	-1,9	-1,5	-1,7
Portugal	-2,9	-3,2	-6,0	-6,0	-4,6
Finlandia	2,5	2,3	1,9	2,6	1,6
PRO MEMORIA: UEM					
Saldo primario	0,4	0,5	0,3		0,7
Saldo total	-3,0	-2,8	-2,9	-2,4	-2,3
Deuda pública	69,3	69,8	71,7	70,8	70,8

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

- a. En porcentaje del PIB. Déficit (-) / superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.  
 b. Previsiones de otoño de 2005 de la Comisión Europea.  
 c. Notificaciones del Procedimiento de Déficit Excesivo de primavera de 2006.  
 d. Objetivos de los programas de estabilidad.

zó en torno al 71% del PIB. Tan solo dos meses antes de que concluyera el año, la Comisión Europea estimaba, en sus previsiones de otoño, que el déficit sería 0,5 pp mayor que el observado. La mejora parece explicarse, sobre todo, por el aumento de la recaudación impositiva debido a las condiciones cíclicas más favorables, aunque también pudo contribuir el rigor en la ejecución presupuestaria en algunos países. Esta evolución supone un buen punto de partida para intensificar en 2006 el proceso de consolidación presupuestaria (véase cuadro 2).

Por países, Alemania, Grecia, Italia y Portugal registraron saldos presupuestarios negativos iguales o superiores al 3% del PIB, en tanto que, en Francia, el déficit público se redujo 0,8 pp y se situó en el 2,9%. Entre los países que incumplieron el límite establecido en el PEC, mientras que en los dos primeros se produjo una disminución del déficit, en los dos últimos tuvieron lugar sendos aumentos de 0,7 y 2,8 pp, con lo que esa variable se situó en el 4,1% y el 6% del PIB, respectivamente. No obstante, en Portugal, aproximadamente dos terceras partes del empeoramiento se corresponden con el descenso del recurso a la utilización de medidas temporales, mientras que en Italia este factor explica casi la totalidad del deterioro. De hecho, en este último caso, como el impacto de las condiciones macroeconómicas fue desfavorable, el saldo primario ajustado por el ciclo económico y neto de estas medidas experimentó una mejoría.

En lo relativo a la aplicación de los procedimientos de déficit excesivo, en Alemania la comunicación de la Comisión Europea de diciembre de 2004 exigía que se corrigiera el déficit excesivo como muy tarde en 2005. Puesto que el déficit de ese período superó el 3% del PIB, en marzo de 2006 el Consejo adoptó una Decisión bajo el artículo 104(9) del Tratado —por segunda vez tras el precedente de Grecia— en la que formula una advertencia a las autoridades alemanas para que tomen

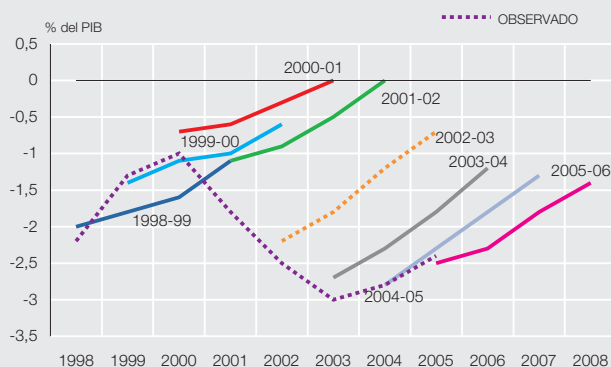
El Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) fue concebido como una piedra angular del edificio de la Unión Monetaria con el objetivo de comprometer a los Estados miembros del área con la disciplina presupuestaria. Simultáneamente, el Pacto aspiraba a permitir que la política fiscal pudiera responder, de modo flexible y dentro de ciertos límites, al ciclo económico. Sin embargo, en la práctica, la aplicación del PEC no siempre ha sido acorde a estos objetivos. En último término, las dificultades surgidas en 2003 y 2004 en el curso de los Procedimientos de Déficit Excesivo abiertos a Alemania y a Francia inspiraron la revisión del Pacto, que el Consejo Europeo ratificó finalmente en marzo del pasado año. Entre otros elementos novedosos, la reforma define objetivos de medio plazo para el saldo estructural (esto es, el saldo ajustado de ciclo y corregido de medidas temporales), que han de ser más ambiciosos para los países con crecimiento potencial más reducido y con Administraciones Públicas más endeudadas. Además, determina la senda de aproximación a esas metas para los países que aún no las han alcanzado. En concreto, el saldo

estructural deberá mejorar anualmente, por regla general, al menos en un 0,5% del PIB.

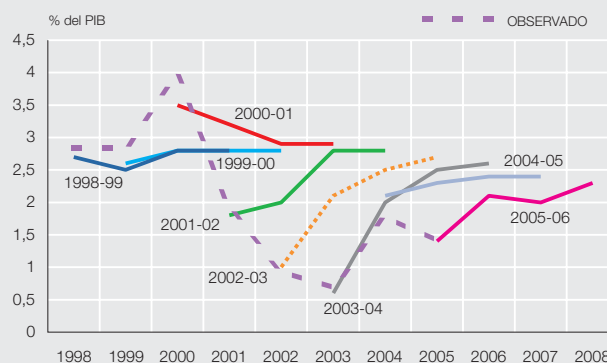
Tanto en su versión original como en la formulación revisada, el PEC exige que los Estados miembros del área presenten, en torno al final de cada año, los denominados Programas de Estabilidad, en los que describen sus objetivos presupuestarios futuros, condicionados a un determinado escenario macroeconómico subyacente. Así, desde que en el otoño de 1998-1999 fueran presentados los primeros programas, se han sucedido ocho generaciones de estos documentos.

En general, la secuencia de los programas compone una historia de incumplimientos sucesivos. Tan solo al comienzo de la Unión Monetaria se alcanzaron los objetivos marcados, si bien ello se debió exclusivamente a la contribución inesperadamente favorable del ciclo (véanse gráficos 1 y 2). Así, en el año 2000, el déficit público del área se situaba en los niveles proyectados en los programas elaborados

1. SALDO PRESUPUESTARIO PREVISTO EN LAS DISTINTAS GENERACIONES DE LOS PROGRAMAS DE ESTABILIDAD (a)



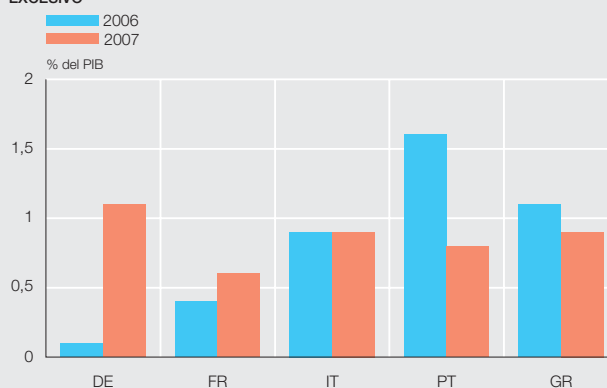
2. PIB. CRECIMIENTO REAL PREVISTO EN LAS DISTINTAS GENERACIONES DE LOS PROGRAMAS DE ESTABILIDAD (a)



3. ERRORES DE PREVISIÓN UN AÑO POR DELANTE

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 (b)
Saldo presupuestario (c)	0,5	0,1	-1,2	-1,6	-1,2	-0,2	-0,1
Crecimiento del PIB (c)	0,3	1,2	-1,3	-1,1	-1,4	-0,2	-0,9
Estimación del impacto del error de previsión del PIB sobre el saldo (d)	0,2	0,6	-0,6	-0,5	-0,7	-0,1	-0,5

4. AJUSTES DEL SALDO ESTRUCTURAL PREVISTOS EN LOS PROGRAMAS DE ESTABILIDAD MÁS RECIENTES DE LOS PAÍSES EN SITUACIÓN DE DÉFICIT EXCESIVO



FUENTES: Programas de Estabilidad y Comisión Europea.

- a. Las líneas continuas indican los objetivos de los Programas de Estabilidad presentados entre finales del año mencionado en primer lugar y comienzos del siguiente.
- b. Provisional.
- c. Diferencia entre el saldo presupuestario (o el crecimiento del PIB) observado en cada año y el proyectado un año antes en los programas de estabilidad.
- d. Aproximado como el producto entre la sensibilidad del saldo presupuestario al ciclo (estimada como 0,5 para el conjunto del área) y el error de previsión del PIB.



un año antes, a pesar de que el crecimiento económico había superado con creces las previsiones. Además, a partir de 2001, estos documentos erraron sistemáticamente al prever que la desaceleración de la actividad sería menos persistente y profunda de lo que fue en realidad, de forma que los objetivos presupuestarios sufrieron sucesivas revisiones a la baja. De este modo, en 2003, en un contexto en que el producto creció un 0,7%, el déficit público del área llegó a situarse en el 3% del PIB, lo que contrasta fuertemente con el equilibrio presupuestario que se proyectaba para ese ejercicio en los programas presentados a finales del año 2000 bajo un crecimiento económico del 2,9%. No obstante, en casi todos los períodos, el exceso de déficit con respecto a los objetivos trazados en los programas elaborados a finales del año anterior se explica solamente en parte por el error cometido en la previsión del crecimiento del PIB (véase cuadro 3). Ello indica que las políticas discrecionales expansivas también contribuyeron a que fueran vulnerados los objetivos de déficit.

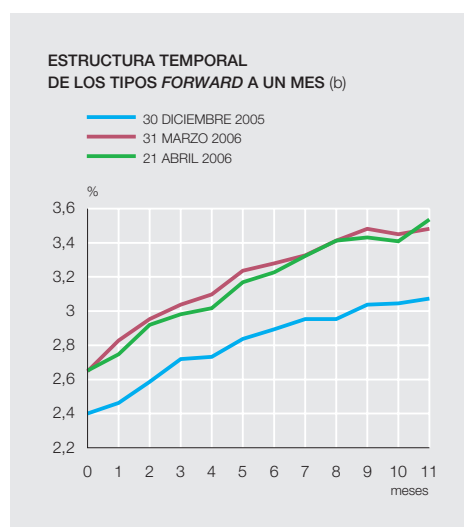
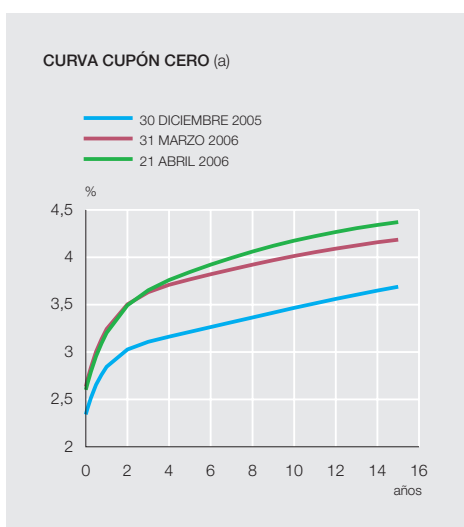
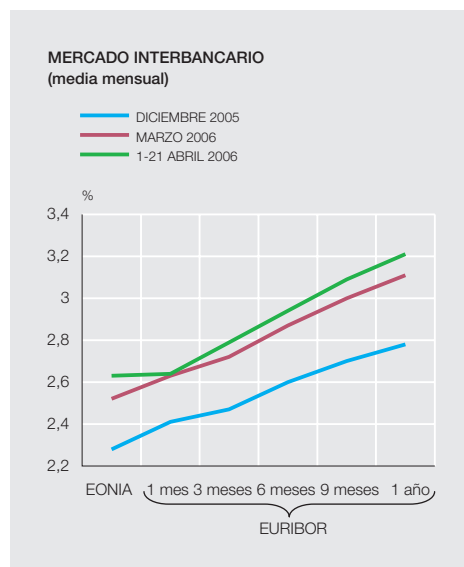
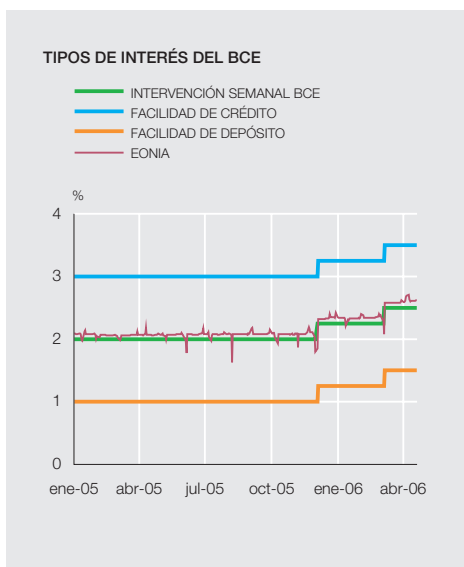
Entre finales de 2005 y principios de 2006 se presentaron los primeros programas elaborados tras la reforma del PEC. Entre los cinco países en situación de déficit excesivo, Grecia, Italia y Portugal se han fijado como meta en sus programas un ajuste del saldo estructural superior al 0,5% del PIB en cada uno de los dos próximos ejercicios, en consonancia con los nuevos requerimientos (véase gráfico 4). Por el contrario, Alemania y Francia solo cumplirían la prescripción en el promedio de ambos períodos.

Las perspectivas de que, en esta ocasión, se satisfagan los objetivos de corrección de los desequilibrios fiscales del área son quizás algo más favorables que en años recientes. En particular, junto con las novedades institucionales surgidas tras la reforma del Pacto, los objetivos presupuestarios se basan en proyecciones más realistas del crecimiento del PIB, justamente en un marco de creciente afianzamiento de la recuperación de la actividad, lo que configura un contexto más propicio para que los esfuerzos de corrección del déficit estructural anunciados sean llevados a la práctica. Además, resulta significativo que, en 2005, el déficit observado empeorara en menor magnitud que la explicada por el ciclo.

No obstante, la limitada voluntad mostrada en el pasado por numerosos Gobiernos de progresar en el camino de la consolidación fiscal constituye un mal precedente, que aconseja cautela a la hora de juzgar ex ante en qué medida se cumplirán los planes. Adicionalmente, en su evaluación de los programas de los Estados miembros en situación de déficit excesivo, la Comisión Europea ha considerado que el grado de especificación de las acciones que han de permitir alcanzar los objetivos es inadecuado, o bien que el margen por el que se aspira a satisfacer el requisito de corregir el déficit estructural en medio punto porcentual al año es muy estrecho, de modo que cualquier contratiempo podría hacer necesaria la aplicación de medidas adicionales. Por último, en varios de estos casos, los objetivos de medio plazo serían alcanzados solamente en horizontes temporales muy lejanos.

medidas para la corrección del déficit excesivo. El Consejo ha acordado que el plazo para que el déficit se sitúe por debajo de la cota del 3% del PIB acabe en 2007. Por su parte, en el caso de Italia, la Comisión ha valorado positivamente, aunque con algunas reticencias, las medidas adoptadas por las autoridades en respuesta a la recomendación efectuada bajo el artículo 104(7).

En lo que concierne a los planes presupuestarios para el 2006 y los nuevos Programas de Estabilidad, el cumplimiento de los objetivos recogidos en estos conduciría al déficit agregado del área hasta el 2,3% del PIB en 2006 y el 1,8% en 2007. Entre los países en situación de déficit excesivo, en Alemania, el saldo permanecería inalterado en 2006 y mejoraría hasta el -2,5% del PIB solamente en 2007. Las autoridades alemanas han conferido un tono neutral a la política fiscal en el presente año para no entorpecer la recuperación de la actividad y posponen la corrección del déficit excesivo hasta 2007. De acuerdo con los planes presentados, la corrección del saldo ajustado de ciclo y neto de medidas temporales del 0,5% anual exigida por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento solamente se cumplirá por término medio entre 2006 y 2007. La mayor parte de la consolidación presupuestaria recaerá en el lado de los ingresos, mediante el aumento del tipo general del IVA en 3 pp y la ampliación de las bases impositivas, contrarrestados en parte con menores cotizaciones por desempleo. El ajuste se verá apoyado, desde el lado del gasto, por una continuación de la ejecución presupuestaria rigurosa. En Francia, el Programa de Estabilidad pretende mantener el déficit por debajo del 3% del PIB, básicamente a través de la contención del gasto público. En su valoración del programa, la Comisión Europea ha manifestado la necesidad de asegurar un cumplimiento estricto de los límites de gasto establecidos para garantizar la consecución de los

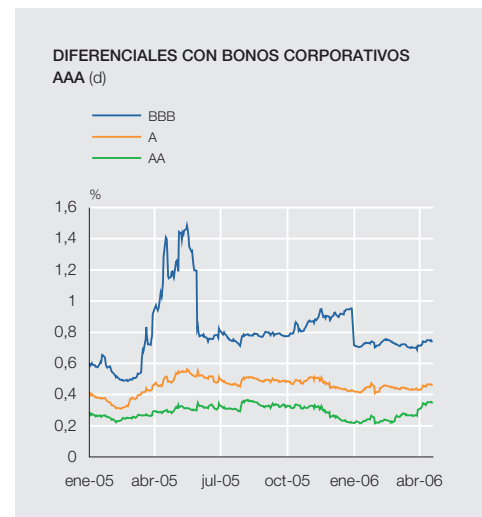
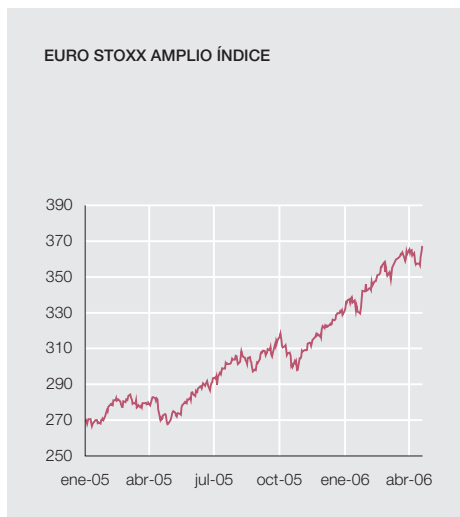
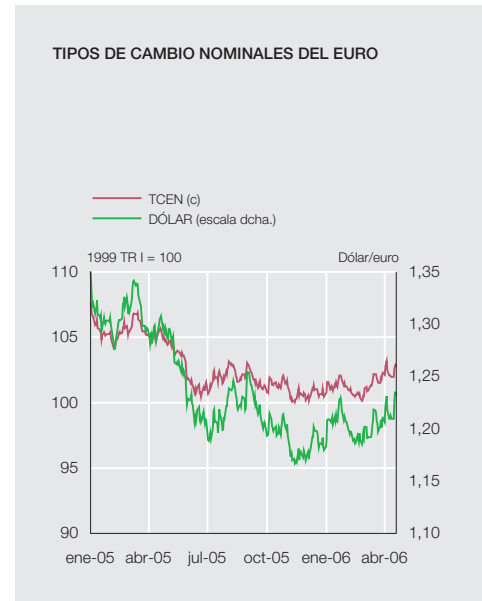
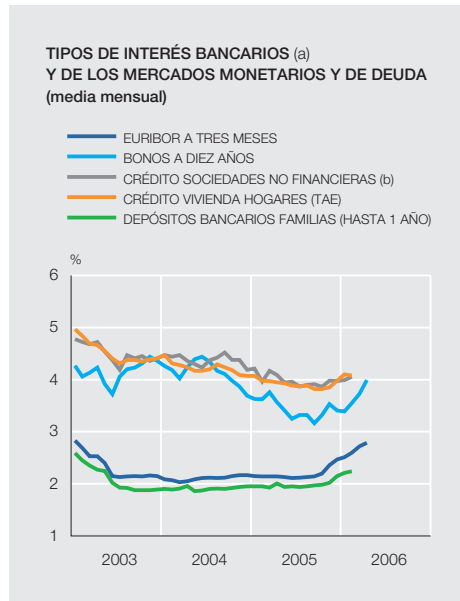


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

objetivos de déficit. En Italia, el programa de estabilidad prevé un descenso del déficit hasta el 3,5% del PIB en 2006, acompañado de una disminución adicional en el uso de medidas temporales. En la misma línea, la Comisión ha señalado la existencia de notables riesgos de que no se materialice la prevista contención del gasto. Además, más allá del presente ejercicio, las medidas para alcanzar los objetivos se describen con un grado de detalle insuficiente. En Grecia y Portugal, sus saldos se situarían por debajo del 3% del PIB dentro de los plazos fijados en los procedimientos de déficit excesivo, esto es, en 2006 y 2008, respectivamente. En general, los programas de estos 5 países no aspiran a alcanzar sus objetivos de medio plazo (en torno al equilibrio presupuestario) hasta el final de la década.

En definitiva, a pesar de que en 2005 se produjo una modesta mejoría de las finanzas públicas, la situación en muchos países continúa siendo preocupante. Además, el grado de ambición observado en los Programas de Estabilidad más recientes contrasta con la persistencia de déficit elevados. Como indica la experiencia pasada, un retraso en la consolidación fiscal en una etapa de fortalecimiento de la actividad económica origina desequilibrios muy persis-



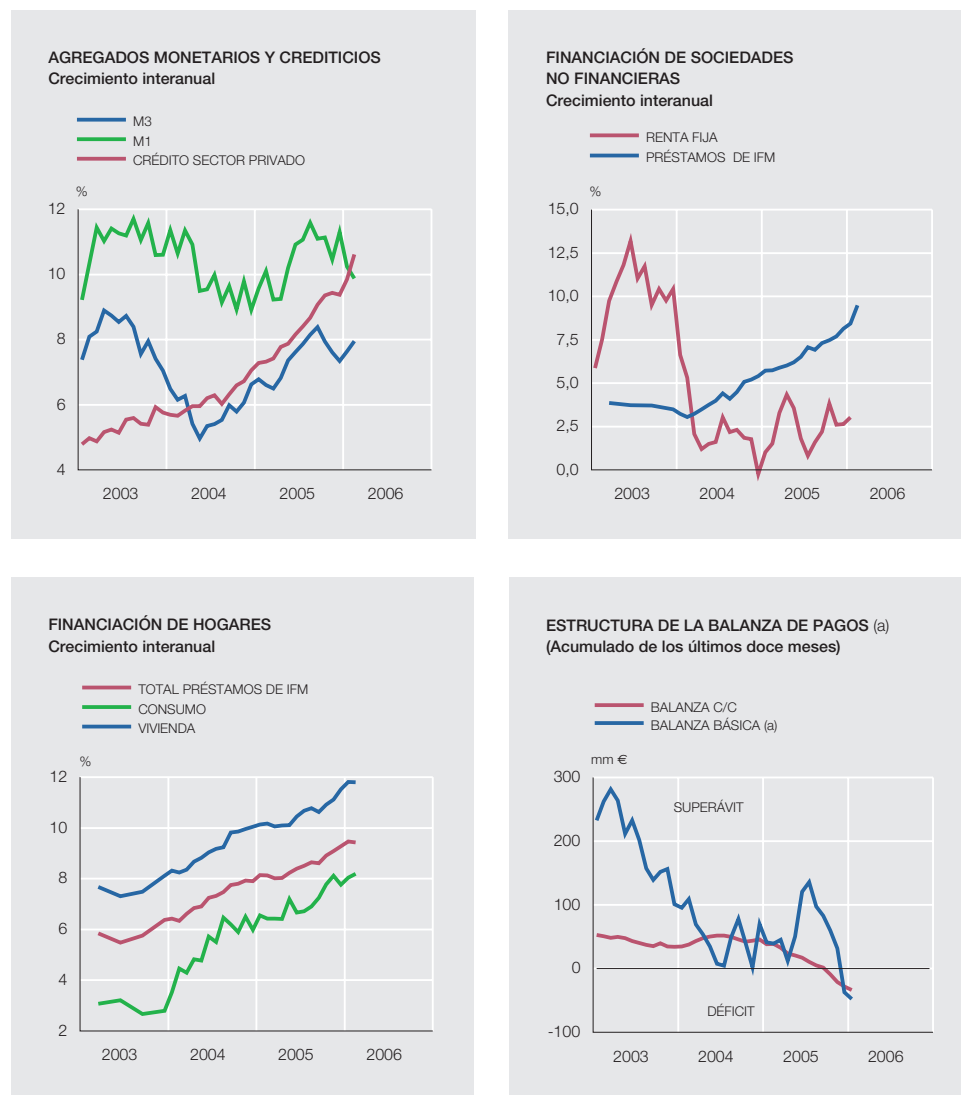
FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

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

tentes en el medio plazo, por lo que la fase actual de evolución más favorable de la economía debería ser aprovechada por los países en déficit excesivo para cumplir con las obligaciones contraídas (véase recuadro 2). Finalmente, en el ámbito de las reformas estructurales, el Consejo Europeo de marzo de 2006 reiteró su compromiso con el relanzamiento de la Agenda de Lisboa, recalcando la importancia de que las autoridades nacionales apliquen las medidas contenidas en los Programas Nacionales de Reforma, para lograr a medio plazo el fortalecimiento del crecimiento y la generación de empleo.

**3.2 Evolución monetaria y financiera**

En el primer trimestre del año, el Consejo de Gobierno del BCE consideró que los riesgos para el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo habían aumentado significativamente a raíz del encarecimiento de los precios del petróleo, en un contexto económico



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 el que las perspectivas de fortalecimiento de la actividad habían experimentado una clara mejoría. En consecuencia, en su reunión del 2 de marzo, aumentó los tipos de interés oficiales en un cuarto de punto, de manera que los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad de depósito y de la facilidad de crédito se situaron en el 2,5%, el 1,5% y el 3,5%, respectivamente (véase gráfico 12). Posteriormente, en su reunión de abril, el BCE señaló que continuaría realizando un seguimiento muy atento de la evolución económica para asegurar que no se materialicen en el medio plazo los riesgos para la estabilidad de precios.

En los primeros meses del año, los tipos de interés del mercado monetario reflejaron el cambio de tono de la política monetaria mediante subidas en todos los plazos, de manera que a mediados de abril la curva de los tipos de interés *forward* a un mes se desplazó hacia arriba y adquirió una pendiente algo más pronunciada (véase gráfico 12). En los mercados de deuda, las rentabilidades negociadas al plazo de diez años también aumentaron, como consecuencia no solo de las señales provenientes de los tipos a corto sino también del fortalecimiento de la

actividad. De esta forma, alcanzaron a mediados de abril un nivel del 4,2%, siete décimas por encima del observado a finales de 2005. El incremento de igual magnitud de la rentabilidad de la deuda a diez años en Estados Unidos ha supuesto que el diferencial con respecto al bono europeo se mantuviera relativamente constante en niveles algo superiores a los 100 puntos básicos. Según los datos disponibles hasta febrero, los tipos de interés fijados por las entidades de crédito en sus operaciones de activo y de pasivo reflejaron, en términos generales, los movimientos al alza de los tipos de interés de los mercados financieros, si bien el tipo de interés de los préstamos concedidos a las empresas no financieras a un plazo superior a cinco años se mantuvo estable en el entorno del 4% (véase gráfico 13).

En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro frente al dólar osciló durante el primer cuatrimestre del año en una franja comprendida entre 1,18 y 1,23 dólares por euro, de forma que durante todo este período no se definió una tendencia clara. El euro se mostró también muy estable respecto al yen y a la libra esterlina, por lo que apenas varió en términos efectivos nominales (véase gráfico 13). En los mercados de renta variable de la UEM, continuó durante el primer trimestre la tendencia alcista de las cotizaciones bursátiles en un contexto de volatilidad moderada. Sin embargo, los repuntes en los precios del petróleo y de las materias primas provocaron en abril movimientos transitorios de corrección en las bolsas, a raíz del temor de un rebrote de las presiones inflacionistas en el futuro.

En los primeros meses de 2005, el crecimiento interanual del agregado monetario M3 se aceleró, hasta alcanzar el 8,6% en marzo, 1,2 pp por encima de la tasa registrada en diciembre (véase gráfico 14). De manera similar, el crecimiento del crédito al sector privado adquirió mayor vigor, de forma que su tasa de variación interanual se situó en marzo en el 11,5%, 2,1 puntos más alto que en diciembre. Por agentes demandantes, destacó la mayor fortaleza de los préstamos a sociedades no financieras, estimulados tanto por nuevos proyectos de inversión como por la mayor actividad en el terreno de las fusiones y adquisiciones de empresas. Por su parte, los préstamos a las familias crecieron a un ritmo un poco más elevado, compatible con una aceleración de los destinados a adquisición de vivienda, que fue compensada parcialmente por la ralentización del resto de préstamos concedidos para otras finalidades. El aumento del ritmo de crecimiento del crédito fue común a la mayoría de los países miembros. En Alemania, cabe destacar la recuperación observada en el crecimiento del crédito total al sector privado no financiero, aunque no se registró un aumento comparable del dinamismo de los préstamos. En España, estos —tanto los otorgados a las sociedades no financieras como los concedidos a los hogares— continuaron expandiéndose a un ritmo muy elevado, considerablemente superior al promedio en la UEM.

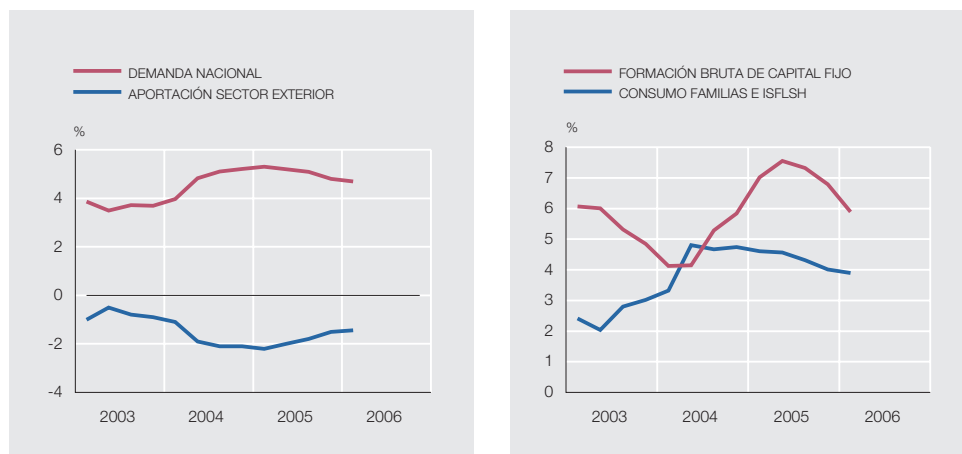
## 4 La economía española

Según las cifras publicadas por la CNTR, en el cuarto trimestre de 2005 el PIB de la economía española estabilizó su ritmo de crecimiento en el 3,5% interanual. En ese período, la demanda interna experimentó un avance del 4,8%, moderándose ligeramente, y la demanda exterior neta detrajo 1,5 pp al crecimiento, lo que supuso una mejora en relación con el trimestre anterior (véase gráfico 15). La información disponible apunta hacia el mantenimiento de esas pautas al comienzo del año actual, con una moderación adicional de la demanda interna, resultado de un menor dinamismo del consumo privado y, en mayor medida, de la formación bruta de capital fijo; frente ello, el consumo público habría registrado una renovada fortaleza. Por su parte, se estima que los flujos de comercio exterior experimentaron un avance sustancial en los primeros meses del año, dando lugar a una aportación negativa del sector exterior algo inferior, en valor absoluto, a la registrada en el último trimestre de 2005. En conjunto, el PIB habría mantenido un crecimiento interanual del 3,5% en el primer trimestre de 2006.

Desde la óptica del valor añadido, las actividades que más han contribuido al avance del PIB en el inicio de 2006 son la construcción y los servicios de mercado, que siguen siendo las más dinámicas de la economía de mercado. Por su parte, la actividad industrial tendió a consolidar e intensificar la mejora registrada en la segunda mitad de 2005. En cuanto al empleo, se estima que el número de puestos de trabajo se incrementó un 3,2% en el primer trimestre, estabilizando su tasa de variación, igual que el PIB. A pesar de la estabilidad en el crecimiento de la productividad aparente del trabajo, los costes laborales unitarios han tendido a acelerarse en los primeros meses del año, debido al comportamiento alcista de las remuneraciones. La aceleración esperada refleja, principalmente, la activación de las cláusulas de salvaguarda de los convenios de 2005, con un impacto estimado cercano a 1 pp sobre el aumento negociado de las tarifas salariales para 2006. El avance de los costes laborales y el impacto alcista del encarecimiento de la energía han sustentado el aumento de la inflación en los primeros meses de 2006, en un contexto, además, de ampliación continuada de los márgenes de explotación. El IPC situó su tasa de variación interanual en el 3,9%, en marzo, tras haber alcanzado un 4,2% enero, y el IPSEBENE se ha acelerado hasta el 3,1% en el último mes.

### 4.1 Demanda

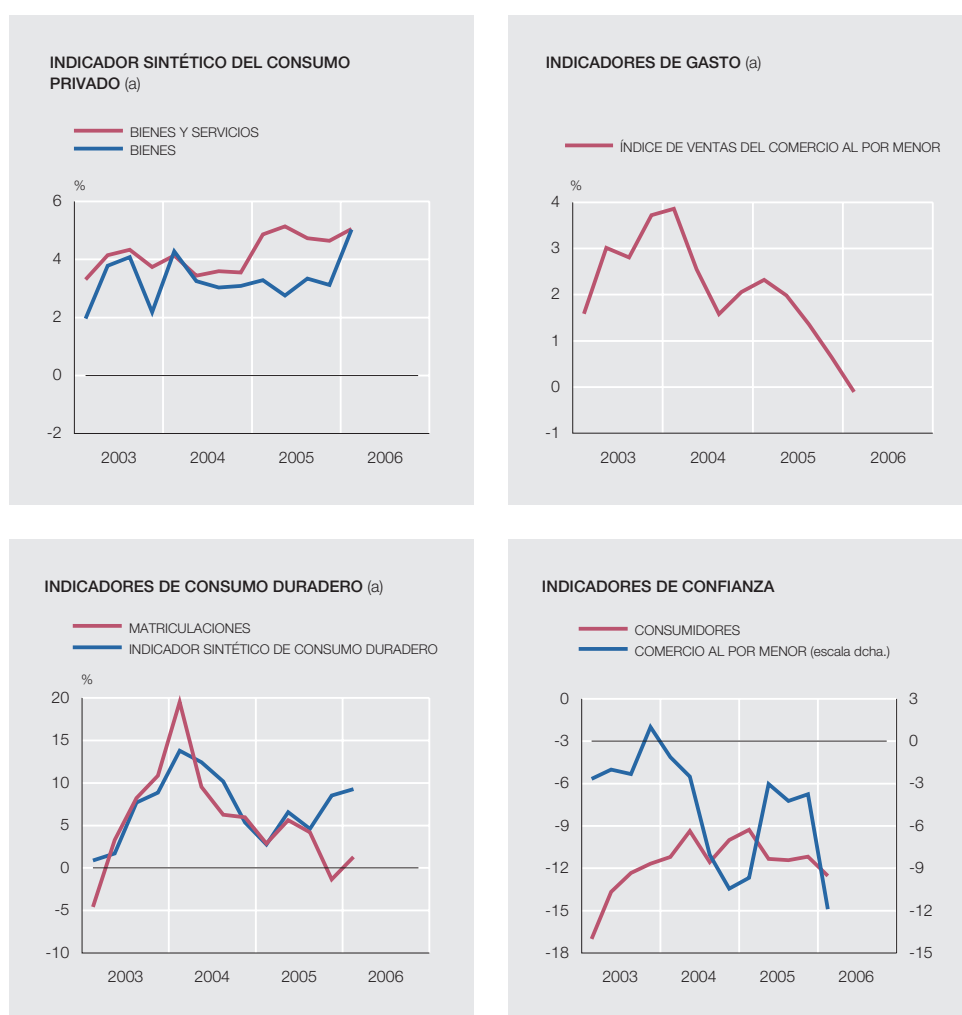
Según las estimaciones de la CNTR, el gasto en consumo final de los hogares moderó su ritmo de avance en el último trimestre del pasado año en 0,3 pp, situando su tasa de crecimiento interanual en el 4%. La información más actualizada indica que la senda de desaceleración se prolongó, aunque con menos intensidad, en el primer trimestre del presente año (véase el gráfico 16). La confianza de los consumidores experimentó un cierto deterioro en el conjunto de los tres primeros meses, reflejando una revisión a la baja del sentimiento de estos agentes en relación con la situación económica. El indicador de confianza del comercio al por menor, más volátil, sufrió un deterioro más intenso, alcanzando una cota mínima desde 1996. Esta evolución se corresponde, al menos en términos cualitativos, con el comportamiento del índice de ventas del comercio al por menor, en términos reales, que, con información hasta febrero, ha mostrado una moderación adicional, destacando el crecimiento nulo en el componente no alimenticio. Por su parte, las ventas de automóviles han experimentado una mejora en el primer trimestre, tras la caída registrada en los últimos meses de 2005, aunque esta recuperación ha de tomarse con cautela, puesto que podría estar influida por el calendario de la Semana Santa en 2005 y 2006. Por último, el indicador sintético de consumo privado de bienes y servicios ha mostrado una aceleración en el inicio de 2006, en tasas de variación desestacionalizadas, influido por el dato anómalo de importaciones de enero, si bien su evolución tendencial apunta hacia una suave desaceleración.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO



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

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

La evolución de los principales determinantes del consumo privado ayuda a explicar la tendencia hacia un menor crecimiento de este componente del gasto. El comportamiento esperado para la renta real disponible de los hogares es de cierta desaceleración, como resultado principalmente de una mayor contribución negativa de los pagos netos por intereses, en un contexto de subida de los tipos de interés, mientras que la remuneración de asalariados crecería con mayor intensidad que en 2005, como consecuencia del mayor incremento salarial. El menor grado de holgura de las condiciones monetarias tendría además un efecto directo, aunque pequeño, de contención del consumo. Por otra parte, la riqueza de las familias sigue registrando una evolución expansiva, si bien la revalorización estimada para el ejercicio corriente es de una magnitud inferior a la de años anteriores, debido a la desaceleración experimentada por el precio de la vivienda a lo largo del ejercicio pasado, que se ha prolongado en el primer trimestre de 2006. La riqueza financiera, por su parte, se está viendo impulsada por la apreciable revalorización de las cotizaciones bursátiles, que han crecido en torno al 11% hasta el mes de marzo.

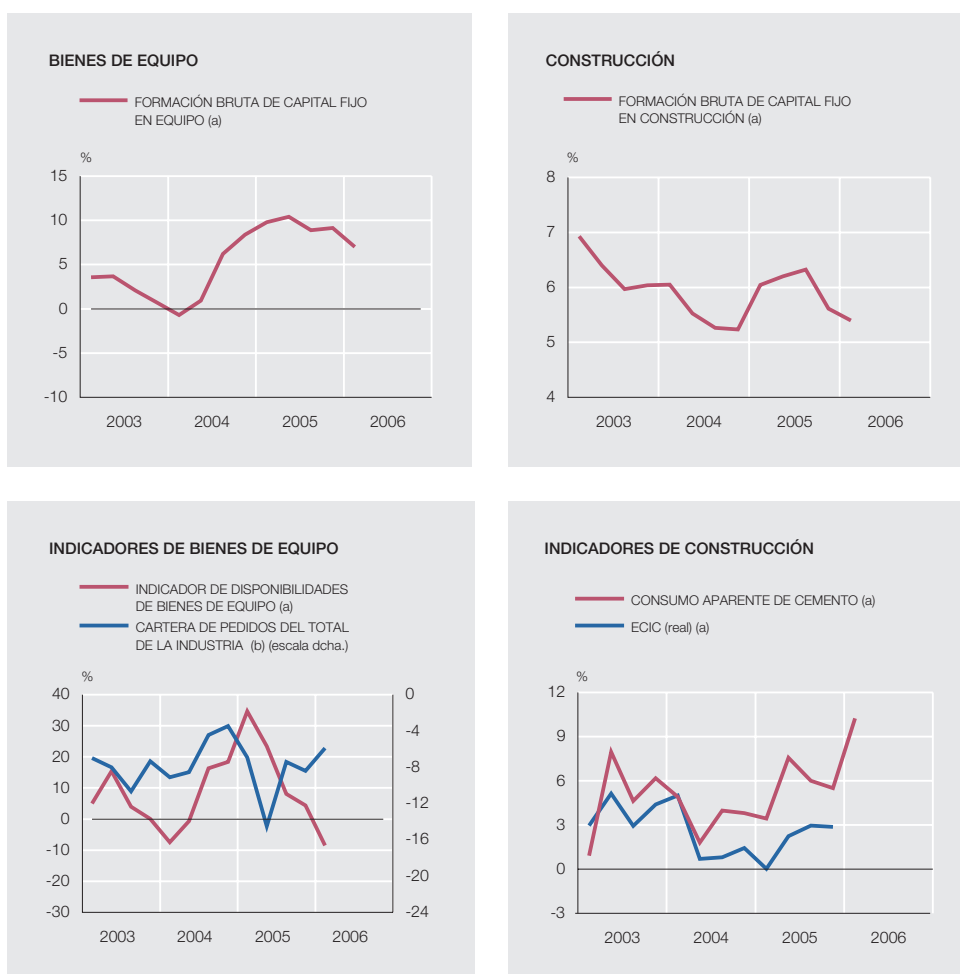
Se estima que, en el primer trimestre de 2006, el consumo final de las Administraciones Públicas (AAPP) se ha acelerado, situándose en el entorno del 5,5%, frente al crecimiento del 4,6% registrado en el último trimestre de 2005, si bien este aumento en la tasa interanual es debido, sobre todo, a un efecto base. La aceleración en el consumo de las AAPP estaría asociada al comportamiento de los gastos de personal y, en concreto, al aumento del empleo público, y no tanto a las compras de bienes y servicios.

La formación bruta de capital fijo moderó ligeramente su ritmo de crecimiento en los últimos meses de 2005; en el conjunto del cuarto trimestre, la tasa interanual se situó en el 6,8%, recortando en medio punto porcentual el crecimiento registrado en el tercer trimestre. Este resultado fue consecuencia del menor avance de la construcción, cuya tasa de variación disminuyó 0,7 pp, y de la inversión en otros productos, componente muy vinculado a la inversión en construcción, que moderó su tasa de crecimiento en un punto porcentual. Por el contrario, la inversión en bienes de equipo estabilizó su ritmo de crecimiento en tasas próximas a las del trimestre precedente (véase gráfico 17). Los indicadores coyunturales disponibles para el primer trimestre apuntan hacia una nueva desaceleración de la inversión en capital fijo, que se habría extendido a todos sus componentes: tanto a la inversión en equipo, que, con todo, se mantendría como el componente más dinámico de la demanda interna, como a la inversión en construcción y en otros productos.

En relación con el gasto en bienes de equipo, el indicador de disponibilidades, calculado con datos incompletos del primer trimestre, registró una notable desaceleración en ese período, que, en parte, ha podido estar influida por incrementos extraordinarios de las exportaciones. La producción interior de bienes de equipo registró un avance acumulado del 6,5%, hasta el mes de febrero, frente al 2,5% del cuarto trimestre de 2005, mientras que las importaciones de estos bienes experimentaron una cierta moderación en ese mismo período, aun registrando tasas de crecimiento elevadas. El indicador de confianza de los empresarios del sector avanzó de forma apreciable en los dos primeros meses de 2006, reflejando una tendencia a la recuperación de la cartera de pedidos, y la utilización de la capacidad en la industria se ha mantenido muy por encima de su media histórica, respaldando la continuidad del proceso inversor; en sentido contrario, sin embargo, el número de empresas que valoran como excesiva su capacidad productiva instalada ha aumentado considerablemente en los tres primeros meses del año.

Según los datos de la Central de Balances (CBBE), con información hasta el cuarto trimestre de 2005, la actividad productiva de las sociedades no financieras mantuvo una senda de





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.

crecimiento moderado a lo largo del año pasado, inferior al observado en el año precedente. Cabe recordar que en esta fuente no se encuentran adecuadamente representados algunos de los sectores de actividad más dinámicos, como son la construcción y los servicios. En cualquier caso, el menor avance de la actividad fue compatible con una apreciable aceleración del resultado neto de las empresas, gracias al fuerte incremento de los ingresos extraordinarios, y con un aumento de la rentabilidad ordinaria superior al del coste financiero. Por su parte, los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo, calculados, asimismo, con datos de la CBBE, mantienen niveles muy favorables, a pesar de haberse deteriorado ligeramente. Todo ello habría propiciado el impulso observado en la inversión empresarial en 2005.

La inversión en construcción situó su tasa interanual en el 5,6% en los meses finales de 2005. Su menor dinamismo, en relación con el tercer trimestre, fue debido a una evolución algo más modesta de la inversión residencial, del 5,1%, mientras que las otras construcciones, agregado que engloba la obra civil y la edificación no residencial, experimentó un repunte, hasta el 6,1%, 0,5 pp por encima de la tasa del trimestre precedente. Casi todos los indicadores contemporáneos de la actividad en la construcción han mantenido un notable dinamismo en el primer trimestre de 2006, que acota la magnitud de la posible desaceleración en relación con

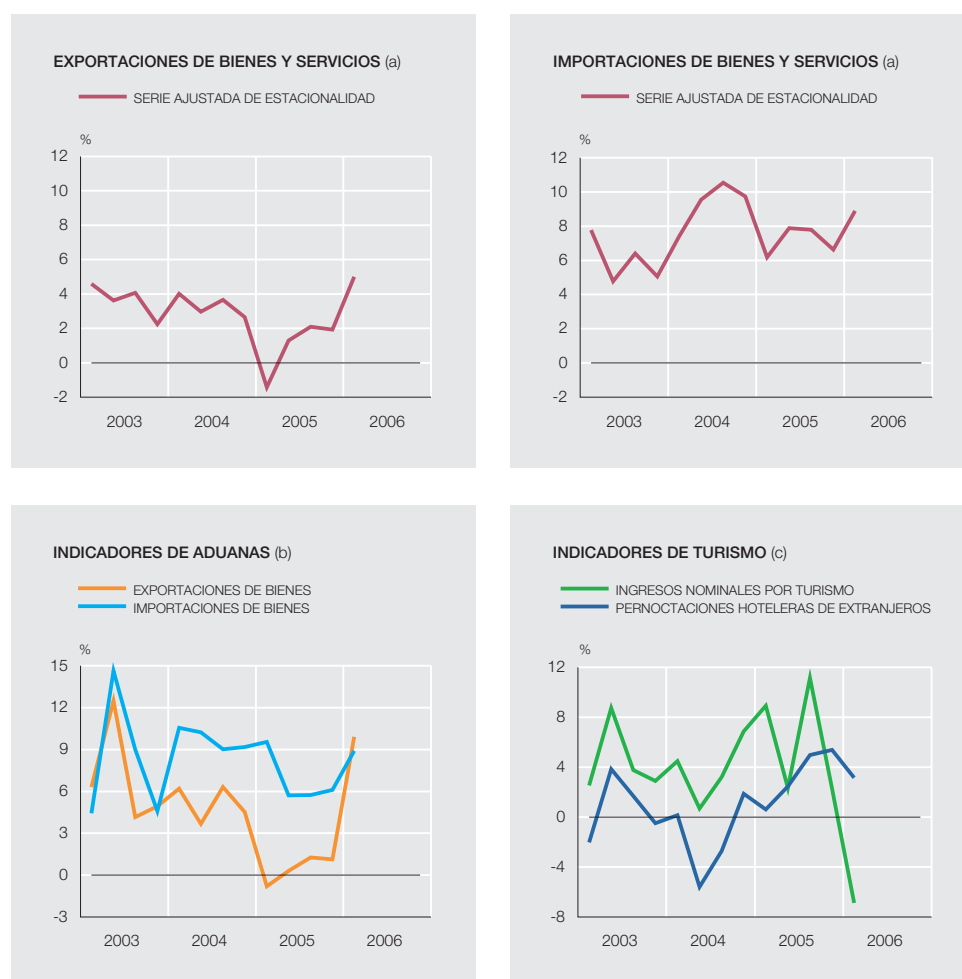
el cierre del año 2005. Los indicadores de consumos intermedios —cemento e IPI de materiales de construcción—, con información todavía incompleta, han mostrado una aceleración, lo que está en consonancia con la evolución de los indicadores de empleo, pues el paro registrado intensificó hasta febrero su ritmo de descenso, mientras que los afiliados a la Seguridad Social —corregidos del efecto de la regularización de inmigrantes— registraron un aumento superior al 7% (6,2% en 2005). La confianza de las empresas constructoras, sin embargo, mostró una gran volatilidad en los últimos meses, y, en el conjunto del trimestre, sufrió un deterioro, derivado de un cierto descenso en la contratación.

El dinamismo de la inversión en vivienda se pone de manifiesto en las abultadas cifras de iniciaciones —estimadas a partir de la estadística de visados, publicada por el Ministerio de Fomento—, que continúan mostrando una tendencia creciente. En 2004 se iniciaron en torno a 690.000 viviendas, superando las 700.000 nuevas viviendas de 2005 —sin incluir la rehabilitación—, mientras que en los tres primeros meses de 2006 el número de viviendas iniciadas se habría situado en un 10% por encima de las iniciaciones registradas en el primer trimestre de 2005. A partir de esta información y bajo distintos supuestos sobre los calendarios de ejecución de obras, se estima que la inversión en vivienda se ha desacelerado ligeramente en el primer trimestre de 2006. No obstante, el repunte de los visados en los primeros meses de este año proyecta un tono robusto para la inversión residencial en el conjunto del año en curso.

Según los últimos datos publicados por la CNTR, en el cuarto trimestre de 2005 la demanda exterior neta detrajo 1,5 pp al crecimiento del producto, recortando en tres décimas su contribución negativa al crecimiento del PIB en relación con el trimestre precedente. La moderada recuperación de la demanda exterior neta reflejó un pérdida de tono de las importaciones, hasta el 6,6% interanual, en un contexto de moderación adicional de las exportaciones de bienes y servicios, que situaron su tasa interanual en el 1,9% (véase gráfico 18). En el conjunto de 2005, el saldo neto exterior tuvo una aportación negativa de 1,9 pp al crecimiento, que obedeció al notable avance de las importaciones de bienes y servicios (7,1%), frente a la atonía mostrada por las ventas al exterior, en un contexto internacional solo ligeramente menos expansivo que el observado en 2004. La información, aún muy incompleta, correspondiente al primer trimestre de 2006 apunta, no obstante, hacia un perfil de recuperación de las exportaciones de bienes —junto con un cierto deterioro de las exportaciones de servicios turísticos—, mientras que las compras al exterior también se estarían recuperando, en línea con la fortaleza de la demanda interna y la mejora de la actividad industrial. En conjunto, la aportación neta de la demanda exterior habría mejorado ligeramente.

Durante el cuarto trimestre de 2005, las exportaciones reales de bienes continuaron debilitándose, registrando un descenso del 0,6%, según la CNTR. Los datos más recientes, provenientes del registro de Aduanas, corresponden a los meses de enero y febrero, y han supuesto la interrupción de esta senda bajista, con un aumento real cercano al 12% —el mayor avance registrado desde finales de 2004—. No obstante, dada la volatilidad característica de los datos de Aduanas, la valoración de estos requiere cierta cautela. Con todo, la evolución tendencial de este indicador proyecta un perfil de cierta recuperación, que es coherente con la evolución de sus principales factores determinantes, en particular, la reactivación de los mercados europeos —nuestros principales socios comerciales— y una menor pérdida de competitividad, apoyada en la estabilidad del euro. En los dos primeros meses del año, las ventas a la UE recuperaron el pulso, al avanzar un 6,3%, en términos reales, tras el comportamiento negativo que les caracterizó en 2005.

De acuerdo con la CNTR, las exportaciones reales de servicios turísticos recortaron su tasa de avance en el cuarto trimestre de 2005, situando su crecimiento interanual en el 4,1%, en



FUENTES: INE, Ministerios 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.

línea con la desaceleración mostrada por el indicador nominal de Balanza de Pagos. En concreto, los principales indicadores reales de turismo iniciaron un retroceso en el pasado diciembre, que se acentuó en los dos primeros meses del ejercicio actual. En el bimestre enero-febrero, tanto el gasto total real de los turistas como sus pernoctaciones en establecimientos hoteleros —uno de los indicadores más cercanos al gasto turístico— registraron descensos del 2,3 y 1,5%, respectivamente. Sin embargo, en marzo, el número de pernoctaciones creció más de un 6% en términos interanuales, dato especialmente positivo dado que en marzo de 2005, a diferencia de este año, se celebró la Semana Santa. En cuanto al número de turistas, se observó una moderación hasta marzo, con una tasa de crecimiento inferior al 1%, tras el 6,2% observado en el conjunto de 2005, aunque el dato de marzo también resultó más favorable si se corrige del efecto relativo a la Semana Santa antes comentado. Con todo, parece proseguir el descenso en el gasto medio por turista, como consecuencia del acortamiento de sus estancias medias y de la reducción del gasto medio diario.

Por su parte, las exportaciones reales de servicios no turísticos crecieron un 11,1% en el cuarto trimestre de 2005, de acuerdo con la CNTR, intensificando la tónica alcista de los últimos trimestres. En el conjunto de 2005, las ventas de servicios de transporte y las exporta-

ciones de servicios prestados a las empresas reflejaron una evolución muy positiva, a la vez que los servicios de seguros, construcción, financieros e informáticos mostraron incrementos abultados.

En el cuarto trimestre de 2005, las importaciones reales de bienes siguieron ralentizándose, y situaron su tasa de crecimiento interanual en el 5,3%, según las estimaciones de la CNTR, acusando la mayor moderación de algunos componentes de la demanda interna, como el gasto en consumo final o las exportaciones. Sin embargo, según los datos de Aduanas, las importaciones han experimentado un significativo repunte en los meses de enero y febrero, hasta el 14,5% en variación interanual. Las compras de bienes de consumo y de energía han sido las que han mostrado un mayor dinamismo, aunque debe señalarse que es posible que el dato de enero de importaciones de bienes de consumo esté sesgado al alza debido a la entrada atípica de una gran cantidad de productos textiles, que no habrían sido adquiridos en 2005 para no sobrepasar las cuotas anuales existentes frente a algunos países. Por áreas geográficas, en los dos primeros meses de 2006 se observó una clara recuperación de las compras a la UE, que se incrementaron más de un 11%, frente al crecimiento del 2,5% en el conjunto de 2005, mientras prosiguió la fuerte demanda del resto del mundo, con una tasa de expansión del 19%. La evolución tendencial de la estadística de Aduanas también proyecta una cierta pujanza de las importaciones, en línea con la recuperación de las exportaciones y el despegue de la actividad industrial.

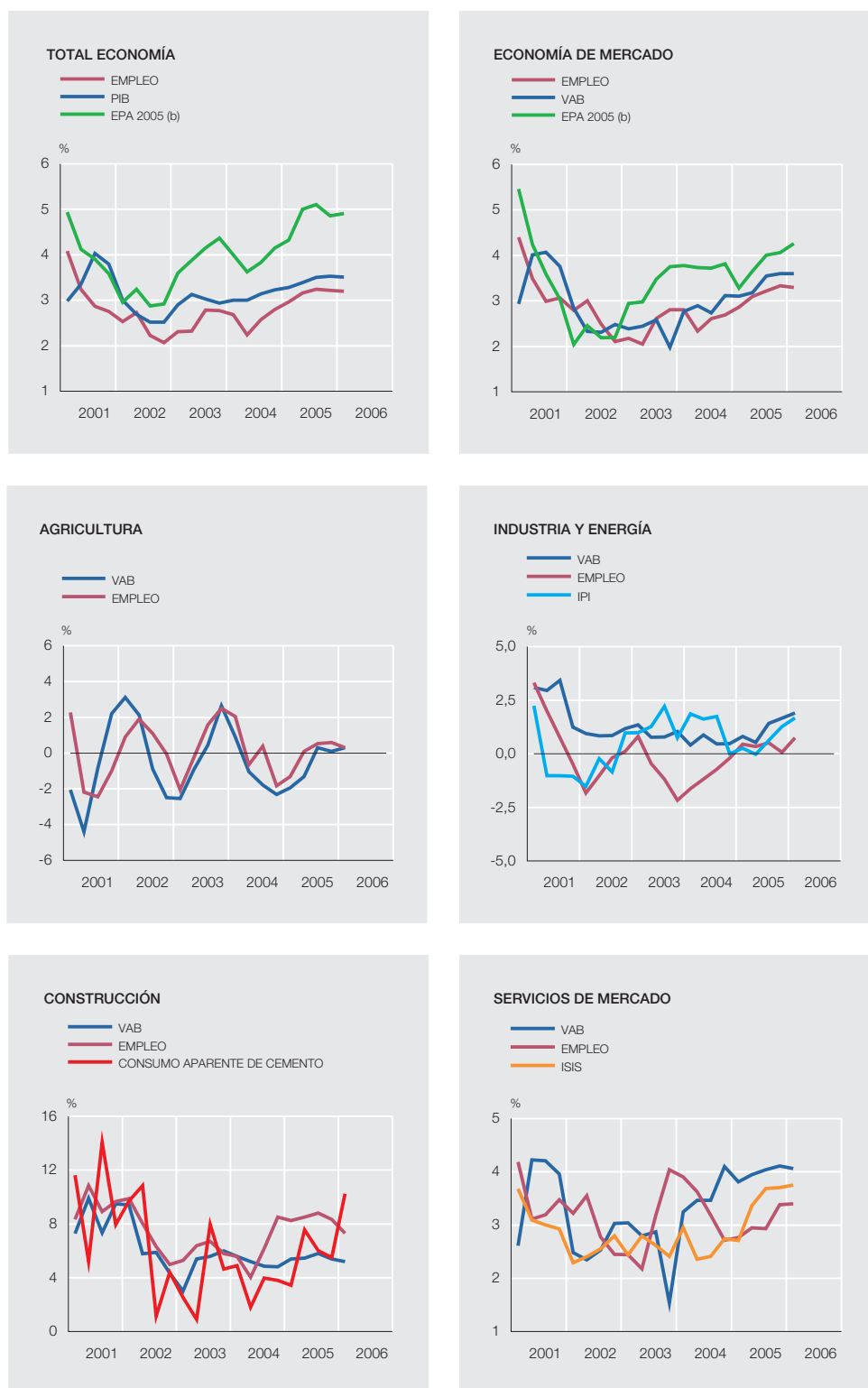
Por último, las importaciones reales de servicios continuaron acelerándose en el cuarto trimestre de 2005, hasta situar su avance en el 12,4%, según la CNTR. Este resultado fue consecuencia del elevado dinamismo que mantuvieron las importaciones de servicios turísticos (20,1%) —coherente con el vigor que reflejaron los pagos nominales por turismo de Balanza de Pagos en esas fechas—, así como del impulso que reflejaron las importaciones reales de servicios no turísticos (10,7%), en especial, las relativas a servicios financieros, informáticos y de construcción. En cuanto a 2006, la información relativa al mes de enero apunta a que los pagos por turismo han seguido expandiéndose a una tasa elevada.

#### **4.2 Producción y empleo**

El valor añadido de la economía de mercado prolongó en los meses finales de 2005 la tendencia creciente iniciada a finales de 2004, situando su tasa interanual en el 3,6% en el cuarto trimestre del año, lo que refleja la recuperación de la industria y la energía, y el creciente dinamismo de los servicios de mercado. El valor añadido de la industria de la construcción, por su parte, moderó su elevado ritmo de crecimiento hasta el 5,4%, aunque se mantiene como la actividad más dinámica de la economía española (véase gráfico 19).

Las ramas agraria y pesquera finalizaron el año 2005 con un crecimiento del valor añadido prácticamente nulo (0,1% en tasa interanual en el cuarto trimestre), tras los recortes experimentados en la primera mitad del año, evolución que responde, en gran medida, a la disminución de la producción vegetal en un año caracterizado por el escaso régimen de lluvias. Las perspectivas para el año 2006 son más favorables, con un inicio del año hidrológico caracterizado por precipitaciones más abundantes, que ya se han reflejado en los primeros datos de avances de producción. En cualquier caso, la evolución del empleo en los primeros meses de 2006 señala un mantenimiento del escaso dinamismo mostrado por estas ramas en el segundo semestre de 2005.

Las ramas de energía e industria prolongaron en el cuarto trimestre de 2005 la recuperación iniciada en el trimestre anterior, alcanzando una tasa de crecimiento del 1,7%. El mayor dinamismo de este grupo de actividades respondió, en gran parte, a la creciente fortaleza de las actividades energéticas, cuya tasa interanual aumentó cinco décimas, hasta el 5%. El conjun-



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

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

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

to de ramas industriales experimentó una aceleración de tan solo 0,2 pp, situando su tasa interanual en un 1,1%, crecimiento que, pese a su escasa magnitud, constituye la tasa más elevada desde el primer trimestre de 2003. De acuerdo con la información coyuntural disponible, el conjunto de actividades industriales ha prolongado su senda expansiva en los primeros meses de 2006, favorecida por el mayor dinamismo de las exportaciones. El índice de producción industrial (IPI) aumentó un 1,8% en el conjunto de los meses de enero y febrero, frente al 1,3% del trimestre final de 2005; el índice de gestores de compras (PMI) alcanzó en marzo su valor máximo de los últimos cinco años, mientras que las ventas de grandes empresas industriales aumentaron su ritmo de crecimiento en los primeros meses del año, de acuerdo con la información proporcionada por la Agencia Tributaria. Los afiliados a la Seguridad Social correspondientes a esta rama aumentaron marginalmente en el primer trimestre. Otros indicadores coyunturales muestran una evolución menos positiva; tal es el caso del indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea y de los indicadores de cifras de negocio y entradas de pedidos, si bien estos últimos se han mostrado bastante erráticos en los meses recientes.

Pese a recortar su crecimiento en 0,4 pp, la rama de construcción finalizó el año 2005 con un elevado ritmo de crecimiento (5,4%). Tal y como se ha comentado en la sección anterior, la fortaleza de este sector ha estado sustentada por el gran dinamismo de la edificación residencial y de la obra civil ejecutada por las AAPP. Los indicadores adelantados proyectan, en conjunto, una suave desaceleración de la actividad constructora a lo largo del año.

La actividad de la rama de servicios tuvo un carácter ligeramente más expansivo en el cuarto trimestre de 2005, al crecer a un ritmo del 4%, una décima más que en el trimestre anterior. Los dos componentes de esta rama contribuyeron a esa expansión: los servicios no de mercado se aceleraron en tres décimas, hasta el 3,8%, mientras que los servicios de mercado incrementaron una décima su tasa de avance, que se situó en el 4,1%. Se estima que la senda de moderada aceleración experimentada por el valor añadido de los servicios destinados al mercado a lo largo de 2005 se ha interrumpido en los primeros meses de 2006. Tanto el descenso de los indicadores de confianza de servicios y de comercio al por menor elaborados por la Comisión Europea, como la ligera desaceleración del número de afiliados a la Seguridad Social, apuntan hacia un menor empuje de las actividades terciarias. No obstante, otros indicadores señalan que esta actividad mantiene un cierto vigor: tal es el caso del indicador sintético de servicios, de las ventas de grandes empresas según la Agencia Tributaria o del índice de gestores de compras. Dentro de las actividades terciarias destaca negativamente la rúbrica de comercio y reparación, cuyos resultados han sido especialmente pobres en los primeros meses del año, según muestran los indicadores relativos a empleo y actividad, y, especialmente, las opiniones de sus empresarios. El sector de hostelería, por el contrario, se ha comportado de forma positiva en los primeros meses de 2006, con el mantenimiento de un elevado ritmo de creación de empleo, de acuerdo con la estadística de afiliados a la Seguridad Social. Las actividades de transporte, almacenamiento y comunicaciones también han evolucionado favorablemente, mientras que las actividades inmobiliarias y empresariales han mantenido el buen tono observado en los meses finales de 2005.

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, el empleo mantuvo en el cuarto trimestre de 2005 un ritmo de crecimiento del 3,2%, similar al observado en los dos trimestres anteriores. Esta estabilidad se observó, asimismo, en el PIB, con lo que el crecimiento de la productividad aparente del trabajo permaneció en cifras exiguas (0,3% en el último trimestre y en media del año 2005). Para la economía de mercado, el avance de la productividad aparente del trabajo fue igualmente escaso, como resultado de incrementos de la misma cuantía —apenas 0,1 pp— en las tasas de avance de empleo y valor añadido —hasta el 3,3% y el 3,6%,

respectivamente—. Los principales indicadores coyunturales apuntan hacia una expansión continuada del empleo en los primeros meses de 2006. El crecimiento interanual de la afiliación a la Seguridad Social, una vez descontado el impacto de la regularización de inmigrantes, se situó en el 2,7%, solo una décima por debajo de la tasa observada en el cuarto trimestre de 2005, mientras que el paro registrado en los meses de febrero y marzo se mantuvo en niveles similares a los registrados en los mismos meses de 2005, lo que confirma el final de la senda de continuos descensos observada desde finales de 2004. Por otra parte, cabe señalar que, en los meses transcurridos de 2006, el ritmo de avance del número de contratos ha experimentado un repunte sustancial, llegando a alcanzar valores cercanos al 20%, aunque esta información debe valorarse con gran cautela, pues incorpora un significativo volumen de contratos de muy corta duración. Finalmente, según la EPA, el número de ocupados mantuvo en los tres primeros meses del año el dinamismo observado en los trimestres pasados, con un crecimiento interanual del 4,9%, la misma tasa que la registrada a finales de 2005.

Por ramas de actividad, la CNTR del último trimestre de 2005 muestra que la modesta aceleración del empleo en la economía de mercado fue resultado del mayor dinamismo experimentado por los servicios de mercado, que compensó la pérdida de vigor del resto de ramas de actividad. El incremento interanual del empleo en los servicios de mercado avanzó medio punto porcentual, hasta situarse en el 3,4%. Por el contrario, en el resto de servicios, el empleo sufrió una ralentización de algo más de 0,5 pp, que situó su ritmo de avance interanual en el 2,7%. La construcción continúa siendo la actividad más dinámica también en la creación de empleo, si bien al finalizar el año atenuó su ritmo de avance en medio punto porcentual, hasta el 8,3%. Por su parte, mientras que la agricultura pareció confirmar su recuperación, aunque muy lentamente, con un crecimiento del empleo del 0,6% —solo una décima más que en el tercer trimestre—, en la industria el proceso de ligera recuperación del empleo iniciado a principios de 2005 se vio interrumpido en el último trimestre de 2005, período en que la tasa interanual se situó en el 0,1%, frente al 0,5% del trimestre anterior. En el primer trimestre de 2006, según la EPA, el empleo se desaceleró en la agricultura, mostrando una intensa caída interanual, del 3,2%, pero elevó su dinamismo en el resto de ramas. En concreto, la industria volvió a mostrar tasas de variación positivas, en línea con el promedio del año pasado (0,5%), después de la caída de empleo del último trimestre. En las ramas de servicios y construcción, el empleo mantuvo el elevado dinamismo de trimestres recientes e, incluso, se aceleró ligeramente, hasta unos crecimientos del 6,3% y del 7,3%, respectivamente.

La estabilidad en el ritmo de creación de empleo total de Contabilidad Nacional en el último trimestre del año refleja la tasa de avance estable del colectivo de trabajadores por cuenta ajena. Los asalariados crecieron un 3,7% en tasa interanual —al igual que en el tercer trimestre— mientras que el componente no asalariado se volvió a ralentizar —esta vez en dos décimas—, hasta el 0,3%. Por su parte, los datos de la EPA apuntan a una variación prácticamente nula del colectivo de trabajadores por cuenta propia a principios de año, y a un sostenido crecimiento del número de asalariados (6,1%). En conjunto, la tasa de asalarización de la economía se elevó hasta el 81,9%, frente al 81% de un año antes. Otros indicadores confirman la pérdida de vigor del empleo no asalariado en el año 2005; tal es el caso de la creación de empleo autónomo recogido en la estadística de afiliaciones a la Seguridad Social, tendencia que se ha prolongado en los primeros meses de este año.

Atendiendo a la información de la EPA sobre la duración de los contratos, en el primer trimestre de 2006, los asalariados temporales, aunque ralentizaron algo su ritmo de avance interanual (hasta un 10,9%), volvieron a mostrar un comportamiento más dinámico que el empleo

El capital humano de una economía es una de las variables más relevantes a la hora de entender el proceso de crecimiento económico en el medio y largo plazo. Su importancia es aún mayor en un contexto como el actual, en el que se desarrollan nuevas tecnologías que son complementarias al capital humano y que requieren una mayor versatilidad de la mano de obra. El sistema educativo formal constituye el principal determinante de la acumulación de capital humano. A este respecto, es muy notable el incremento experimentado por el nivel educativo medio de la población española durante los últimos años: el porcentaje de la población entre 25 y 39 años con estudios universitarios ha pasado del 23,9% en 1995 al 37,5% en 2005, mientras que la población con estudios secundarios ha pasado en el mismo período del 20,5% al 24%. No obstante, a pesar de este crecimiento, todavía se observa cierta polarización en la distribución por niveles de estudios. El gráfico 1 muestra la proporción de personas de entre 25 y 39 años<sup>1</sup> que han alcanzado el nivel de estudios primario, secundario o terciario en España, la UE 15 y la UE 25. Mientras que, en la UE 15 y la UE 25, el grueso de la población de entre 25 y 39 años tiene estudios secundarios, la distribución para España se concentra en los dos extremos, estudios primarios y terciarios, siendo el peso de los estudios secundarios mucho menor.

Para evaluar la acumulación de capital humano de un determinado país, hay que tener en cuenta, además, diferentes indicadores de calidad de la educación. A este respecto, se suelen utilizar indicadores de gasto en educación e indicadores de resultados. El gráfico 2 muestra la situación de España en relación con otros países europeos referida a dos medidas de calidad de la educación, una de gasto y otra de resultados: el gasto por estudiante en educación secundaria y el resultado medio del proyecto PISA<sup>2,3</sup>. España se sitúa

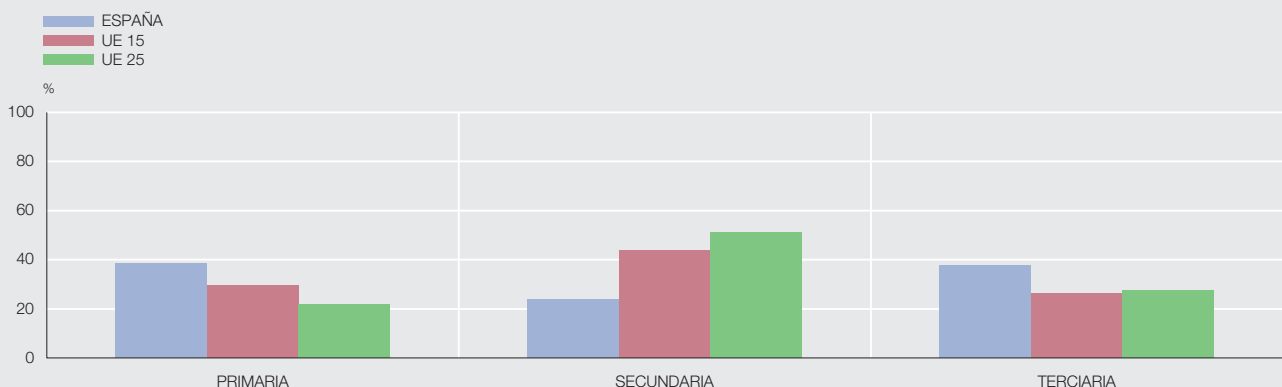
1. Se ha decidido emplear esta franja de edades para analizar los niveles educativos de individuos que han completado sus estudios en un período reciente. 2. El proyecto PISA (Programme for International Student Assessment) consiste en la realización de exámenes a estudiantes de 15 años que evalúan sus conocimientos en las áreas de Matemáticas, Lenguaje y Ciencias. Los estudiantes de 15 años están en el primer ciclo de secundaria, por lo que la comparación relevante sería con el gasto por estudiante en secundaria. España se denota por las siglas «es», y las dos líneas representan la media de sendas medidas de calidad para la UE 15, excluyendo Gran Bretaña, cuyos resultados de PISA 2003 no están disponibles. 3. Los datos de gasto por estudiante y de resultados de PISA se refieren a 2002 y 2003, respectivamente.

por debajo de la media en ambas variables, lo que significa que la calidad de los estudios españoles, al menos en el nivel secundario, es probablemente inferior a la de otros países de nuestro entorno<sup>4</sup>. No obstante, aun siendo recomendable un aumento del gasto, resulta conveniente resaltar que, a la vista de los datos del gráfico 2, dicho aumento no garantizaría necesariamente mejores resultados académicos. Por otra parte, considerando el conjunto de todos los niveles educativos, el gasto por estudiante en España ha mostrado una tendencia a converger con el europeo en los últimos años, si bien es cierto que esta convergencia se debe más a factores demográficos y de convergencia del PIB que a incrementos en el esfuerzo presupuestario<sup>5</sup>.

En cualquier caso, para que mejoras en el *stock* de capital humano se traduzcan en incrementos de productividad, es necesario que las nuevas habilidades producidas por el sistema educativo se emparejen adecuadamente con puestos de trabajo que las requieran. Los datos que facilita la Encuesta de Estructura Salarial (EES)<sup>6</sup> permiten descomponer las variaciones del salario relativo en cada nivel educativo en dos componentes: i) el efecto del cambio en la estructura ocupacional (en qué medida individuos de distintos niveles educativos se están empleando en ocupaciones con distinto nivel de cualificación), y ii) la variación en los rendimientos de la educación para cada ocupación (en qué medida, para una misma ocupación y nivel educativo, están cambiando los salarios). Como se puede observar en el cuadro adjunto, el salario mediano de los trabajadores de mayor nivel educativo en relación con el salario mediano de los trabajadores con estudios primarios ha disminuido

4. No existen medidas fiables de resultados para el resto de niveles educativos. No obstante, el gasto por estudiante en España para estos niveles está igualmente por debajo de los países de la UE. 5. Véase Puente y Pérez (2004), «Las series de *stock* de capital humano y tecnológico en los indicadores de convergencia real», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España. 6. La EES ofrece información sobre el salario de los trabajadores, clasificados por niveles educativos y ocupaciones. En este recuadro se han considerado cuatro niveles educativos (primaria, primer y segundo ciclo de secundaria, y universidad) y cuatro niveles ocupacionales (no cualificado manual, cualificado manual, no cualificado no manual, cualificado no manual). Para una mayor información acerca de esta desagregación, puede consultarse J. F. Jimeno, M. Izquierdo y V. Herranz (2001), «La desigualdad salarial en España: descomposición y variación por niveles de salarios», *Papeles de Economía Española*, vol. 88.

#### 1. DISTRIBUCIÓN DE PERSONAS DE ENTRE 25 Y 39 AÑOS QUE HAN COMPLETADO CADA NIVEL EDUCATIVO EN ESPAÑA, LA UE 15 Y LA UE 25



FUENTE: EUROSTAT.

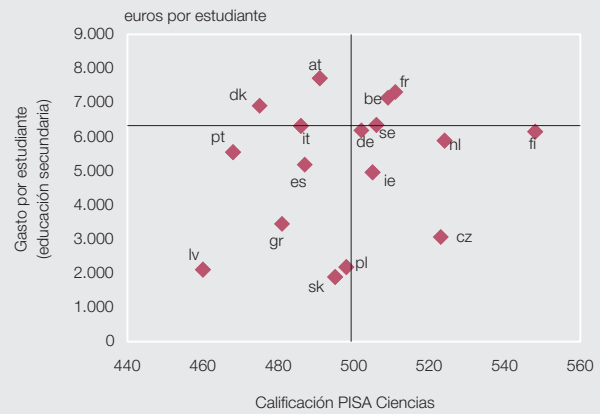
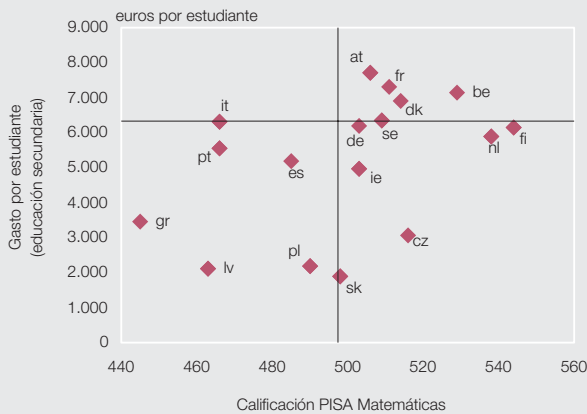
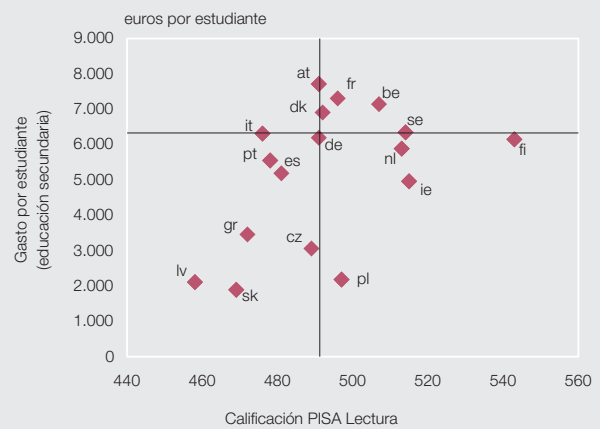
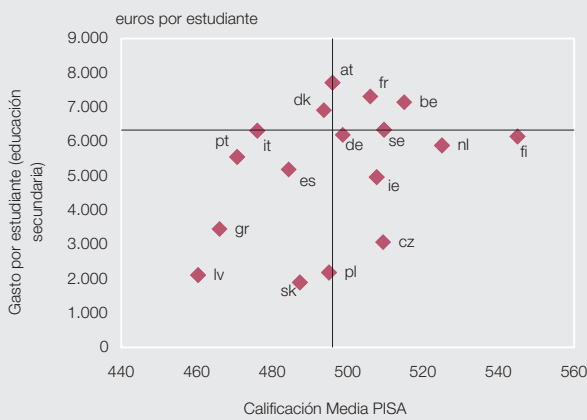


casi un 15%, de 1,95 a 1,67, entre 1995 y 2002. La tercera columna del cuadro muestra cómo hubieran sido dichos salarios relativos si no se hubieran producido cambios en la estructura ocupacional del empleo. A la vista de dicha columna, cabe concluir que, incluso con el bajo nivel de desagregación ocupacional considerado, un 18% de la caída observada en los rendimientos salariales de la educación universitaria se puede atribuir al hecho de que los trabajadores con dichos estudios se sitúan en ocupaciones de menor cualificación.

Estas consideraciones permiten concluir que el sistema educativo español tiene pendientes varios retos. En primer lugar, se debería

reducir el número de personas que únicamente han completado estudios primarios, lo que pasa necesariamente por una reducción del fracaso escolar. En segundo lugar, se debería poner especial énfasis en la mejora de la calidad educativa. Como se ha mostrado en el gráfico 2, es necesario un aumento de los recursos destinados a la educación, que ha de venir acompañado de otras medidas de tipo institucional para que se traduzca en mejoras de calidad. En tercer lugar, hay que promover iniciativas para mejorar el emparejamiento de los trabajadores con nivel educativo universitario y las habilidades requeridas por sus puestos de trabajo, iniciativas que deben enmarcarse en el proceso de profundización de reformas laborales.

2. INDICADORES DE CALIDAD



FUENTES: OCDE y EUROSTAT.

3. SALARIOS RELATIVOS POR NIVEL EDUCATIVO (a)

Educación

	Salarios medianos relativos en 1995	Salarios medianos relativos en 2002	Salarios medianos relativos en 2002 con estructura ocupacional de 1995
Primaria o menor	1,00	1,00	1,00
Primer ciclo de secundaria	0,96	1,04	1,04
Segundo ciclo de secundaria o FP primer grado	1,33	1,26	1,24
Universidad o superior	1,95	1,67	1,72

FUENTE: Encuesta de Estructura Salarial.

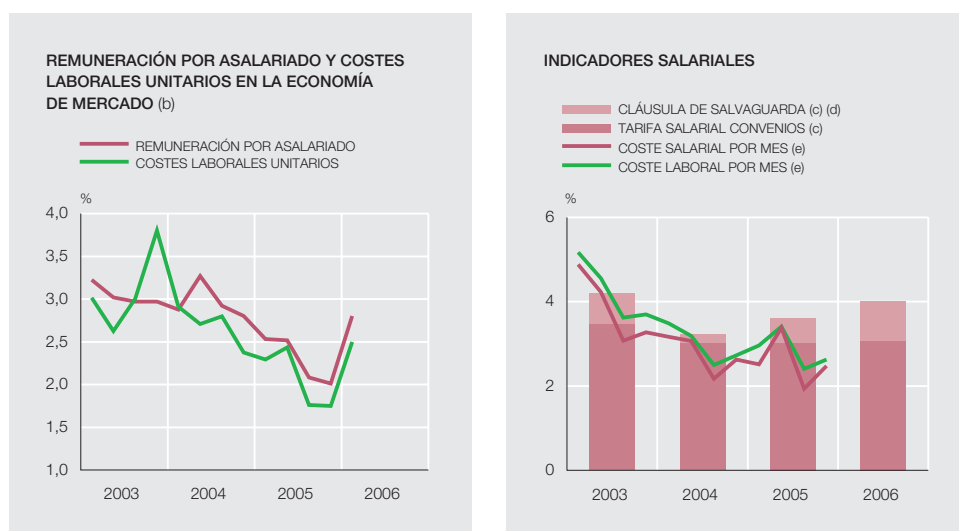
a. Trabajadores en sectores CNAE C-K.

indefinido, que se aceleró cinco décimas (hasta el 3,8%). Todo ello determinó un nuevo aumento interanual de la ratio de temporalidad, hasta el 33,3%, 1,4 pp por encima de su nivel de principios de 2005. La información procedente de la estadística de contratos del INEM muestra un comportamiento más dinámico de la contratación indefinida en el primer trimestre del año, que ha elevado el peso de estos contratos sobre el total hasta el 11,3%, 1 pp más que hace un año. Respecto a la duración de la jornada, después de las elevadísimas variaciones interanuales de la contratación a tiempo parcial estimadas por la EPA en 2005, la tasa interanual de crecimiento de los ocupados a tiempo parcial disminuyó bruscamente en el primer trimestre del año, hasta mostrar una caída interanual del 0,5%. Por su parte, el ritmo de avance interanual del número de ocupados a tiempo completo repuntó en este trimestre, hasta registrar un crecimiento del 5,7%, tras los modestos incrementos registrados a lo largo de 2005. Como resultado, el porcentaje de ocupados a tiempo parcial se redujo en 7 décimas respecto al primer trimestre del año pasado, hasta el 12,4%. Por niveles de estudios, destaca el elevado crecimiento que mantiene el empleo del colectivo con estudios universitarios (7,6%) y la caída que sigue produciéndose entre aquellos con estudios primarios (-8,9%). En el recuadro 3 se ofrece información complementaria sobre el proceso de acumulación de capital humano en la economía española.

Por lo que respecta a la población activa, en el primer trimestre del año 2006, volvió a incrementar su dinamismo, al registrar un crecimiento interanual del 3,6%, 0,4 pp por encima del registrado tanto en el trimestre pasado como en el promedio del año 2005. Esta aceleración de la población activa se basó en el elevado incremento de la tasa de actividad, hasta el 58%, 1,1 pp por encima de su nivel hace un año, ya que la población mayor de 16 años mantuvo el crecimiento interanual del 1,7% que se viene observando desde mediados de 2003. Atendiendo a la desagregación por sexos, el aumento de la población activa fue más intenso en el colectivo femenino (5%), con un incremento interanual de la tasa de participación de 1,6 pp, hasta el 47,5%. Entre los hombres, sin embargo, la población activa se desaceleró levemente, y la tasa de participación se incrementó en 0,6 pp, hasta el 68,9%. Finalmente, de acuerdo con la información procedente de la EPA, el número de desempleados volvió a descender en el primer trimestre de 2006, respecto al mismo período del año anterior, si bien a un ritmo inferior al observado a lo largo de 2005 y dando lugar a un incremento de 94.500 parados respecto al trimestre pasado. Así, el descenso interanual del desempleo se redujo hasta el 7,8%, frente al 11,6% de finales de 2005, y la tasa de paro se situó en el 9,1%, más de 1 pp por debajo de su nivel de principios de 2005, pero 0,4 pp por encima de la registrada en el trimestre precedente. La información proporcionada por la estadística de paro registrado muestra una tendencia descendente en la reducción del paro al haber pasado a registrarse variaciones positivas en el primer trimestre de 2006.

### **4.3 Costes y precios**

La remuneración por asalariado en 2005 experimentó un incremento del 2,5%, crecimiento sensiblemente inferior al del año anterior (3,3%). En la economía de mercado, la desaceleración fue de una magnitud similar, con un avance de la remuneración media por asalariado del 2,3% y un crecimiento bastante similar en las distintas ramas de actividad —con la única excepción de la agricultura—, situándose entre el 2,8% de incremento en la industria y el 2,2% en la construcción. La Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL) arroja unos resultados algo diferentes, pues, de acuerdo con esta estadística, el coste laboral por trabajador y mes cerró el año 2005 con un aumento medio del 2,9%, similar al de 2004. Para el primer trimestre de 2006 se espera un mayor incremento de la remuneración por asalariado, como consecuencia del efecto de la aplicación de la cláusula de salvaguarda correspondiente a 2005, cuyo impacto se estima en 0,93 pp, por encima de los 0,59 pp de la cláusula correspondiente al año anterior.



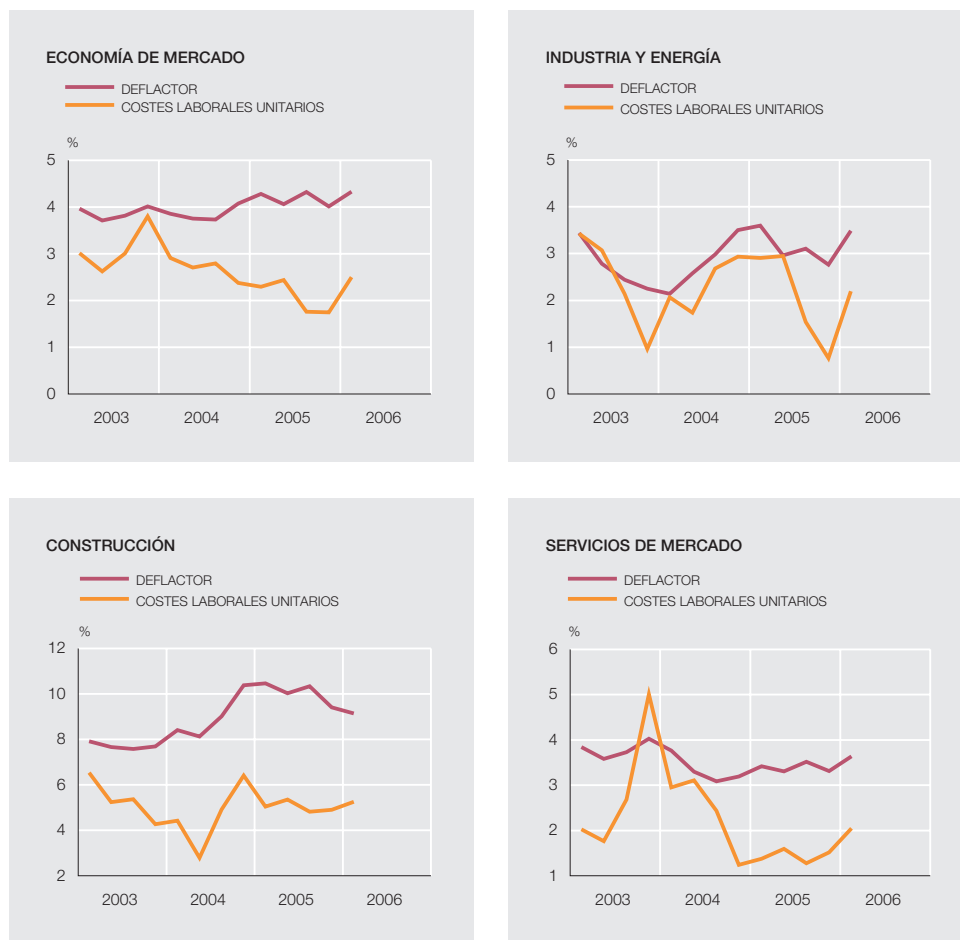
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

- a. Tasas de variación interanuales.  
 b. Tasas calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.  
 c. Información de convenios colectivos hasta marzo de 2006.  
 d. Cláusula de salvaguarda del año anterior.  
 e. ETCL.

El inicio de la negociación en 2006 se mantiene dentro de las coordenadas del Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva (AINC) —cuya prórroga para el presente ejercicio se firmó a finales de enero—. La información acerca de los convenios colectivos registrados hasta finales de marzo apunta a un ligero incremento de la tasa de avance de las tarifas salariales, que se sitúa en el 3,07% (véase gráfico 20). El número de trabajadores cubiertos por esos convenios es superior a los cinco millones, un 10% por encima del contabilizado en el mismo período del año anterior. En todas las ramas, excepto en la agricultura, los aumentos salariales pactados están en línea con las directrices del AINC. En la industria, el incremento de tarifas se mantiene en el 3,2%, mientras que en construcción y servicios se sitúa en el 2,9%.

De acuerdo con la CNTR, el coste laboral por unidad de valor añadido mantuvo un ritmo de crecimiento estable del 2% en el último trimestre de 2005, al compensarse la ligera aceleración de la remuneración por asalariado con un incremento de la misma magnitud en el ritmo de avance del valor añadido por ocupado. En este contexto, el deflactor del valor añadido recortó su tasa de crecimiento en 0,3 pp, como consecuencia de un comportamiento algo menos expansivo de los márgenes, que continuaron ampliándose, aunque a un ritmo menor. En concreto, el excedente unitario de explotación mostró una tasa del 7% a finales del pasado año. En la economía de mercado también se produjo una ampliación de márgenes, en un contexto de moderado crecimiento de los costes.

En el gráfico 21 se recoge el comportamiento del deflactor y del coste laboral unitario en la economía de mercado y en las principales ramas que la forman. En el cuarto trimestre del año, se observó una evolución homogénea de los precios en las distintas ramas de actividad, con una desaceleración del deflactor del valor añadido en todas las ramas, a excepción de la agricultura. En cambio, los costes laborales unitarios únicamente se ralentizaron en la rama de industria y energía, mientras que intensificaron su ritmo de crecimiento en el resto de las ramas. En cualquier caso, la ampliación de los márgenes unitarios fue común a todas las ramas de actividad. Con los indicadores disponibles para el primer trimestre de 2006, se estima que los



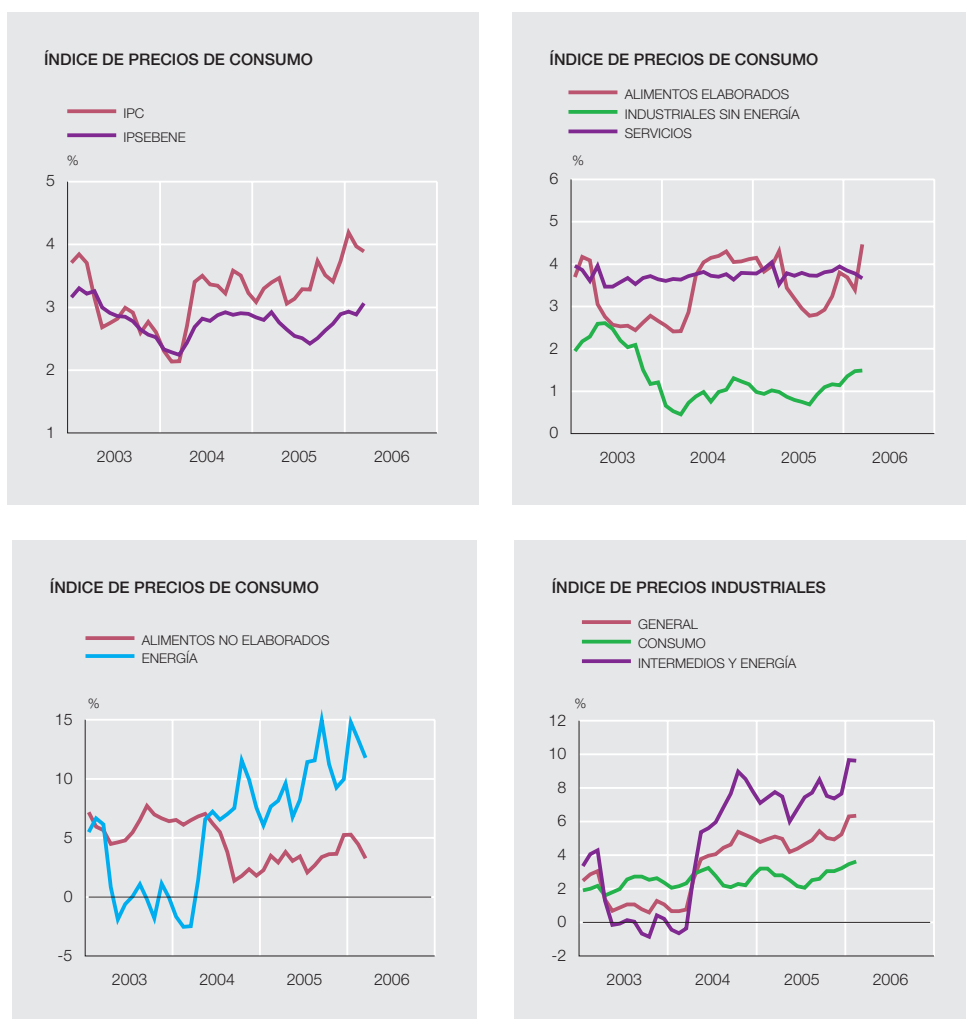
FUENTES: INE y Banco de España.

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

deflatores han continuado creciendo a un ritmo superior al de los costes laborales unitarios, a pesar del previsible incremento en el ritmo de expansión de la remuneración por asalariado.

En el cuarto trimestre del año, el deflatores de la demanda final mantuvo estable su ritmo de avance interanual en el 4,4%. Sin embargo, el deflatores del PIB se desaceleró una décima, hasta situar su tasa de expansión también en el 4,4%. El deflatores del consumo privado aumentó tres décimas su tasa de crecimiento, hasta el 3,8%, mientras que los deflatores de la formación bruta de capital fijo y de las exportaciones aminoraron su ritmo de avance hasta tasas del 5,7% y 4,8%, respectivamente. El deflatores de las importaciones se aceleró, aunque de forma mucho menos intensa que en el tercer trimestre. El precio del petróleo moderó su trayectoria alcista en el período octubre-diciembre, tras los precios máximos alcanzados en el verano, aunque se vio compensado parcialmente por la depreciación del euro frente al dólar, que ha contribuido al encarecimiento de los precios de importación.

En el cuarto trimestre del pasado año, los precios de consumo se aceleraron de forma similar al deflatores del consumo privado, y alcanzaron un ritmo interanual del 3,6%. En los tres primeros meses de 2006, se ha intensificado esta pauta, de modo que el IPC mostró un crecimiento interanual medio del 4% en el primer trimestre, mientras que el IPSEBENE se aceleró una décima, hasta alcanzar una tasa del 3% (véase gráfico 22). De nuevo, el componente más inflacionista volvió a ser la energía, con un aumento medio de su precio del 13,3%. A comien-

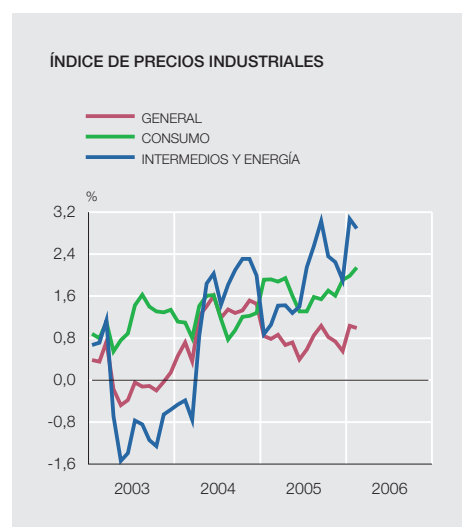
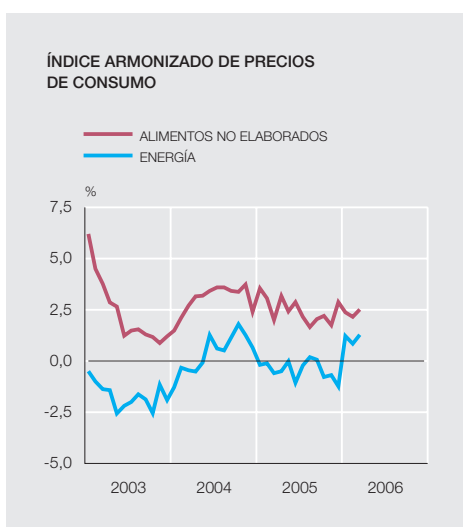
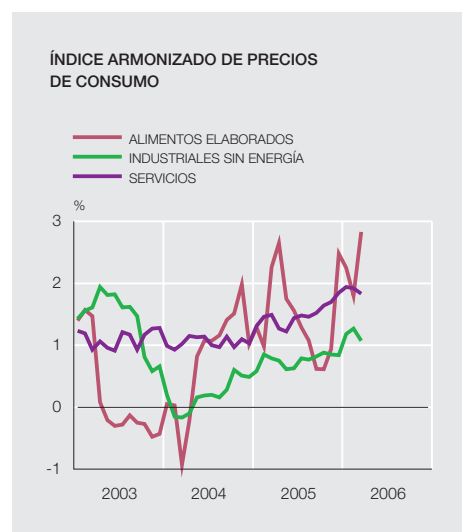
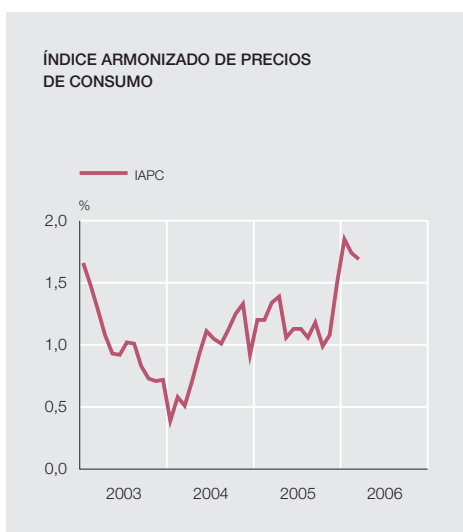


FUENTE: INE.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

zos de año subió la tarifa eléctrica y los precios del gas natural y butano, mientras los precios de combustibles y carburantes retomaron una trayectoria alcista en el mes de enero, en línea con la evolución del precio del crudo en los mercados internacionales. Por su parte, en el primer trimestre del año los precios de los bienes industriales no energéticos aumentaron un 1,4% en términos interanuales medios, tres décimas más que en el período anterior, debido, principalmente, al encarecimiento de los automóviles.

Los precios de los alimentos elaborados se aceleraron seis décimas en el período enero-marzo, en relación con el trimestre anterior, hasta situar su crecimiento interanual medio en el 3,9%. En los tres primeros meses del año, se intensificó la aceleración de los precios de los aceites, cuya tasa interanual supera el 30%. Los precios de los alimentos no elaborados, tras el repunte del trimestre anterior, aumentaron una décima adicional en los primeros meses de 2006, alcanzando una tasa del 4,3%. El renovado dinamismo de esta rúbrica del IPC refleja el encarecimiento de la carne de vacuno y el final de los descensos en los precios de la carne de ave. Destaca, en sentido contrario, la significativa moderación en los precios de frutas y hortalizas frescas. Por último, los precios de los servicios apenas se ralentizaron una décima en el primer trimestre, hasta una tasa interanual media del 3,8%, resultado que, en parte, refleja



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

el cambio de mes en la celebración de la Semana Santa, mientras que los aumentos de las tarifas de transporte registrados en los primeros meses del año fueron de una magnitud similar a los del pasado año.

La inflación en España medida por el IAPC aumentó seis décimas entre el cuarto trimestre del pasado año y el primer trimestre de 2006, en que alcanzó una tasa media del 4,1%. En el conjunto de la UEM, la inflación permaneció en el 2,3% en el período enero-marzo, dando lugar a una sensible ampliación del diferencial entre España y la zona del euro, hasta 1,8 pp, una cifra no alcanzada desde 2002, si bien en marzo el diferencial cedió ligeramente, hasta 1,7 pp (véase gráfico 23). La ampliación del diferencial de inflación con la zona del euro se observa tanto en los servicios —donde se ha concentrado históricamente una parte significativa de la brecha inflacionista—, como en los bienes, que han experimentado un intenso avance a lo largo de los tres primeros meses del año. En este sentido, la ampliación del diferencial ha sido sustancial en el caso de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos, donde contrasta en ambos casos la aceleración registrada en España

con la desaceleración en la zona del euro. En el caso de la energía, el diferencial ha retomado valores positivos, tras los valores negativos que caracterizaron la mayor parte del pasado año.

El índice de precios industriales (IPRI) experimentó un crecimiento interanual del 5,8% en marzo, frente a un 6,3% registrado el mes anterior. Aunque el incremento más acusado siguió correspondiendo a los precios de producción de la energía, su tasa de crecimiento interanual se redujo en casi cuatro puntos, hasta el 16,4%; también los precios de producción de los bienes de consumo y de equipo se desaceleraron, mientras que el componente de bienes intermedios se aceleró hasta el 4,5%. En la zona del euro, los precios de producción situaron su tasa interanual en el 5,4% en febrero, 1 pp por encima de la media registrada en el cuarto trimestre. Por otra parte, los precios percibidos por los agricultores finalizaron el pasado año con una tasa de crecimiento interanual en torno al 2%. Por último, los precios hoteleros han venido manteniendo un comportamiento muy moderado desde el pasado verano, con un crecimiento del 1,2% en términos interanuales hasta febrero.

#### **4.4 La actuación del Estado**

Las cifras publicadas sobre la ejecución del presupuesto del Estado del primer trimestre, siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional, muestran una cierta mejora del superávit, que pasó de los 3.140 millones de euros (0,3% del PIB) en marzo de 2005, a los 4.584 millones (0,5% del PIB) de este año. Este resultado se debió a un aumento de los recursos en un 10,2%, frente al incremento del 5,9% en los empleos. Estas cifras contrastan con el resultado del saldo de caja, que registró un superávit de 244 millones de euros en los meses transcurridos en 2006, frente al déficit de 3.011 millones de euros registrado en el mismo período del año 2005 (véase el cuadro 3). Las diferencias con los registros de Contabilidad Nacional responden, en gran parte, en este caso, al distinto criterio de contabilización de los intereses. Debe recordarse, no obstante, que las cifras de los primeros meses del año son muy erráticas y escasamente representativas de la evolución presupuestaria del Estado en el resto del año.

Los ingresos de caja del Estado aumentaron en el primer trimestre un 7,2% en comparación con el mismo período del año anterior por la fortaleza de las principales figuras impositivas (IRPF e IVA), lo que contrasta vivamente con la previsión presupuestaria de estancamiento de los ingresos en el conjunto del año 2006 (una tasa de variación del -0,1%). El dinamismo de la recaudación de los impuestos directos se explica por la evolución del IRPF, que aumentó un 9,5% (en particular, las retenciones sobre el trabajo se incrementaron un 9,3%, y las retenciones sobre capital mobiliario y ganancias en fondos de inversión lo hicieron en un 16,8%), y por el impuesto sobre la renta de no residentes. El impuesto sobre sociedades, se incrementó, por su lado, un 4,9%, aunque este impuesto no presentará tasas de variación relevantes hasta el primer ingreso a cuenta, en abril. Entre los impuestos indirectos, el más dinámico fue el IVA, que registró crecimientos similares a los del año 2005, al aumentar un 10,4%, mientras que los impuestos especiales estuvieron prácticamente estancados, debido a la débil recaudación del impuesto sobre hidrocarburos y a la caída en la recaudación del impuesto sobre alcohol y bebidas derivadas. En cuanto a los capítulos agregados en la rúbrica de Otros ingresos, la caída registrada vino determinada por las fuertes reducciones en los ingresos por diferencias entre valores de reembolso y emisión de deuda pública y en los ingresos por transferencias de capital, en su mayor parte procedentes de fondos de la Unión Europea, que solo en parte fueron compensados con los mayores recursos por beneficios del Banco de España.

Los pagos de caja, por su parte, registraron una caída del 3%, en claro contraste con la previsión presupuestaria, que apunta a un crecimiento del 9,1% en el conjunto del año. La caída en los ingresos se debió a los pagos por intereses (muy condicionados por el calendario de vencimientos de la deuda pública) y a los pagos de capital. En ambos casos, estos pagos son

m€ y %

	Liquidación 2005	Variación porcentual 2005/2004	Presupuesto inicial 2006	Variación porcentual 2006/2005	Liquidación		
					2005	2006	Variación porcentual
					ENE-MAR	ENE-MAR	
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7 = 6/5
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	128.777	12,2	128.591	-0,1	31.019	33.260	7,2
Impuestos directos	70.665	20,4	72.036	1,9	12.466	13.717	10,0
<i>IRPF</i>	35.953	18,2	37.992	5,7	11.091	12.144	9,5
<i>Sociedades</i>	32.496	24,9	31.681	-2,5	854	896	4,9
<i>Otros (a)</i>	2.215	-1,3	2.363	6,7	520	678	30,2
Impuestos indirectos	44.618	7,9	45.302	1,5	15.638	17.012	8,8
<i>IVA</i>	32.009	10,0	31.438	-1,8	12.683	13.997	10,4
<i>Especiales</i>	9.795	0,5	10.903	11,3	2.289	2.286	-0,1
<i>Otros (b)</i>	2.813	12,9	2.961	5,3	666	729	9,4
Otros ingresos	13.494	-8,7	11.253	-16,6	2.915	2.531	-13,2
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	122.755	7,0	133.951	9,1	34.030	33.017	-3,0
Personal	20.677	6,1	22.124	7,0	4.507	4.962	10,1
Compras	3.388	-3,5	3.069	-9,4	813	861	5,9
Intereses	17.831	6,4	17.443	-2,2	8.209	6.290	-23,4
Transferencias corrientes	64.541	5,8	70.968	10,0	16.426	17.287	5,2
Fondo de contingencia y otros imprevistos	...	...	2.873	...	...	...	...
Inversiones reales	8.978	26,4	9.338	4,0	2.455	2.155	-12,2
Transferencias de capital	7.341	6,8	8.134	10,8	1.621	1.462	-9,8
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>	6.022	...	-5.360	...	-3.011	244	...
<b>PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL</b>							
Recursos no financieros	126.811	11,9	127.817	0,8	29.464	32.470	10,2
Empleos no financieros	123.550	0,7	131.775	6,7	26.324	27.886	5,9
<b>CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN</b>							
	3.261	...	-3.958	...	3.140	4.584	...
(en porcentaje del PIB)	0,4	...	-0,4	...	0,3	0,5	...

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.

muy variables y es de prever que sus tasas de variación converjan en los próximos meses hacia cifras más acordes con las presupuestadas. Cabe destacar, también, los fuertes crecimientos de los dos capítulos que forman parte del consumo público (personal y compras) y, en especial, el capítulo de personal, con un crecimiento en torno al 10%, debido, en parte, a las mejoras retributivas de algunos colectivos. Por su parte, el capítulo de transferencias corrientes registró un crecimiento por debajo del presupuestado, como consecuencia, entre otros factores, de los menores pagos dirigidos a la Unión Europea en relación con el mismo período del año anterior.

En cuanto a la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social, se cuenta con información del Sistema relativamente retrasada, pues se refiere al mes de enero. Las cotizaciones sociales experimentaron un aumento del 7,5% respecto a enero del año anterior, lo que supone un ritmo de crecimiento similar al registrado al final de 2005, aunque inferior al 8,4% de incremento previsto en el presupuesto, respecto al presupuesto del año anterior. El número de afiliados a la Seguridad Social aumentó un 5,5% en el primer trimestre del año 2006, cifra superior al



		ENERO	
		2005	2006
Millones de euros			
INGRESOS	Cuenta corriente	19.073	22.288
	<i>Mercancías</i>	11.114	12.923
	<i>Servicios</i>	5.186	5.147
	— Turismo	2.446	2.111
	— Otros servicios	2.739	3.035
	<i>Rentas</i>	1.934	3.374
	<i>Transferencias corrientes</i>	839	844
	Cuenta de capital	558	489
	Cuentas corriente y de capital	19.631	22.777
	PAGOS	Cuenta corriente	25.926
<i>Mercancías</i>		15.749	18.839
<i>Servicios</i>		3.848	5.023
— Turismo		860	1.109
— Otros servicios		2.987	3.915
<i>Rentas</i>		3.429	3.760
<i>Transferencias corrientes</i>		2.900	1.439
Cuenta de capital		67	159
Cuentas corriente y de capital		25.992	29.221
SALDOS		Cuenta corriente	-6.853
	<i>Mercancías</i>	-4.636	-5.916
	<i>Servicios</i>	1.338	123
	— Turismo	1.586	1.003
	— Otros servicios	-248	-880
	<i>Rentas</i>	-1.495	-387
	<i>Transferencias corrientes</i>	-2.061	-595
	Cuenta de capital	492	330
	Cuentas corriente y de capital	-6.361	-6.444

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

conjunto del año 2005. Por el lado del gasto, las pensiones aumentaron un 7,8% en enero, algo por encima de lo presupuestado para el conjunto del año. El número de pensiones contributivas registró una tasa de crecimiento del 2,5% en el primer trimestre. En lo referente al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), el gasto en prestaciones por desempleo aumentó un 6,3% hasta febrero, frente al incremento del 6,9% en el conjunto del año 2005. Entre los factores determinantes está la caída del paro registrado, que se redujo un 1,3% en febrero del 2006, frente a la caída del 1,1% en el conjunto del año anterior. Sin embargo, la tasa de cobertura se situó en el 83,4% en enero de 2006, bastante por encima del nivel del año 2005.

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

En enero de 2006, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 6.444 millones de euros, un 1,3% por encima del contabilizado en igual mes del año anterior (véase cuadro 4). El déficit por cuenta corriente disminuyó ligeramente en este mes (-1,2%), hasta situarse en 6.744 millones de euros, mientras que descendió el superávit por operaciones de capital (-32,8%), que se situó en 330 millones de euros. Por partidas de la cuenta corriente, el déficit comercial y el superávit de servicios se deterioraron en enero en relación con idéntico mes de 2005, al tiempo que mejoraron notablemente los desequilibrios negativos de rentas y transferencias corrientes.

En el primer mes de 2006, el déficit de la balanza comercial se incrementó en 1.280 millones de euros sobre el nivel registrado en enero del año anterior, hasta alcanzar la cifra de 5.916 millones de euros; en tasas interanuales, el saldo negativo aumentó un 27,6%, prolongando la tónica de fuerte deterioro que le caracterizó en los dos ejercicios anteriores. En enero se intensificaron notablemente los intercambios de comercio exterior de bienes, aunque se mantuvo un importante diferencial de crecimiento nominal entre los flujos de importaciones (19,6%) y los de exportaciones (16,3%). No obstante, desde la segunda mitad del año anterior se ha moderado el ritmo de avance del desequilibrio del comercio no energético, mientras que el déficit energético continúa creciendo a tasas muy abultadas, derivadas del fuerte encarecimiento de la energía importada.

En cuanto a la balanza de servicios, en enero de 2006 arrojó un superávit de 123 millones de euros, 1.215 millones por debajo del contabilizado en igual fecha del año anterior, lo que se explica tanto por el descenso de 583 millones de euros que experimentó el superávit turístico, como por el aumento del déficit de servicios no turísticos, cifrado en 632 millones de euros. Los ingresos turísticos descendieron un 13,7% en enero, en términos nominales, prolongando el comportamiento negativo de diciembre de 2005. Por su parte, los pagos turísticos aumentaron un 28,9% en el primer mes de 2006, prolongando el fuerte dinamismo que les ha caracterizado en los dos ejercicios anteriores, en un contexto de crecimiento sostenido de la demanda privada de consumo.

El saldo negativo de la balanza de rentas registró una importante corrección en enero, hasta situarse en -387 millones de euros, lo que supone una mejora de 1.108 millones en relación con el observado en idéntico mes del ejercicio anterior. Los ingresos mostraron un notable repunte (74,4%), destacando el impulso que adquirieron los correspondientes al sector privado no financiero; al mismo tiempo, los pagos registraron un avance más moderado (9,7%), debido al descenso de los pagos realizados por las instituciones financieras monetarias y las AAPP, mientras que aumentaron notablemente los pagos efectuados por el sector privado no financiero. En este mes disminuyeron los flujos de inversiones directas del exterior en España; sin embargo, las inversiones de cartera y, en menor medida, el resto de inversiones procedentes del exterior crecieron notablemente. En cuanto a los flujos de inversiones de España en el exterior, las inversiones directas también retrocedieron en enero, mientras que tanto las inversiones de cartera como, especialmente, el resto de inversiones (fundamentalmente préstamos, depósitos y *repos*) registraron un crecimiento muy intenso.

El saldo de la balanza de transferencias corrientes acumuló un déficit de 595 millones de euros en enero de 2006, inferior en 1.466 millones al déficit registrado en el mismo mes del año precedente. Los ingresos apenas se incrementaron un 0,6%: una de las principales partidas, los flujos procedentes de la UE en concepto de FEOGA-Garantía, retrocedió, mientras que las transferencias comunitarias del Fondo Social Europeo reflejaron una evolución favorable. Los pagos, por su parte, disminuyeron notablemente (-50,4%), acusando, fundamentalmente, el notable descenso de los pagos destinados a las arcas comunitarias en los renglones de Recurso PNB y Recurso IVA. No obstante, los pagos por remesas de emigrantes siguieron mostrando un elevado dinamismo.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 330 millones de euros en el primer mes del ejercicio actual, arrojando un descenso de 161 millones de euros en relación con idéntica fecha del año anterior. Este deterioro se explica, en parte, por el retroceso que experimentaron los fondos estructurales recibidos en concepto de FEDER y de FEOGA-Orientación, aunque en los primeros meses del año suelen presentar retrasos, y a pesar de la evolución tan positiva que mostraron las transferencias comunitarias del Fondo de Cohesión.

## 5 Evolución financiera

### 5.1 Rasgos más destacados

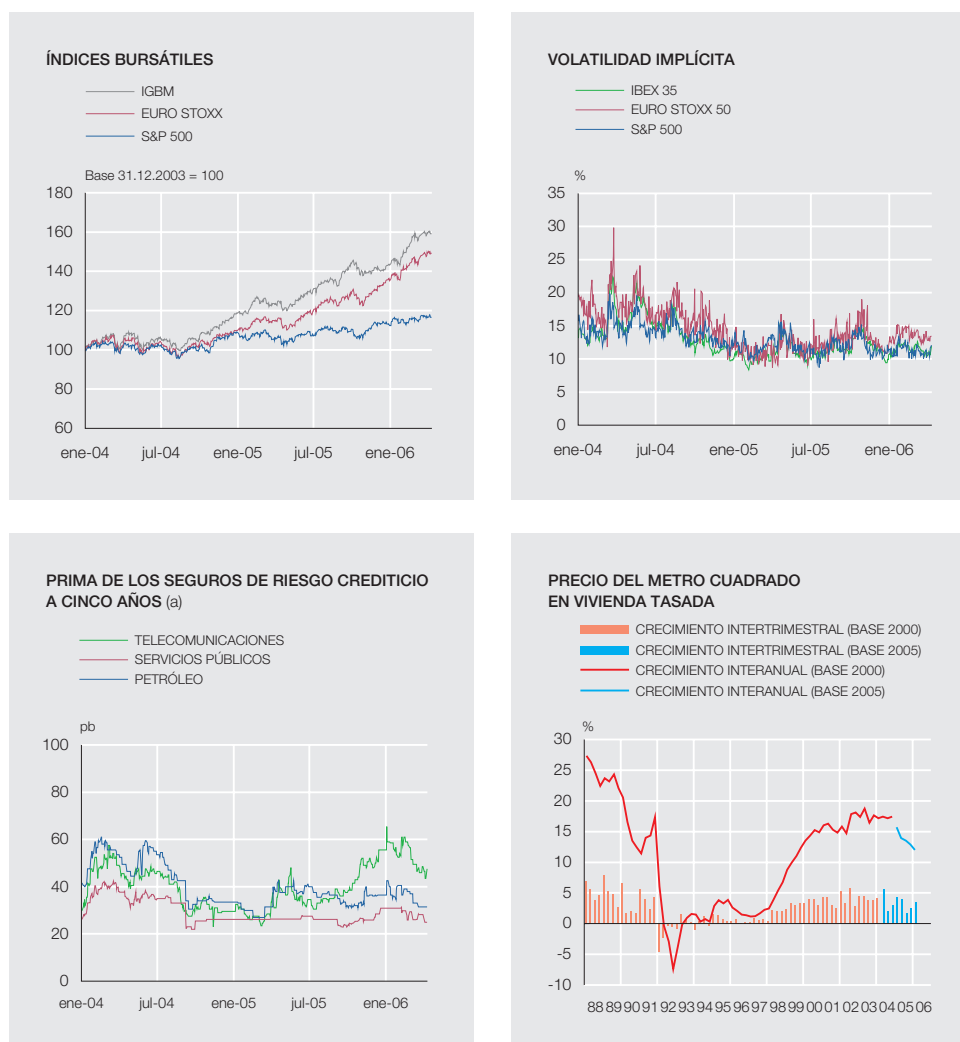
En los tres primeros meses de 2006 las condiciones de financiación de los hogares y las sociedades españolas continuaron siendo bastante holgadas, aunque registraron un cierto endurecimiento, en un contexto en el que se mantuvo la senda creciente de las rentabilidades negociadas en los mercados con la que se cerró el ejercicio anterior. Así, el nivel medio del EURIBOR a un año se situó en marzo en el 3,11%, 33 puntos básicos (pb) por encima del nivel de diciembre de 2005, mientras que la rentabilidad del bono español a diez años se incrementó en 28 pb y alcanzó el 3,65%. En línea con esta evolución, aumentó el precio de los préstamos bancarios a empresas y familias, y el coste medio de la financiación con valores de renta fija (véase gráfico 24).

En los mercados bursátiles españoles, durante el primer trimestre de 2006 prosiguió la tendencia ascendente en las cotizaciones. A finales de marzo, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba una revalorización del 11,3% desde principios de año, siendo especialmente destacable el aumento en el precio de las acciones del sector de materiales básicos, industria y construcción (cercano al 25%). Esta evolución, que ha sido más favorable que la observada en las principales plazas internacionales (el Euro Stoxx amplio se incrementó un 10,3% durante este período, y el S&P 500, un 3,7%), estuvo acompañada de un mantenimiento de la volatilidad en niveles reducidos.

De acuerdo con los datos publicados por el Ministerio de Vivienda, durante el primer trimestre de 2006 se prolongó la senda de desaceleración en el precio de los inmuebles. Así, su tasa de crecimiento interanual se situó en marzo en el 12%, lo que supone una moderada reducción (de 0,8 pp) respecto a la observada a finales de 2005. Esta información sigue apoyando el escenario esperado de corrección ordenada y gradual de la sobrevaloración actual de estos activos.

En este entorno caracterizado por costes reducidos de financiación y aumento del valor de los activos, el volumen de financiación concedida al sector privado continuó creciendo durante los últimos meses del año pasado a un ritmo elevado (en torno al 21%), tanto en el caso de familias como en el de las sociedades, lo que supone un ascenso, más acusado en el último caso, en relación con las cifras de septiembre. La información provisional disponible apunta a que durante los primeros meses de 2006 no se produjeron cambios significativos en la evolución de esta variable. El detalle por componentes dentro de los pasivos de los hogares muestra que durante el cuarto trimestre de 2005 la deuda para adquisición de vivienda se mantuvo como la rúbrica más expansiva, si bien la tasa de avance de la destinada a consumo y otros fines experimentó cierto aumento. Para las empresas, el desglose por actividades productivas del crédito de entidades residentes revela una aceleración generalizada durante dicho período, al tiempo que los recursos dirigidos a las ramas de servicios inmobiliarios y de la construcción volvieron a ser los que presentaron un comportamiento más dinámico.

Como resultado de estos desarrollos, los indicadores de presión financiera de las familias siguieron deteriorándose entre octubre y diciembre de 2005, evolución que, según la información provisional disponible, se habría mantenido durante el primer trimestre de 2006. Así, las ratios de endeudamiento y de carga financiera se incrementaron nuevamente, mientras que el ahorro no destinado al servicio de la deuda volvió a retroceder y las necesidades de financiación del sector aumentaron, hasta situarse próximas al 1,5% del PIB (véase cuadro 5). No obstante, a pesar del dinamismo de los pasivos, la riqueza agregada neta de los hogares



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

a. Primas medias ponderadas por activos.

habría continuado creciendo, aunque a un ritmo más moderado que en el pasado reciente, gracias a la revalorización de los activos financieros y reales.

En el caso de las sociedades no financieras, las ratios agregadas de endeudamiento y de carga financiera también presentaron una trayectoria ascendente durante el último trimestre de 2005 y, de acuerdo con la información provisional disponible, esta misma tendencia se habría mantenido en los primeros meses de 2006. Además, tanto el saldo deudor de las operaciones financieras netas como la brecha de financiación aumentaron en la parte final del año pasado, de forma que superaron, respectivamente, el 7% y el 11% del PIB. Por otra parte, en dicho período la rentabilidad permaneció en niveles similares a los observados durante el verano. Sin embargo, para el agregado de empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), los indicadores de endeudamiento y carga financiera no mostraron variaciones significativas, al tiempo que la rentabilidad continuó recuperándose, lo que conjuntamente revela la mejor evolución de la posición financiera de las sociedades de esta muestra, en la que tienen un peso elevado las compañías grandes. Estos desarrollos resultaron en una estabilidad de los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y en un moderado descenso de los de empleo, que en ambos casos se mantienen en valores reducidos.

% del PIB (a)					2004		2005		
	2000	2001	2002	2003	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
	Economía nacional	-3,2	-3,4	-2,6	-3,0	-4,8	-5,5	-6,0	-6,1
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-3,1	-4,3	-3,7	-4,2	-5,4	-6,3	-7,0	-7,7	-8,5
<i>Sociedades no financieras</i>	-4,5	-5,4	-4,4	-4,4	-4,7	-5,6	-6,3	-6,5	-7,1
<i>Hogares e ISFLSH</i>	1,4	1,1	0,7	0,1	-0,6	-0,7	-0,7	-1,2	-1,4
Instituciones financieras	0,8	1,4	1,4	1,3	0,7	0,7	0,6	0,6	0,9
Administraciones Públicas	-0,9	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	0,2	0,4	1,0	1,1
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación sociedades no financieras (b)	-15,5	-10,0	-8,6	-8,5	-9,0	-10,6	-10,9	-10,9	-11,2

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.

Las mayores necesidades de financiación de los hogares y de las sociedades no fueron compensadas por la mejoría de los recursos financieros netos de las instituciones financieras y de las Administraciones Públicas, de modo que la nación tuvo que incrementar la apelación al ahorro del resto del mundo, que se situó, en términos acumulados de cuatro trimestres, en el 6,5% del PIB a finales de 2005, frente al 6,1% de septiembre. El sector financiero se ha mantenido como el principal canal a través del cual se han obtenido los fondos del exterior, operaciones que se han materializado fundamentalmente en préstamos interbancarios y, en mayor medida, en emisiones de valores distintos de acciones, entre los que destacan los que están vinculados a préstamos hipotecarios (véase recuadro 4).

En conjunto, la información más reciente muestra que los hogares y las sociedades han aumentado su exposición a perturbaciones adversas en las rentas, el precio de los activos o el coste de financiación. Esta sensibilidad adquiere, además, mayor relevancia en el contexto actual en el que ha aumentado la probabilidad de que en el futuro próximo los tipos de interés evolucionen hacia niveles acordes con un tono más neutral de la política monetaria y en el que el valor de la vivienda mantenga e incluso intensifique la pauta de desaceleración que ha iniciado. Por tanto, persisten los elementos de incertidumbre que se han señalado en informes anteriores sobre el curso a medio plazo del gasto de las empresas y, sobre todo, de las familias.

## 5.2 El sector hogares

En el primer trimestre de 2006 se observó un cierto endurecimiento en las condiciones de financiación a hogares. Así, en el mes de febrero los tipos de interés aplicados por las entidades en las nuevas operaciones acumulaban un ascenso de 32 pb con respecto a los niveles de diciembre, en el caso del crédito para vivienda, y de 2 pb en el del destinado a consumo y otros fines. De acuerdo con la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB), las entidades preveían para los primeros meses de 2006 una ligera relajación en las condiciones de oferta aplicadas en la concesión de créditos para consumo y otros fines, y un movimiento similar —pero en la dirección contraria— en las correspondientes a los préstamos destinados a la adquisición de vivienda.

El ascenso del coste de la financiación observado desde finales de 2005 no contuvo, sin embargo, el elevado dinamismo de la deuda de las familias, que en los últimos meses de 2005

Tal como ilustra el panel superior izquierdo del gráfico, durante los últimos años el crédito concedido por las entidades españolas al sector privado no financiero ha crecido a tasas persistentemente superiores a las de los depósitos frente a familias y empresas. En este contexto, estas instituciones han tenido que recurrir a otras modalidades de financiación, más onerosas, como son los préstamos interbancarios y, sobre todo, la emisión de títulos distintos de acciones, tanto de forma directa como a través de otros vehículos. Esta última vía incluye, básicamente, la actividad de los fondos de titulización de activos y las operaciones realizadas por las filiales especializadas en la emisión de participaciones preferentes y otros valores asimilados. En el primer caso, los fondos obtenidos revierten a la entidad que tituliza los préstamos, y en el segundo, a la matriz.

De este modo, el saldo vivo de valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras españolas ha avanzado a un ritmo notable durante los últimos años. En términos del crédito concedido al sector no financiero<sup>1</sup>, dicho volumen ha pasado de estar por debajo

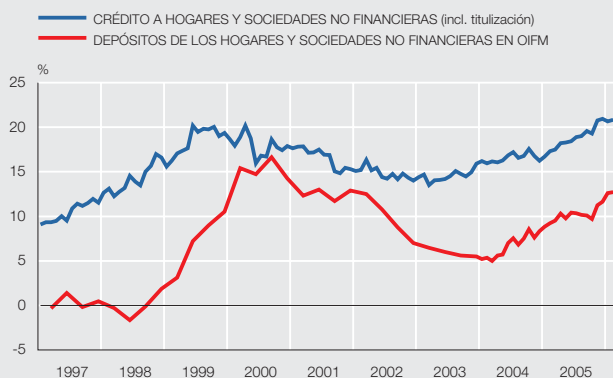
del 10% en 1997, un nivel muy inferior al de la media de la zona del euro, a situarse por encima del 30% a finales de 2005, una proporción cercana a la de la UEM, pero todavía menor (véase panel superior derecho del gráfico). De acuerdo con la información más reciente, dentro de los principales países del área los que presentaban una cifra más elevada eran Holanda, Alemania e Italia.

El detalle por subsectores muestra, asimismo, algunas diferencias relevantes dentro de la UEM (véase panel inferior izquierdo del gráfico). Así, en España, a finales de 2005, aproximadamente la mitad del saldo de las emisiones realizadas por las instituciones financieras correspondía a las no monetarias, donde se incluyen las realizadas por los fondos de titulización y por las filiales de las entidades de crédito especializadas en la emisión de participaciones preferentes y valores asimilados. Dicha proporción era notablemente superior a la de la UEM. Dentro de los principales países del área, solamente Holanda presenta un porcentaje superior al de nuestra economía. Por el contrario, en Francia y en Alemania el grueso del volumen emitido se explicaba por la actividad de las instituciones monetarias, entidades de crédito básicamente. En ambos casos, pero sobre todo en el segundo, dentro de estas operaciones destacan los instrumentos respal-

1. El crédito incluye tanto el que está dentro del balance de las entidades como el que está titulado y se ha dado de baja del balance.

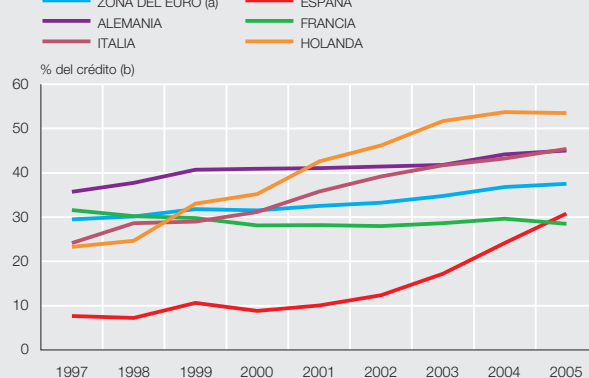
**1. EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO Y DE LOS DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO RESIDENTE FRENTE A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO**

Tasas de crecimiento interanuales



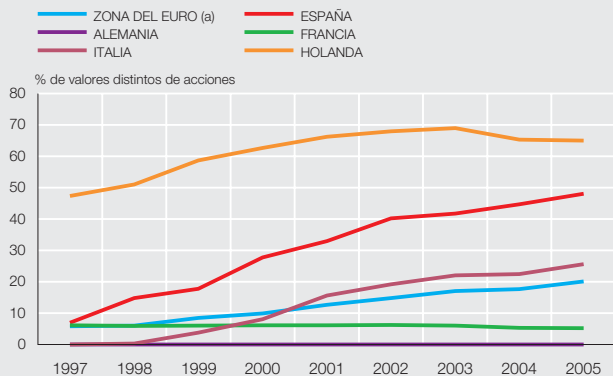
**2. VALORES DISTINTOS DE ACCIONES EMITIDOS POR EL SECTOR FINANCIERO**

Saldos vivos de los países de la zona del euro



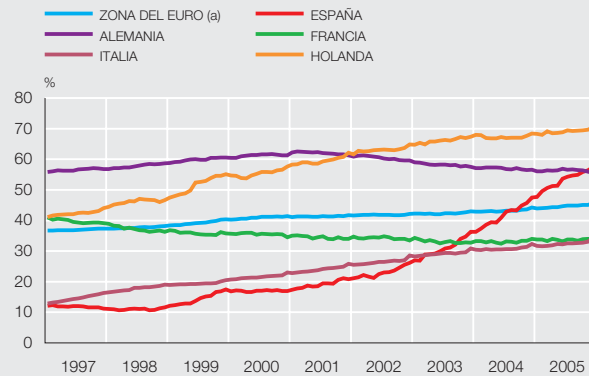
**3. PESO DE LAS EMISIONES DE IFNM SOBRE EL TOTAL DE VALORES DISTINTOS DE ACCIONES DEL SECTOR FINANCIERO**

Saldos vivos



**4. PESO DEL SECTOR FINANCIERO SOBRE EL TOTAL DE LOS MERCADOS NACIONALES DE RENTA FIJA**

Saldos vivos de los países de la zona del euro



FUENTE: BCE.

a. Excluye Irlanda y Luxemburgo, por falta de información.

b. Medidos como porcentaje del saldo vivo de créditos concedidos por instituciones financieras a hogares, sociedades y AAPP. Incluye el crédito dentro y fuera de balance.

dados por préstamos hipotecarios. En España, el peso de los títulos vinculados a este tipo de pasivos es significativo tanto dentro de los bonos emitidos por las instituciones monetarias (35%) como especialmente los del resto del sector financiero (54%).

El notable avance de la emisión de valores distintos de acciones del sector financiero, en un contexto de menor dinamismo de la deuda pública, ha hecho que el peso de estos títulos sobre el total del saldo vivo emitido por el sector residente haya aumentado desde algo más del 10% en 1997 a una cifra cercana al 60% en 2005, por encima de la media de la UEM, área donde dicha ratio ha crecido moderadamente durante el mismo período (véase panel inferior derecho del gráfico).

El dinamismo de las emisiones de las instituciones financieras se ha reflejado en un incremento notable de la actividad de los mer-

cados secundarios donde se negocian estos valores. Además de esto, la expansión en España de estos títulos tiene otras implicaciones relevantes. Así, por una parte, el hecho de que el coste de estas sea superior al de los depósitos tradicionales ha tendido a deprimir el margen entre la rentabilidad del activo y la remuneración del pasivo de las entidades de crédito. Sin embargo, en un contexto de ausencia de ahorro interno, este tipo de valores se ha convertido en uno de los principales instrumentos a través de los cuales se canaliza la apelación de nuestra economía a los fondos foráneos. Desde este punto de vista, su crecimiento y atractivo creciente para los no residentes han facilitado la financiación del gasto nacional. En todo caso, el hecho de que una proporción significativa de estos valores esté respaldada por préstamos hipotecarios significa que esta fuente de financiación está vinculada a la evolución del mercado inmobiliario.

creció a una tasa algo superior a la observada durante el verano (en torno al 21%). La información provisional correspondiente al primer trimestre de 2006 no muestra cambios significativos en la evolución de esta variable. En todo caso, su comportamiento en el último tramo del año pasado fue acorde con las previsiones de las entidades, que, según la EPB, anticipaban un aumento en la demanda de préstamos. Por finalidades, el crédito para adquisición de vivienda continuó siendo durante dicho período el componente más expansivo, con un avance interanual que se mantuvo por encima del 24%, lo que representó un flujo superior al 10% del PIB en términos acumulados de doce meses. Debe señalarse también que el ritmo de crecimiento de los fondos destinados a consumo y otros fines se incrementó casi 2 pp, hasta superar el 13%.

En relación con las decisiones de cartera, las adquisiciones de activos financieros de los hogares alcanzaron en diciembre un importe equivalente al 10,6% del PIB en términos acumulados de doce meses, frente al 9,9% de septiembre (véase cuadro 6). Por productos, los instrumentos más líquidos y los de menor riesgo (efectivo y depósitos) se mantuvieron como el principal componente de la inversión financiera, y de hecho su volumen en relación con el PIB se incrementó con respecto al trimestre previo. Destacó también el ascenso de las compras netas de acciones y participaciones, que volvieron a presentar un valor positivo, tras los registros negativos observados desde principios de 2005.

El dinamismo de la financiación se tradujo en un mantenimiento de la trayectoria ascendente de la ratio de endeudamiento de las familias, que alcanzó a finales de 2005 un valor superior al 110% de la RBD (véase gráfico 25). Esta evolución resultó en un nuevo incremento en la carga financiera, que se situó en el mismo período por encima del 14% de la RBD. Por otra parte, la expansión del crédito, junto con el nuevo descenso del ahorro bruto, determinó un retroceso adicional de su capacidad de ahorro, una vez descontados los pagos asociados a los pasivos contraídos. Del mismo modo, según las Cuentas Financieras, el sector aumentó sus necesidades de financiación, hasta situarse, en términos acumulados de doce meses, en un nivel equivalente al 1,4% del PIB. Sin embargo, la información microeconómica procedente de la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares para este período no refleja un descenso en el porcentaje de hogares que pueden destinar dinero al ahorro o en el de aquellos con dificultades para llegar a fin de mes. De hecho, en ambos indicadores se observa una

% del PIB (a)	2002	2003	2004	2005		
				II TR	III TR	IV TR
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
Operaciones financieras (activos)	8,4	9,1	10,0	9,7	9,9	10,6
Medios de pago	3,5	4,1	4,0	4,2	4,1	4,4
Otros depósitos y valores de renta fija (b)	1,8	-0,1	1,7	2,4	2,3	2,3
Acciones y otras participaciones (c)	0,6	0,6	0,4	-0,1	-0,1	0,2
Fondos de inversión	0,2	2,3	1,5	1,4	1,8	1,9
<i>FIAMM</i>	0,7	0,6	-0,2	0,0	0,2	0,2
<i>FIM</i>	-0,5	1,7	1,6	1,3	1,4	1,5
Reservas técnicas de seguros	2,5	1,8	1,8	1,8	1,7	1,6
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	1,4	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
<i>De jubilación</i>	0,9	0,9	0,8	0,9	0,9	0,8
Resto	-0,3	0,4	0,7	0,0	0,1	0,2
Operaciones financieras (pasivos)	7,7	9,0	10,7	10,4	11,1	12,0
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	7,2	9,2	10,8	11,4	11,9	12,6
<i>Créditos para adquisición de vivienda (d)</i>	5,1	7,0	8,7	9,5	9,9	10,3
<i>Créditos para consumo y otros fines (d)</i>	2,1	2,2	2,0	1,9	1,9	2,3
Resto	0,5	-0,2	-0,1	-1,0	-0,8	-0,6
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
Operaciones financieras (activos)	14,4	16,1	15,9	16,6	17,0	18,0
Medios de pago	1,6	0,9	1,0	1,1	1,2	2,1
Otros depósitos y valores de renta fija (b)	1,4	1,4	0,8	1,4	1,7	1,1
Acciones y otras participaciones	6,6	7,5	6,2	6,0	6,6	6,5
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	4,6	4,5	3,7	4,2	4,2	3,8
Resto	4,7	6,4	8,0	8,1	7,5	8,3
Operaciones financieras (pasivos)	18,8	20,5	20,6	22,9	23,5	25,1
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	5,4	6,4	8,6	10,9	11,7	13,0
Préstamos exteriores	2,7	2,7	0,7	1,2	1,6	2,0
Valores de renta fija (b)	-0,4	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,0
Acciones y otras participaciones	5,9	5,2	4,6	3,7	3,5	3,2
Resto	5,1	6,4	6,7	7,1	6,8	7,0
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
Financiación (e)	14,0	15,9	16,2	18,4	19,6	20,9
Hogares e ISFLSH	16,2	19,0	20,1	20,0	20,6	21,2
Sociedades no financieras	12,4	13,5	13,2	17,1	18,8	20,7

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.

mejoría con respecto a los valores de hace un año, y una estabilidad en relación con los niveles de septiembre.

Por otra parte, a pesar del aumento del endeudamiento, la riqueza neta del sector habría continuado creciendo, gracias a la evolución mostrada por el valor de los activos financieros y el precio de la vivienda. Como resultado de este desarrollo y del ascenso en el coste de financiación, siguió aumentando el esfuerzo teórico que supone la adquisición de una vivienda.





FUENTE: Banco de España.

a. Los datos de la contabilidad nacional sectorial corresponden, hasta 2000, a la CNE, base 1995. Entre 2000 y 2005, corresponden a la CNE, base 2000.

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

c. Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».

d. Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.

e. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.

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

g. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.

h. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado.

i. CNE, base 2000.

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

Las condiciones de financiación con deuda de las sociedades también registraron un cierto endurecimiento durante el primer trimestre de 2006. Así, los tipos de interés acumularon entre enero y febrero un ascenso que fue más elevado en los préstamos de hasta un millón de euros (24 pb) que en los de un importe superior (11 pb). En todo caso, las condiciones de oferta crediticia previstas por las entidades para este período no habrían experimentado variaciones significativas de acuerdo con la EPB. También se incrementó el coste de financiación con valores de renta fija, como resultado del ascenso en la rentabilidad de la deuda pública, que no fue compensado por la ligera reducción de las primas medias de riesgo crediticio. En cambio, la trayectoria ascendente de las cotizaciones bursátiles, junto con su reducida volatilidad, ha propiciado la obtención de fondos en los mercados de renta variable.

A pesar del ligero endurecimiento observado en las condiciones de financiación desde finales del tercer trimestre, estas han seguido siendo holgadas, lo que favoreció el mayor dinamismo de

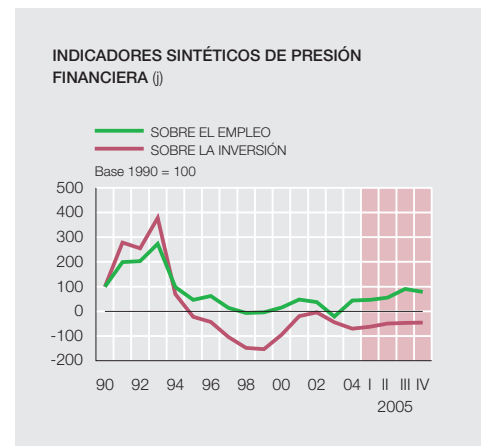
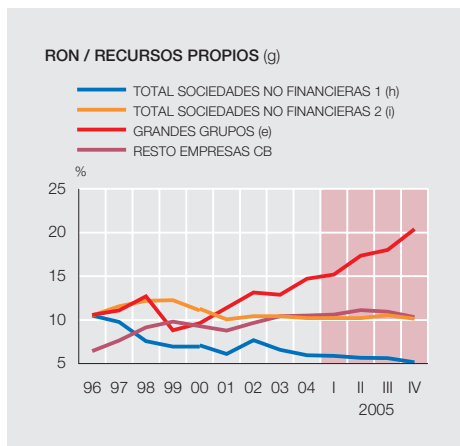
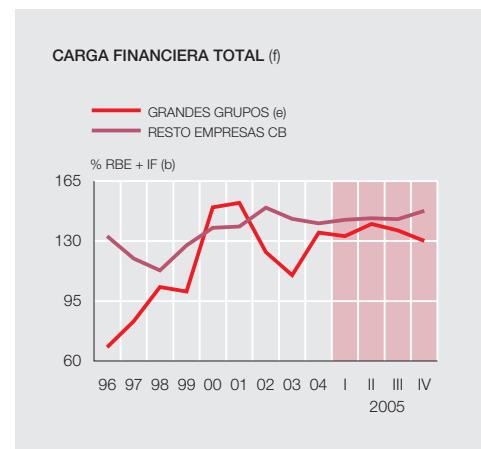
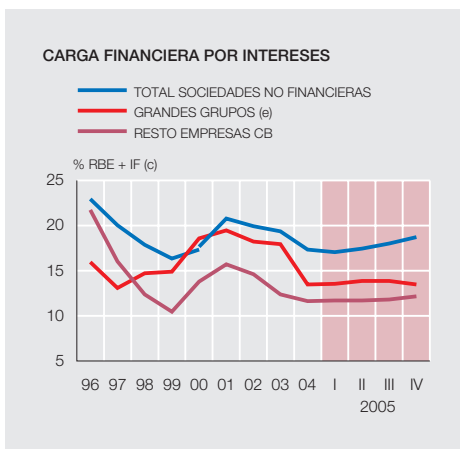
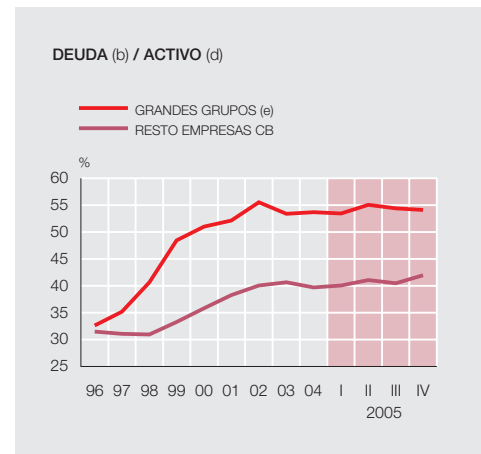
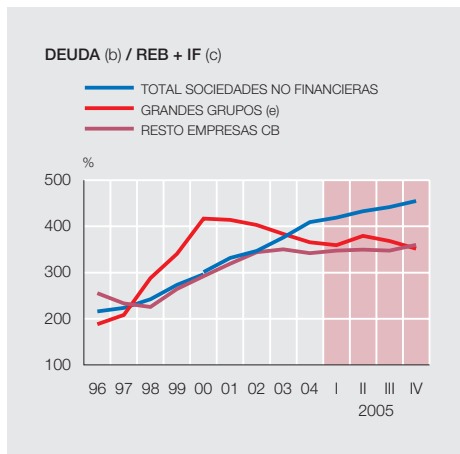
las operaciones de pasivo de las sociedades, que alcanzaron, en términos acumulados de doce meses, un volumen equivalente al 25,1% del PIB a finales de 2005, frente al 23,5% de septiembre (véase cuadro 6). Por instrumentos, los fondos captados mediante la emisión de acciones y participaciones fueron, en términos del PIB, algo inferiores a los de tres meses antes (un 3,2%), de modo que los recursos ajenos continuaron siendo el componente más expansivo. En términos interanuales, la tasa de crecimiento de la deuda del sector se situó próxima al 21%, casi dos puntos porcentuales por encima del valor del tercer trimestre y, según la información provisional disponible, en los primeros meses de 2006 no se habrían producido variaciones significativas en la evolución de dicha variable. Aunque el flujo procedente de préstamos exteriores aumentó durante el pasado año, fueron los concedidos por las instituciones financieras residentes los que mostraron un avance más destacado, en línea con las previsiones de las entidades, que, según la EPB, anticipaban un aumento de la demanda.

El desglose del crédito por actividad productiva revela que durante los últimos meses de 2005 se produjo una aceleración generalizada en todas las ramas, que fue más intensa en el caso de los servicios inmobiliarios y la construcción, que son las que presentaron un comportamiento más expansivo. En la industria se mantuvo la trayectoria de recuperación iniciada a mediados de 2004, de forma que la tasa de avance se encontraba cercana al 15%. En cambio, según la información de la CBT, la deuda de los grandes grupos se desaceleró notablemente durante el mismo período, de modo que su ritmo de crecimiento interanual se situó algo por debajo del 4%.

También las operaciones de activo de las sociedades se incrementaron, aunque de forma más moderada que las de pasivo, y alcanzaron en diciembre del año pasado el 18% del PIB, en términos acumulados de doce meses. Por instrumentos, los aumentos se concentraron en los medios de pago y, en concreto, en los depósitos a la vista, y en la partida «Resto», que incluye el crédito comercial. Para los restantes depósitos y los valores de renta fija se observó, en cambio, una ruptura de la senda ascendente observada en los trimestres previos y se registró un retroceso de 0,6 pp. Por su parte, la inversión en acciones y participaciones se redujo ligeramente, como resultado del descenso de las adquisiciones en el resto del mundo, que no fue compensado por la recuperación del volumen correspondiente a los valores emitidos por residentes.

Como resultado de esta evolución en las operaciones de activo y pasivo de las sociedades, sus necesidades de financiación se incrementaron en más de medio punto porcentual y superaron, en términos acumulados de doce meses, el 7% del PIB (véase cuadro 5). Esta contracción del ahorro financiero estuvo acompañada por una reducción de la inversión directa en el exterior del sector, de forma que la brecha de financiación, que aproxima los recursos necesarios para acometer la inversión real y financiera de carácter permanente en el exterior, aumentó en menor medida (en torno a medio punto porcentual) y se situó ligeramente por encima del 11% del PIB.

El dinamismo de la financiación ajena durante los últimos meses de 2005 se tradujo en nuevos ascensos de los ratios de endeudamiento y de carga financiera de las sociedades en relación con los resultados generados (véase gráfico 26). Sin embargo, la información para este período sobre las rentas del sector evidencia un comportamiento bastante favorable. Así, el excedente bruto de explotación creció un 8,5% en el conjunto del año. Añadiendo los ingresos financieros netos y deduciendo la amortización de capital, se obtiene una medida del resultado ordinario neto del sector, que avanzó a una tasa del 6,1%. La ratio entre esta medida del resultado ordinario neto y los recursos propios a precios de mercado, que ofrece una aproximación al concepto de rentabilidad ordinaria de estos últimos, muestra una pauta ligeramente descendente a lo largo del pasado. Este comportamiento, no obstante, refleja en parte el



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. Entre 2000 y 2005, corresponden a 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. Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.

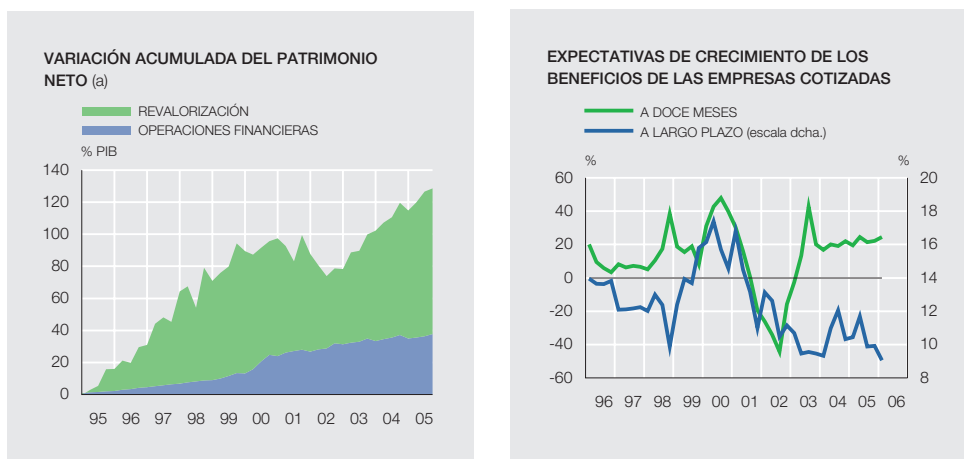
f. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.

g. Para el total de las sociedades no financieras RON = EBE + intereses y dividendos recibidos – intereses pagados – consumo de capital fijo.

h. Recursos propios valorados a precios de mercado.

i. Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.

j. Indicadores estimados a partir de la CBA y CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.



FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

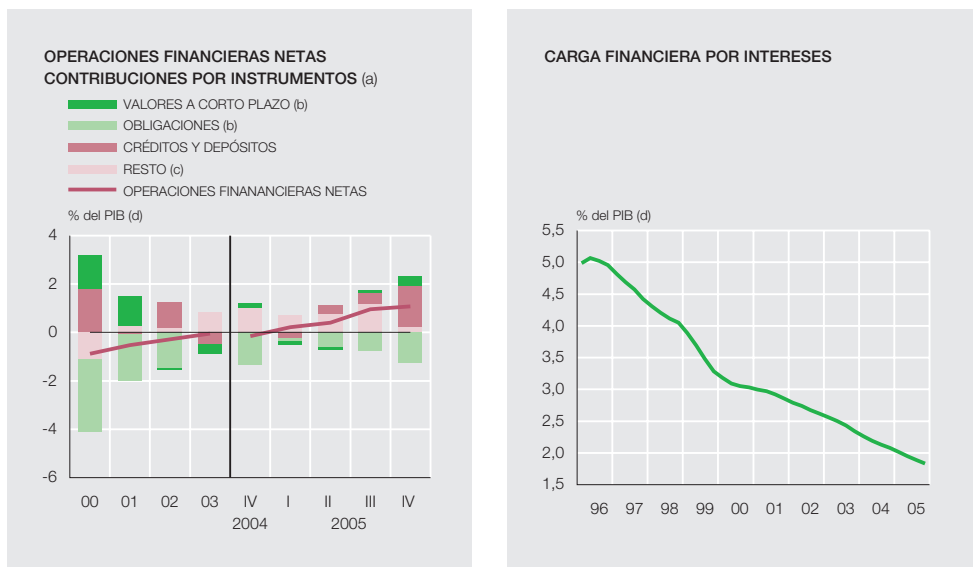
a. Patrimonio neto aproximado por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.

ascenso de las cotizaciones bursátiles. Así, cuando en el denominador de la ratio se eliminan los efectos precio, el nuevo indicador presenta mayor estabilidad, y, en concreto, en 2005 esta ratio no mostró variaciones significativas.

Los indicadores financieros de las empresas colaboradoras con la CBT, en la que tienen un peso elevado las sociedades más grandes, muestran una evolución más favorable que los del conjunto del sector. Así, la información correspondiente al cuarto trimestre de 2005 evidencia una ligera reducción en la ratio de endeudamiento y un mantenimiento en la de carga financiera por intereses. Estos desarrollos están ligados al comportamiento de los grandes grupos, para los que, como se ha comentado anteriormente, la deuda avanzó a tasas muy moderadas. Por su parte, el resultado ordinario neto creció el pasado año a una tasa que, aunque inferior a la de 2004, se situó en valores elevados (12,5%, en términos interanuales), superiores al ascenso del resultado económico de explotación (5,2%). Esta evolución determinó un aumento medio de la rentabilidad ordinaria de los recursos propios, que, sin embargo, escondió un comportamiento heterogéneo por tipo de compañías. Así, mientras que en el caso de los grandes grupos se produjo una notable recuperación, en el agregado que incluye el resto de empresas se registró un descenso.

Como resultado de esta evolución del endeudamiento, la carga financiera y la rentabilidad, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo construidos a partir de la muestra de la CBT, no experimentaron variaciones significativas en el primer caso, mientras que en el segundo se observó una ligera reducción, tras los aumentos de los trimestres anteriores. Los dos se sitúan en niveles reducidos en términos históricos.

Por último, fruto del aumento de las cotizaciones bursátiles, se observó un ascenso en el patrimonio neto de las sociedades no financieras en relación con el PIB a finales de 2005 (véase gráfico 27). La revalorización de las acciones se produjo en un contexto en el que el crecimiento de los resultados de las empresas no financieras cotizadas previsto por los analistas se mantuvo en tasas altas, evolución que se ha prolongado durante los primeros meses de 2006. Por el contrario, no se aprecian signos de recuperación de las expectativas de crecimiento de los resultados empresariales a largo plazo, que se sitúan en valores históricamente reducidos, si bien hay que tener en cuenta que el nivel actual de los beneficios sobre el que se aplican los incrementos esperados es relativamente elevado.



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 y las inversiones netas por parte de la Seguridad Social en activos emitidos por el resto de las AAPP.
- d. CNE, base 2000.

#### 5.4 Las Administraciones Públicas

Durante el cuarto trimestre de 2005, la capacidad de financiación de las AAPP volvió a aumentar, y se situó, en términos acumulados de doce meses, por encima del 1% del PIB (véase gráfico 28).

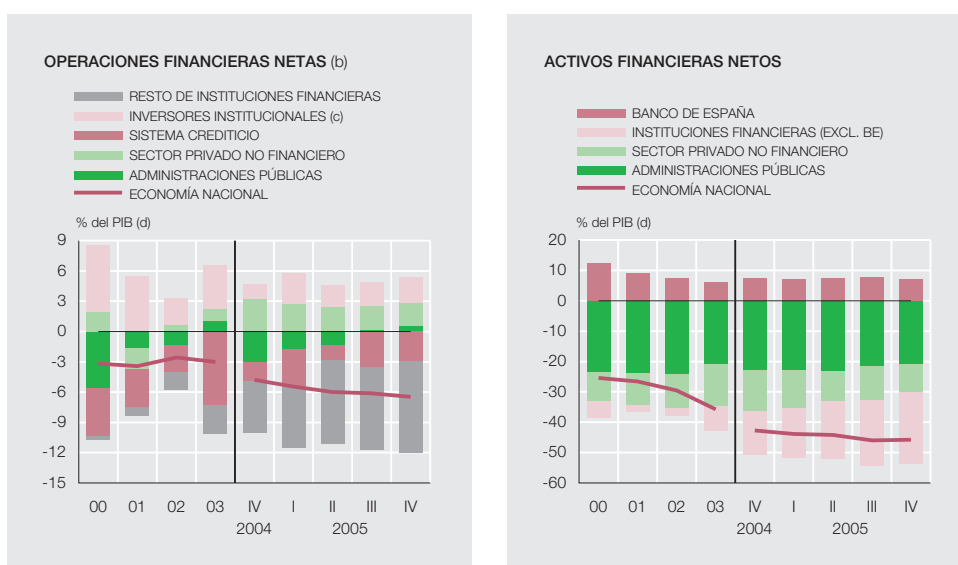
Por instrumentos, las AAPP incrementaron la emisión de valores a largo plazo, mientras que realizaron una amortización neta de títulos a corto plazo. Asimismo, se produjo un ascenso de los depósitos superior al incremento de préstamos, lo que resultó en un nuevo avance apreciable (1,3 pp) de la rúbrica que recoge el saldo neto de estos dos conceptos. Por su parte, los pagos por intereses en relación con el PIB continuaron reduciéndose, gracias a la disminución de la ratio de endeudamiento, y se situaron por debajo del 2%.

#### 5.5 La posición financiera frente al exterior

En los últimos meses de 2005, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación continuó aumentando, hasta situarse, en términos acumulados de cuatro trimestres, en el 6,5% del PIB, frente al 6,1% observado en septiembre. Por sectores, las mayores necesidades de fondos resultaron del deterioro del ahorro de los hogares y, sobre todo, de las sociedades, que no fue compensado por la mejoría en la capacidad de financiación de las instituciones financieras y las Administraciones Públicas.

Las instituciones financieras han seguido canalizando el grueso de los fondos procedentes del exterior, y, dentro de ellas, ha crecido la relevancia de las no monetarias, de modo que las operaciones financieras netas de estas últimas con el resto del mundo supusieron el 9% del PIB en 2005, frente al 12,3% del conjunto del sector (véase gráfico 29).

La inversión en activos exteriores por parte de los sectores residentes alcanzó a finales de 2005 el 17,7% del PIB, en términos acumulados de doce meses, lo que supone un incremento de 0,7 pp con respecto al valor del tercer trimestre (véase cuadro 7). Por instrumentos, destacó el ascenso observado en las compras netas de valores distintos de acciones, especialmente por



FUENTE: Banco de España.

- a. Para operaciones, datos acumulados de cuatro trimestres. Para saldos, datos de final de período. No incluyen activos y pasivos sin sectorizar.
- b. Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (del) sector contrapartida.
- c. Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.
- d. CNE, base 2000.

parte de las entidades de crédito, que concentraron un flujo por este concepto equivalente al 6,6% del PIB. De este modo, este tipo de adquisiciones, que ha ganado importancia a lo largo del año, pasó a ser la principal rúbrica de los flujos de activo, en un contexto de elevado dinamismo de los mercados de deuda. En contraste, para las acciones y participaciones se observó una contracción de casi 2 pp, evolución que en buena parte está afectada por una operación de inversión directa en el exterior realizada en 2004 por una entidad de crédito española.

Por su parte, las entradas netas de capital se situaron a finales de 2005 en el 24,2% del PIB, en términos acumulados de doce meses, frente al 23,1% del tercer trimestre. Los fondos captados a través de la inversión extranjera en valores distintos de acciones concentraron, al igual que en 2004 y los meses previos de 2005, el grueso fundamental de los flujos procedentes del resto del mundo (más del 50% del total), y, de hecho, aumentaron en relación con el PIB 1,1 pp en comparación con el dato de septiembre. De este modo, estos títulos (y, en concreto, los emitidos por las instituciones financieras), se mantienen como la principal vía por la que se canaliza la obtención de recursos del exterior para cubrir las necesidades de financiación de nuestra economía. Dentro de estos valores, siguen destacando los vinculados a préstamos hipotecarios. También los depósitos interbancarios supusieron una fuente importante de recursos (en términos netos, casi un 4% del PIB). En contraste, para el resto de los depósitos se volvió a registrar un flujo negativo, que refleja, en parte, la amortización neta de valores de renta fija emitidos por filiales establecidas en el exterior, al tiempo que la financiación materializada en acciones y participaciones registró un retroceso notable (2 pp), ligado al descenso de inversión en cartera en este tipo de instrumentos. Por su parte, los recursos obtenidos a través de préstamos exteriores se mantuvieron en niveles similares a los del trimestre previo.

Por lo que respecta a la inversión directa del exterior en España, no se observaron modificaciones significativas, y se situó en el 2% del PIB, mientras que la realizada por los españoles en el

% del PIB	2002	2003	2004	2005		
				II TR	III TR	IV TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-2,6	-3,0	-4,8	-6,0	-6,1	-6,5
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	12,9	13,5	13,8	14,6	17,0	17,7
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	3,3	0,7	3,2	2,6	1,9	2,4
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	2,3	0,5	0,7	2,2	1,2	3,2
Valores distintos de acciones	4,1	6,5	1,8	3,5	6,1	8,7
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	0,5	3,5	1,0	1,8	4,1	6,6
<i>Inversores institucionales (b)</i>	3,1	3,1	0,0	1,0	1,7	1,9
<i>Acciones y otras participaciones</i>	5,0	4,7	6,8	6,2	6,8	4,9
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	4,6	4,5	3,7	4,2	4,2	3,8
<i>Inversores institucionales (b)</i>	-0,1	1,1	0,9	0,5	0,8	0,7
Préstamos	0,1	0,3	0,8	1,1	0,9	1,1
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	15,5	16,5	18,5	20,6	23,1	24,2
Depósitos	4,0	6,9	1,7	0,5	3,4	5,3
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	3,1	5,3	5,0	3,4	5,6	7,2
Valores distintos de acciones	4,3	5,3	12,4	15,2	14,4	15,5
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	1,2	-1,0	2,7	1,1	0,0	0,0
<i>Entidades de crédito</i>	1,3	3,5	4,6	5,6	5,9	6,3
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	1,8	2,8	5,1	8,5	8,5	9,3
Acciones y otras participaciones	4,0	1,1	2,7	2,6	2,8	0,8
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	3,3	1,3	1,7	1,6	1,4	1,0
Préstamos	3,0	2,8	1,3	1,7	1,9	2,0
Otros neto (c)	-0,1	-0,8	-0,6	-0,6	-0,7	-0,1
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	4,8	3,1	5,8	6,0	5,5	3,4
Inversión directa del exterior en España	5,7	2,9	2,4	2,0	2,1	2,0

FUENTE: Banco de España.

a. Corresponden únicamente a entidades de crédito, e incluyen repos.

b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

c. Incorpora además de otras partidas, la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

extranjero se redujo, movimiento ligado, en parte, a la ya comentada operación llevada a cabo el pasado año por una entidad de crédito española, que se tradujo en un flujo elevado en 2004. En términos netos, las entradas de capital se mantuvieron en niveles negativos (-1,4% del PIB).

Como resultado del comportamiento de los flujos financieros con el exterior y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, la posición deudora de la economía no experimentó cambios significativos, y se situó por encima del 45,8% del PIB (véase gráfico 29). Por sectores, esta evolución resultó de un aumento en el saldo deudor de las instituciones financieras, que fue compensado por la mejoría de la mayoría del resto de sectores.

28.4.2006.

