

# INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

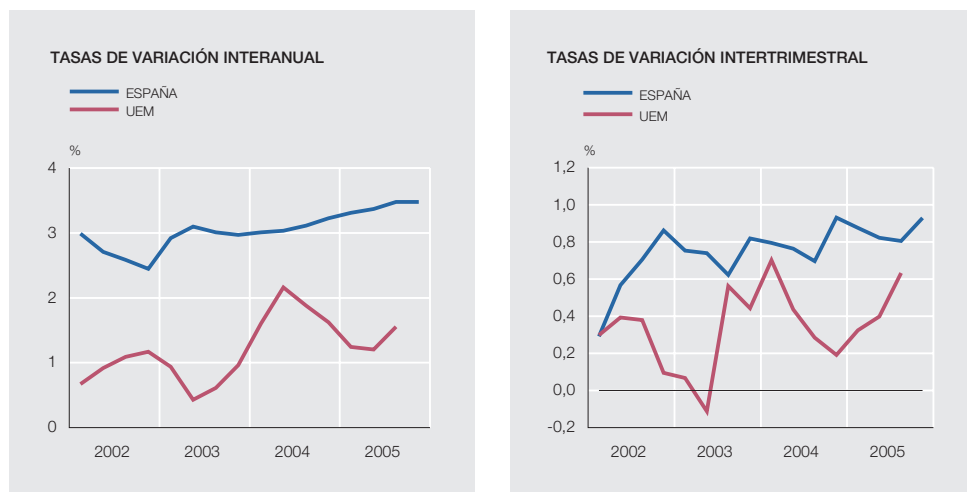
## 1 Rasgos básicos

A lo largo de los tres primeros trimestres de 2005, la economía española experimentó un crecimiento elevado y ligeramente ascendente, alcanzando una tasa de variación interanual del 3,5% en el tercer trimestre. Según la información disponible para los meses finales del año, esta tónica de notable dinamismo de la actividad se mantuvo en el cuarto trimestre, en el que se estima que el PIB registró de nuevo un avance interanual del 3,5%, compatible con un aumento de una décima en su tasa de variación intertrimestral, que habría sido del 0,9% (véase gráfico 1). La contribución de la demanda nacional al aumento del producto fue muy elevada y estable a lo largo del año como resultado del comportamiento expansivo de todos sus componentes. El consumo privado siguió creciendo a tasas superiores a la renta disponible, en un entorno de condiciones financieras favorables, aunque mostró una ligera tendencia a la moderación, que se hizo algo más intensa en el cuarto trimestre. En el caso de la inversión, cuyos componentes adquirieron un mayor vigor en el conjunto de 2005, la aceleración observada en la primera mitad del año tendió a frenarse a partir del tercer trimestre, debido a la suave desaceleración de la inversión en equipo y, más recientemente, también de la construcción. Por el contrario, la demanda exterior neta mantuvo un carácter fuertemente contractivo durante todo el año y apenas corrigió su aportación negativa al crecimiento del PIB, si bien en el cuarto trimestre se apreció en mayor medida la mejora del turismo.

Las estimaciones del cuarto trimestre sitúan el crecimiento del PIB en el conjunto del año 2005 en el 3,4%, por encima del 3,1% de 2004, como resultado de un mayor crecimiento de la demanda nacional y de una aportación algo más negativa de la demanda exterior neta, que se habría aproximado a los 2 puntos porcentuales (pp). La generación de empleo siguió siendo elevada y el número de puestos de trabajo creados aumentó por encima del 3% (frente al 2,6% de 2004), lo que se ha traducido en un avance muy reducido de la productividad del trabajo. Este hecho refleja, entre otras cosas, el peso de la construcción y de los servicios en la composición sectorial del crecimiento. En cuanto a la inflación, los precios de consumo se elevaron un 3,4% en media anual, tres décimas más que en 2004, finalizando el año en el 3,7%.

El buen comportamiento de la economía mundial a lo largo de 2005 se prolongó en los meses finales del año. Durante ese período, el precio del crudo retornó temporalmente a cotizaciones inferiores a los 60 dólares por barril, tras superar el fuerte repunte que experimentó durante el verano, mientras que los mercados bursátiles registraban nuevas subidas y los mercados financieros, en general, evolucionaban favorablemente. A ello ha contribuido el tono suave de las políticas económicas y, en particular, la anticipación del final del ciclo alcista de tipos de interés en Estados Unidos. En este contexto, el crecimiento económico de las principales zonas geográficas siguió siendo, en general, elevado, y las tasas de inflación, moderadas.

En Estados Unidos se registró un sólido avance de la actividad económica en el tercer trimestre de 2005, que alcanzó una tasa intertrimestral anualizada del 4,1%. La creación de empleo se mantuvo en ritmos elevados, a pesar de un pequeño bache en septiembre y octubre, relacionado con el impacto de los huracanes en el sur del país. La inflación subyacente ha continuado situada en tasas algo superiores al 2%, sin repercutir plenamente las alzas de la energía, mientras que el déficit comercial ha tendido a ampliarse, en relación con 2004. En Japón las cifras de crecimiento confirmaron también la recuperación de la economía, en tanto que en el Reino Unido las señales han sido más contradictorias. Por su parte, la actividad en las principales zonas emergentes —Asia, nuevos miembros de la UE y América Latina— ha seguido



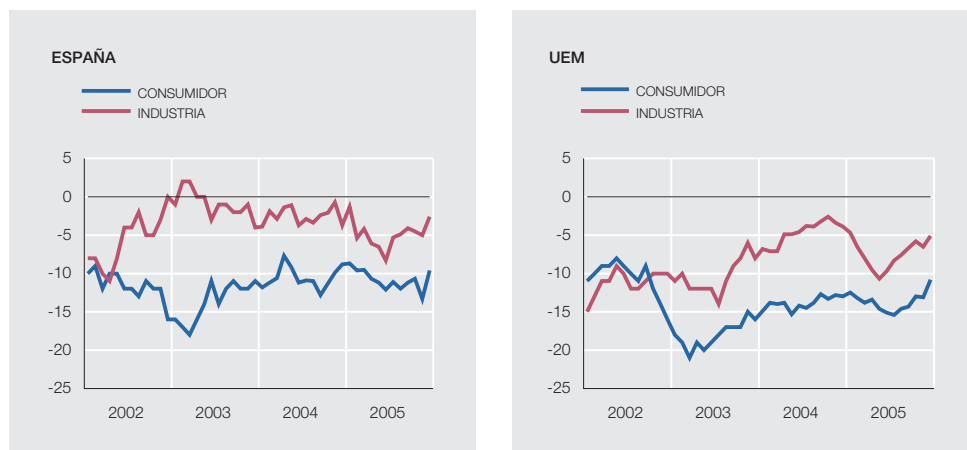
FUENTES: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

caracterizada por un dinamismo notable. En particular, la economía china mantiene tasas de crecimiento estables, ligeramente inferiores al 10%, aunque existe un cierto riesgo de recalentamiento de la actividad. En América Latina, la buena situación de las economías —salvo por la brusca desaceleración de Brasil en el tercer trimestre— ha derivado en una nueva mejora de los indicadores financieros y un nuevo recorte de las primas de riesgo soberano.

Las perspectivas sobre la evolución de la economía mundial en 2006 son positivas y apuntan a un crecimiento similar al observado en 2005, que se estima próximo al 4,5%. Persisten, sin embargo, las incertidumbres y los riesgos que han caracterizado al contexto internacional durante el último año. El mercado del petróleo es muy vulnerable a la aparición de problemas de oferta —ya sean de origen meteorológico o geopolítico— en una situación en la que la demanda sigue pulsando con firmeza. El repunte observado en el precio del crudo en enero, que se ha transmitido rápida e íntegramente a los mercados de futuros, ha vuelto a poner de manifiesto la existencia de importantes riesgos al alza sobre esta cotización. Además, los desequilibrios comerciales han seguido aumentando a nivel global, lo que mantiene abiertas las posibles vías de ajuste, entre ellas la de una depreciación significativa del dólar, al tiempo que persiste el riesgo de un ajuste al alza de los tipos de interés a largo plazo. Todo ello afecta especialmente a las perspectivas para la economía norteamericana, uno de los principales motores de la economía mundial, que aún debe absorber el rápido aumento de los tipos de interés que ha instrumentado la Reserva Federal desde mediados de 2004.

En la zona del euro, el año 2005 ha finalizado con un tono optimista. La información más actualizada apunta a que en el cuarto trimestre el PIB habría registrado un incremento cercano al estimado en el tercero, por encima del crecimiento del primer semestre. El mayor dinamismo del segundo semestre ha tenido su origen, por una parte, en la recuperación experimentada por la inversión en capital fijo, que continuó beneficiándose del tono holgado de las condiciones financieras y de la favorable situación de las empresas europeas, y, por otra parte, en el buen comportamiento de las exportaciones, que se beneficiaron de la expansión de la economía y el comercio mundiales, elevando la aportación de la demanda exterior neta. El consumo privado, sin embargo, no ha recuperado todavía un ritmo de crecimiento suficiente, que proporcione el soporte necesario para mantener a medio plazo la tasa actual de avance de la actividad. Aunque el aumento de la confianza de los consumidores en los meses finales de



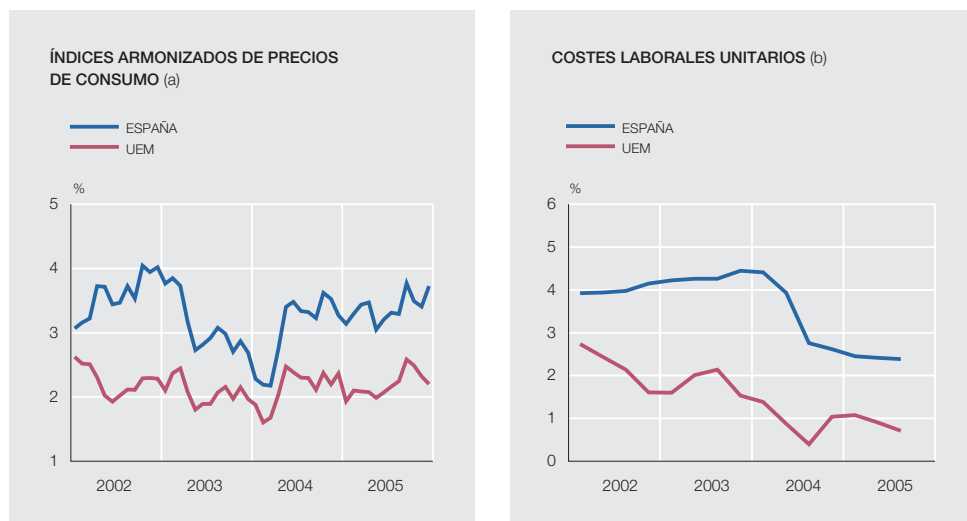
FUENTE: Comisión Europea.

2005 (véase gráfico 2) y la mejora de las expectativas de empleo pueden estar anticipando una mayor creación de puestos de trabajo y mayores aumentos de la renta disponible de los hogares, hay incertidumbre sobre el momento y la intensidad con la que se materializarán estos elementos, fundamentales para afianzar el gasto de los consumidores.

La inflación en la zona del euro tendió a reducirse a lo largo del último trimestre de 2005, favorecida por el recorte de los precios del petróleo, de forma que la tasa interanual del IAPC se situó en el 2,2% en diciembre (véase gráfico 3). Por su parte, la inflación subyacente se estabilizó en niveles ligeramente inferiores al 1,5%, sin que por el momento se haya observado un impacto significativo derivado de la traslación del encarecimiento de la energía sobre este índice. Tampoco se aprecian efectos de segunda vuelta sobre la evolución de los salarios. No obstante, la inestabilidad del mercado del petróleo, que eleva la probabilidad de que se produzcan nuevos encarecimientos, y el propio reforzamiento de la actividad, que facilita la incorporación de los aumentos de precios a los incrementos salariales, llevaron al Consejo de Gobierno del BCE a valorar que se había producido un aumento de los riesgos al alza sobre la estabilidad de precios. En consecuencia, en el mes de diciembre el Consejo decidió subir en un cuarto de punto los tipos de interés oficiales, dejando el tipo de interés correspondiente a las operaciones principales de financiación en el 2,25%, tras casi dos años y medio de permanencia en el 2%. Esta acción de política monetaria, plenamente coherente con la línea de comunicación seguida por el BCE, supuso solo variaciones modestas en los tipos de interés de mercado a medio y largo plazo. En todo caso, el tono de las condiciones monetarias y financieras en la zona del euro sigue siendo holgado y respalda la recuperación económica del área.

La situación presupuestaria de los países de la UEM sigue mostrando, con escasas excepciones, un ajuste insuficiente a los requerimientos del marco fiscal europeo. Un número significativo de países de la zona ha vuelto a registrar déficits públicos por encima del límite del 3% del PIB en 2005, superando en muchos casos los objetivos fijados en los programas de estabilidad, y se estima que el déficit agregado habrá alcanzado el 2,9% del PIB del área. El retraso en la introducción de medidas que faciliten la consolidación fiscal —al que sin duda ha contribuido la situación cíclica en muchos países— aumenta la importancia de que la Comisión Europea y los Gobiernos apliquen de modo riguroso las reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento recientemente acordadas.

En el ámbito de las reformas estructurales se han producido retrasos en la introducción de medidas que hacen muy difícil el cumplimiento de los objetivos de Lisboa para 2010. La pre-



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

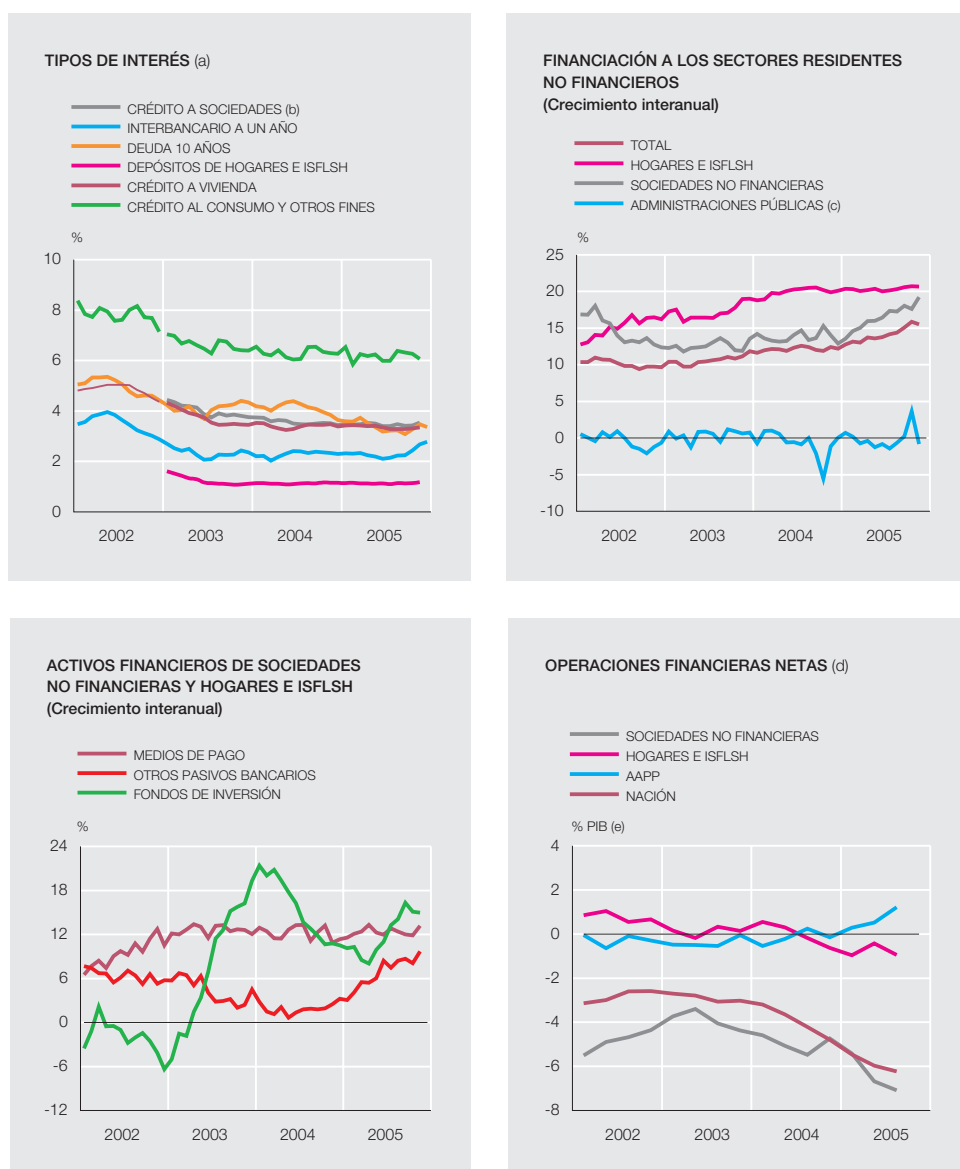
a. Tasas de variación interanual.

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

sentación de planes nacionales de reforma, tras la iniciativa adoptada por el Consejo Europeo en la primavera de 2005 para reconducir este proceso, proporciona una nueva oportunidad de impulsar las reformas económicas, necesarias para dotar de una base más sólida al crecimiento de las economías de la UEM y para afrontar las tendencias hacia la globalización y el cambio estructural que está experimentando la economía mundial. Además, solo una línea clara de actuación en ambos frentes —el de la política fiscal y el de las reformas estructurales— permitirá superar las incertidumbres que pesan todavía en las decisiones de buena parte de los agentes europeos.

La economía española, con un crecimiento estimado de 3,5% en el cuarto trimestre de 2005, se mantiene entre las economías más dinámicas de la UEM y se sigue caracterizando por una capacidad de generar empleo más intensa. Desde el punto de vista interno, el dinamismo de la economía en el cuarto trimestre respondió a las pautas observadas en los trimestres anteriores, sin que se apreciaran cambios muy marcados en cuanto a la composición del crecimiento, aunque la demanda nacional apuntó una modesta desaceleración, que se correspondió con una mejora, igualmente modesta, de la aportación negativa de la demanda exterior. En el conjunto del año, se observaron algunas novedades importantes en relación con 2004 —especialmente, la recuperación de la inversión en bienes de equipo—, aunque también se prolongaron las principales tendencias registradas en años anteriores, como la fortaleza del consumo de los hogares y de la inversión residencial, rasgos que vienen acompañados por un aumento del endeudamiento de las familias y de la aportación negativa del sector exterior al crecimiento, por una ampliación importante de las necesidades de financiación de la nación, y por el mantenimiento de un diferencial de inflación elevado, tanto en términos de costes como de precios.

En el caso de las familias, se observa una continuidad en los factores que han sustentado el gasto en consumo y en inversión residencial en los últimos trimestres. La renta disponible ha seguido creciendo a tasas algo superiores al 3%, en términos reales, apoyada en el aumento del empleo, y las condiciones financieras han mantenido un tono favorable, determinado por la importante revalorización de la riqueza, tanto financiera como no financie-



FUENTE: Banco de España.

a. Para los tipos bancarios, en enero de 2003, se produce una discontinuidad en las series por cambios en los requerimientos estadísticos de recopilación de los datos.

b. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

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

d. Datos acumulados de cuatro trimestres.

e. CNE, base 2000.

ra, de los hogares y por el bajo coste del crédito (véase gráfico 4). A lo largo del pasado año, los incrementos del precio de la vivienda tendieron a moderarse, aun conservando tasas de dos dígitos. Esta moderada desaceleración, de confirmarse en los próximos meses, podría facilitar una absorción ordenada de la sobrevaloración existente. Por su parte, las condiciones de financiación se endurecieron ligeramente al final del año. Todo ello pudo influir sobre la suave desaceleración del gasto observada a partir del tercer trimestre, aunque cabe esperar que estos desarrollos tengan un impacto más intenso sobre la demanda en 2006. En su conjunto, 2005 se cerró con un nuevo retroceso de la tasa de ahorro de las familias, una ampliación importante de sus necesidades de financiación y un incremento

adicional de la ratio de endeudamiento, que habría superado el 110% de la renta disponible, y de la carga financiera asociada.

Como se desprende de la evolución expansiva del gasto en bienes de equipo y en construcción no residencial, la inversión empresarial experimentó una recuperación importante el año pasado, aunque en el segundo semestre tendió a suavizar el fuerte crecimiento de los primeros trimestres. A esta recuperación han contribuido la expansión de la demanda, la notable holgura de las condiciones de financiación, que solo se ha reducido, en alguna medida, en los meses finales del año, y la situación saneada de las empresas, según confirman los datos de la Central de Balances. Por ello, aunque el avance de la inversión ha venido acompañado de una aceleración del crédito, los niveles de endeudamiento alcanzados no impiden esperar que ese avance se mantenga si las condiciones de demanda lo sustentan.

Las exportaciones de bienes registraron crecimientos muy reducidos en los últimos trimestres de 2005 —a falta de los datos de cierre del año—, que no han permitido superar el retroceso de los primeros meses, de forma que, en media anual, su tasa de variación apenas alcanzó registros positivos. El comportamiento de los ingresos por turismo, con una recuperación importante en la segunda mitad de 2005, solo ha paliado parcialmente ese estancamiento. En comparación con el dinamismo del comercio mundial y de los mercados de exportación españoles, cuyo crecimiento ha superado el 5%, la atonía de las ventas al exterior ha supuesto una nueva caída de la cuota de mercado de los productos españoles, que ilustra el deterioro de su capacidad competitiva, a pesar de la depreciación del euro. También en el mercado interno se han percibido los efectos de esta pérdida de competitividad, pues las importaciones crecieron a tasas elevadas a lo largo de 2005, como viene siendo habitual, lo que dio lugar a un nuevo aumento de su ratio de penetración, aunque menos intenso que el registrado en 2004. Cabe mencionar, en particular, la fortaleza de los pagos por turismo que alcanzaron tasas de crecimiento real en el entorno del 25%. Como consecuencia de estas tendencias, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento intensificó su carácter negativo durante el pasado año, aunque, como se ha mencionado antes, mostró una leve corrección en los meses finales del año. Todo ello se ha traducido en una nueva ampliación del déficit de la cuenta corriente y de la necesidad de financiación de la nación, que se han situado en cotas superiores al 7,5% y al 6,5% del PIB, respectivamente.

En consonancia con las dificultades registradas por los productos españoles más expuestos a la competencia internacional, la actividad en las ramas industriales experimentó un crecimiento reducido en 2005, aunque con un perfil de recuperación a partir del verano, que parece haberse mantenido en los meses finales del año. Por el contrario, la actividad constructora registró una expansión aún más intensa que en 2004, con tasas de crecimiento del valor añadido cercanas al 6%, que han flexionado ligeramente en el último trimestre. Los servicios, por su parte, presentaron una ligera tendencia a la aceleración, terminando el año en torno al 4%. El patrón de aumento del empleo ha sido similar al del valor añadido, aunque algo más pronunciado, acentuando las divergencias en el comportamiento de la productividad aparente del trabajo. En particular, la fuerte generación de empleo en la construcción ha intensificado las caídas de la productividad aparente en esta actividad, mientras que en la industria y los servicios de mercado las ganancias de productividad han sido del orden del 1%. En términos agregados, el empleo tendió a acelerarse a lo largo de 2005, siguiendo el perfil del PIB, estabilizando su crecimiento en el cuarto trimestre. Los datos de la EPA correspondientes al cuarto trimestre de 2005, recientemente publicados, confirman el mantenimiento del fuerte dinamismo del empleo, al situar la tasa interanual de crecimiento en el 4,9%, en ese trimestre.

La composición sectorial del empleo y el importante peso que sigue teniendo la contratación temporal ayudan a explicar la evolución de los costes laborales. Aunque el incremento de los

Como se describe en el recuadro 3 de este Informe trimestral, en el Consejo Europeo de Primavera, celebrado en marzo de 2005, se decidió intensificar los esfuerzos de reforma para impulsar el desarrollo de la Agenda de Lisboa. Para ello, se consideró necesario concentrar el esfuerzo en el logro de los objetivos que marcaron su gestión, definidos en términos de crecimiento económico y de empleo. También se acordó reforzar el grado de implicación de los Estados miembros y para ello, entre otras iniciativas, se decidió que los países presentaran con carácter anual un Programa Nacional de Reformas (PNR) en el que se recopilaran y se explicaran las actuaciones de política económica diseñadas para el logro de estos objetivos. Estos serían objeto de supervisión y de evaluación multilateral posterior. El Programa Nacional de Reformas de España (PNR) fue presentado por el Gobierno el 15 de octubre de 2005.

Con el fin de enmarcar el conjunto de actuaciones que contiene el PNR, el Programa efectúa un diagnóstico completo de los factores que limitan el crecimiento a largo plazo de la economía española, centrándose en particular en discutir los determinantes del bajo crecimiento de la productividad. En este contexto, define una estrategia de fomento del crecimiento a largo plazo que se basa en dos pilares; de una parte, en el impulso a la productividad; de otra, en potenciar el mantenimiento del dinamismo en la generación de empleo. En correspondencia con estas metas, el PNR plantea dos objetivos a cumplir en el 2010: lograr la convergencia en renta per cápita con la UE 25 y situar la tasa de empleo en el 66%, un punto por encima del actual promedio europeo.

Para alcanzar estos dos objetivos, el PNR desarrolla siete ejes de actuación y establece siete objetivos intermedios o específicos, como muestra el cuadro que se ofrece a continuación. En cuanto a las medidas específicas, el PNR recoge algunas de las actuaciones que el Gobierno ha ido adoptando en esta legislatura –sobre todo, procedentes del Plan de dinamización y de impulso a la productividad, así como de sus desarrollos posteriores (PEIT, AGUA, Avanz@, INGENIO

2010)– y las complementa con propuestas en el área del sector público, del mercado de trabajo y de la pequeña empresa. En el ámbito del sector público, además de la reforma de las Leyes de estabilidad presupuestaria, de las reformas impositivas y de la reforma del sistema de financiación autonómica, anuncia la reforma de las prestaciones sociales y la racionalización del gasto sanitario. También se proponen medidas encaminadas a mejorar el capital humano y se plantean una serie de actuaciones que afectan al mercado laboral, si bien en este caso condicionadas a su ratificación en la mesa del diálogo social. Por último, se presenta el plan de fomento empresarial, dirigido a potenciar la creación de PYMES y a mejorar su productividad.

Tanto en el diagnóstico como en las vías propuestas para abordar los problemas estructurales que subyacen al modelo de crecimiento español, la orientación del Programa es adecuada. Por otra parte, los diversos ejes en torno a los que se articula el PNR cubren las principales áreas de relevancia para el logro de los objetivos en términos de convergencia real y de empleo, aunque sería deseable una mayor concreción en algunas de las propuestas específicas así como en el calendario para su instrumentación. Como en el caso del Plan de Dinamización, el PNR prevé mecanismos de monitorización del progreso realizado en los distintos objetivos que pueden resultar útiles para reforzar la eficacia del Programa y la disciplina en su implementación.

El 25 de enero, la Comisión Europea publicó el Informe Anual de Progreso sobre la Estrategia de Lisboa, que incluye una sección en la que se valoran los PNR y se efectúan recomendaciones de política económica nacionales. La Comisión considera que el PNR de España identifica y da respuesta a los principales retos de política económica a los que se enfrenta la economía española, valora positivamente el compromiso con la estabilidad presupuestaria, el plan de I+D+i y el esfuerzo de inversión en infraestructuras, y concentra las recomendaciones de política económica en el ámbito de la competencia (electricidad y distribución) y del mercado de trabajo, donde se pide un esfuerzo por reducir la segmentación y por aumentar el empleo femenino.

EJE	ÁREA DE ACTUACIÓN	OBJETIVO
1	Refuerzo de la estabilidad macroeconómica y presupuestaria	Reducir significativamente la ratio de deuda pública en relación con el PIB, hasta el 34% en 2010
2	Plan Estratégico de Infraestructuras y Transporte (PEIT) y Programa de Actuaciones para la Gestión y la Utilización del Agua (AGUA)	Aumentar la red ferroviaria hasta los 35 km/1.000 km <sup>2</sup> en 2010 (32 km/1.000 km <sup>2</sup> en 2008) y reducir la tasa de accidentalidad en carreteras en un 40% en 2010
3	Aumento y mejora del capital humano	Reducir a la mitad (hasta el 15%) la tasa de abandono escolar prematuro en 2010
4	Estrategia de I+D+i (INGENIO 2010)	Duplicar la inversión en I+D hasta el 2% del PIB en 2010. Converger con Europa en la Sociedad de la Información, de manera que el gasto en TIC se sitúe en el 6,3% del PIB en 2008 y en el 7% en 2010
5	Más competencia, mejor regulación, eficiencia de las Administraciones Públicas y competitividad	Mejorar la posición de España en relación con los indicadores de competencia, convergiendo en 2010 con la media europea
6	Mercado de trabajo y diálogo social	Aumentar la tasa de empleo femenino desde el 48% hasta el 57%. Reducir la tasa de desempleo juvenil desde el 22,1% hasta el 18,6 %, promedio actual de la UE 25
7	Plan de Fomento Empresarial	Aumentar la creación de empresas en un 25% mediante el fomento del espíritu emprendedor, especialmente entre jóvenes y mujeres

FUENTE: Programa Nacional de Reformas de España.



salarios de convenio se aproximó al 3,6% en 2005 —un 3% de aumento pactado para el año y 0,6 pp más por aplicación de las cláusulas de salvaguarda de 2004—, la remuneración por asalariado en la economía de mercado se incrementó en torno al 2,5%, por debajo de su aumento en 2004, reflejando, al menos en parte, la composición del empleo creado. La desaceleración de la remuneración se ha transmitido a los costes laborales unitarios, pero, en un contexto de avances muy reducidos de la productividad, el diferencial de crecimiento con los costes de los países con los que España compite internacionalmente sigue siendo muy amplio, como pone de manifiesto el gráfico 3. Este comportamiento de los costes se manifiesta también en el diferencial de inflación. En términos del IAPC, la inflación española finalizó 2005 en una tasa del 3,7%, que supone una notable apertura del diferencial con la zona del euro, destacando el carácter marcadamente más inflacionista de los precios de los alimentos y de los servicios.

La persistencia de crecimientos comparativamente elevados de los costes y los precios en España amplía las pérdidas de competitividad y tiende a hacer potencialmente más gravosa una eventual corrección de los desequilibrios que, hasta el momento, siguen acumulándose. La respuesta de la política económica ante esta situación debe estar encaminada a favorecer la flexibilidad de precios y salarios, y a fomentar las ganancias de productividad, que permitan mejorar la competitividad de la economía sin deteriorar el crecimiento del empleo. El Plan Nacional de Reformas, presentado en octubre, se orienta precisamente en esta dirección, si bien sería deseable que se viera acompañado por un impulso más firme en la reforma del mercado de trabajo y de la negociación colectiva (véase recuadro 1).

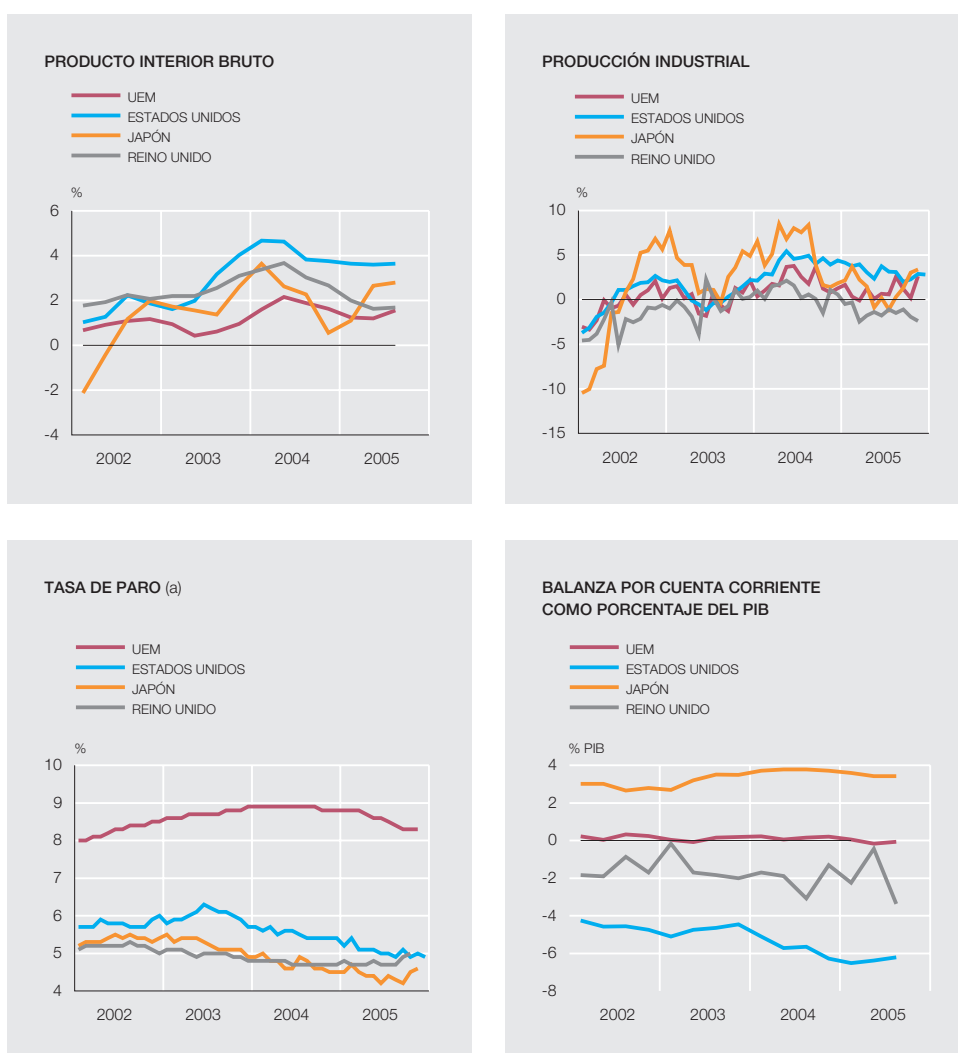
En el terreno de la política presupuestaria, el Gobierno presentó el 30 de diciembre pasado la Actualización del Programa de Estabilidad, que define la estrategia fiscal para el período 2005-2008. Las proyecciones que proporciona esta Actualización —que incorporan el efecto estimado de la reforma de la imposición directa, recientemente aprobada, a partir del año 2007— revisan al alza el superávit de la cuenta de las AAPP, con respecto a las últimas cifras oficiales, y apuntan hacia un notable descenso en la ratio de deuda, que podría situarse en el 36,6% del PIB en 2008. La revisión del superávit de la cuenta de las AAPP —hasta el 1% del PIB y el 0,9% del PIB en 2005 y 2006, respectivamente— se corresponde con el fuerte dinamismo que han mantenido los ingresos públicos durante los últimos meses de 2005 y con su previsible efecto inducido sobre los resultados fiscales de 2006. Estas cifras confirman que los excesos de recaudación, en relación con las previsiones de la programación presupuestaria, se están destinando a mejorar la posición fiscal de las AAPP, lo que contribuye a ampliar el potencial estabilizador de la política fiscal a lo largo del ciclo, en línea con los objetivos que sustentan el principio de estabilidad presupuestaria.

## 2 Entorno exterior del área del euro

La evolución económica y financiera en el entorno exterior del euro durante el último trimestre de 2005 e inicios de 2006 se caracterizó por el mantenimiento de un elevado y generalizado crecimiento económico, por la continuidad de la inflación en niveles moderados y por una favorable evolución de las variables financieras. En este contexto, se revisaron ligeramente a la baja las expectativas de movimientos de tipos de interés oficiales en Estados Unidos. Tras las dos subidas del último trimestre del año, hasta el 4,25%, los mercados anticiparon a partir de diciembre el fin cercano del actual ciclo alcista de tipos, aunque aún esperan subidas de al menos 25 puntos básicos (pb) en las próximas reuniones de la Reserva Federal. Los tipos de interés a largo plazo llegaron a reducirse por debajo del 4,5%, hasta el punto de que, de modo transitorio, se llegó a invertir la pendiente de la curva de tipos a partir de los bonos a dos años. Este cambio de expectativas, junto con la mejora reciente de las perspectivas de crecimiento en Japón y Europa, propició que el dólar interrumpiera a principios de diciembre su tendencia apreciatoria y perdiera fuerza desde entonces moderadamente frente al euro y el yen. Por su parte, los principales índices bursátiles continuaron registrando ganancias, que fueron particularmente acentuadas en Japón, al compás de las mejores perspectivas de crecimiento. Los mercados financieros emergentes mantuvieron su buen comportamiento durante el último trimestre de 2005 e inicios de 2006: las bolsas registraron fuertes subidas y las primas de riesgo soberano se situaron en mínimos históricos, desde que se elaboran estas series.

Durante el mes de diciembre el precio del petróleo se estabilizó alrededor de los 58 dólares por barril de crudo Brent, tras el pronunciado descenso desde el máximo histórico cercano a los 69 dólares alcanzado a inicios de septiembre. No obstante, a lo largo de enero el precio del Brent volvió a repuntar, hasta situarse por encima de 65 dólares por barril, como consecuencia de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y Nigeria y del mantenimiento de la fortaleza de la demanda. El comportamiento de los precios de los futuros a largo plazo fue análogo, de tal modo que la curva de futuros continuó mostrando precios similares o superiores al precio al contado para un horizonte de hasta dos años.

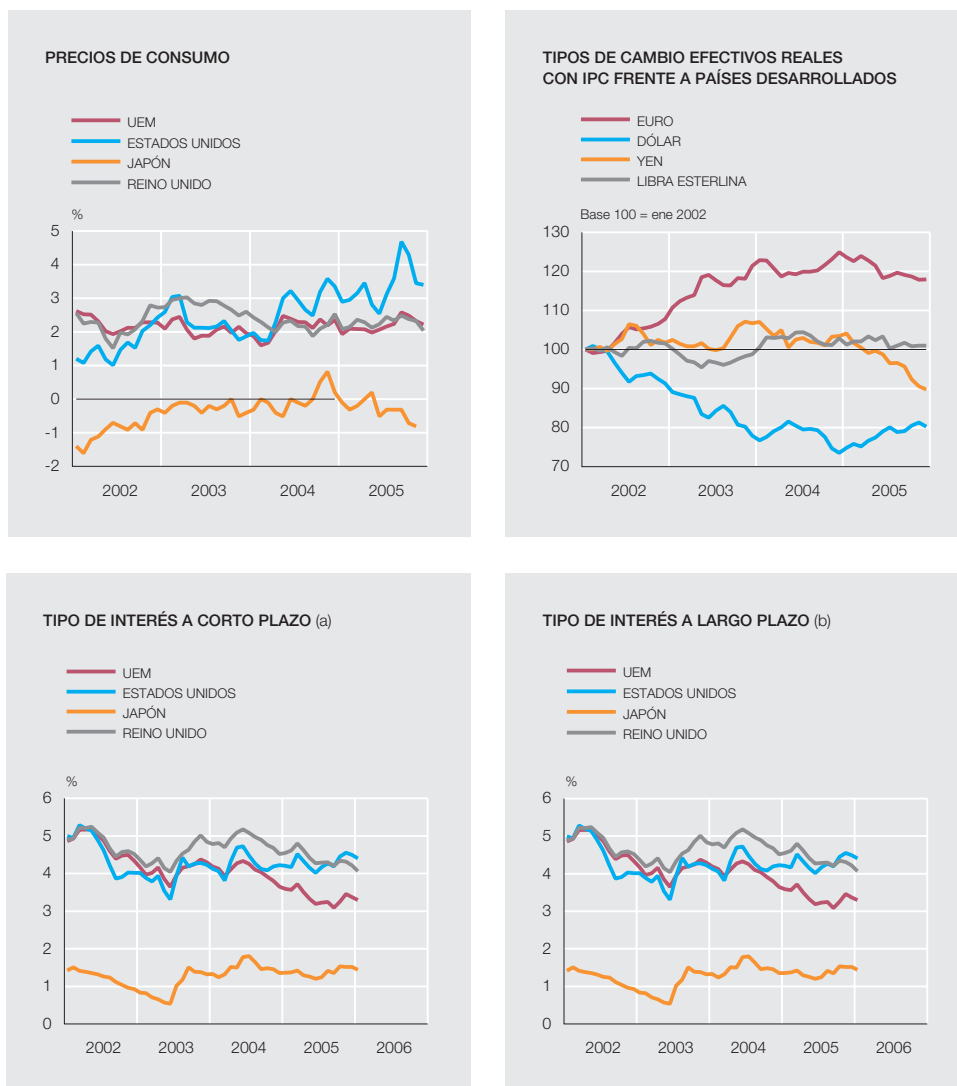
En Estados Unidos, según el primer avance de la Contabilidad Nacional, la actividad se expandió en el cuarto trimestre de 2005 a una tasa anualizada del 1,1%, frente al 4,1% del trimestre anterior, con lo que en el conjunto del año 2005 el crecimiento sería del 3,5%. Esta desaceleración en el último trimestre se produjo principalmente por la caída de las compras de automóviles y por medidas excepcionales de reducción de gasto de defensa. Sin embargo, los indicadores hacia fines del cuarto trimestre mostraron un panorama más optimista para el inicio de 2006. Las ventas al por menor de noviembre y diciembre mostraron una cierta debilidad, pero la confianza del consumidor de diciembre aumentó notablemente. Por el lado de la oferta, en diciembre los pedidos de bienes duraderos y el ISM de servicios mejoraron, mientras que los pedidos de bienes de capital y el ISM de manufacturas se deterioraron ligeramente. El mercado de trabajo mantuvo su vigor y el empleo creció a ritmos similares a los del trimestre previo, lo que permitió que la tasa de desempleo cerrase el año en el 4,9%, la menor en cuatro años. En el ámbito de los precios, tras el repunte de septiembre y octubre motivado por la fuerte alza de los precios energéticos, la tasa de inflación se desaceleró hasta el 3,4% interanual en diciembre, mientras que la tasa subyacente se mantuvo estable en el entorno del 2,2%. En cuanto al sector exterior, el déficit comercial de noviembre volvió a ampliarse, aunque menos de lo esperado, gracias al repunte de las exportaciones. A pesar de ello, en el acumulado del año, el déficit hasta noviembre superaba el total del déficit registrado en 2004, que a su vez ya supuso un máximo histórico.



FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

En Japón, la actividad siguió acelerándose en los últimos meses. El PIB real creció un 2,9% interanual en el tercer trimestre, tres décimas más que en el segundo. Esta evolución se ha venido apoyando en el vigor de la inversión y del consumo privados. Los indicadores del cuarto trimestre confirmaron el buen momento, aunque con un menor impulso que en trimestres previos. Por el lado de la oferta, la mayoría de indicadores mantuvo un comportamiento positivo, mientras que por el lado de la demanda las ventas al por menor registraron una moderada desaceleración, al tiempo que la confianza del consumidor se redujo levemente. En el mercado de trabajo destacó la desaceleración paulatina del ritmo de expansión de la remuneración de los asalariados y de la creación de empleo, que condujo a la tasa de paro hasta el 4,6% en noviembre. En el sector exterior se observó un elevado dinamismo de las exportaciones e importaciones en el último trimestre de 2005. La tasa interanual de inflación subyacente fue positiva en diciembre (0,1%), si bien el índice general aún cayó un 0,1%. Los indicios de posible superación de la larga fase deflacionista, en un contexto de mayor dinamismo económico, propiciaron el anuncio por parte del banco central de futuros cambios tanto en el tono como en la instrumentación de la política monetaria.

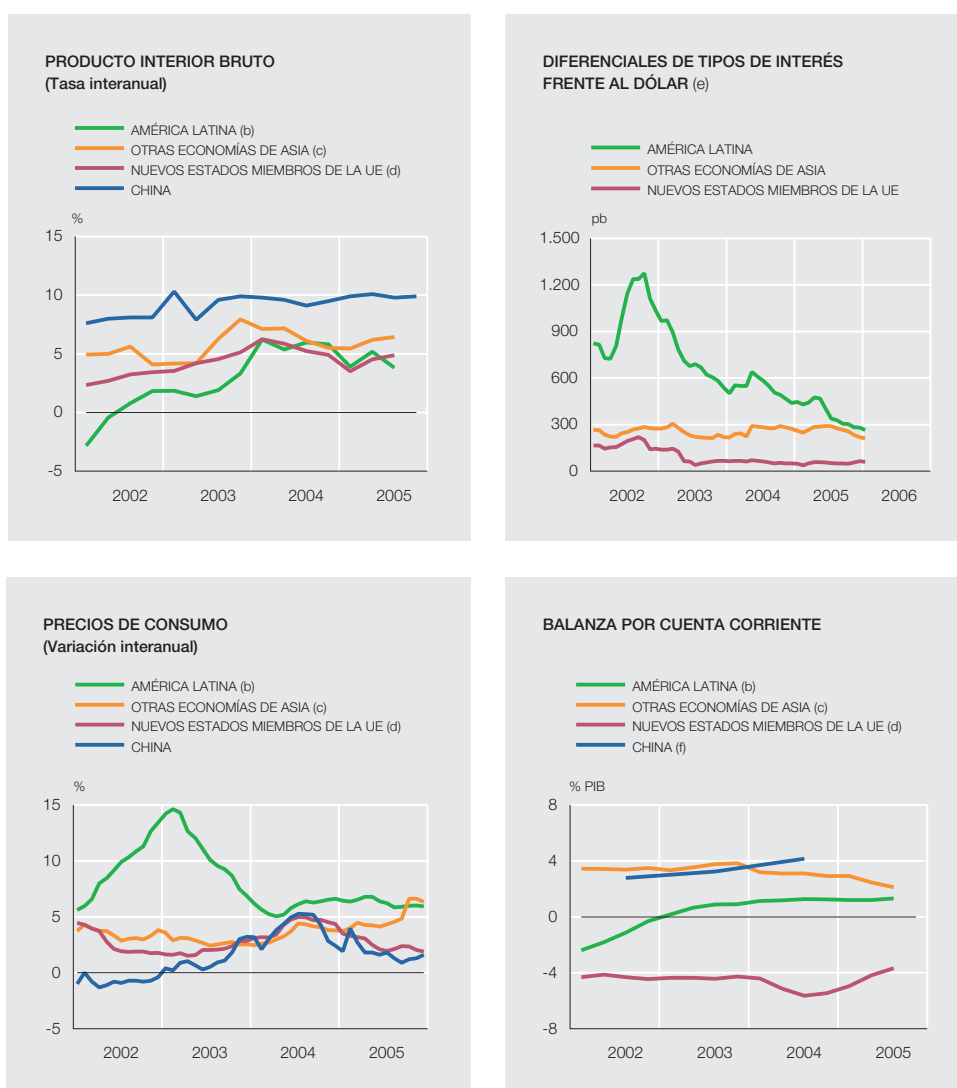


FUENTE: Banco de España.

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

En el Reino Unido, el ritmo de crecimiento se estabilizó tras desacelerarse en los últimos trimestres. Según un primer avance, el PIB creció un 1,7% interanual en el cuarto trimestre, igual que en el tercero. Los indicadores recientes apuntaron a una cierta mejoría de la actividad. En diciembre, el PMI de servicios aumentó notablemente y la encuesta de distribución de comercio mejoró sustancialmente, situándose en territorio no negativo por primera vez desde febrero de 2005, aunque la confianza del consumidor se deterioró ligeramente. El mercado de trabajo perdió algo de empuje y en noviembre la tasa de desempleo (según el criterio de la OIT), comparada con el cierre del tercer trimestre, aumentó tres décimas, hasta el 5%. El déficit por cuenta corriente del tercer trimestre se amplió considerablemente, debido a factores transitorios, hasta alcanzar un 3,4% del PIB. Por último, el índice armonizado de precios de consumo se situó en el 2% en diciembre, al tiempo que los precios de la vivienda, que venían desacelerándose desde la segunda mitad de 2004, experimentaron un ligero repunte en los meses finales del año.

En los nuevos Estados miembros de la UE, el PIB tuvo un crecimiento robusto en el tercer trimestre, por el buen comportamiento de la demanda externa y la gradual recuperación de la



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

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

demanda interna. Los indicadores correspondientes al cuarto trimestre confirman el buen tono de actividad de la región. En la evolución de la inflación siguió sin observarse una trayectoria común: repuntó en varios países (especialmente en los bálticos) debido al aumento de los precios de la energía, mientras que en otros (como Polonia y Eslovenia) se moderó, por la caída de los precios de los alimentos. La República Checa aumentó el tipo de interés oficial, hasta el 2%, al tiempo que en el resto de países se mantuvieron estables. Los objetivos de déficit público para 2005, aunque en la mayoría de los casos superaban el 3% del PIB, podrían alcanzarse, con la excepción de Hungría, cuyo déficit público sobrepasará el 7% del PIB. Por último, cabe señalar que el pasado 28 de noviembre la corona eslovaca se incorporó al Mecanismo de Tipos de Cambio II y que el Consejo Europeo del 16 de diciembre otorgó a Macedonia la condición de país candidato a la UE.

En China, la actividad mantuvo un elevado dinamismo y el PIB creció un 9,9% interanual en el cuarto trimestre, lo cual significa un crecimiento del 9,9% para el conjunto de 2005. En paralelo, las reformas metodológicas en la Contabilidad Nacional, que implicaron un incremento del peso del sector terciario en la actividad, originaron la revisión al alza, de medio punto anual como promedio, en las cifras de crecimiento desde 1993. En concreto, el crecimiento se situó en el 10% en 2003 y en el 10,1% en 2004, frente al 9,5% inicialmente estimado en ambos casos. En cuanto a los indicadores de actividad en el trimestre, la producción industrial y las ventas al por menor mantuvieron un ritmo de crecimiento vigoroso, mientras que la inversión en activos fijos moderó su ritmo de expansión. En el sector exterior destaca la notable desaceleración de las exportaciones en el trimestre, al tiempo que se produjo una desaceleración paulatina y moderada de las importaciones, pese a lo cual el superávit comercial alcanzó los 102 mm de dólares en 2005, algo más del triple que en 2004. En cuanto a los precios, la inflación medida por el IPC aumentó en diciembre hasta el 1,6% interanual. Pese a la muy ligera apreciación del renminbi, las reservas exteriores del banco central continuaron creciendo, aunque a tasas interanuales ligeramente más moderadas, hasta alcanzar 819 mm de dólares a finales de 2005.

En América Latina, la actividad se moderó dentro de un tono de firmeza en el tercer trimestre, alcanzando un 3,8% interanual, frente al 5,2% del segundo. Hay que destacar que la casi totalidad de esta reducción se debió a la menor aportación de Brasil, donde la tasa interanual se redujo drásticamente, lastrada por un crecimiento trimestral negativo. Por el contrario, en México se observó una reactivación de la actividad y los países que venían manteniendo unos ritmos de expansión mayores, como Argentina y Venezuela, volvieron a registrar tasas de crecimiento muy elevadas. Las tasas de inflación siguieron moderándose en la mayoría de países, con la notable excepción de Argentina, donde cerró el año por encima del 12%. De este modo, y a diferencia del año anterior, se cumplieron los objetivos de inflación en la mayoría de los países. En este contexto, México y Brasil prosiguieron en los últimos meses su ciclo de bajadas de tipos de interés. Cabe destacar, por último, la devolución de la totalidad de los préstamos con el FMI por parte de Brasil y Argentina, por un valor conjunto de más de 25.000 millones de dólares.

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

La actividad económica en el área del euro parece haberse recuperado en la segunda parte de 2005 de la fase de atonía que había iniciado en el segundo semestre de 2004. El crecimiento del PIB experimentó una notable aceleración en el tercer trimestre del año y la información disponible más reciente sugiere que el dinamismo se mantuvo en el cuarto trimestre. Así, todo apunta a que la inversión prolongó su fase de recuperación, impulsada por unas condiciones financieras muy favorables y la fortaleza de los beneficios empresariales, mientras que las exportaciones, favorecidas por el fuerte crecimiento del comercio mundial y los efectos desfasados de la depreciación del euro, continuaron siendo un sólido motor del crecimiento. No obstante, la ausencia de señales nítidas de una recuperación del consumo representa todavía un elemento importante de incertidumbre para las perspectivas de crecimiento sostenido de la actividad del área en el corto y medio plazo (véase recuadro 2), al cual se unirían los riesgos que supone la persistencia de los elevados precios del petróleo y la posibilidad de subidas adicionales, así como una eventual corrección desordenada de los desequilibrios macroeconómicos globales. Con todo, las perspectivas para los primeros trimestres de 2006 son compatibles con un escenario central en el que la actividad crecería a tasas alrededor del crecimiento potencial del área.

En lo que concierne a los precios, mientras que la inflación subyacente ha permanecido estable en niveles moderados en torno al 1,5%, la evolución a corto plazo del IAPC ha seguido reflejando las oscilaciones del precio del petróleo. Así, la caída de los precios del crudo en los últimos meses del año propició una cierta moderación de la tasa de crecimiento del IAPC, que —tras el máximo alcanzado después del verano— se situó en el 2,2% en diciembre. Esta desaceleración contiene, no obstante, elementos transitorios que pueden dar lugar a un cierto repunte de la inflación a principios de 2006 y a su mantenimiento por encima del 2% hasta bien entrado el año. Más a medio plazo, el convencimiento por parte de los agentes económicos de que el precio del petróleo se mantendrá en niveles elevados incrementa el riesgo de que el encarecimiento de los costes de producción termine provocando aumentos de precios en el conjunto de los sectores y se interrumpa la moderación salarial, en particular en un contexto de fortalecimiento progresivo de la actividad económica y recuperación del mercado de trabajo.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión celebrada el 1 de diciembre, consideró que los riesgos para el logro de la estabilidad de precios en el medio plazo se habían acentuado y decidió, en consonancia, subir los tipos de interés oficiales en un cuarto de punto, tras dos años y medio de permanecer inalterados en niveles históricamente bajos. No obstante, la política monetaria del BCE sigue mostrando —a la espera de nuevos datos económicos— un tono acomodaticio, que constituye un claro estímulo para el crecimiento económico de la zona del euro y la creación de empleo.

En el ámbito de las políticas fiscales, todo apunta a que el déficit presupuestario superará el límite del 3%, establecido en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, en varios Estados miembros. En los casos de Alemania y, en caso de producirse, Francia, el incumplimiento podría obligar a la Comisión a dar un paso más en sus respectivos procedimientos de déficit excesivo abiertos, si bien hasta ahora no se ha pronunciado sobre cuál será su actuación al respecto, que será crucial para la credibilidad futura del Pacto. Por lo que respecta a las políticas de carácter estructural, los distintos países europeos han presentado sus Programas

Desde el año 2002, la evolución del consumo privado en la UEM se ha caracterizado por una notable atonía, que se ha prolongado hasta la actualidad. Así, esta variable ha registrado en los tres primeros trimestres de 2005 crecimientos reducidos, en torno al 0,2%-0,3% en términos intertrimestrales, en un contexto en el que, a diferencia de años anteriores, tanto el gasto en inversión como las ventas al resto del mundo han experimentado un mayor dinamismo. Por ello, la contribución negativa del consumo al *output gap* ha continuado siendo muy importante, pasando incluso a ser, recientemente, la de mayor magnitud de entre todos sus componentes (véase gráfico 1 adjunto)<sup>1</sup>.

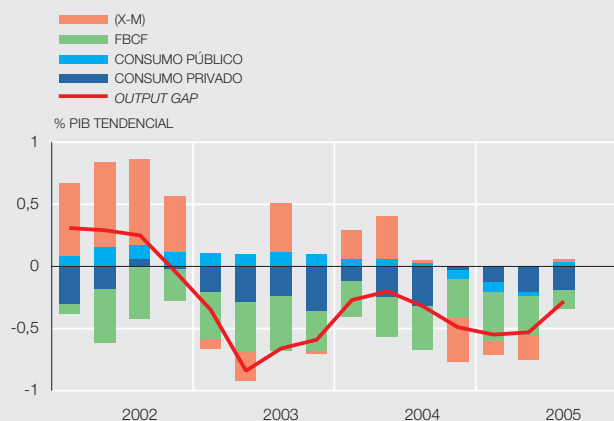
Desde el punto de vista de los determinantes del consumo, la moderación observada en la renta disponible en el año 2005, derivada especialmente del bajo crecimiento de la remuneración de los asalariados, tanto por su componente salarial como por el de creación de empleo, estaría en consonancia con la trayectoria vacilante del consumo. No obstante, la evolución de otros factores como la riqueza o los tipos de interés podría estar impulsando al alza el gasto de las

familias. Para ilustrar la interacción de estos determinantes, en el gráfico 2 se presentan las contribuciones al crecimiento del consumo de sus factores explicativos, según la ecuación del *Area Wide Model (AWM)*<sup>2</sup>. Como se observa en dicho gráfico, las variables que aparecen en la ecuación y las relaciones entre estas y el consumo explican razonablemente bien su evolución a lo largo de 2005, ya que la tasa interanual observada solo se sitúa ligeramente por debajo de la tasa que estima la ecuación. De hecho, esta diferencia es muy inferior a la existente desde mediados de 2003 y casi todo el año 2004. Conviene resaltar que este análisis hay que hacerlo con las debidas cautelas ante la falta de información suficientemente precisa de algunas variables (como la riqueza de los agentes) o ante la posibilidad de que existan otros factores distintos de los determinantes habituales que hayan podido incidir en el gasto de las familias. En este sentido, la evolución reciente de los indicadores de confianza del consumidor, que solo en el mes de diciembre de 2005 ha llegado a superar su media histórica, sugiere que las familias pueden todavía estar actuando con cautela a la hora de materializar su gasto, si bien de forma menos acusada que en el período reciente, cuando dichos indicadores alcanzaron niveles mínimos (véase gráfi-

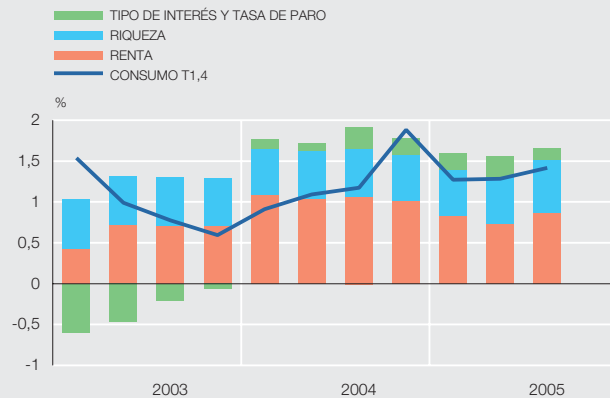
1. El *output gap* se ha calculado como la diferencia entre el PIB observado y el tendencial, estimado mediante un filtro Hodrick-Prescott. La contribución de cada componente se mide como su diferencia respecto a su evolución tendencial en porcentaje del PIB tendencial.

2. Para una descripción detallada del modelo econométrico conocido como *Area Wide Model*, véase G. Fagan, J. Henry y R. Mestre (2001), *An Area-Wide Model (AWM) for the euro area*, ECB Working Paper n.º 42.

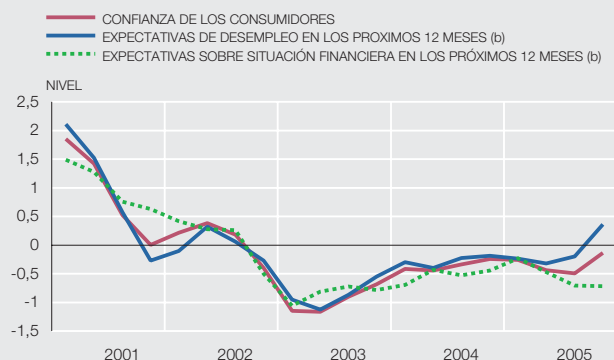
1. OUTPUT GAP DE LA UEM. CONTRIBUCIÓN POR COMPONENTES



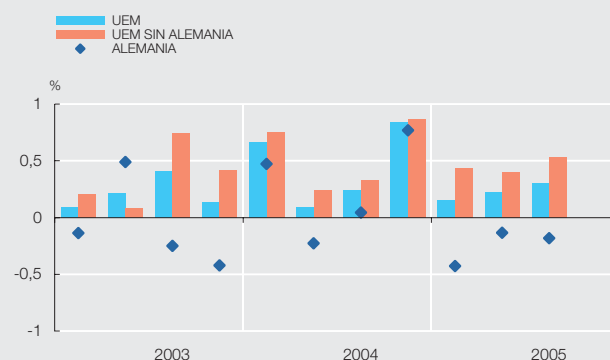
2. CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL SEGÚN DETERMINANTES



3. INDICADORES DE CONFIANZA (a)



4. APORTACIÓN DE ALEMANIA EN TÉRMINOS DEL CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL CONSUMO



FUENTES: Comisión Europea, BCE y Banco de España.

a. Series normalizadas.  
b. Componente del indicador sintético de confianza del consumidor.



co 3 adjunto). Por países, resulta especialmente notable la debilidad del consumo en Alemania en 2005, de modo que, considerando un agregado UEM sin Alemania, el consumo habría crecido a ritmos más en sintonía con el proceso de recuperación del PIB percibido en los últimos trimestres (véase gráfico 4 adjunto).

En los últimos meses, como ya se ha mencionado en el texto principal, la mayor parte de los indicadores sobre el consumo privado en la UEM no apuntan todavía a un avance inmediato y sostenido del gasto de las familias. No obstante, la mejora de las exportaciones y del gasto empresarial debería transmitirse al consumo privado a medida que aumente la demanda de empleo y mejore, por lo tanto, la renta disponible de las familias. En principio, hay indicios de que este efecto ha podido iniciarse, dado que los indicadores cualitativos sobre las expectativas de empleo han aumentado en los últimos meses del año. No obstante, la mejora reciente de la confianza de los consumidores no descarta la incertidumbre existente sobre la disposición de las familias al gasto, ya que estos mantienen todavía una visión pesimista acerca de su situación financiera en los doce meses siguientes (véase gráfico 3 adjunto).

En este contexto, las proyecciones publicadas más recientemente de la Comisión Europea —que están en línea con las del Eurosistema— prevén una recuperación del consumo muy lenta, de forma que en el año 2006 crecería a una tasa del 1,4%, muy similar a la que se espera para el año 2005 e inferior, por lo tanto, al crecimiento medio de esta variable en la última década. Este moderado crecimiento sería el resultado de una mayor contribución de la renta disponible al aumento del consumo, como consecuencia de la mejora del empleo y de la menor aportación de la riqueza financiera y no financiera, en la medida en que se prevé una moderación del precio de la vivienda y de las cotizaciones bursátiles a lo largo de 2006. Por otro lado, la persistencia de déficits elevados en la UEM genera incertidumbres adicionales sobre el mantenimiento, en sus condiciones actuales, de los sistemas públicos de pensiones y de asistencia sanitaria, ante el envejecimiento de la población. No obstante, los progresos realizados en cuanto a la implementación de reformas estructurales en algunos países han resuelto algunas incertidumbres y, en la medida en que se vayan generalizando, podrían ayudar a relanzar el consumo.

Nacionales de Reforma, en consonancia con la estrategia de Lisboa revisada en la primavera de 2005 (véase recuadro 3).

### 3.1 Evolución económica

De acuerdo con la estimación de la Contabilidad Nacional de la UEM correspondiente al tercer trimestre de 2005<sup>1</sup>, el producto interior bruto del área del euro creció un 0,6% en términos intertrimestrales, lo que representa un aumento de dos décimas con respecto al crecimiento registrado en el trimestre precedente (véase cuadro 1). Esta evolución ha supuesto un avance de cuatro décimas en el ritmo de expansión interanual del PIB, que se ha situado en el 1,6%. Los componentes que contribuyeron a esta aceleración del PIB fueron, fundamentalmente, la demanda exterior neta y la inversión. En particular, las exportaciones experimentaron un notable repunte, mientras que las importaciones se aceleraron de forma más moderada, con lo que la contribución neta del sector exterior al crecimiento del producto se incrementó en tres décimas, hasta 0,2 pp. Por su parte, la formación bruta de capital fijo registró un fuerte avance con respecto al trimestre precedente, del 1,3% (tras el 0,9% del segundo trimestre), como resultado de la marcada recuperación de la inversión en bienes de equipo, ya que, por el contrario, la inversión en construcción redujo notablemente su ritmo de expansión. Esto explica buena parte del aumento en la aportación de la demanda interna —excluidas las existencias— al crecimiento, que fue de 0,6 pp (0,4 pp en el trimestre anterior), puesto que el consumo privado siguió mostrando una notable falta de dinamismo. Este último creció un 0,3% (solo una décima más que en el segundo trimestre), condicionado, en general, por el débil crecimiento de la renta disponible, debido a su vez a la limitada aportación tanto de su componente de empleo como del salarial (véase recuadro 2). Finalmente, mientras que el consumo público incrementó ligeramente su ritmo de expansión (hasta el

1. A partir de esta estimación, Eurostat ha introducido dos importantes cambios metodológicos en la Contabilidad Nacional de la UEM: la asignación como consumo intermedio o final de los diferentes sectores y ramas productivas de los «servicios de intermediación financiera medidos indirectamente», y el uso de índices de volumen encadenados. De acuerdo con la información proporcionada por Eurostat, este cambio tiene un efecto reducido sobre las tasas de crecimiento de los agregados macroeconómicos del área del euro.

La revisión de los progresos realizados en el marco de la estrategia de Lisboa, acometida por el Consejo Europeo de la primavera de 2005, mostró ciertos logros en algunas áreas, como la creación de empleo, pero también avances claramente insuficientes en otros ámbitos. Al objeto de intensificar los esfuerzos de reforma y poder alcanzar así, al final de la década, los objetivos últimos en términos de crecimiento y empleo, el Consejo Europeo juzgó necesario introducir algunas modificaciones en el proceso, que, entre otros ámbitos, afectan de manera señalada a sus aspectos institucionales. En particular, el Consejo Europeo diseñó un ciclo trianual de diseño y aplicación de políticas, que se inició en junio de 2005 con la aprobación, por el Consejo ECOFIN, de las denominadas Directrices Integradas. Este documento ha servido de base para que, en el pasado otoño, cada Estado miembro elaborara un Programa Nacional de Reformas (PNR), en el que se exponen las actuaciones que sus autoridades pretenden poner en práctica en el período de 2005 a 2008. En la elaboración de sus PNR, los distintos países han tenido en cuenta la recomendación del Consejo Europeo de establecer procedimientos de consulta con una base amplia de actores nacionales (que incluyen los Parlamentos, las autoridades regionales y locales y los agentes sociales). Como resultado, el texto final de los programas se ha beneficiado de las contribuciones de estos agentes, lo que debería favorecer que estos consideren los objetivos como propios y redundar, en definitiva, en un impulso al proceso de reformas. En sus programas, los Estados miembros de la UE han identificado, en función de sus respectivas posiciones de partida, un conjunto de cinco ámbitos prioritarios para la realización de reformas (véase el panel superior del gráfico adjunto). Estas áreas incluyen, en primer lugar, la mejora del funcionamiento de los mercados de trabajo, terreno en el que los distintos países han propuesto medidas que abarcan ámbitos tales como los sistemas impositivos y de prestaciones sociales — en particular, con el fin de incentivar la búsqueda activa de empleo —, la formación continuada a lo largo de la vida laboral o la reorientación de los sistemas de negociación colectiva para hacerlos más favorables a la generación de empleo. No obstante, tan solo seis Estados miembros han formulado objetivos referidos a sus tasas de empleo en 2008, que supondrían, por término medio, aumentos en torno a 2 pp en comparación con los niveles de 2004 (véase el panel central del gráfico adjunto).

El segundo ámbito de actuación mencionado de forma más mayoritaria por los Estados miembros en sus PNR es el de investigación y desarrollo, campo en el que casi todos los países han anunciado sus planes para aumentar el gasto público y estimular el de carácter privado (véase el panel inferior del gráfico adjunto). Sin embargo, no es obvio que los programas aseguren la eficiencia del componente público de este gasto, ni la capacidad de este para actuar como resorte del gasto privado, lo que podría dificultar también el cumplimiento de los objetivos referidos a este último.

Otra de las áreas donde los países identifican una necesidad más perentoria de reforma es la mejora del entorno regulatorio en el que se desenvuelve la actividad empresarial. En este terreno, la mayor parte de los Estados miembros han establecido catálogos de ejemplos de buenas prácticas, que les han servido para la fijación de objetivos cuantitativos de reducción de la carga administrativa, al tiem-

po que se respeta un nivel mínimo de calidad de la regulación. En cuarto lugar, muchos países anuncian reformas educativas y de los sistemas de formación continuada en reconocimiento de que una educación de calidad es un ingrediente esencial para preservar la adaptabilidad de la fuerza laboral a los cambios en el entorno económico y mejorar su nivel de cualificación. Este es, además, un ingrediente importante para mejorar la eficiencia del gasto en I+D.

Por último, los PNR de 19 Estados miembros han coincidido en señalar la mejora de la sostenibilidad y la calidad de las finanzas públicas como un ámbito relevante de actuación adicional. Dadas las proyecciones existentes, según las cuales el envejecimiento de la población dará lugar en muchos países a un aumento muy importante del gasto en los sistemas de pensiones y sanitarios, muchos programas contienen reformas de los mismos. En la medida en que estas reformas incluyen medidas para incrementar la edad de jubilación efectiva, se solapan con las que están orientadas a aumentar la oferta de trabajo. La publicación por parte del Comité de Política Económica en febrero de 2006 de proyecciones presupuestarias de largo plazo actualizadas ayudará a valorar el grado de ambición de las acciones propuestas por los Estados miembros en sus PNR.

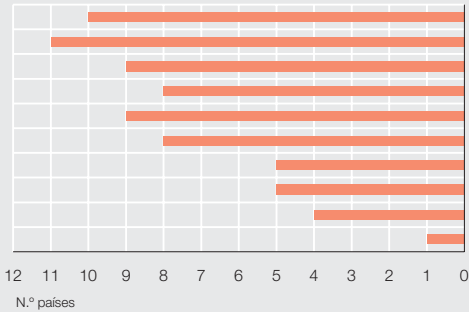
El pasado día 25 de enero, la Comisión dio a conocer su primer Informe Anual de Progreso, en el que se formulan indicaciones a cada Estado miembro acerca de las áreas en las que se deben concentrar los esfuerzos de reforma. Además, el Informe identifica cuatro ámbitos en los que invita al Consejo Europeo a impulsar acciones concretas. Estos ámbitos son las políticas tendentes al aumento de las tasas de empleo, el gasto en investigación y educación, la regulación que recae sobre la actividad empresarial y el desarrollo de políticas que aseguren la disponibilidad de fuentes de energía eficientes.

Con anterioridad, y tal y como le había solicitado el Consejo Europeo, la Comisión había presentado, en julio de 2005, el Programa Comunitario de Lisboa, que contiene las acciones complementarias que se requieren a nivel del conjunto de la UE para alcanzar los objetivos finales. Este documento establece como áreas prioritarias la creación de un verdadero mercado único de servicios, la mejora del entorno para la innovación (en particular, en el terreno de los derechos de propiedad intelectual), la liberalización efectiva del comercio internacional y, dentro de la esfera de competencia comunitaria, la culminación del mercado europeo de la energía y la reducción de la carga regulatoria, aspectos que, como se ha indicado, están también contemplados, en su vertiente nacional, en el Informe de Progreso.

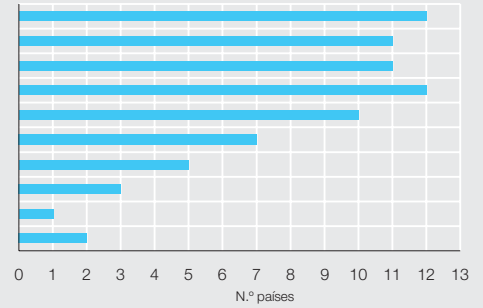
Es difícil evaluar en qué medida las estrategias nacionales contenidas en los PNR — y en el programa comunitario —, junto con la realización de un seguimiento adecuado de los progresos realizados, constituyen instrumentos suficientes para alcanzar las metas de la Agenda de Lisboa. Lo que sí resulta evidente es que los objetivos trazados en los programas deben traducirse en políticas concretas que sean introducidas a la mayor brevedad posible, pues la aplicación exhaustiva y rigurosa del catálogo de reformas propuestas constituye un elemento esencial para lograr situar la economía europea dentro de una senda de mayor crecimiento.

1. RETOS PRINCIPALES IDENTIFICADOS POR LOS ESTADOS MIEMBROS (a)

UEM

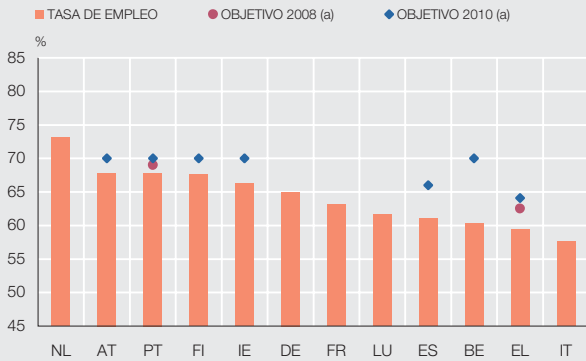


RESTO UE

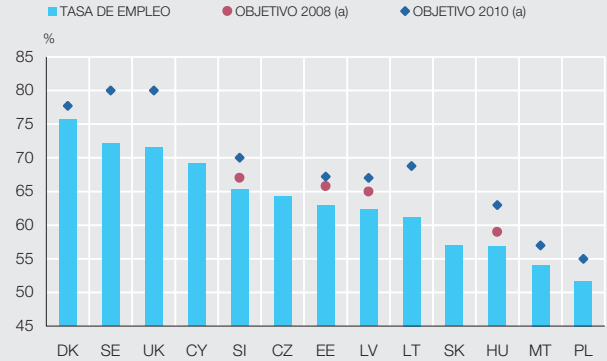


2. TASAS DE EMPLEO EN 2004 Y OBJETIVOS PARA 2008 Y 2010

UEM

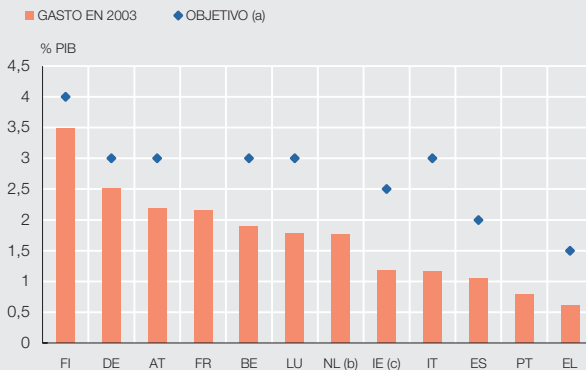


RESTO UE

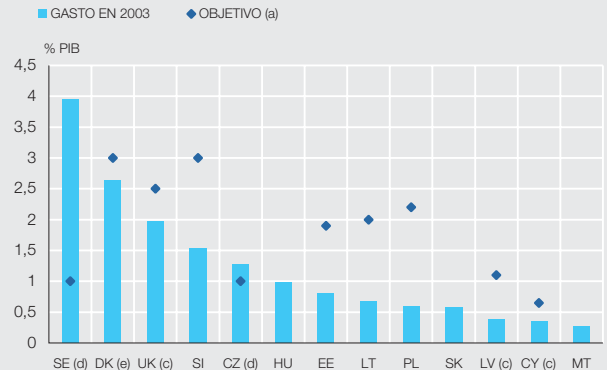


3. GASTO EN I+D EN 2003 (EN % DEL PIB) Y OBJETIVOS PARA 2010

UEM



RESTO UE



FUENTES: Economic Policy Committee (Report on Lisbon National Reform Programmes 2005).

- a. Algunos países no presentan objetivos en sus programas.
- b. El objetivo consiste en estar entre los cinco primeros países de la UE.
- c. Objetivos referidos a 2008 (CY y LV), 2013 (IE) o 2014 (UK).
- d. Objetivos referidos solamente al componente público del gasto.
- e. Objetivo expresado como 3% o superior.

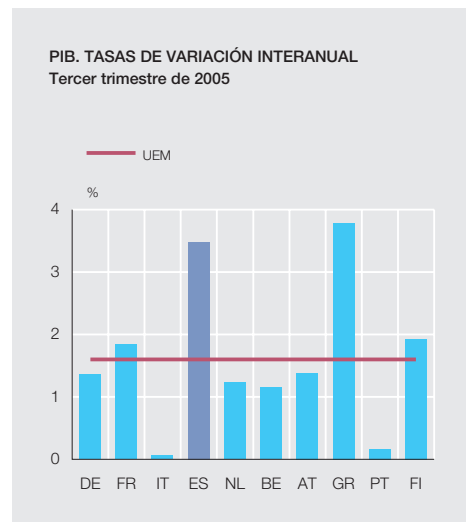
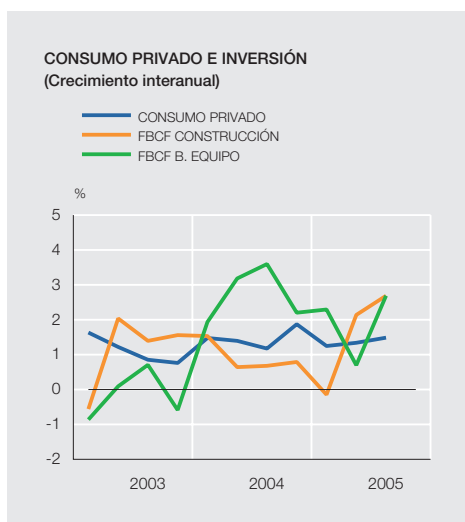
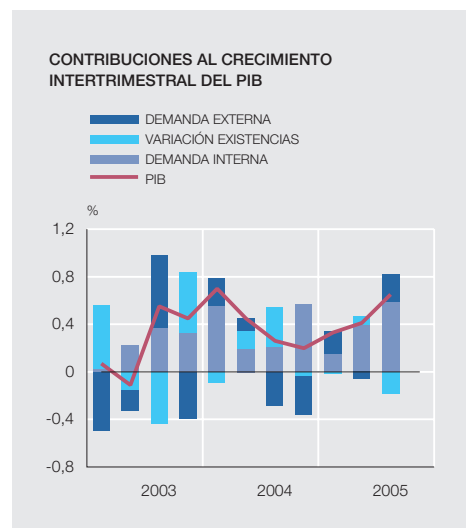
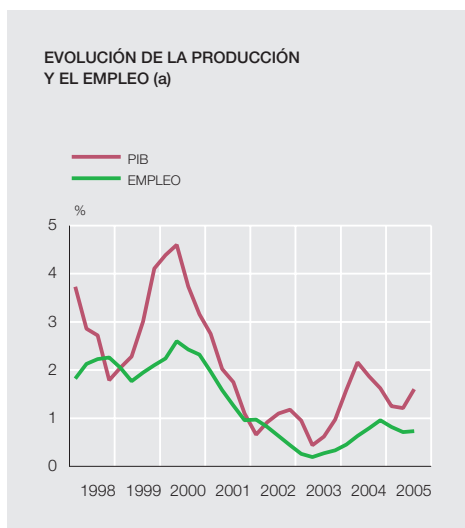
	2004				2005			2006
	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR (a)	I TR (b)
PIB								
Crecimiento interanual	2,2	1,9	1,6	1,2	1,2	1,6		
Crecimiento intertrimestral	0,4	0,3	0,2	0,3	0,4	0,6		
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,4; 0,8)	(0,4; 0,8)
IPI (d)	2,9	2,5	1,1	0,8	0,7	1,3	1,5	
Sentimiento económico	99,2	100,2	100,5	98,7	96,1	97,8	100,2	
Confianza industrial	-5,0	-3,7	-3,7	-6,7	-10,3	-7,7	-6,0	
PMI manufacturas	54,4	53,9	51,4	51,4	49,3	51,0	53,0	
Confianza servicios	10,0	11,3	11,3	10,7	9,0	11,0	13,7	
PMI servicios	55,2	54,4	52,9	53,1	53,1	53,8	55,6	
Tasa de paro	8,9	8,9	8,8	8,8	8,6	8,4	8,3	
Confianza consumidores	-14,3	-14,0	-13,0	-13,3	-14,3	-14,7	-12,3	
IAPC (d) (e)	2,4	2,1	2,4	2,1	2,1	2,6	2,2	
IPRI (d) (e)	2,4	3,3	3,6	4,2	4,0	4,4	4,2	
Precio del petróleo en dólares (e)	35,3	43,3	39,7	53,3	54,0	62,6	56,5	62,8
Préstamos al sector privado (d) (e)	6,1	6,5	7,1	7,5	8,1	8,88	9,1	
Rendimiento bonos a diez años UEM	4,4	4,2	3,8	3,7	3,4	3,3	3,4	3,3
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,28	0,14	0,36	0,67	0,80	0,98	1,12	1,09
Tipo de cambio dólar/euro (e)	1,216	1,241	1,362	1,296	1,209	1,204	1,180	1,228
Apreciación / Depreciación del euro (e)	-3,8	-1,7	7,8	-4,8	-11,2	-11,6	-13,4	4,1
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	3,7	1,5	9,9	4,3	8,9	17,7	23,0	0,3

FUENTES: Eurostat, BCE y Banco de España.

- a. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.  
 b. Información disponible hasta el día 23 de enero 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.

0,7%), la variación de existencias tuvo una aportación negativa, de 0,3 pp, al crecimiento del PIB (véase gráfico 8).

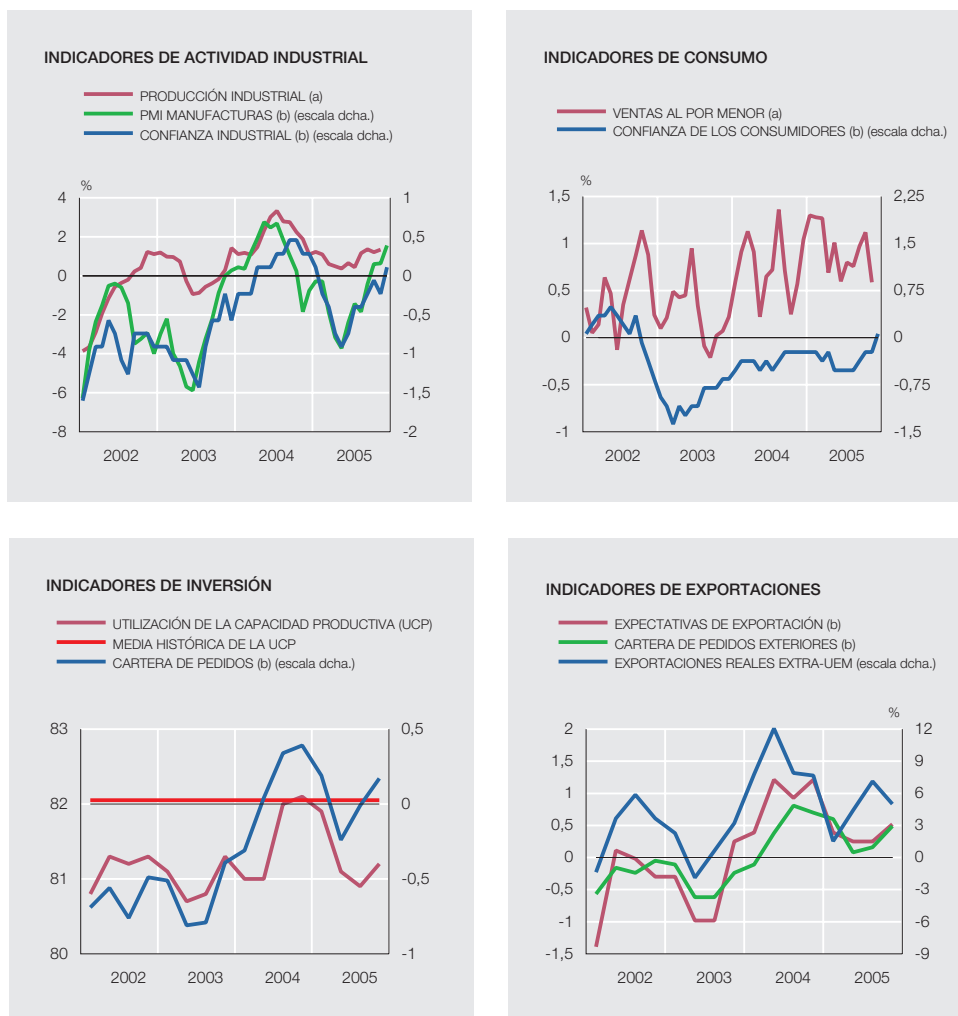
El detalle de la Contabilidad Nacional por países muestra que el mayor vigor de la actividad económica del área en el tercer trimestre de 2005 vino dado, en buena medida, por la evolución de las economías alemana y francesa. En Alemania, la variación intertrimestral del PIB se situó en el 0,6% (frente al 0,2% del segundo trimestre), como consecuencia de la fuerte aceleración registrada por las exportaciones, así como por el elevado dinamismo de la inversión, tanto en construcción como, principalmente, en bienes de equipo. Esta evolución permitió compensar una nueva contracción del consumo privado, que, a diferencia de lo observado en otros países, siguió sin dar señales de recuperación. En Francia, todos los componentes —excepto la variación de existencias— contribuyeron positivamente a la aceleración del PIB, que aumentó un 0,7% en términos intertrimestrales, frente al 0,1% del trimestre precedente. Cabe destacar la recuperación tanto del consumo privado como de la formación bruta de capital fijo, así como la aportación positiva de la demanda exterior neta al crecimiento del producto. Italia, en cambio, ralentizó su ritmo de crecimiento intertrimestral (que fue del 0,3%, cuatro décimas menos que en el trimestre anterior), debido, en buena parte, a la importante contribución negativa de la variación de existencias, si bien el consumo privado también experimentó una desaceleración. Por último, en España el PIB mantuvo su ritmo de crecimiento intertrimestral en el 0,8%, dado que el mayor dinamismo del consumo privado y de la inversión compensó el empeoramiento de la aportación neta del sector exterior.



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Tasas de variación interanual.

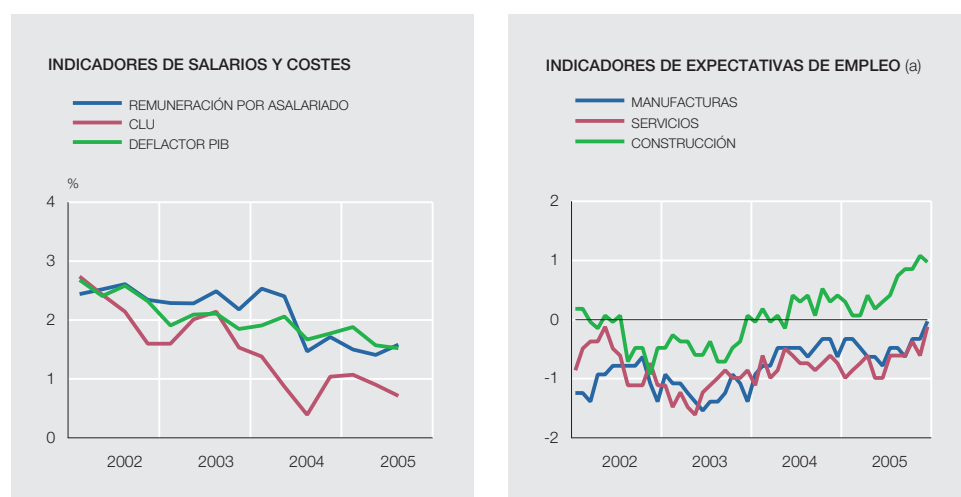
Por ramas de producción, el valor añadido bruto de la economía del área creció, en el tercer trimestre de 2005, a una tasa intertrimestral del 0,5%, similar a la del trimestre precedente. La actividad en la industria y en los servicios mantuvo su dinamismo, mientras que el ritmo de crecimiento de la construcción experimentó un notable recorte, tras el comportamiento fuertemente expansivo que había registrado en el segundo trimestre. Por lo que respecta al mercado de trabajo, el empleo se incrementó a lo largo del trimestre en un 0,3% —una décima más que en el trimestre anterior—, lo que supuso el mantenimiento de su tasa de variación interanual en el 0,7% y dio lugar a que el ritmo de crecimiento de la productividad aparente del trabajo se situara en el 0,9%, cuatro décimas más que en el segundo trimestre del año. Por ello, y a pesar de la ligera aceleración de la remuneración por ocupado —que creció un 1,6% en términos interanuales, frente al 1,4% del trimestre anterior—, los costes laborales unitarios experimentaron una moderación adicional de su ritmo de avance (hasta el 0,7%). Asimismo, el crecimiento del deflactor del PIB (1,5%) superó, un trimestre más, al de los costes laborales unitarios, propiciando una nueva expansión de los márgenes empresariales (véase gráfico 10).



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.

La información coyuntural más reciente relativa a la evolución de la actividad económica de la UEM en el cuarto trimestre de 2005 apunta al mantenimiento del tono dinámico de la economía del área. Por lo que concierne a los indicadores de oferta relacionados con la rama industrial, el índice de producción de la industria (excluida la construcción) se recuperó ampliamente en el mes de noviembre, tras la caída registrada en octubre, de manera que, en media del período, experimentó un incremento del 1,5% en relación con su nivel medio en el tercer trimestre. Por su parte, los indicadores cualitativos de actividad prolongaron su senda de crecimiento en los últimos meses del año, y tanto el índice de confianza industrial de la Comisión Europea (CE) como el índice de gestores de compras (PMI) de la industria manufacturera elaborado por Reuters registraron una mejora significativa con respecto a la media del trimestre anterior, situándose en valores superiores a su media histórica (véase gráfico 9). Asimismo, la evolución de los indicadores de actividad en el sector servicios —el índice de confianza de la CE y el PMI de Reuters— fue muy favorable (véase cuadro 1). Con respecto al empleo, los indicadores disponibles, procedentes también de las encuestas de opinión empresarial, reflejaron en el último trimestre de 2005 una importante mejora de las expectativas de empleo en todos los sectores (véase gráfico 10). En esta línea también apunta la evolu-



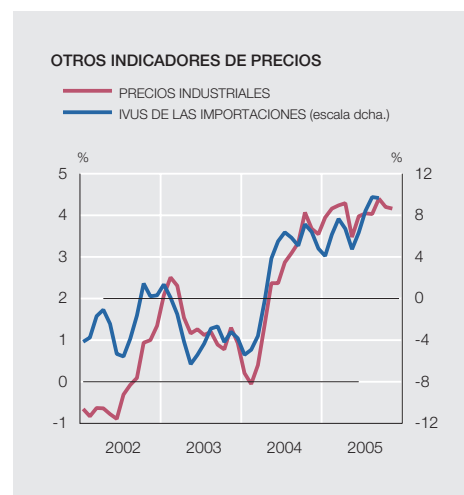
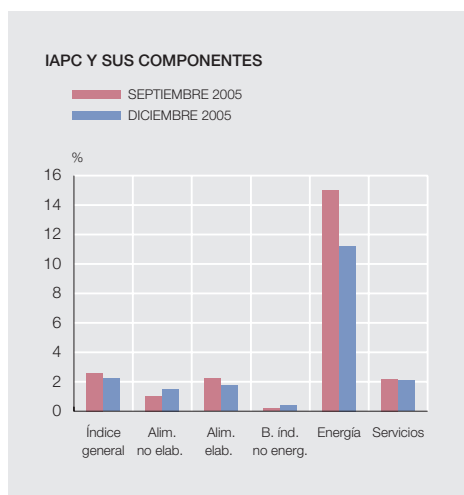
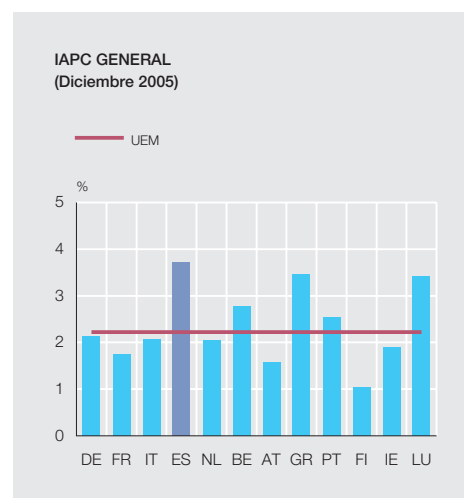
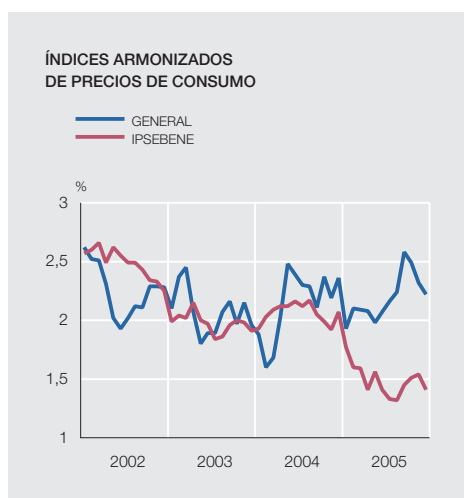
FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

ción de la tasa de desempleo, que, aunque de forma paulatina, ha seguido disminuyendo, habiéndose situado en noviembre una décima por debajo de la media del tercer trimestre (8,3%).

Desde la perspectiva de la demanda, los indicadores disponibles proporcionan señales dispares acerca de la evolución del consumo privado en el cuarto trimestre, si bien, en su conjunto, apuntan al mantenimiento de la debilidad de dicha variable. Así, aunque la confianza de los consumidores y la de los comerciantes minoristas repuntaron, tanto las ventas al por menor —en el período octubre-noviembre— como, sobre todo, las matriculaciones de automóviles se deterioraron con respecto al nivel medio del tercer trimestre. Por el contrario, los indicadores de inversión sustentan la prolongación de su fase de firme recuperación, dado el incremento experimentado por la valoración que los empresarios hicieron de la cartera de pedidos industriales y el moderado aumento del grado de utilización de la capacidad productiva. Por lo que respecta a la demanda externa, los datos de exportaciones procedentes de Balanza de Pagos de los meses de octubre y noviembre muestran una cierta ralentización de su ritmo de crecimiento interanual, si bien se espera que mantengan el tono dinámico, en línea con la buena marcha en el cuarto trimestre tanto del indicador trimestral de expectativas de exportación de la industria elaborado por la CE como del indicador mensual de valoración de la cartera de pedidos procedentes del exterior. Finalmente, según la encuesta de confianza industrial, en el cuarto trimestre de 2005 la valoración del nivel de existencias se situó por debajo de su media histórica, lo que apuntaría a la interrupción del proceso de desacumulación de existencias, ya que estas se encuentran por debajo del que podría ser su nivel medio deseado.

En resumen, la información coyuntural analizada acerca de la evolución económica del área en el cuarto trimestre de 2005 es compatible con un ritmo de expansión del PIB similar al observado en el trimestre precedente, en línea con la estimación de la Comisión Europea, que prevé que el crecimiento intertrimestral se sitúe en un rango del 0,4% al 0,8% (véase cuadro 1). Previsiblemente, los principales motores del crecimiento serán, nuevamente, la inversión y el sector exterior, gracias al impulso procedente del robusto crecimiento económico



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

mundial, a las ganancias de competitividad asociadas a la depreciación acumulada del euro a lo largo de 2005, a unas condiciones monetarias y financieras holgadas y a la mejora de los beneficios empresariales. Ahora bien, este escenario está sujeto a riesgos a la baja, asociados a la persistencia del precio del petróleo en niveles muy elevados y a la posibilidad de que registre subidas adicionales, así como a una eventual corrección desordenada de los desequilibrios globales existentes. Además, la escasa transmisión del impulso procedente del exterior al empleo y el consumo privado observada hasta el momento supone una importante fuente de incertidumbre para la evolución futura de la actividad del área, si bien la mejora de los indicadores cualitativos del mercado de trabajo y del consumo en el cuarto trimestre podría limitar en cierta medida este riesgo, sobre todo en el caso de que anticiparan una recuperación del empleo más rápida de lo esperado.

Los principales indicadores de inflación siguieron reflejando la evolución del precio del petróleo, que en los últimos meses del año se situó en niveles más reducidos en comparación con los máximos alcanzados en los meses de verano. Así, el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) registró en diciembre un crecimiento interanual del 2,2%, cuatro décimas por debajo del de septiembre, gracias, principalmente, a la menor contribución del componente energético, dado que las variaciones en el resto de componentes se vieron compensadas



entre sí (véase gráfico 11). Por su parte, la inflación subyacente, medida en términos de la evolución del IPSEBENE —índice que excluye los componentes más volátiles, esto es, alimentos no elaborados y energía— permaneció estable a lo largo del cuarto trimestre, situándose en diciembre en el 1,4%, idéntico nivel que en septiembre. Estas pautas de comportamiento de los precios de consumo observadas en el conjunto de la UEM se repitieron, de forma generalizada, en los distintos países miembros. Finalmente, los precios industriales crecieron en noviembre a una tasa interanual del 4,2%, dos décimas menos que en septiembre, debido también a la ligera desaceleración de los precios energéticos (que, no obstante, siguen aumentando a un ritmo del 14,8% interanual). Los precios del resto de componentes, en cambio, mantienen todavía tasas de crecimiento reducidas.

A pesar de esta reciente moderación de la inflación del área, los riesgos siguen estando sesgados al alza, principalmente por la incertidumbre que se deriva de la evolución del precio del petróleo en un contexto en que la capacidad excedente de producción y de refino sigue siendo muy limitada. Esta situación hace que el precio del crudo sea muy vulnerable a tensiones geopolíticas, como, de hecho, se ha observado en las primeras semanas del año. Además, el fortalecimiento de la actividad del área eleva la probabilidad de que los llamados efectos de segunda vuelta hagan su aparición, en caso de que un mayor vigor del mercado de trabajo propicie un aumento de las demandas salariales por parte de los trabajadores. Asimismo, persiste la posibilidad de que se decidan nuevos aumentos en impuestos indirectos y precios administrados, sobre todo en aquellos países de la UEM que deben hacer un esfuerzo de consolidación fiscal.

Según las estimaciones publicadas por el BCE, el déficit de la balanza por cuenta corriente acumulado desde enero hasta octubre de 2005 ascendió a 22,9 mm de euros, en comparación con el superávit de 33,3 mm de euros del mismo período del año 2004. Esta reducción fue el resultado, principalmente, de un menor superávit de la balanza de bienes, que disminuyó hasta los 53,4 mm de euros en el período analizado, frente a los 94 mm que registraba un año antes, como consecuencia de un mayor incremento de las importaciones que de las exportaciones, si bien también contribuyó el aumento del déficit acumulado de las balanzas de renta y de transferencias corrientes. Por otra parte, entre enero y octubre de 2005 se produjeron entradas netas de capital en forma de inversiones de cartera por una cuantía superior tanto a las salidas netas en concepto de inversiones directas como al déficit por cuenta corriente, de forma que, en dicho período, la balanza básica registró un saldo positivo de 26 mm de euros, aunque inferior al que se observaba en idéntico período hace un año (de 46,3 mm de euros).

En el ámbito de la política fiscal, y según las previsiones de otoño de la Comisión Europea, el déficit presupuestario del conjunto de la UEM empeoró en dos décimas en 2005, hasta situarse en el 2,9% del PIB (véase cuadro 2). A su vez, este déficit supera en seis décimas al que resulta de la agregación de los objetivos contenidos en los programas de estabilidad presentados hace un año por los distintos países. Sin embargo, la política fiscal mantuvo su tono neutral en 2005, ya que el saldo ajustado de ciclo permaneció aproximadamente estable, al haber mejorado solo una décima en relación con el observado en 2004. Además, previsiblemente, el déficit se situó de nuevo por encima del límite del 3% del PIB establecido en el Tratado de la Unión Europea en varios países de la UEM —en particular, Alemania, Italia, Portugal, Grecia y, quizás, Francia—. En el caso de Alemania —y, de producirse, también en el de Francia—, la existencia de un déficit excesivo en el pasado ejercicio supondría el incumplimiento con las conclusiones del Consejo ECOFIN de noviembre de 2003, según las cuales estos países deberían haber corregido tal situación en 2005. Ante este incumplimiento, se espera que la Comisión comunique su iniciativa en relación con los próximos pasos del procedimien-

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

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

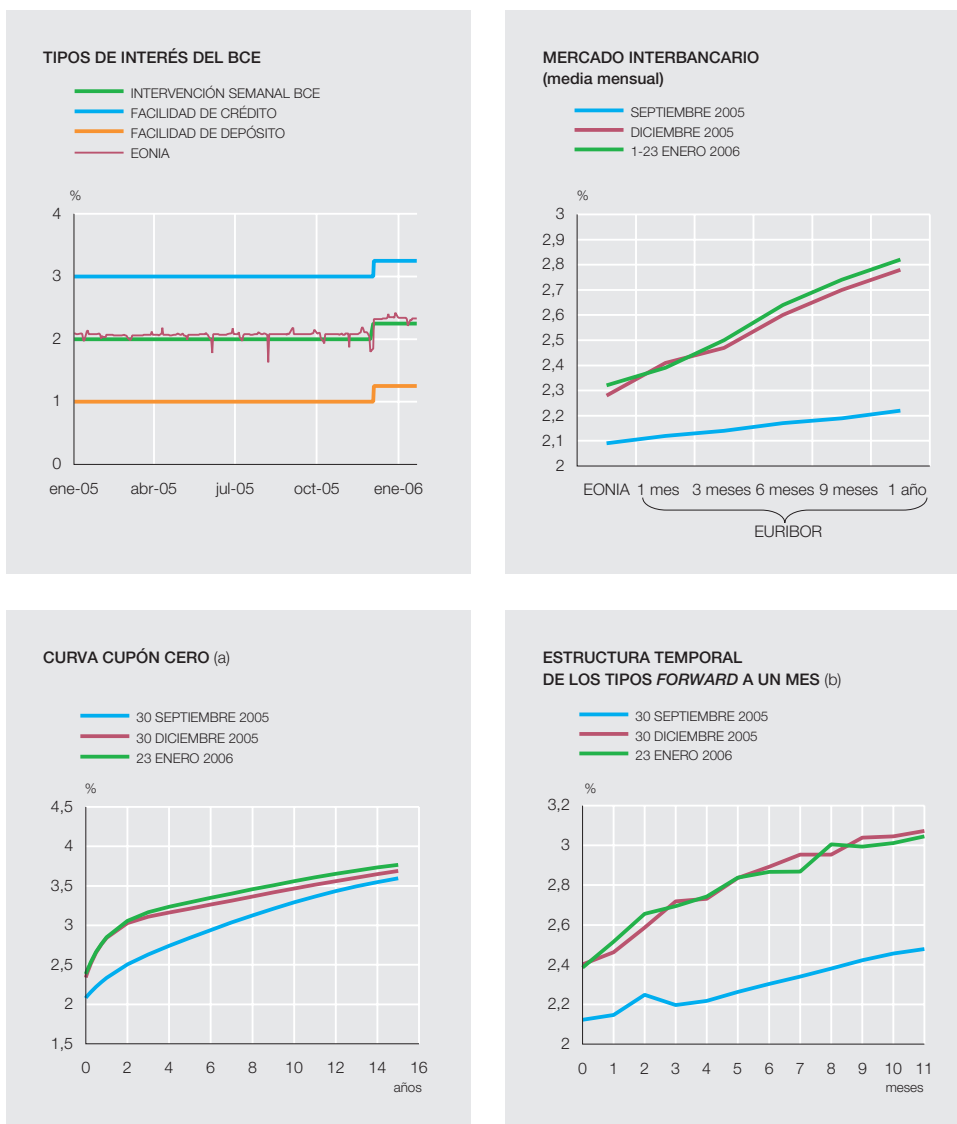
c. Previsiones de otoño de 2005 de la Comisión Europea.

to. En este sentido, una aplicación rigurosa de las reglas fiscales vigentes contribuirá a fortalecer la credibilidad del Pacto de Estabilidad y Crecimiento revisado.

Por lo que respecta a 2006, según las previsiones de otoño de la Comisión, el déficit del área se reduciría en una décima, hasta el 2,8% del PIB. En Alemania, los planes presupuestarios derivados del acuerdo de coalición que sustenta al nuevo Gobierno apenas tendrán incidencia sobre el déficit de 2006 —que permanecería, por tanto, por encima de la cota del 3% del PIB—. Sin embargo, contemplan una serie de medidas —entre las que destaca el aumento del tipo general del IVA en 3 pp en 2007—, que deberían permitir que el déficit se sitúe con claridad por debajo de dicho límite en 2007. En Francia, las medidas presupuestarias que recoge su programa de estabilidad supondrían la reducción del déficit en 2006 en solo una décima (hasta el 2,9% del PIB), posponiendo para el período 2007-2009 la mayor parte de los esfuerzos de consolidación fiscal. Finalmente, en Italia, donde el déficit presupuestario podría haberse situado en el 4,3% del PIB en 2005, el programa de estabilidad prevé una mejora progresiva del saldo hasta un déficit del 2,8% en 2007, ejercicio en que finaliza el plazo concedido a este país por el Consejo ECOFIN para la corrección de su déficit excesivo.

### 3.2 Evolución monetaria y financiera

Como ya se ha dicho, en su reunión celebrada a principios de diciembre de 2005, el Consejo de Gobierno del BCE consideró que el aumento de los riesgos para el logro del objetivo de estabilidad de precios en el medio plazo, dados los impactos inflacionistas de la aceleración de los precios del petróleo, justificaba una subida de un cuarto de punto en los tipos de interés oficiales, tras dos años y medio de permanecer inalterados. La medida, que ya había sido anticipada por los mercados tras los anuncios que el BCE había ido haciendo en sus reunio-

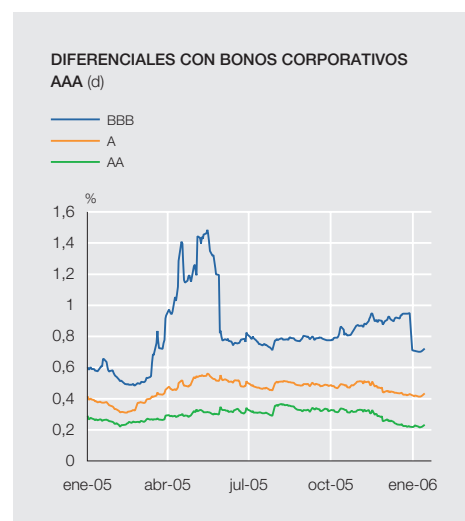
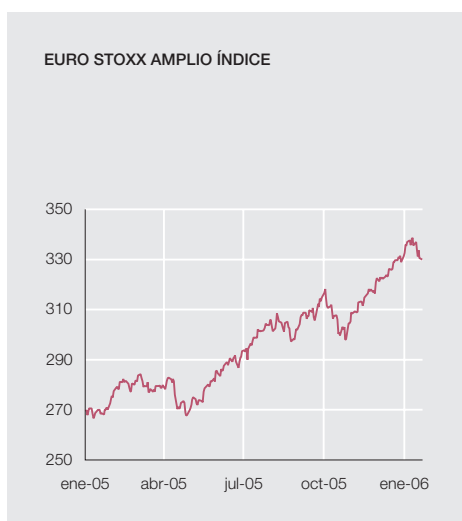
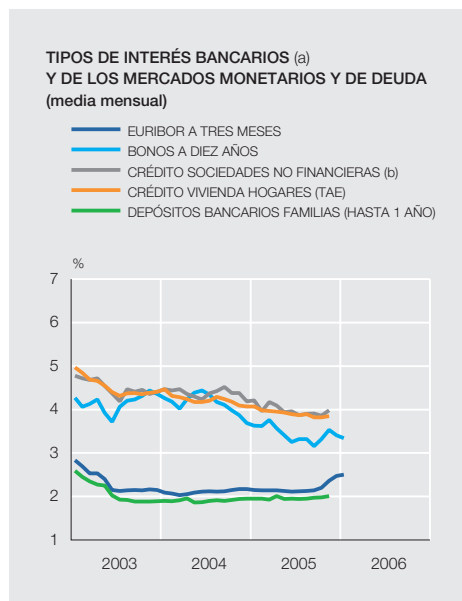


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

nes previas, no ha supuesto un cambio en el tono acomodaticio de la política monetaria, que, por tanto, sigue favoreciendo la recuperación de la actividad del área. Como resultado, los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad de depósito y de la facilidad de crédito se incrementaron en diciembre hasta el 2,25%, el 1,25% y el 3,25%, respectivamente (véase gráfico 12).

Los tipos de interés del mercado monetario en los meses de octubre y noviembre fueron aumentando en todos los plazos —aunque más en los más largos—, en consonancia con las expectativas de un inminente movimiento al alza de los tipos de interés oficiales, que ya estaban descontando los mercados, y de previsible elevaciones posteriores (véase gráfico 12). Tras la subida de diciembre, la curva de rendimientos no ha registrado movimientos significativos, lo que supone un cierto retraso de las expectativas de nuevas subidas por parte de los mercados. En los mercados de deuda, las rentabilidades negociadas a un plazo de diez años, tras incrementarse paulatinamente en los meses de octubre y noviembre, en línea con el deterioro de las expectativas de inflación, han invertido posteriormente su tendencia, situándose a me-

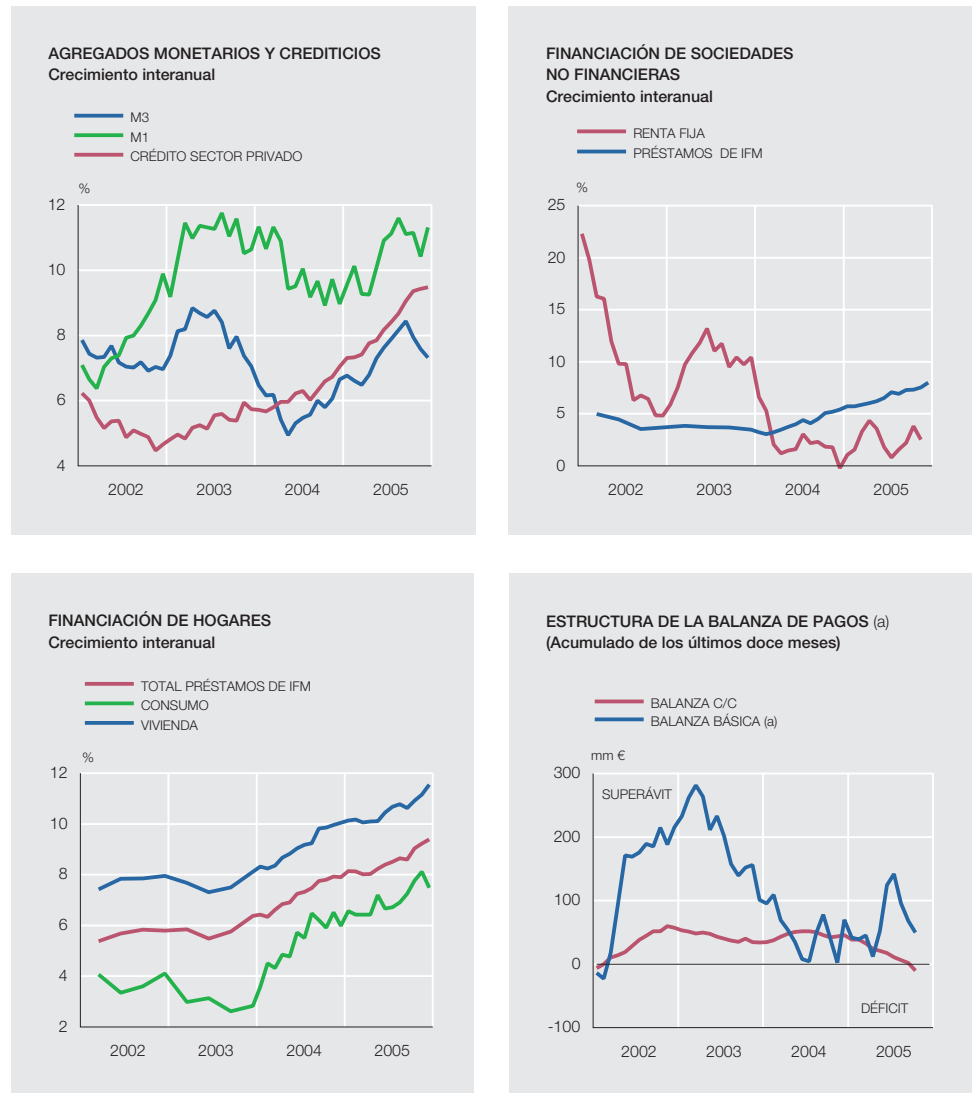


FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- 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.

diados de enero en un nivel próximo al 3,3% (véase gráfico 13). Los tipos de la deuda a largo plazo en Estados Unidos evolucionaron de forma similar en los últimos meses de 2005, dando lugar a una ampliación de solo una décima del diferencial con el tipo de interés a largo plazo en la UEM, que ha alcanzado 1,1 pp en los primeros días de enero. Por lo que respecta a los tipos de interés fijados por las entidades de crédito en sus operaciones de activo y de pasivo, según la información disponible hasta noviembre, permanecieron estables, si bien en dicho mes se apreció una suave elevación del tipo de interés de los préstamos otorgados tanto a familias como a empresas, en línea con las expectativas de subida de los tipos oficiales.

En los mercados de divisas, el euro recuperó en los últimos meses del año su tendencia depreciatoria frente al dólar, debido a que el creciente diferencial de los tipos de interés estado-



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.

unidenses en comparación con los de la zona del euro y otras regiones y una cierta disminución de la importancia que los mercados asignan al déficit por cuenta corriente de EEUU contribuyeron al fortalecimiento de la moneda americana. No obstante, las nuevas expectativas de los mercados acerca de la futura marcha de la política monetaria en EEUU y la UEM han dado lugar a que, desde mediados de diciembre y en los días transcurridos de enero, se haya corregido dicha tendencia, situándose el euro nuevamente por encima de 1,20 dólares. Su evolución con respecto a la libra esterlina en este período fue bastante similar a la observada frente al dólar, habiendo sido la opuesta con respecto al yen. Como resultado, la moneda europea mostró una gran estabilidad en términos efectivos nominales en el período analizado (véase gráfico 13).

En los mercados de renta variable de la UEM, en el último trimestre de 2005 se prolongó la tendencia marcadamente alcista de las cotizaciones bursátiles, de forma que la revalorización acumulada por el índice EURO STOXX amplió a lo largo de 2005 fue del 23%. En el período transcurrido de enero, se ha mantenido esta tendencia, aunque con menor intensidad. Ade-

más, la evolución reciente de las cotizaciones se ha visto acompañada por una caída adicional de la volatilidad implícita. El fortalecimiento de la confianza empresarial, como reflejo de la mejora de las perspectivas de crecimiento de la economía del área, unido a los buenos resultados empresariales, alimentó estas ganancias bursátiles. Por lo que respecta al comportamiento de los distintos sectores, excepto en el de telecomunicaciones —donde las cotizaciones acumularon en 2005 un retroceso de casi un 5%—, se observaron aumentos generalizados de los correspondientes subíndices, destacando los avances registrados en los sectores industrial, energético y, sobre todo, financiero.

En cuanto a la evolución de los agregados monetarios y crediticios, en octubre y noviembre, M3 interrumpió su perfil de continua aceleración y experimentó sucesivas disminuciones en su tasa de variación interanual, hasta alcanzar el 7,3% en diciembre, más de un punto porcentual por debajo de la tasa registrada en septiembre (véase gráfico 14). Por el contrario, el crédito al sector privado mantuvo su dinamismo, al registrar en diciembre un crecimiento interanual del 9,5%, cuatro décimas más que en septiembre. Por agentes, la aceleración de los préstamos se observó tanto en los concedidos a sociedades no financieras como en los otorgados a las familias, y, dentro de estos últimos, tanto en los destinados a consumo como, sobre todo, a la compra de vivienda, habiendo incrementado su tasa de variación interanual en tres y nueve décimas, respectivamente (hasta un 7,5% y un 11,5%). Sin embargo, el mayor dinamismo del crédito en la UEM no ha sido común a todos los países. En particular, en Alemania dicha variable mantuvo estable su ritmo de avance en diciembre con respecto al mes de septiembre, mientras que lo redujo en Italia y Francia, lo que introduce algunas dudas sobre la fortaleza de la recuperación económica en estos países. En España, por el contrario, tanto el crédito total como los préstamos otorgados a las sociedades no financieras y a los hogares siguieron creciendo a tasas muy elevadas, muy superiores a las registradas en el conjunto del área del euro.

## 4 La economía española

De acuerdo con la información coyuntural disponible, en el cuarto trimestre de 2005 la actividad económica en España tendió a estabilizarse en una tasa de crecimiento interanual del 3,5%, tras haberse acelerado durante la primera parte del año. En términos intertrimestrales, el avance fue del 0,9%, ligeramente superior al de los dos trimestres anteriores. Esta evolución fue resultado, por un lado, de una cierta desaceleración de la demanda nacional, como consecuencia de un menor empuje tanto del consumo de los hogares como de la inversión, que aun así mantuvieron un notable dinamismo. Por otro lado, la ralentización de la demanda se vio compensada por la mejora estimada en la aportación de la demanda exterior al crecimiento, que descansó en el menor impulso de las importaciones, en una ligera recuperación de las exportaciones de bienes y, sobre todo, en la mejora del turismo observada a partir del verano.

Esta estimación del cuarto trimestre sitúa el crecimiento de la economía en el conjunto de 2005 en el 3,4%, tres décimas más que en el ejercicio precedente. La elevada creación de empleo (3,1%) y la revalorización de la riqueza acumulada en los últimos años respaldaron el mantenimiento de un elevado dinamismo del consumo y de la inversión en vivienda. Además, se observó una notable recuperación de la inversión en bienes de equipo, que mostró una dinámica más acorde con la situación cíclica. Por el contrario, la aportación negativa de la demanda exterior registró un empeoramiento, a pesar del menor avance de las importaciones, debido a que las exportaciones mostraron una gran atonía, especialmente en la primera parte del año. El crecimiento alcanzado por la economía española en 2005 ha permitido una mejora de los indicadores de convergencia real con la UEM (véase recuadro 4).

Desde la perspectiva de la producción, el valor añadido de la economía de mercado se estabilizó en el cuarto trimestre en torno al nivel alcanzado en los meses de verano. La información disponible apunta a un fortalecimiento de los servicios de mercado y a una suave moderación de la construcción, aunque su ritmo de expansión continuó siendo muy intenso; para el resto de las ramas se estima una ralentización en el crecimiento en los últimos meses del año.

La productividad se mantuvo en el cuarto trimestre dentro de la senda de avances reducidos que ha caracterizado su evolución en los últimos años. Por otra parte, se estima que los costes laborales se aceleraron respecto al tercer trimestre, lo que, combinado con la suave moderación del deflactor del PIB, sugiere que en la última parte del año los márgenes unitarios podrían haberse ralentizado ligeramente en la economía de mercado. La inflación, medida en términos del IPC, se incrementó hasta el 3,6% en el último trimestre del año, alcanzando un aumento del 3,7% en diciembre, como consecuencia, entre otros factores, del impacto del encarecimiento del petróleo acumulado durante el año. En la media anual, el IPC se elevó un 3,4%, cuatro décimas más que en 2004.

### 4.1 Demanda

El gasto en consumo final de los hogares españoles, en términos reales, registró un crecimiento elevado en el tercer trimestre de 2005, con una tasa interanual del 4,4%, en dos décimas inferior a la del segundo trimestre (véase gráfico 15). La información más reciente, todavía incompleta, parece indicar que en los últimos meses del año se prolongó esa moderación, si bien el consumo privado siguió manteniendo un ritmo de avance más intenso que el de la renta real disponible de los hogares. La evolución del indicador sintético de consumo de bienes y servicios en el cuarto trimestre apoya este perfil de moderada desaceleración, que tuvo su origen en una ralentización del consumo de bienes, tanto duraderos como no duraderos.

Durante el último año, se ha producido un cambio de base bastante generalizado en las Cuentas Nacionales de los países de la UE, acompañado en muchos casos de cambios metodológicos muy relevantes. Como consecuencia de ello se han producido, entre otras revisiones, modificaciones importantes en las series de PIB per cápita de los distintos países. En este recuadro se describen brevemente las estimaciones del PIB per cápita de España en relación con el promedio de la UE 25 que ha publicado la Comisión Europea, coincidiendo con el ejercicio de previsión de otoño, que ya tienen en cuenta las nuevas cifras de la Contabilidad Nacional para un buen número de países.

El PIB per cápita a precios corrientes, expresado en paridad de poder de compra, es el indicador que se utiliza habitualmente para valorar el nivel de convergencia de un país respecto a un área de referencia. En el ámbito de la UE, como es sabido, este indicador sirve de referencia para delimitar los países y regiones de la Unión que pueden ser beneficiarios de los fondos estructurales y de cohesión, y en torno a esta cifra se ha establecido el objetivo de convergencia en el Plan Nacional de Reformas, elaborado por el Gobierno español.

De acuerdo con las cifras del ejercicio de previsión de otoño de la Comisión Europea<sup>1</sup>, el PIB per cápita de España en relación con la UE 25

se ha situado, en 2004, en un nivel relativo del 98,6% (un punto porcentual superior al 97,6% estimado antes de introducir los cambios en las cuentas nacionales). Con estimaciones todavía preliminares, el nivel relativo del PIB per cápita en 2005 habría ascendido al 99,2%.

Este cambio de nivel es consecuencia de la revisión al alza del PIB de España, que, en paridad de poder de compra y a precios corrientes, se ha situado en 2004, con la nueva base de CN, un 5,2% por encima del nivel que se obtenía en las estimaciones anteriores. A efectos del cómputo del PIB per cápita, este aumento del PIB de España se ve parcialmente neutralizado por la revisión del PIB promedio de la UE 25 (en un 1,5% en ese mismo año) y, sobre todo, por la incorporación en las cifras españolas de las estimaciones de población obtenidas a partir de los datos del último censo, que han supuesto una revisión al alza de esta variable del 3% en 2004.

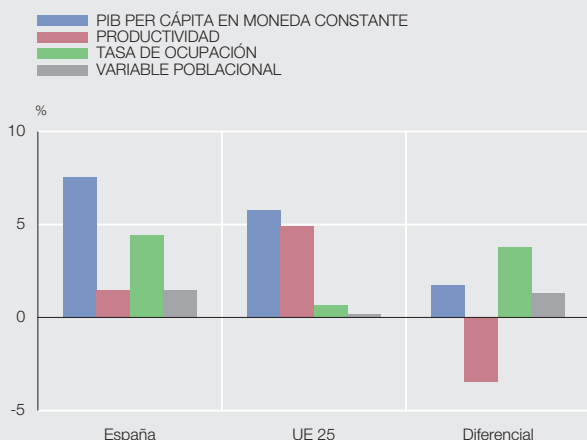
Por otra parte, conviene señalar que las series del PIB per cápita en PPC a precios corrientes no deben emplearse para obtener un diagnóstico sobre el perfil temporal del proceso de convergencia, ya que su evolución se encuentra distorsionada por algunos problemas de carácter metodológico que subyacen en la elaboración de las paridades de poder de compra. En su lugar, las series de PIB per cápita en PPC a precios constantes constituyen un indicador más apropiado de la evolución temporal de la convergencia real o, dicho de otro modo, de las ganancias relativas de bienestar económico. Esta medida facilita, además, su descomposición en los factores que están

1. La información que proporciona la Comisión Europea sobre el PIB per cápita constituye la base para la elaboración de los indicadores de convergencia real que publica el Banco de España en su sitio web.

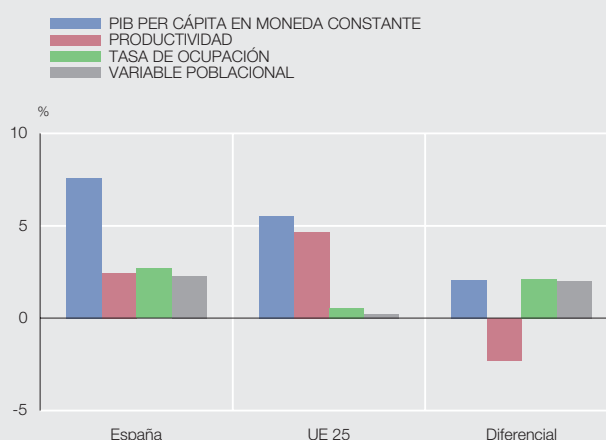
NIVELES ESPAÑA/UE 25. UE 25 = 100	2000	2001	2002	2003	2004 (a)	2005 (a)
PIB per cápita en PPC corriente	92,7	93,7	95,7	99,3	98,6	99,2
PIB per cápita en PPC constante (año base 2005)	97,0	97,7	98,0	99,3	98,6	99,2
<i>Productividad aparente del trabajo</i>	103,3	102,6	102,1	101,4	99,9	98,0
<i>Tasa de ocupación</i>	92,1	93,3	93,9	94,8	95,5	97,8
<i>Pob. entre 16-64 años/pob. total</i>	102,0	102,1	102,2	103,3	103,4	103,5

TASAS DE CRECIMIENTO ACUMULADAS EN EL PERÍODO 2000-2004

ESTIMACIÓN CONTABILIDAD NACIONAL BASE 2000



ESTIMACIÓN CONTABILIDAD NACIONAL BASE 1995



FUENTE: Banco de España.

a. Los datos de los años 2004 y 2005 son provisionales.



detrás de su evolución: componente poblacional, tasa de ocupación relativa y nivel relativo de productividad aparente del trabajo<sup>2</sup>.

En la figura 1 se presenta el crecimiento acumulado del PIB per cápita constante para el período 2000-2004 y su descomposición entre los tres factores mencionados con las nuevas cifras de Contabilidad Nacional, y se comparan con las correspondientes a las estimaciones de primavera. Como se puede apreciar —y como cabía esperar—, el mensaje que se desprende de ambas estimaciones

2. El año que se toma como referencia para deflactar el PIB per cápita tiene implicaciones sobre el nivel de esta serie. Dado que las nuevas cifras de Contabilidad Nacional no se elaboran con una base fija, parece conveniente expresar las series del PIB a precios constantes en euros del último año representado, haciéndolas coincidir con el último valor estimado para el PIB per cápita a precios corrientes, que es el que contiene la última información disponible sobre la estructura y los niveles de precios relativos. Nótese, sin embargo, que, siguiendo este procedimiento, y dado que la última estimación de la PPC por la Comisión Europea se refiere al año 2003, en los años subsiguientes la PPC evoluciona con el nivel relativo de los deflactores, por lo que los niveles relativos del PIB per cápita corriente y constante son iguales a partir de esa fecha.

sobre la intensidad y las características del proceso de convergencia real es muy similar, si bien la contribución de los distintos factores determinantes es algo distinta. Detrás del aumento del nivel relativo del PIB per cápita (de 2,4 pp en el período 2000-2004), subyacen el fuerte crecimiento del empleo en relación con la UE —efecto que, con los nuevos datos, alcanza una intensidad superior— y, en menor medida, el aumento de la población. Por su parte, el crecimiento de la productividad en España continúa siendo inferior al de la UE, si bien, con los nuevos datos, la diferencia se amplía y la contribución negativa de este factor al crecimiento del PIB per cápita, en el período considerado, alcanza mayor intensidad que con el conjunto de datos anterior.

La prolongación de esta tendencia descendente de la productividad relativa puede suponer un riesgo para el avance de la convergencia real, incluso si se mantuviera el escenario actual de fuerte creación de empleo. En este contexto, la adopción de medidas de distinta índole, como las que se contemplan en el Plan Nacional de Reformas, publicado por el Gobierno el pasado mes de octubre, es absolutamente necesaria para revertir esta tendencia.

Asimismo, el indicador de ventas del comercio al por menor, con datos hasta noviembre, apunta una desaceleración aún más intensa (véase gráfico 16). Sin embargo, tanto el índice de confianza del comercio minorista como el de los consumidores se mantuvieron estables en el cuarto trimestre.

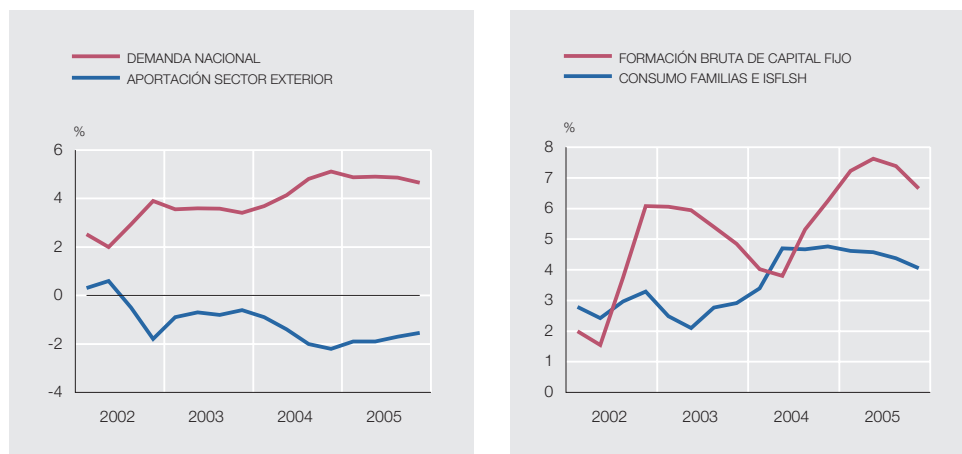
En el conjunto del año, el consumo privado habría crecido en torno al 4,4%, tasa similar a la de 2004. Las estimaciones realizadas indican que la renta real disponible se desaceleró ligeramente en 2005, tras crecer un 3,3% el año anterior, como consecuencia de una menor contribución de los intereses netos, que se vieron afectados por el aumento del endeudamiento de las familias, y de la mayor tasa de inflación, mientras que la aportación de las rentas salariales y del excedente bruto se mantuvo estable. Por tanto, la fortaleza del consumo se apoyó nuevamente en las ganancias de riqueza de las familias, que fueron elevadas debido a la revalorización de los activos inmobiliarios —algo inferior, no obstante, a la registrada en ejercicios anteriores— y al fuerte crecimiento de las cotizaciones bursátiles en 2005 (alrededor del 20% en el caso del IBEX). Estas condiciones —reforzadas, además, por los bajos costes de financiación, que solo repuntaron ligeramente al final del año— dieron lugar a una nueva contracción de la tasa de ahorro de las familias. En el recuadro 5 se hace una breve descripción de los cambios que ha supuesto la introducción de la CNE 2000 para las estimaciones de renta, ahorro y necesidad de financiación de los distintos sectores.

En el tercer trimestre de 2005, el consumo final de las Administraciones Públicas registró un incremento del 4,6% interanual. La escasa información coyuntural disponible apunta hacia una ligera aceleración de este agregado en el cuarto trimestre, sobre la base de los datos de ejecución presupuestaria del Estado.

La formación bruta de capital fijo continuó creciendo a un elevado ritmo en el tercer trimestre de 2005, aunque a una tasa interanual del 7,4%, dos décimas menor que la del trimestre

PRINCIPALES AGREGADOS DE LA DEMANDA (a)

GRÁFICO 15

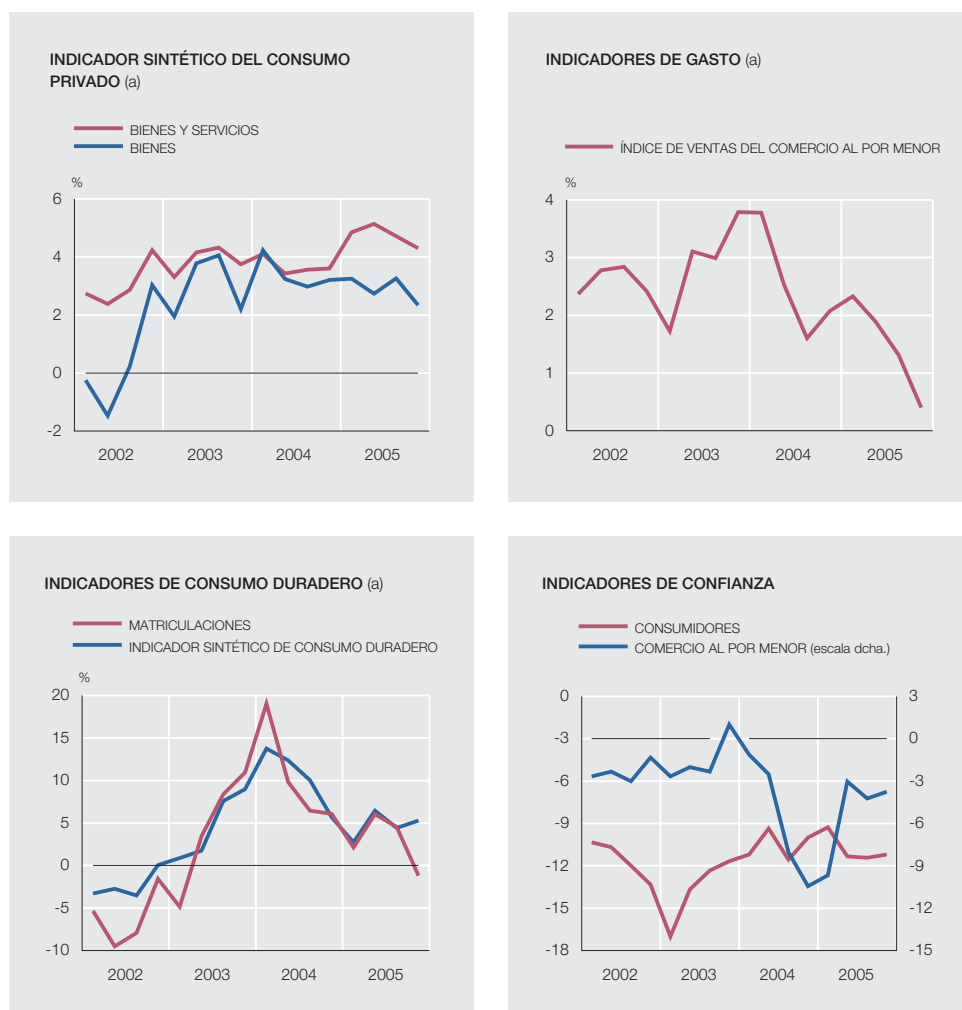


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO

GRÁFICO 16



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

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

A finales de 2005, el Instituto Nacional de Estadística publicó unas cuentas de los sectores institucionales que son coherentes con los cambios introducidos en la Contabilidad Nacional de España, Base 2000 (CNE-2000)<sup>1</sup>. Se completa, así, el conjunto de estadísticas anuales de la Contabilidad Nacional correspondiente al período 2000-2004 con la nueva base. Por otra parte, la información relativa a los sectores institucionales se amplía notablemente a partir del año 2006, con la publicación de cuentas sectoriales de periodicidad trimestral. En este recuadro se presentan, de forma resumida, los cambios más importantes que contienen las estimaciones anuales recién publicadas.

La necesidad de financiación de la nación se incrementa un 0,8% del PIB, en promedio, en relación con las estimaciones de la base 1995 (CNE-1995), marcando un deterioro en el período 2000-2004 similar al que ya indicaban las estimaciones disponibles sobre la cuenta del resto del mundo (véase cuadro adjunto). Los datos ahora publicados indican que la mayor parte de ese incremento corresponde al sector privado no financiero, ya que el saldo de las Administra-

ciones Públicas solo se modifica en una o dos décimas del PIB, excepto en 2003, y el de las instituciones financieras apenas contribuye a la revisión de la necesidad de financiación de la nación. Esta revisión se debe, por tanto, a las nuevas estimaciones de la brecha entre el ahorro y la inversión de los hogares y de las sociedades no financieras. Al principio del período (2000-2001) es el incremento de la necesidad de financiación de las sociedades no financieras el que explica la mayor parte de esta revisión. Posteriormente, en cambio, la capacidad de financiación de los hogares e ISFLSH es la que experimenta una mayor reducción, presentando un deterioro más intenso del que ofrecía la CNE-1995, de modo que el saldo de este sector se sitúa en valores negativos en 2003 y 2004, por primera vez desde que existe evidencia estadística.

Se ha modificado, por tanto, la evolución del desequilibrio entre el ahorro y la inversión de estos dos sectores. Así, según las nuevas estimaciones, la ampliación de este desequilibrio fue mayor, en el caso de las sociedades no financieras, durante los dos primeros años, debido, fundamentalmente, a un nivel de ahorro inferior, ya que la formación bruta de capital se situó en un nivel parecido en esos años (véanse los gráficos adjuntos). En los dos años siguientes, en cambio, el ahorro bruto de este sector se aceleró en mayor

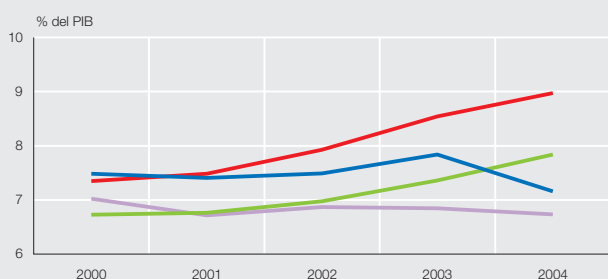
1. Véase el artículo sobre este tema publicado en el Boletín Económico del Banco de España en junio de 2005.

**CUENTAS DE LOS SECTORES INSTITUCIONALES: BASES 2000 Y 1995**

	INE-2000					INE-1995					Diferencias				
	2000	2001	2002	2003	2004	2000	2001	2002	2003	2004	2000	2001	2002	2003	2004
<b>CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN (% del PIB)</b>															
Nación	-3,2	-3,4	-2,6	-3,0	-4,8	-2,5	-2,2	-1,6	-2,1	-4,2	-0,7	-1,2	-1,0	-0,9	-0,6
Administraciones Públicas	-0,9	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	-0,9	-0,4	-0,1	0,4	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,5	0,1
Hogares e ISFLSH	1,1	0,6	0,4	-0,3	-0,8	1,3	0,8	0,8	0,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,5	-0,5	-0,9
Empresas	-3,4	-3,5	-2,7	-2,7	-3,9	-2,9	-2,6	-2,3	-2,8	-4,0	-0,5	-0,9	-0,4	0,1	0,2
— Instituciones Financieras	0,8	1,4	1,4	1,3	0,7	0,8	1,5	1,5	1,5	0,8	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0
— Sociedades no Financieras	-4,2	-5,0	-4,1	-4,0	-4,6	-3,7	-4,2	-3,7	-4,2	-4,8	-0,5	-0,8	-0,3	0,3	0,2
<b>PRO MEMORIA</b>															
Tasa de ahorro de los hogares e ISFLSH	11,2	11,2	11,4	12,1	11,1	10,7	10,4	10,6	10,6	10,5	0,5	0,8	0,8	1,4	0,5

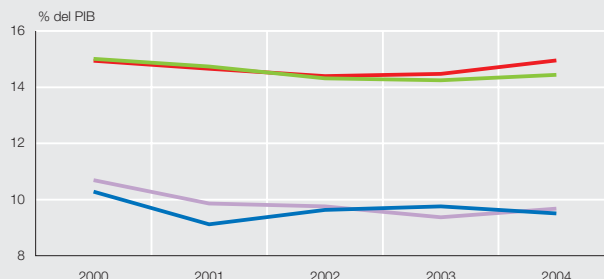
**HOGARES E ISFLSH**

- AHORRO BRUTO (B-00)
- AHORRO BRUTO (B-95)
- FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (B-00)
- FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (B-95)



**SOCIEDADES NO FINANCIERAS**

- AHORRO BRUTO (B-00)
- AHORRO BRUTO (B-95)
- FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (B-00)
- FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (B-95)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

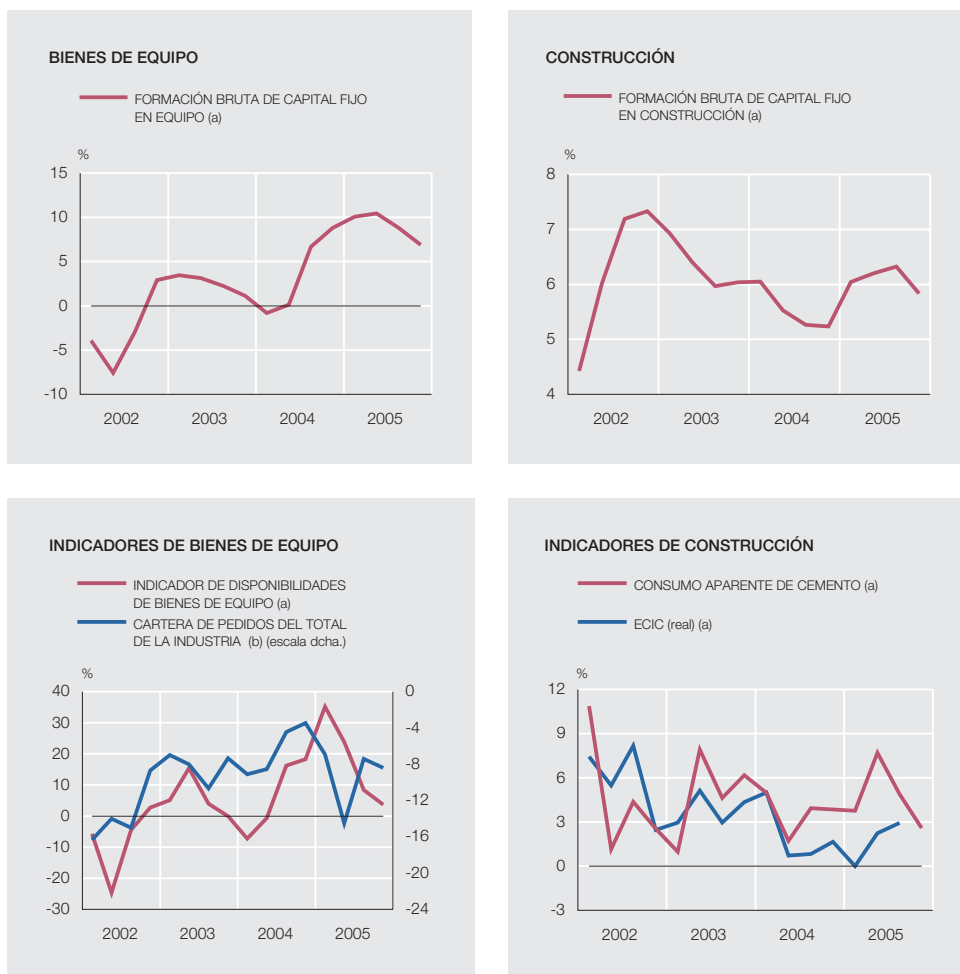
medida, según la CNE-2000, situándose su peso en el PIB, en 2003, por encima de la cifra de la CNE-1995 y reduciendo, con ello, el avance de las necesidades de financiación de las sociedades no financieras al final del período. En el caso de los hogares e ISFLSH, la disminución de su capacidad de financiación se explica, principalmente, por un ritmo de crecimiento de la formación bruta de capital más intenso en las estimaciones de la CNE-2000, que ha elevado

su peso en el PIB algo más de un punto porcentual y es coherente con el mayor crecimiento de la inversión en vivienda que ofrece la nueva contabilidad. Aunque la participación en el PIB del ahorro bruto de las familias y su tasa de ahorro también son ahora más elevadas, ese aumento no es suficiente para atender la necesidad de fondos derivada del mayor crecimiento de la formación bruta de capital del sector.

anterior. Esta moderación se debió a la desaceleración de la inversión en bienes de equipo, que recortó en 1,6 puntos porcentuales su tasa de variación, hasta el 8,8%. En contraposición, la inversión en construcción y la inversión en otros productos se aceleraron en el tercer trimestre, alcanzando crecimientos interanuales del 6,3% y del 9%, respectivamente. La información disponible indica que la inversión en bienes de equipo habría vuelto a moderar su crecimiento en el último trimestre del año (véase gráfico 17). El ritmo de avance interanual del indicador de disponibilidades de estos bienes se estabilizó en el cuarto trimestre, aunque a una tasa sustancialmente más baja que la del primer semestre. Además, tanto el indicador de clima de los productores de bienes de equipo como la valoración de la cartera de pedidos y el nivel de utilización de la capacidad productiva se redujeron en el cuarto trimestre, mientras que el porcentaje de empresas que consideran su capacidad instalada suficiente también aumentó durante ese período.

La información sobre sociedades no financieras recopilada por la Central de Balances, que abarca hasta el tercer trimestre de 2005, apunta a una moderación en el ritmo de crecimiento de la actividad del conjunto de empresas de la muestra en el año. Junto con ello, se ha observado una cierta aceleración de los gastos de personal y financieros, que generó una ligera ralentización del resultado ordinario neto. Sin embargo, el resultado económico neto y las ratios de rentabilidad mejoraron hasta el tercer trimestre, por el menor volumen de provisiones e impuestos. Estos datos indican que las empresas tienen capacidad para seguir expandiendo su capacidad productiva e invirtiendo en bienes de equipo en los próximos trimestres, aunque a tasas más moderadas que las observadas recientemente.

La inversión en construcción aumentó un 6,3% en el tercer trimestre de 2005, prolongando el notable pulso que viene mostrando a lo largo del año. Sin embargo, la información coyuntural más reciente, valorada en su conjunto, apuntaría a una suave desaceleración en el último trimestre del año. El indicador de confianza del sector se moderó en diciembre, aunque mejoró en el conjunto del trimestre, alcanzando la valoración media trimestral más alta desde el segundo trimestre de 2000. El resto de indicadores contemporáneos —paro registrado, consumo aparente de cemento e IPI de materiales de construcción— indican un menor dinamismo en el último trimestre del año. La excepción son las afiliaciones a la Seguridad Social, que se aceleraron en el cuarto trimestre, incluso descontando el impacto de la regularización de inmigrantes. Diferenciando por tipo de obra, los indicadores adelantados proyectan una moderación del ritmo de crecimiento de la edificación residencial, por segundo trimestre consecutivo, y confirman la recuperación de la edificación no residencial en la segunda mitad del año. Respecto a la obra civil, los indicadores estimados a partir de los presupuestos de licitación oficial señalan que el valor real de la obra ejecutada fue desacelerándose durante 2005 y proyectan un crecimiento más estable, aunque muy moderado, para 2006.

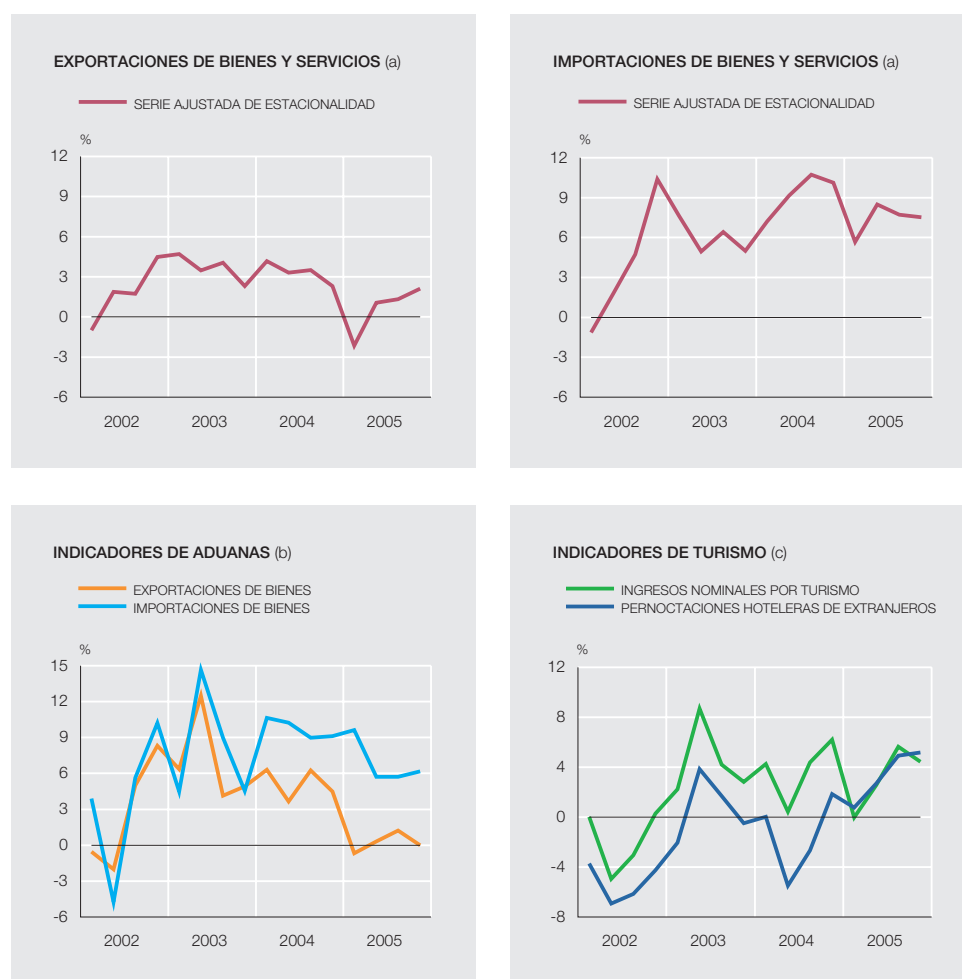


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Instituto Nacional de Empleo y Banco de España.

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

Según lo estimado por la CNTR, en el tercer trimestre de 2005, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento continuó siendo marcadamente negativa, aunque se recuperó ligeramente con respecto al trimestre precedente. En este período, las exportaciones reales de bienes y servicios confirmaron la suave recuperación iniciada en el segundo trimestre, hasta situar su ritmo de avance interanual en el 1,3%, mientras que los flujos reales de importaciones moderaron algo su crecimiento, hasta el 7,7% (véase gráfico 18). No obstante, la recuperación de las exportaciones no pudo impedir que se siguiera perdiendo cuota en los mercados internacionales, que se han expandido a tasas muy superiores a las de las ventas españolas. La información, aún incompleta, correspondiente al cuarto trimestre apunta a que la demanda exterior neta continuó aminorando su aportación negativa al crecimiento, en un contexto de cierta recuperación de las exportaciones, sobre todo de servicios, y de ralentización de las importaciones, en línea con la menor fortaleza de la demanda interna de consumo e inversión en bienes de equipo.

Durante el tercer trimestre, el ritmo de avance de las exportaciones de bienes cayó 1,2 pp, hasta el 0,5%. Por su parte, las cifras más recientes de Aduanas, correspondientes a octubre y noviembre, mostraron un descenso real del 0,4%, en tasa interanual, que hay que analizar con cautela, ya que está posiblemente sesgado a la baja por el efecto de la huelga



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.

de transportes que tuvo lugar en octubre. Por áreas geográficas, la desaceleración de las exportaciones en términos reales, en el período de octubre-noviembre, se concentró en las ventas a la UE 25 (-3,7%), mientras que el comportamiento de las destinadas al resto del mundo mejoró (8%).

De acuerdo con la CNTR, tras varios trimestres de caídas, las exportaciones reales de servicios turísticos tuvieron un crecimiento nulo en el tercer trimestre de 2005, en línea con la mejora mostrada por el indicador nominal de Balanza de Pagos. Este comportamiento positivo, que también reflejaron los indicadores reales de turismo, se ha consolidado en los últimos meses del año, con un avance del 6,1% del gasto total de los turistas hasta noviembre, en términos reales; las pernoctaciones hoteleras de no residentes —con datos hasta diciembre— también aumentaron un 6,1%, al tiempo que el número de turistas se incrementó un 5,1% en el cuarto trimestre. Sin embargo, el gasto medio por turista —que cayó un 1,8% hasta noviembre, como consecuencia de los nuevos hábitos de comportamiento de los viajeros— ha sido un factor que ha restado dinamismo a los ingresos turísticos. Por su parte, las exportaciones reales de servicios no turísticos experimentaron un notable impulso en el tercer trimestre de 2005, con un avance interanual del 6,6%, tras la atonía observada en la primera mitad

del año. Todas las partidas de esta rúbrica mostraron un comportamiento muy positivo, destacando los servicios de seguros, construcción, financieros e informáticos.

Las importaciones reales de bienes continuaron reflejando un crecimiento elevado durante el tercer trimestre de 2005, del 7,1%, aunque inferior en 2,3 pp al del trimestre anterior. La aceleración de los precios de importación y la ralentización de algunos componentes de la demanda interna, especialmente los bienes de equipo, contribuyeron a esa desaceleración. Los datos de Aduanas apuntan a una cierta estabilidad de las compras al exterior en octubre y noviembre, acorde con la estimación de una suave ralentización de las importaciones reales de bienes en el cuarto trimestre de 2005, en línea con la evolución estimada para el consumo y la inversión en bienes de equipo.

Finalmente, las importaciones reales de servicios, en términos de la CNTR, se aceleraron en 5,6 pp, en el tercer trimestre de 2005, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 10,3%. Este comportamiento fue consecuencia del elevado dinamismo de las importaciones reales de servicios turísticos (27%) y no turísticos (6,8%), ambos coherentes con la evolución de los pagos nominales de la Balanza de Pagos en el tercer trimestre.

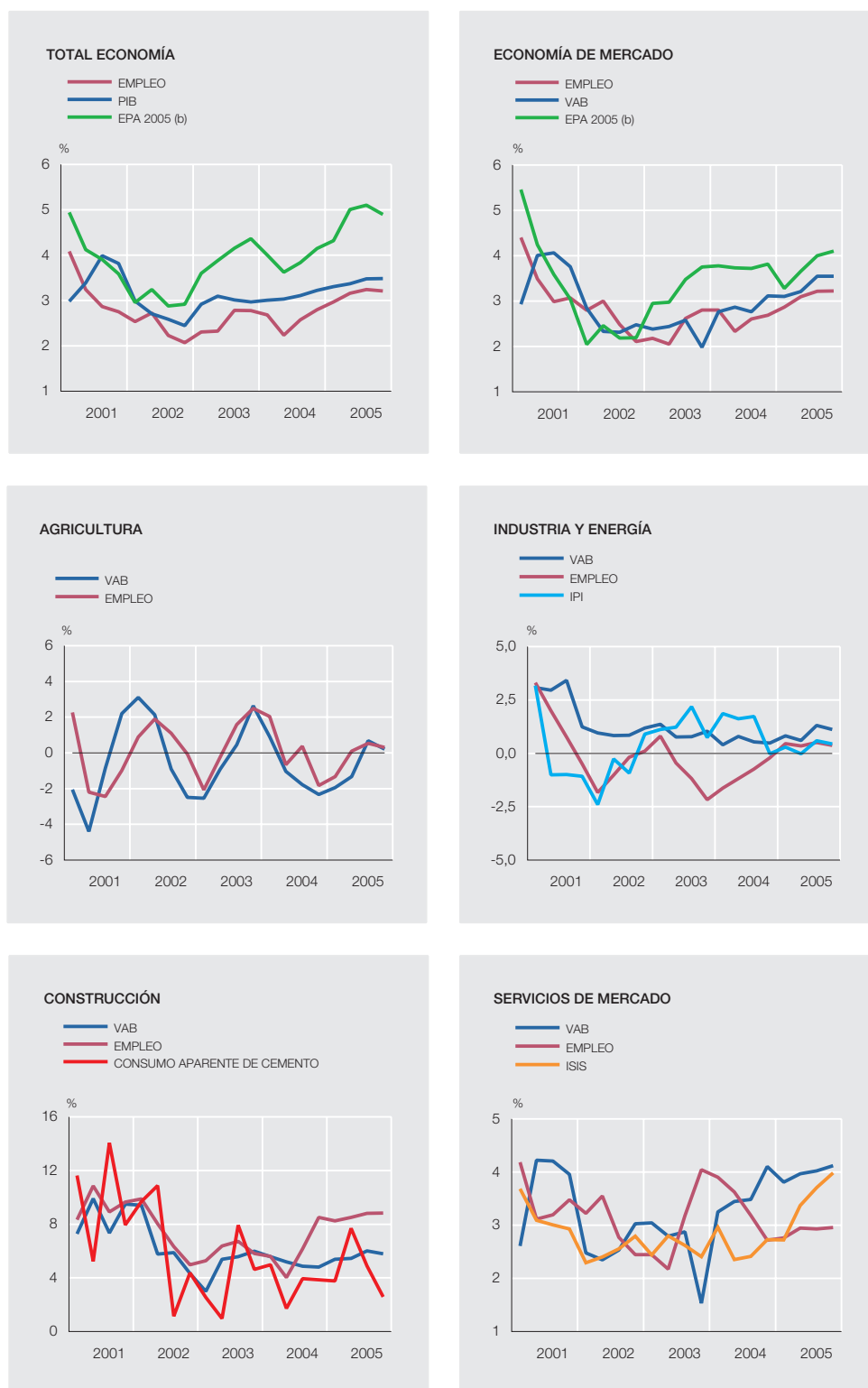
#### **4.2 Producción y empleo**

El valor añadido de la economía de mercado registró un nuevo impulso en el tercer trimestre de 2005, con una aceleración de tres décimas respecto al segundo trimestre, hasta alcanzar una tasa de crecimiento interanual del 3,5%. La aceleración de la actividad fue generalizada en todas las ramas, con la excepción de los servicios de mercado, que mantuvo estable su ritmo de avance (véase gráfico 19). La información disponible indica que el crecimiento de la actividad en la economía de mercado tendió a estabilizarse en el cuarto trimestre, de forma que en el conjunto del año 2005 habría alcanzado un incremento superior al del ejercicio anterior, tanto en el agregado como en cada una de las ramas.

En el tercer trimestre, las ramas agraria y pesquera consiguieron superar la reciente fase de contracción de la actividad, a pesar de los considerables recortes registrados en la producción vegetal, por el escaso volumen de precipitaciones. Según la estimación de la CNTR, estas ramas experimentaron una tasa de crecimiento interanual positiva (0,7%), dos puntos superior a la del segundo trimestre. No obstante, el comportamiento de los indicadores de empleo en el cuarto trimestre del año parece apuntar a una leve desaceleración al término del año.

La actividad del conjunto de las ramas industriales y energéticas experimentó una aceleración en el tercer trimestre del año, alcanzando un ritmo interanual de crecimiento del 1,3%, tras la moderación observada en el trimestre anterior. Los sectores impulsores del crecimiento fueron el de bienes de consumo alimenticio y el de bienes intermedios, mientras que la producción de bienes de equipo moderó su ritmo de avance. Para el cuarto trimestre, la información coyuntural disponible no muestra la existencia de nuevos impulsos a la actividad industrial, ante la relativa debilidad de las exportaciones, la moderación de la inversión en bienes de equipo y el menor dinamismo del consumo interior. Así, en los meses de octubre y noviembre, el índice general del IPI avanzó un 0,4% interanual, tres décimas menos que en el tercer trimestre. Los indicadores de cifras de negocio y de entrada de pedidos tuvieron en estos meses un comportamiento similar al del IPI, al igual que las importaciones de bienes intermedios no energéticos, que se desaceleraron. No obstante, los indicadores de opinión del sector han mejorado en el cuarto trimestre del año, especialmente en diciembre.

La rama de la construcción mostró una nueva aceleración en el tercer trimestre, aumentando su tasa de avance en seis décimas, hasta una tasa del 6% interanual, continuando con su



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 Banco de España en base a la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.



largo ciclo expansivo. Los dilatados períodos de producción que requiere la construcción garantizan que la actividad de esta rama seguirá pulsando con dinamismo en los próximos trimestres, aunque, según la información disponible, este será cada vez menor.

En el tercer trimestre de 2005, el crecimiento de la actividad de la rama de servicios fue similar al del trimestre anterior, un 3,8%, según la CNTR. Esta estabilidad se extendió a sus componentes, de forma que el VAB de los servicios no de mercado volvió a crecer a una tasa del 3,2%, mientras que el de servicios de mercado mantuvo su crecimiento en el 4%. La información coyuntural disponible apunta hacia un nuevo impulso de la actividad en la rama de servicios de mercado, en el cuarto trimestre de 2005. El número de afiliados a la Seguridad Social, el indicador sintético de servicios y las ventas de grandes empresas, una vez deflactadas, se aceleraron en ese período. El indicador de confianza del sector y el índice de gestores de compras también mejoraron en los meses finales de 2005. Por el contrario, la cifra de negocios, en términos reales y corregida de calendario, inició el trimestre con un menor crecimiento. Este repunte de la actividad en los últimos meses del año se ha originado en las ramas de hostelería, donde se ha observado un fuerte dinamismo en las afiliaciones a la Seguridad Social y un buen comportamiento de las pernoctaciones en establecimientos hoteleros, y en las ramas de servicios inmobiliarios y empresariales, que también ha experimentado una expansión de los indicadores de empleo. Por el contrario, igual que el trimestre anterior, el comercio y el transporte son las actividades que aportan un menor crecimiento al conjunto del sector.

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, en el tercer trimestre de 2005 el empleo en el conjunto de la economía mantuvo su ritmo de crecimiento en el 3,2%, con lo que la productividad aparente del trabajo aumentó un 0,2%, en línea con los modestos avances observados en los últimos tres años. La información coyuntural más reciente coincide en reflejar una estabilidad en el crecimiento para la última parte de 2005. Las afiliaciones a la Seguridad Social crecieron a una tasa del 2,8% en el cuarto trimestre, corregida de los efectos de la regularización, similar a la del tercer trimestre. Por su parte, la contratación mostró un fuerte dinamismo en los meses finales de 2005, al aumentar un 9,5%, aunque en el conjunto del año su crecimiento fue del 5%, muy por debajo del 11,5% registrado en 2004. Finalmente, según la EPA, el número de ocupados mantuvo un elevado ritmo de crecimiento en el último trimestre del año (4,9%), si bien mostró una suave moderación respecto a los dos trimestres anteriores.

En el tercer trimestre, la tónica general fue de aceleración del empleo en todas las ramas, excepto en los servicios, y en particular en los no de mercado, donde se observó una ligera desaceleración, hasta un ritmo de avance interanual del 3,3%. En los servicios de mercado la creación de empleo se estabilizó en el 2,9%. En la agricultura y la industria se confirmó la recuperación del empleo, con un avance interanual del 0,5% en ambas. Finalmente, la construcción siguió siendo la rama más dinámica en cuanto a creación de empleo, con un avance de tres décimas en su tasa interanual, hasta el 8,8%. Como resultado del mejor comportamiento de las ramas de mercado, se prolongó el suave perfil de aceleración del empleo en la economía de mercado observado en los últimos trimestres, para situarse en el 3,2%, lo que fue compatible con una aceleración de la productividad aparente del trabajo, que creció un 0,3%. En el cuarto trimestre, según la EPA, el empleo se aceleró en las ramas de servicios y mantuvo un elevado dinamismo en la construcción, aunque se observó una cierta ralentización. En la industria, sin embargo, el empleo retornó a tasas de variación interanual negativas, tras varios trimestres de recuperación. Por su parte, en la agricultura el empleo creció un 2,5%, en línea con el tercer trimestre.

En cuanto al empleo asalariado, las estimaciones de la CNTR para el tercer trimestre volvieron a señalarlo como el componente más dinámico, con un crecimiento interanual del 3,6% —dos

décimas más que en el segundo trimestre—, frente a una ralentización de medio punto en el empleo no asalariado (0,9%). Los datos de la EPA para el cuarto trimestre muestran una imagen similar, con un elevado crecimiento del empleo por cuenta ajena (6%) y una caída del 1,5% del empleo no asalariado, que se reflejó en un aumento de dos décimas en la tasa de asalarización (82%). En la estadística de afiliaciones, la creación de empleo autónomo ha mostrado un mayor avance que en el caso de los trabajadores por cuenta ajena, debido al proceso de regularización de inmigrantes, ya que el 36% de los regularizados hasta final de año pertenecen al régimen especial de empleados del hogar, que no se contabilizan como afiliaciones por cuenta ajena.

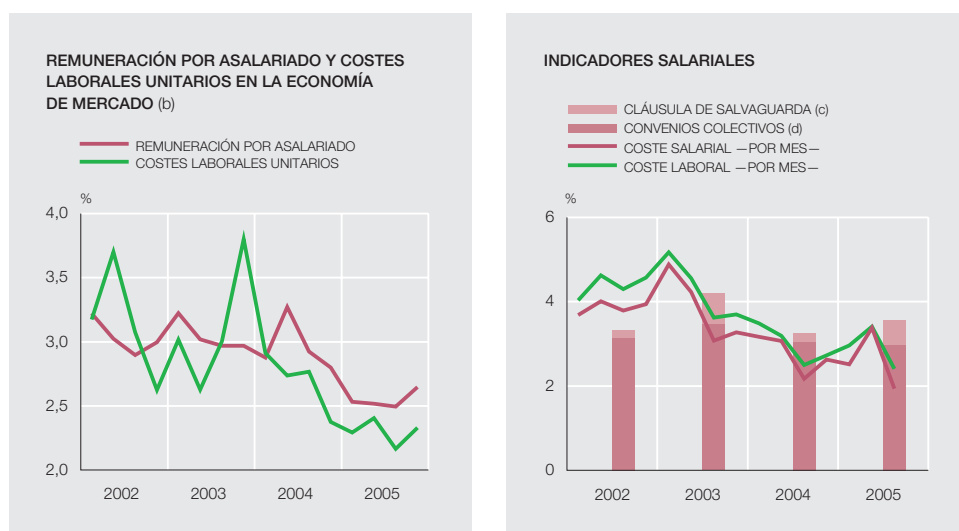
Atendiendo a la información de la EPA sobre la duración de los contratos, en el cuarto trimestre de 2005 los asalariados temporales volvieron a mostrar un comportamiento muy dinámico, al crecer un 11,2% interanual, muy por encima del empleo indefinido (3,4%), y situando la ratio de temporalidad en el 33,8%, frente al 32,1% de un año antes. La estadística de contratos del INEM, sin embargo, muestra que desde mediados del año 2005 la contratación indefinida ha venido registrando un crecimiento mayor que los contratos temporales, lo que ha permitido estabilizar la rotación laboral, con respecto al año precedente. En cuanto a la duración de la jornada, las estimaciones de la EPA vienen mostrando tasas de crecimiento de la contratación a tiempo parcial muy elevadas. En el cuarto trimestre, los ocupados a tiempo parcial crecieron un 20,1%, en tasa interanual, incremento similar al del trimestre anterior. Por su parte, el número de ocupados a tiempo completo se desaceleró levemente, hasta el 3,4%. En conjunto, el porcentaje de ocupados a tiempo parcial aumentó hasta el 12%, 1,3 pp por encima de su nivel de hace un año.

La población activa se aceleró tres décimas en el cuarto trimestre de 2005, para crecer un 3,2%, después de la brusca desaceleración del tercer trimestre. Este comportamiento se debió al avance de la tasa de participación, que fue del 57,7% en el cuarto trimestre, 0,8 pp por encima de su nivel de hace un año. Por lo que respecta al número de desempleados, el ritmo de caída interanual se moderó hasta el -11,1%, y la tasa de paro se situó en el 8,7%, tres décimas por encima de su nivel en el tercer trimestre, pero 1,5 pp por debajo del de hace un año. Por su parte, el número de parados registrados en las oficinas del INEM cayó un 0,9% interanual en el cuarto trimestre, frente a descensos de hasta un 4% en la primera parte del año, confirmando una moderación en el ritmo de disminución del paro.

### **4.3 Costes y precios**

Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional, la remuneración por asalariado estabilizó su crecimiento en el tercer trimestre, tanto en el total de la economía como en la economía de mercado, en tasas del 2,6% y del 2,5%, respectivamente. Esta ralentización de la remuneración se extendió a todas las ramas, excepto la construcción, donde se produjo una aceleración de ocho décimas, y en los servicios no de mercado, que experimentaron un pequeño repunte. En contraste, la Encuesta trimestral de coste laboral (ETCL) mostró una desaceleración del coste laboral por trabajador y mes de un punto porcentual, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 2,4% en el tercer trimestre. Para el último trimestre de 2005 se espera una cierta aceleración de la remuneración por asalariado, aunque en el conjunto del año el incremento salarial habría sido inferior al de 2004, tanto para el total de la economía como para la economía de mercado.

En los convenios colectivos registrados hasta diciembre, el incremento medio pactado de las tarifas salariales era del 2,98%, cifra muy próxima a la alcanzada en 2004 (3,04%), antes de incluir la cláusula de salvaguardia. Estos convenios afectan a 8,4 millones de trabajadores, de los cuales, con datos hasta noviembre, un 70% tenía convenios revisados. En los últimos meses,



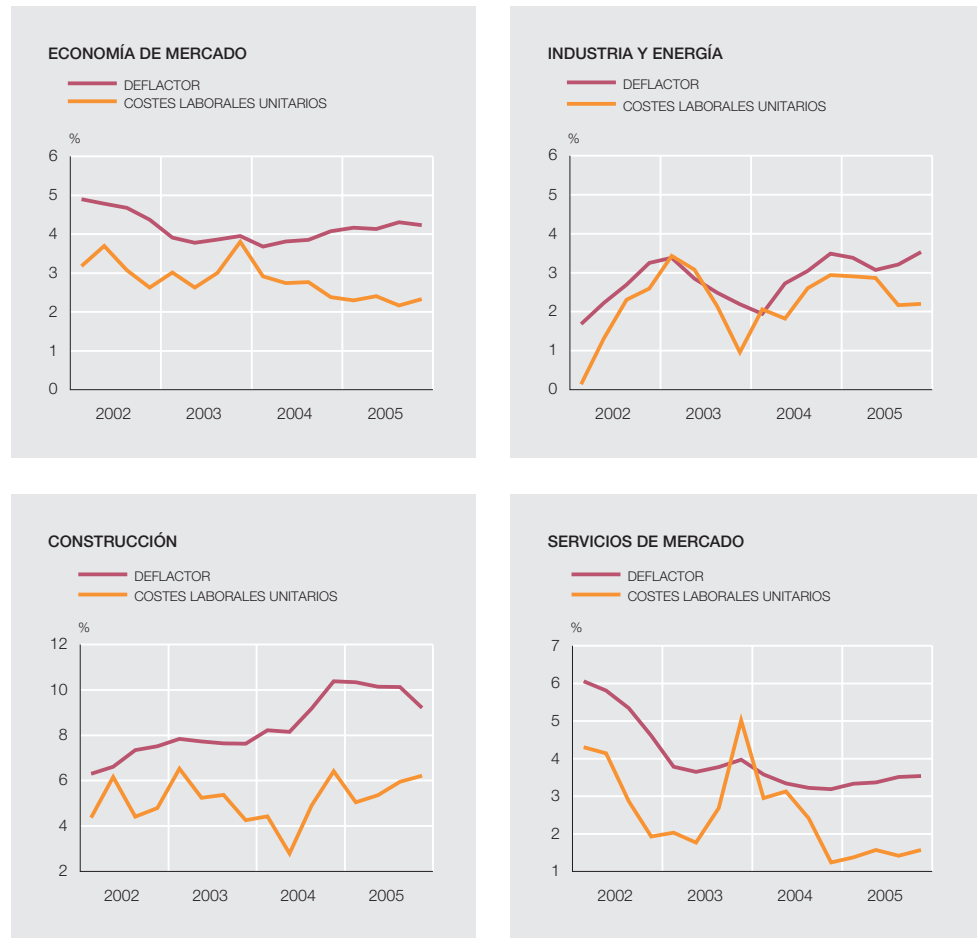
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

- a. Tasas de variación interanuales.  
 b. Tasas calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.  
 c. Cláusula de salvaguarda del año anterior.  
 d. Incremento acumulado (hasta diciembre para 2005).

el avance de la negociación se concentró en los convenios de nueva firma, que incorporan subidas salariales más altas que los revisados (3,14%, frente a 2,86%, hasta noviembre), debido al repunte de la inflación. En cuanto a las cláusulas de salvaguarda, se estima que el efecto de las cláusulas firmadas en 2004 sobre el aumento salarial en 2005 fue de 0,6 pp, superior al del año precedente en 0,4 pp, como consecuencia de la mayor desviación de la inflación respecto a la referencia oficial que se produjo en 2004 (véase gráfico 20). La presencia de estas cláusulas en los convenios firmados entre enero y noviembre de 2005 alcanza al 76% de los mismos. Dado que el IPC cerró el año con un incremento interanual del 3,7%, se prevé que la activación de estas cláusulas tenga un impacto sobre los salarios de 2006 mayor aún que el estimado en 2005.

A pesar de que la remuneración por asalariado estabilizó su crecimiento en el tercer trimestre, el incremento del coste laboral por unidad de valor añadido se redujo ligeramente, como consecuencia de la suave aceleración del valor añadido por ocupado, hasta el 2,4%, dos décimas menos que en el trimestre anterior. Por el contrario, el deflactor del valor añadido intensificó levemente su dinamismo, al crecer un 4,1%, frente al 4% del período anterior. Como resultado de esta evolución, el proceso de ampliación de márgenes unitarios, que ya se observaba en trimestres anteriores, se prolongó. Asimismo, en la economía de mercado se produjo una ampliación de márgenes, en un contexto de desaceleración de los costes similar al del total de la economía, mientras que el deflactor se aceleró hasta el 4,3%.

Por distintas ramas de actividad, en todas ellas se ha observado una evolución similar a la de la economía de mercado, con una aceleración del deflactor del valor añadido y una desaceleración del coste laboral unitario, con la excepción fue la construcción, donde el deflactor se desaceleró ligeramente, desde tasas del 10% (véase gráfico 21). En cualquier caso, los márgenes unitarios se ampliaron en todas las ramas de actividad. Los indicadores disponibles para el cuarto trimestre del año muestran una continuación de estas pautas de comportamiento, con un crecimiento de los deflactores muy superior al de los costes laborales unitarios, especialmente en la construcción y en los servicios de mercado.

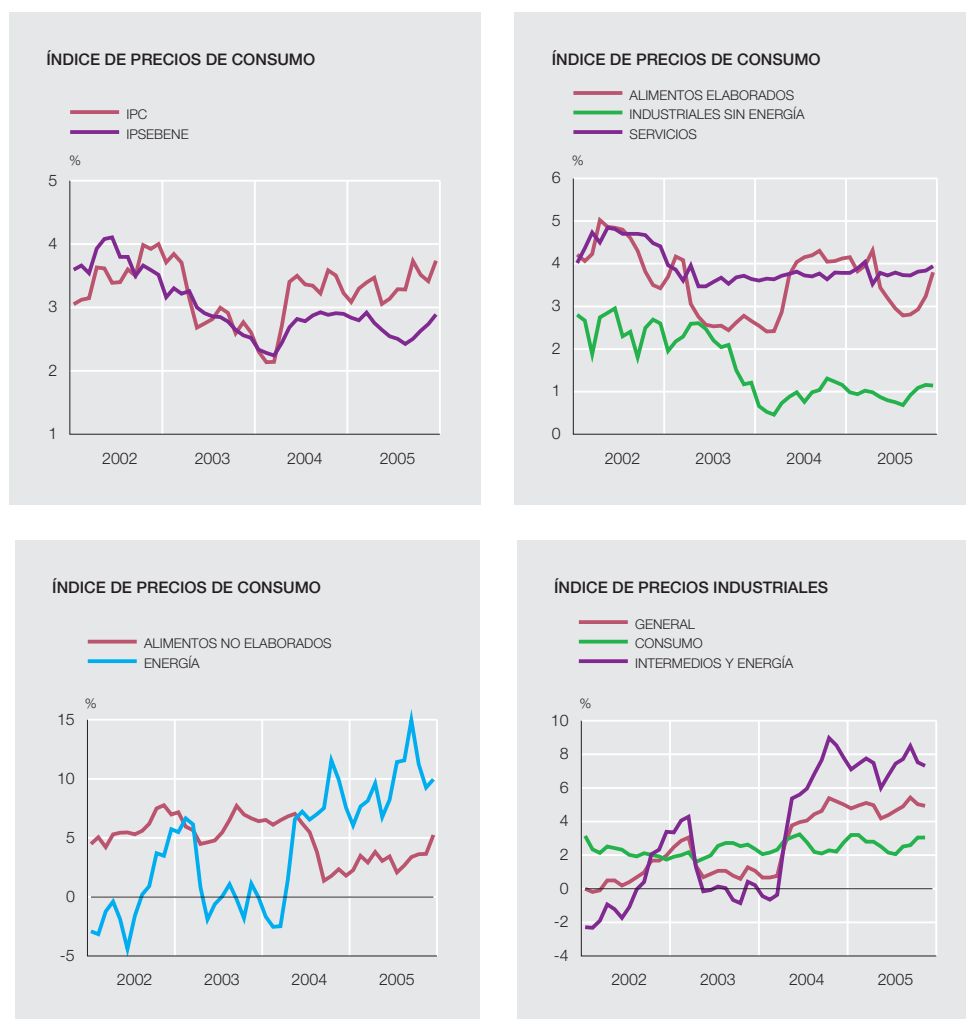


FUENTES: INE y Banco de España.

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

En el tercer trimestre, el deflactor de la demanda final se aceleró, debido, en parte, al repunte del deflactor de las importaciones, que se había moderado en el segundo trimestre, mientras que el deflactor del PIB elevó su crecimiento en una décima, hasta el 4,4%. Por el lado del gasto, el deflactor del consumo privado mantuvo su tasa de crecimiento interanual en el 3,6%, en línea con la estabilidad registrada desde mediados de 2004, mientras que el correspondiente a la formación bruta de capital fijo se desaceleró ligeramente.

En 2005, el IPC aumentó en dos décimas su tasa de variación, hasta el 3,4%, ligeramente por debajo del incremento del deflactor de consumo. En el último trimestre, la tasa de inflación se situó en el 3,6%, cerrando el año con un crecimiento del 3,7%. Por su parte, el IPSEBENE, tras el menor crecimiento registrado en los dos trimestres anteriores, se aceleró tres décimas en el cuarto, hasta alcanzar un crecimiento del 2,8% (véase gráfico 22). De nuevo, el componente más inflacionista fueron los precios energéticos, con un crecimiento medio del 10,3%, al que contribuyeron las subidas del gas butano y del gas natural en octubre. Sin embargo, los precios de los carburantes se desaceleraron en el cuarto trimestre, reflejando una caída del precio medio del petróleo de cinco dólares por barril, tras los crecimientos máximos alcanzados en septiembre. Finalmente, los precios de los alimentos no elaborados se aceleraron cinco décimas en el cuarto trimestre, hasta alcanzar una tasa interanual del 4,2%, tras haberse moderado el trimestre anterior.

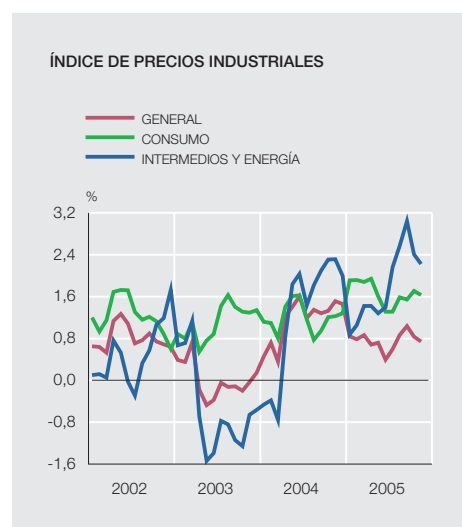
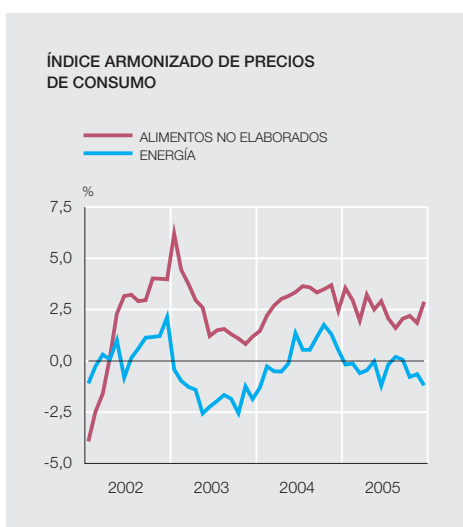
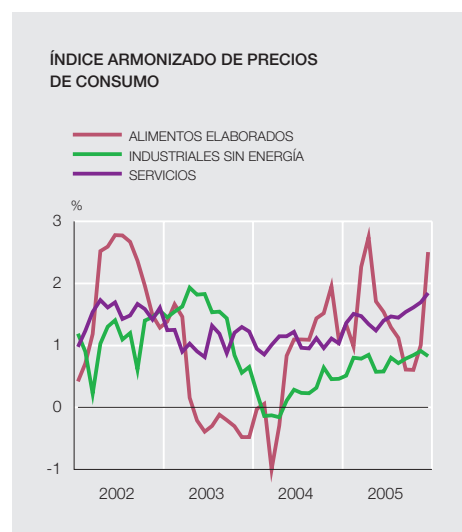
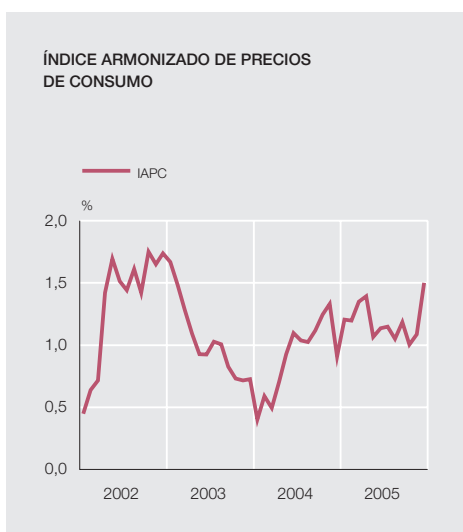


FUENTE: INE.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

La aceleración del IPSEBENE en el cuarto trimestre fue debida al mayor crecimiento de todos sus componentes, pero, especialmente, de los precios de los alimentos elaborados, que se aceleraron en cinco décimas, hasta el 3,3%, debido al encarecimiento del aceite y del tabaco por los aumentos impositivos. Los precios de los servicios se aceleraron en dos décimas, siendo la partida más inflacionista los precios de algunos servicios de transporte aéreo, por la repercusión del encarecimiento del petróleo. Por último, los precios de los bienes industriales no energéticos incrementaron su ritmo de avance interanual hasta el 1,1%, ya que los precios del vestido y del calzado aumentaron al inicio de la temporada de invierno más que el año anterior, y los precios de los automóviles retomaron su senda expansiva.

La inflación en España, medida por el IAPC, se mantuvo en el 3,5% en el cuarto trimestre del año, frente al 2,3% registrado en el conjunto de la UEM, y el diferencial entre ambas tasas se amplió ligeramente, hasta 1,2 pp (véase gráfico 23). Por componentes, el diferencial aumentó en los casos de los servicios, los bienes industriales no energéticos y los alimentos, que experimentaron aumentos de la tasa de inflación más intensos en España que en el conjunto de la zona del euro.



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

El índice de precios industriales (IPI) registró un repunte en su tasa interanual en diciembre, tras haber mantenido un ritmo de avance estable en los meses anteriores, de forma que se situó en el 5,2%. Los precios de producción energética retomaron la trayectoria alcista y alcanzaron una tasa interanual del 15,6%. Por otra parte, los precios de producción de los bienes de equipo mantuvieron tasas interanuales moderadas del 2%, mientras que los precios de producción de bienes de consumo y de bienes intermedios crecieron a ritmos por encima del 3%. Entre los restantes indicadores de precios, los percibidos por los agricultores mostraron una tendencia a la aceleración como consecuencia de los aumentos de los precios en origen relacionados con las peores cosechas. Por último, los precios hoteleros se han moderado tras el repunte de los meses estivales.

#### 4.4 La actuación del Estado

A finales del pasado mes de diciembre de 2005, el Gobierno presentó la séptima Actualización del Programa de Estabilidad (APE), con estimaciones y proyecciones macroeconómicas y fiscales para el período 2005-2008, correspondientes a la nueva base 2000 de la Contabilidad

Nacional de España (CNE-2000). En ese documento, se ha revisado ligeramente al alza el crecimiento del PIB real estimado para el año 2005 (hasta un 3,4%), pero para 2006 se ha mantenido la previsión que aparecía en el escenario de crecimiento que sirvió de base para la elaboración de los Presupuestos Generales del Estado de ese año (un 3,3%). Además, los saldos de las cuentas públicas se han revisado sustancialmente. Así, se anticipa ahora un superávit del 1% del PIB en el sector Administraciones Públicas, en el año 2005, que se reducirá una décima porcentual en el año 2006, hasta el 0,9% del PIB. En los años siguientes, en un contexto de moderada desaceleración de la actividad, se prevé una ligera reducción del superávit de las Administraciones Públicas, hasta un 0,6% del PIB en el año 2008. Por subsectores, el superávit del año 2005 viene determinado, fundamentalmente, por el de la Seguridad Social, para el que se espera un superávit del 0,9% del PIB, mientras que la Administración Central obtendrá un superávit del 0,1% del PIB y las Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales cerrarán el año en equilibrio. La pequeña reducción en el superávit global que se proyecta para 2006 se debe al déficit del 0,1% del PIB previsto para el subsector de Comunidades Autónomas. En general, las estimaciones y proyecciones de la APE confirman que los excesos de recaudación, en relación con las cifras previstas, se están destinando a mejorar la posición fiscal de las AAPP, lo que, de acuerdo con el principio de Estabilidad Presupuestaria, contribuye a ampliar el potencial estabilizador de la política fiscal a lo largo del ciclo.

Siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional y con la información disponible hasta noviembre del año 2004, el Estado registró un superávit del 1,6% del PIB, muy por encima del superávit del 0,2% del PIB que se había obtenido un año antes (véase cuadro 3). Este resultado es compatible con la estimación de la APE para el saldo de la Administración Central, citado en el párrafo anterior. Hay que tener en cuenta que el saldo del Estado presenta una elevada estacionalidad, siendo diciembre un mes claramente deficitario, por lo que es previsible que el superávit alcanzado hasta noviembre se reduzca significativamente.

Por otra parte, según el criterio de caja, las cuentas del Estado registraron un superávit de 11.209 millones de euros hasta noviembre, frente al menor superávit de 3.223 millones de euros del año anterior. Las discrepancias entre ambos saldos (CNE y caja) responden principalmente, como es habitual, a los ajustes por el diferente criterio de imputación de intereses y por la variación en los derechos y obligaciones pendientes.

Siguiendo con el criterio de caja, los ingresos del Estado crecieron muy por encima de lo previsto en el Avance de liquidación, mientras que los pagos tuvieron un crecimiento algo más moderado de lo que señala el Avance. Los mayores ingresos se han debido, sobre todo, a los impuestos directos, mientras que por el lado de los pagos, se ha producido una cierta contención en las transferencias corrientes.

En el caso de los ingresos, se dispone de información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte asignada al Estado como de la que corresponde a las Administraciones Territoriales de régimen común, aunque en el cuadro 3 solo se recogen las cifras del Estado. Según la recaudación total, los ingresos se desaceleraron ligeramente en estos últimos meses (aunque manteniendo tasas elevadas de crecimiento), con la excepción de los impuestos especiales, al haberse aumentado los tipos impositivos de algunos de ellos en septiembre. El IRPF mantuvo crecimientos superiores al 16%, soportado por las retenciones sobre ganancias en fondos de inversión y por el fuerte aumento de las retenciones sobre el trabajo, derivadas de la evolución del mercado de trabajo. No obstante, hay que subrayar que una parte del crecimiento de estas retenciones se debe al calendario de ingresos procedentes de ciertas Administraciones Públicas. Por otro lado, el impuesto sobre

m€ y %

	Liquidación 2004	Variación porcentual 2004/2003	Avance de liquidación 2005	Variación porcentual 2005/2004	Liquidación ENE-SEP Variación porcentual 2005/2004	Liquidación		
						2004	2005	Variación porcentual
						ENE-NOV	ENE-NOV	8 = 7/6
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7	8 = 7/6
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	114.950	4,8	122.166	6,3	15,7	105.985	119.770	13,0
Impuestos directos	58.692	3,9	65.933	12,3	22,2	53.783	64.940	20,7
<i>IRPF</i>	30.412	-7,3	34.951	14,9	21,2	28.236	34.115	20,8
<i>Sociedades</i>	26.025	18,8	28.793	10,6	26,7	23.350	28.808	23,4
<i>Otros (a)</i>	2.255	27,1	2.189	-2,9	-3,3	2.197	2.017	-8,2
Impuestos indirectos	41.368	5,8	43.100	4,2	12,0	40.202	43.159	7,4
<i>IVA</i>	29.124	7,3	30.158	3,6	15,7	29.021	31.566	8,8
<i>Especiales</i>	9.751	-0,4	10.175	4,3	0,9	8.896	9.020	1,4
<i>Otros (b)</i>	2.493	15,0	2.767	11,0	13,2	2.284	2.574	12,7
Otros ingresos	14.890	5,9	13.133	-11,8	0,9	12.000	11.671	-2,7
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	114.891	1,0	122.386	6,5	7,8	102.762	108.561	5,6
Personal	19.488	5,6	20.677	6,1	6,8	16.865	17.969	6,5
Compras	3.510	17,1	3.419	-2,6	-6,7	2.930	2.754	-6,0
Intereses	16.751	-15,3	18.291	9,2	12,7	16.335	17.569	7,5
Transferencias corrientes	61.136	5,3	64.002	4,7	6,9	55.288	56.971	3,0
Fondo de contingencia	...	...	...	...	...	...	...	...
Inversiones reales	7.104	-5,7	8.776	23,5	15,6	5.737	7.117	24,1
Transferencias de capital	6.901	-0,6	7.221	4,6	4,3	5.606	6.182	10,3
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>	59	...	-220	...	...	3.223	11.209	...
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL								
Recursos no financieros	113.330	4,9	120.856	6,6	14,2	104.316	117.536	12,7
Empleos no financieros	122.652	11,3	123.929	1,0	4,6	102.542	102.665	0,1
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN								
	-9.322	...	-3.073	...	...	1.774	14.871	12,6
(en porcentajes del PIB)	-1,1	...	-0,3	...	...	0,2	1,6	...

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

- a. Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.  
b. Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

sociedades<sup>2</sup> se desaceleró ligeramente tras el pago a cuenta de octubre, pero sigue reflejando la buena evolución de los beneficios empresariales al registrar crecimientos superiores al 23%. Por lo que respecta a los impuestos indirectos, el IVA siguió desacelerándose en los últimos meses, hasta el 11,3%, mientras que los impuestos especiales incrementaron ligeramente su ritmo de crecimiento, hasta el 3,4%, todavía por debajo de la previsión del Avance para el conjunto del año. Los otros ingresos, por último, se desaceleraron durante los últimos meses, y mantienen un tono muy débil, debido a los menores ingresos por primas de emisión de deuda pública, beneficios del Banco de España y transferencias de fondos de la Unión Europea.

Por el lado de los pagos del Estado, hay que destacar que los pagos de personal y los de capital tuvieron crecimientos por encima de los previstos en el Avance de liquidación, mientras que los otros pagos corrientes crecieron menos de lo estimado para el conjunto del año. En especial,

2. Este impuesto no está afectado por la cesión de ingresos a las Administraciones Territoriales.



		ENERO-OCTUBRE	
		2004	2005
Millones de euros			
INGRESOS	Cuenta corriente	212.679	224.020
	<i>Mercancías</i>	121.668	126.308
	<i>Servicios</i>	58.092	62.008
	— <i>Turismo</i>	31.965	33.032
	— <i>Otros servicios</i>	26.126	28.977
	<i>Rentas</i>	19.912	22.227
	<i>Transferencias corrientes</i>	13.007	13.477
	Cuenta de capital	7.153	6.630
	Cuentas corriente + capital	219.832	230.650
PAGOS	Cuenta corriente	246.044	278.130
	<i>Mercancías</i>	164.088	183.176
	<i>Servicios</i>	38.124	42.982
	— <i>Turismo</i>	8.072	10.133
	— <i>Otros servicios</i>	30.052	32.849
	<i>Rentas</i>	31.086	37.724
	<i>Transferencias corrientes</i>	12.746	14.248
	Cuenta de capital	699	619
	Cuentas corriente + capital	246.743	278.749
SALDOS	Cuenta corriente	-33.365	-54.110
	<i>Mercancías</i>	-42.419	-56.867
	<i>Servicios</i>	19.967	19.026
	— <i>Turismo</i>	23.893	22.899
	— <i>Otros servicios</i>	-3.926	-3.873
	<i>Rentas</i>	-11.174	-15.497
	<i>Transferencias corrientes</i>	261	-772
	Cuenta de capital	6.454	6.011
	Cuentas corriente + capital	-26.911	-48.099

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

cabe destacar las desaceleraciones en estos meses de los pagos por intereses y por transferencias corrientes, debido, en este último caso, al hecho aislado ocurrido en octubre del año 2004 de la cancelación de la deuda pendiente con la Comunidad Autónoma de Andalucía. En cuanto a los pagos de capital, lo más destacable es el notable ritmo de crecimiento de las inversiones reales (debido al efecto RENFE<sup>3</sup>) y la fuerte aceleración que han registrado las transferencias.

En el recuadro 6 se recogen los principales aspectos de la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social hasta octubre.

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

En el conjunto de los diez primeros meses de 2005, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital acumuló un déficit de 48.099 millones de euros, en un 79% superior al contabilizado un año antes. Este resultado se explica por la notable ampliación que registró el déficit por cuenta corriente (62%), hasta situarse en 54.110 millones de euros, y, en menor medida, por el leve descenso que experimentó el superávit por operaciones de capital (-7%),

3. Recuérdese que se presupuestó un fuerte aumento de estos pagos debido a los gastos asociados a la red ferroviaria convencional, cuya responsabilidad recayó en el Estado a partir de enero de 2005. Esta operación está ligada al proceso de reestructuración del sistema ferroviario, que se llevó a cabo mediante la asunción de deuda de RENFE por parte del Estado en el año 2004. Esta operación no tuvo efectos en el saldo de caja de 2004.

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 13.137 millones de euros hasta octubre de 2005, superior en 1.297 millones de euros (un 11%) al registrado en el mismo período del año precedente, lo que supone una ejecución más favorable que hasta julio (véase cuadro adjunto). La leve aceleración de los ingresos y la suave ralentización de los pagos en los últimos meses, hasta tasas de crecimiento del 7,6% y 7%, respectivamente, explican la mejora en el saldo.

Los ingresos por cotizaciones sociales han venido registrando en los últimos meses crecimientos en torno al 7,3%, a pesar del repunte observado en el número de afiliados a la Seguridad Social, sin que se pueda adelantar si la ligera aceleración observada hasta octubre continuará en los próximos meses (véase cuadro adjunto). En concreto, el número de afiliados ha pasado a crecer un 4,4% hasta diciembre, frente al crecimiento del 3,6% hasta julio, como consecuencia, en parte, del proceso de regularización de trabajadores extranjeros. Si se descuentan las 465.000 altas producidas hasta diciembre a raíz del mencionado proceso, el crecimiento del número de afiliados en el conjunto de 2005 se habría mantenido en torno al 2,9%, en línea con la tasa registrada el año anterior. Por otra parte, también es destacable el fuerte crecimiento de los intereses recibidos, incluidos en la

rúbrica de otros ingresos, debido a los rendimientos de los activos del Fondo de Reserva.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas registró una tenue aceleración y se incrementó un 7% hasta octubre, en línea con lo presupuestado, pero algo inferior al 7,2% observado en el conjunto del año anterior. El número de pensiones contributivas se ha acelerado a partir del verano, hasta alcanzar una tasa de crecimiento del 1,3% hasta diciembre, frente a una tasa de avance del 0,8% de julio, debido, en parte, al efecto del reconocimiento de la compatibilidad de las pensiones del antiguo Seguro Obrero de Vejez e Invalidez con las pensiones de viudedad<sup>1</sup>. Al ser estos pensionistas perceptores de pensiones bajas, el efecto sobre el crecimiento del gasto ha sido pequeño. Por su parte, el gasto en incapacidad temporal siguió creciendo a ritmos elevados, del 10,3% hasta octubre, muy por encima de lo presupuestado.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal, cuya información no se recoge en el cuadro adjunto, el crecimiento de las cotizaciones percibidas se mantuvo en el 8,2% hasta agosto, por encima

1. Ley 9/2005, de 6 de junio.

#### SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)

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

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

m€ y %

	Liquidación		Presupuesto		Liquidación		Liquidación	
	2004	2005	% variación	ENE-JUL	ENE-OCT	2004	2005	% variación
	1	2	3 = 2/1	4	5	6	7 = 6/5	
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	88.571	90.040	1,7	7,2	73.021	78.571	7,6	
1.1 Cotizaciones sociales (c)	82.675	83.915	1,5	7,3	68.322	73.352	7,4	
1.2 Transferencias corrientes	4.618	4.874	5,5	0,2	3.989	4.057	1,7	
1.3 Otros (d)	1.278	1.251	-2,1	48,2	710	1.162	63,5	
2 PAGOS NO FINANCIEROS	79.105	84.100	6,3	7,3	61.181	65.434	7,0	
2.1 Personal	1.909	1.998	4,7	10,6	1.505	1.641	9,0	
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.556	1.566	0,6	9,2	1.109	1.192	7,5	
2.3 Transferencias corrientes	75.226	80.060	6,4	7,3	58.369	62.464	7,0	
Prestaciones	75.225	80.059	6,4	7,3	58.369	62.463	7,0	
<i>Pensiones contributivas</i>	64.453	68.905	6,9	6,7	49.876	53.343	7,0	
<i>Incapacidad temporal</i>	5.830	5.925	1,6	13,5	4.468	4.928	10,3	
<i>Resto</i>	4.942	5.229	5,8	8,9	4.025	4.191	4,1	
Resto de transferencias corrientes	1	1	-3,1	—	0	1	—	
2.4 Otros (e)	414	476	15,0	-31,1	198	138	-30,5	
3 SALDO NO FINANCIERO	9.466	5.940	-37,2	6,7	11.840	13.137	11,0	

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

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

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

c. Incluye recargos y multas.

d. Excluye recargos y multas.

e. Minorados por la enajenación de inversiones.

de lo presupuestado, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 13,7% en el mismo período, frente al crecimiento prácticamente nulo que establecía la previsión presupuestaria. Por otra parte, el gasto destinado a prestaciones por desempleo mantuvo de forma estable su ritmo de crecimiento en el 7% hasta octubre, frente al incremento del 9,2% en el conjunto del año 2004. Este menor crecimiento con respecto al año anterior viene

determinado por la evolución del número de beneficiarios, que creció un 2,9% hasta septiembre, frente al 5,6% de crecimiento medio en 2004. Dicha evolución se produjo, a su vez, como consecuencia de una caída del paro registrado (en torno al 1,2% en los últimos meses, frente al 1,6% de crecimiento en el conjunto del año anterior) y de un aumento de la tasa de cobertura, que se situó en el 60,2% en septiembre de 2005, frente al 58,1% del año 2004.

que se situó en 6.011 millones de euros. Entre las principales partidas de la cuenta corriente, destaca el deterioro del déficit comercial, aunque el desequilibrio negativo de rentas también se amplió, el superávit turístico se recortó y el saldo de transferencias corrientes se tornó negativo. Por el contrario, el déficit de servicios no turísticos mejoró ligeramente.

En el período de enero a octubre de 2005, el déficit de la balanza comercial se amplió en 14.448 millones de euros sobre el nivel alcanzado en las mismas fechas del año anterior, hasta situarse en 56.867 millones de euros. En tasa interanual, el saldo negativo aumentó un 34%, prolongando la tónica de deterioro que le caracterizó en el ejercicio anterior. Esta importante ampliación del déficit comercial se debe a la atonía que mostraron los flujos reales de exportaciones en este período, frente al vigor que mantuvieron las importaciones, junto con el fuerte encarecimiento de la factura energética. No obstante, el ritmo de ampliación del déficit comercial se ralentizó a partir del segundo trimestre del año, como consecuencia de la ligera recuperación de las exportaciones en este período y de una cierta pérdida de pulso de las importaciones.

En cuanto a la balanza de servicios, el saldo positivo acumulado en los diez primeros meses de 2005 se situó en 19.026 millones de euros, 941 millones por debajo del contabilizado en igual período del año anterior. Este deterioro se explica por el descenso de 994 millones de euros que experimentó el superávit turístico (-4,2%), ya que el déficit de servicios no turísticos registró una leve corrección, cifrada en 53 millones de euros. Los ingresos turísticos acumulan una tasa moderadamente positiva hasta octubre, del 3,3%, en línea con el impulso que han adquirido algunos de los principales indicadores reales de turismo. Por su parte, los pagos turísticos hasta octubre repuntaron un 25,5%, prolongando el fuerte dinamismo del ejercicio anterior.

El saldo negativo de la balanza de rentas se situó en 15.497 millones de euros en el conjunto de los diez primeros meses de 2005, lo que supone un deterioro de 4.323 millones en relación con el nivel observado en el mismo período del ejercicio anterior. Los ingresos tuvieron un comportamiento alcista (11,6%), destacando el impulso que adquirieron los correspondientes al sector financiero, si bien los pagos reflejaron un aumento muy superior, del 21,4%, debido al mayor crecimiento de los pagos realizados por todos los sectores, especialmente por las instituciones financieras monetarias. En este período, se recuperaron ligeramente los flujos de inversiones directas del exterior en España, aunque continuaron descendiendo las inversiones de no residentes en inmuebles, que representan más del 45% de las entradas directas en el período, a la vez que crecieron notablemente las inversiones de cartera y el resto de inversiones procedentes del exterior. En cuanto a los flujos de inversiones de España en el exterior, las inversiones directas retrocedieron ligeramente, mientras que las inversiones de cartera registraron un crecimiento muy intenso.

El saldo de la balanza de transferencias corrientes acumuló un déficit de 772 millones de euros en el período de enero-octubre, en contraste con el superávit de 261 millones registrado en idéntico período de 2004. Los ingresos apenas se incrementaron un 3,6%, a pesar de la favorable evolución que registraron los flujos procedentes de la UE en concepto de FEOGA-Garantía. Sin embargo, las transferencias comunitarias destinadas al Fondo Social Europeo retrocedieron. Los pagos, por su parte, crecieron a un ritmo mayor, el 11,8%, debido, en parte, al notable incremento que registraron los pagos destinados a las arcas comunitarias en concepto de Recurso PNB y Recurso IVA, así como al vigor que continúan presentando los pagos por remesas de emigrantes (9,6%), aunque se ha ralentizado el fuerte avance del ejercicio anterior (20%).

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 6.011 millones de euros en los diez primeros meses de 2005, lo que representa un descenso de 443 millones de euros en relación con idéntico período del año anterior. Este deterioro se explica por el notable retroceso que experimentaron las transferencias comunitarias del Fondo de Cohesión y del FEDER, mientras que los fondos estructurales en concepto de FEOGA-Orientación mostraron una evolución positiva.

## 5 Evolución financiera

### 5.1 Rasgos más destacados

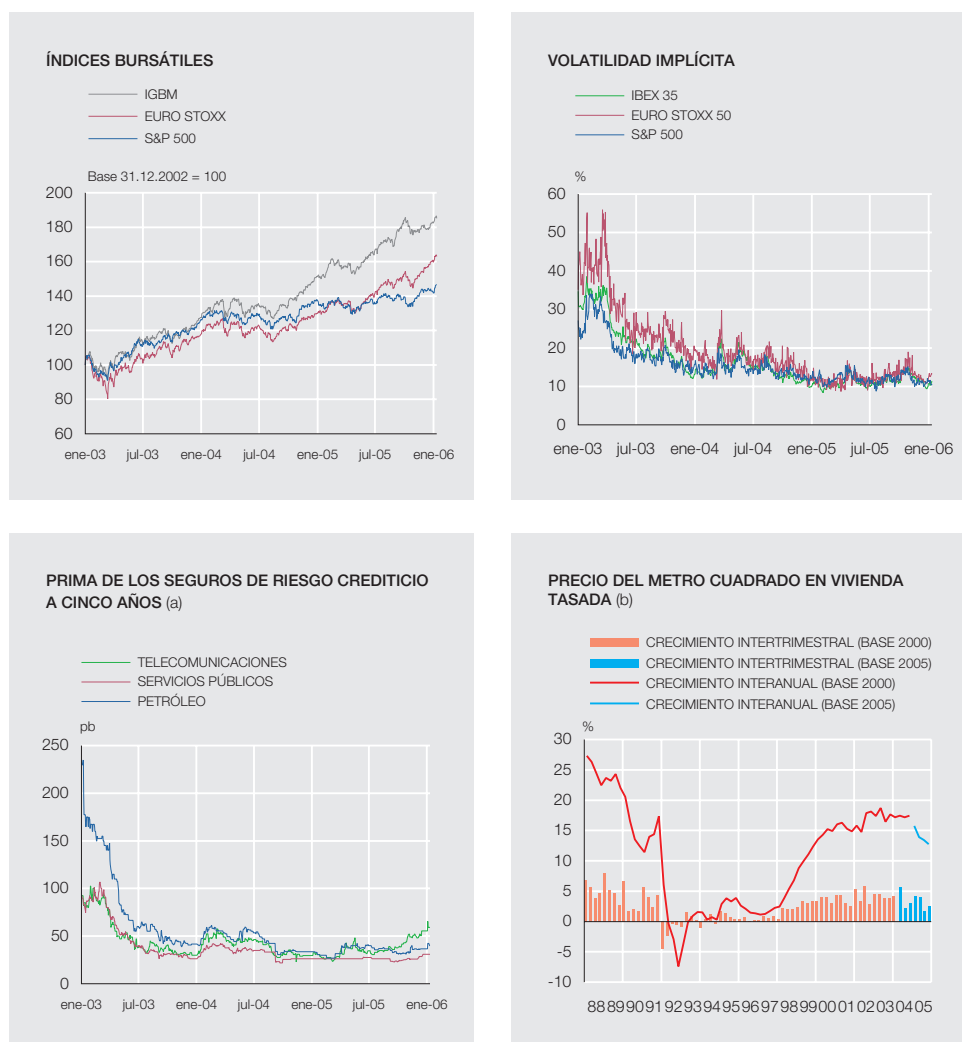
Durante el cuarto trimestre de 2005 las condiciones de financiación de los hogares y las sociedades españolas continuaron siendo holgadas, aunque en menor medida que las existentes a finales del verano. Así, a partir de octubre se observó un progresivo aumento en los tipos de interés negociados en los mercados, que fue más intenso en los plazos cortos, como reflejo de las expectativas de incremento de los tipos de interés oficiales de la zona del euro, movimiento que finalmente se produjo a principios de diciembre. De este modo, en el último mes de 2005 el EURIBOR a un año se situó en un nivel medio del 2,78%, 54 puntos básicos (pb) por encima del dato de septiembre, mientras que, durante el mismo período, la rentabilidad del bono español a diez años acumuló un incremento de 31 pb y alcanzó el 3,4%. Esta evolución de los mercados de deuda, unida al ligero repunte de las primas de riesgo de las empresas españolas, se tradujo en una elevación del coste de la emisión de valores de renta fija de estas compañías, aunque se mantuvo en niveles moderados (véase gráfico 24). Por su parte, la información más reciente del precio de la financiación bancaria de empresas y familias, correspondiente a noviembre, recoge solo parcialmente el impacto de los cambios que se han producido en los mercados.

En los mercados bursátiles españoles, tras la trayectoria alcista del verano, las cotizaciones experimentaron una pauta marcadamente descendente durante octubre. No obstante, en los meses posteriores se observó cierta recuperación. A finales de diciembre, el Índice General de la Bolsa de Madrid se situó ligeramente por debajo de los niveles de finales de septiembre, lo que contrasta con la revalorización positiva que tuvieron en el mismo período las principales plazas internacionales. Tras estos movimientos, el índice español acumuló en el conjunto del año unas ganancias del 20,6%, similares a las del *Euro Stoxx* amplio de las bolsas de la UEM (23%) y muy superiores a las del S&P 500 de las de Estados Unidos (3%).

En el mercado inmobiliario, los últimos datos publicados por el Ministerio de Vivienda, correspondientes al cuarto trimestre, confirman la pauta de desaceleración de los meses precedentes en el precio de los activos inmobiliarios. Concretamente, el de la vivienda libre tasada experimentó en diciembre un ritmo de expansión interanual del 12,8% [0,6 puntos porcentuales (pp) inferior al dato de septiembre y 4,4 pp menos que al cierre de 2004]. Estos datos parecen avalar la expectativa de una absorción gradual y ordenada de la sobrevaloración actual del mercado inmobiliario.

En este contexto, el volumen de la financiación de los hogares mantuvo, durante el tercer trimestre, un elevado ritmo de crecimiento, próximo al 21% en términos interanuales, mientras que los fondos destinados a las sociedades continuaron acelerándose y su tasa de expansión durante el mismo período se situó en el entorno del 18%<sup>4</sup>. La información provisional disponible para los últimos meses del año apunta hacia un mantenimiento de las mismas tendencias. El dinamismo en la acumulación de pasivos de familias y empresas se reflejó en un avance de las necesidades de financiación del sector privado, que no pudo ser compensado por la evolución positiva del superávit de las Administraciones Públicas. Como consecuencia, en septiembre, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación suponía ya, en términos acumulados de doce meses, el 6,2% del PIB, 0,2 pp más que en junio (véase cuadro 5). El grueso del déficit exterior ha continuado financiándose mediante la adquisición, por parte de los no residentes, de activos de renta fija emitidos por las instituciones financieras residentes.

4. En el recuadro 7 se presenta la evolución, durante los últimos años, de la financiación bancaria al sector privado, con un desglose a nivel provincial.



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

a. Primas medias ponderadas por activos. El día 22 de junio de 2003 entró en vigor un cambio en las condiciones del contrato de las empresas europeas. El nuevo contrato lleva asociadas unas primas menores (en torno al 10%).

b. Nueva estadística a partir de 2004.

De este modo se ha vuelto a incrementar la apelación de las entidades nacionales al ahorro del resto del mundo para financiar el aumento del crédito interno.

La expansión de los pasivos de las familias siguió estando liderada por la evolución del crédito para adquisición de vivienda, que creció, entre julio y septiembre, a tasas interanuales superiores al 24%. El dinamismo de la deuda determinó que los indicadores de presión financiera sobre el sector volvieran a experimentar un nuevo deterioro durante dicho período, tendencia que, de acuerdo con la información provisional disponible de la última parte del año, se habría mantenido durante los meses siguientes. Así, tanto el endeudamiento como la carga financiera continuaron incrementándose en relación con la renta bruta disponible (RBD), al tiempo que descendió el ahorro tras descontar las obligaciones financieras de la deuda. Asimismo, la capacidad de financiación de los hogares se hizo más negativa y supuso en el tercer trimestre de 2005 el  $-0,9\%$  del PIB en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 5). A tenor de la evolución de los precios de los inmuebles publicados por el Ministerio de la Vivienda y de las cotizaciones bursátiles el patrimonio neto de los hogares en relación al PIB no ha debido experimentar grandes variaciones en torno a los niveles observados en junio.

Durante los últimos años, la deuda de los hogares y de las sociedades españolas ha experimentado un avance notable, impulsada por la prolongada fase de expansión de la economía y por unas condiciones holgadas de financiación. Concretamente, los créditos concedidos por las entidades de depósito a familias y empresas han crecido, en el período 1995-2005, a una tasa media anual próxima al 15%, un nivel sustancialmente más elevado que la expansión nominal del PIB, lo que, lógicamente, se ha traducido un aumento de la ratio de endeudamiento del sector, que ha superado el 100% del PIB, cuando a mediados de la década anterior no alcanzaba el 60%.

No obstante, desde el punto de vista de la estabilidad macroeconómica y financiera resulta muy relevante conocer, como complemento de las cifras agregadas del sector en su conjunto, la distribución del endeudamiento entre los agentes. Con esta motivación, en este recuadro se explora el comportamiento del crédito en el ámbito provincial. La información que se utiliza procede de los datos que remiten al Banco de España las entidades de depósito (bancos, cajas de ahorros y cooperativas) sobre los préstamos concedidos a los sectores privados de la economía, principalmente hogares y sociedades no financieras. Debe advertirse de que los criterios de asignación de esta variable pueden introducir algunos errores, que probablemente afectan más a sus niveles que a sus variaciones<sup>1</sup>.

1. Los criterios de clasificación de los préstamos que las entidades utilizan al reportar la información establecen que los saldos se asignan a la provincia a la que pertenece el lugar en el que se invierten los fondos, si es identificable y se conoce, y, en su defecto, en la correspondiente a la plaza de pago o de concesión. La aplicación de este último criterio puede generar algunas distorsiones en el cálculo de las ratios de provinciales de endeudamiento. Así, aquellas

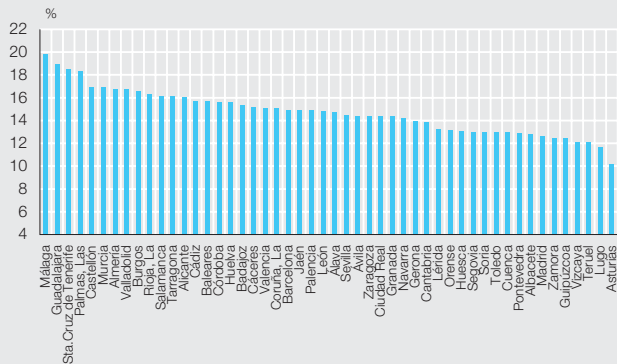
Como muestra el gráfico 1, entre 1995 y 2004 la deuda de familias y empresas frente a las entidades de depósito ha presentado unas tasas de expansión elevadas en todas las provincias españolas. No obstante, dicho desarrollo no ha sido homogéneo, de modo que los ritmos medios de avance anual se han situado en un rango amplio, entre el 10% y el 20%. Así, en Málaga y Guadalajara fue donde se observó un mayor dinamismo, con un crecimiento medio por encima del 19%. Por el contrario, en Lugo y Asturias el crédito creció, en términos anuales, menos del 12%.

Esta dispersión relativamente alta refleja las distintas realidades económicas que han influido en las decisiones de financiación de los agentes radicados en cada área geográfica. En este sentido, el gráfico 2 muestra una correlación positiva entre los crecimientos medios del crédito y del precio de la vivienda, lo que ilustra cómo la evolución del mercado inmobiliario ha sido uno de los condicionantes del endeudamiento del sector privado, tanto en el caso de los hogares, por los fondos para la adquisición de viviendas, como en el de las empresas, por los préstamos a las actividades inmobiliarias y a la construcción.

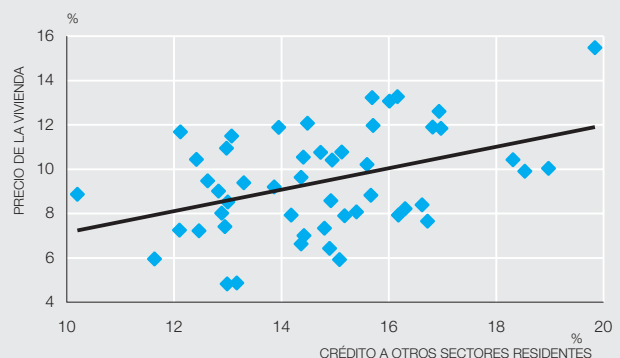
Así pues, si bien el fuerte crecimiento de la deuda del sector privado de la economía española en los últimos años ha sido generalizado por áreas geográficas, se han producido desarrollos específicos en función de la coyuntura económica de algunas regiones. La evolución del mercado inmobiliario ha podido ser un condicionante importante en esta dirección.

provincias donde las entidades bancarias tengan los servicios centrales o, alternativamente, radiquen los domicilios sociales de las empresas no financieras pueden recoger saldos de créditos más elevados que los que realmente han sido invertidos en dichas áreas geográficas.

1 EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DATOS PROVINCIALES (Tasas de crecimiento medias anuales del período diciembre 1995-diciembre 2004)



2 ANÁLISIS PROVINCIAL DEL CRÉDITO BANCARIO Y DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA (Tasas de crecimiento medias anuales del período diciembre 1995-diciembre 2004)



FUENTES: Ministerio de Vivienda y Banco de España.

% del PIB (a)					2004		2005		
	2000	2001	2002	2003	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
	Economía nacional	-3,2	-3,4	-2,6	-3,0	-4,2	-4,8	-5,5	-6,0
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-3,1	-4,3	-3,7	-4,2	-5,7	-5,4	-6,4	-7,1	-8,0
<i>Sociedades no financieras</i>	-4,5	-5,4	-4,4	-4,4	-5,5	-4,7	-5,4	-6,7	-7,1
<i>Hogares e ISFLSH</i>	1,4	1,1	0,7	0,1	-0,2	-0,6	-1,0	-0,4	-0,9
Instituciones financieras	0,8	1,4	1,4	1,3	1,2	0,7	0,6	0,6	0,6
Administraciones Públicas	-0,9	-0,5	-0,3	0,0	0,2	-0,2	0,3	0,5	1,2
<b>PRO MEMORIA:</b>									
Brecha de financiación sociedades no financieras (b)	-14,4	-8,9	-8,7	-8,5	-8,8	-7,3	-8,8	-9,8	-10,3

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.

En el caso de las sociedades no financieras, los ratios de endeudamiento y de carga financiera tuvieron igualmente una trayectoria ascendente entre julio y septiembre, que parece haberse prolongado durante la última parte del año. Por su parte, de acuerdo con las cuentas financieras, el saldo deudor de las operaciones financieras del sector volvió a incrementarse en el tercer trimestre y supuso, en términos acumulados de doce meses, el 7,1% del PIB, frente al 6,7% de junio. En cambio, la información de las empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT) muestra que, durante ese mismo período, se produjo una evolución favorable de los resultados económicos, que, no obstante, no fue suficiente para evitar cierto repunte en los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y sobre el empleo, aunque estos se sitúan todavía en valores reducidos.

En conjunto, aunque las condiciones financieras continúan siendo favorables para sostener el gasto de los hogares, el nuevo deterioro de los indicadores de presión financiera ha vuelto a incrementar los riesgos, en el medio plazo, sobre el consumo y la inversión residencial que se han señalado en informes anteriores. Por el contrario, la suave desaceleración del precio de la vivienda mitiga los asociados a una eventual corrección brusca del mismo.

En el caso de las sociedades, aunque la situación patrimonial continúa sin suponer un obstáculo significativo para las decisiones de gasto y contratación de las empresas, el incremento de los tipos de interés, en un contexto de expansión rápida de la deuda, conlleva un ligero aumento del grado de presión financiera sobre el sector.

## 5.2 El sector hogares

De acuerdo con la información disponible del cuarto trimestre, las condiciones de financiación de los hogares continuaron siendo holgadas durante dicho período. Así, en noviembre, los tipos de interés aplicados a las nuevas operaciones de crédito a la vivienda y los de los fondos dirigidos al consumo se situaron en el 3,4% y el 6,1%, respectivamente (los primeros aumentaron 7 pb, mientras que los segundos retrocedieron 15 pb en relación con septiembre). Por su parte, la última Encuesta de Préstamos Bancarios disponible señala que las entidades esperaban que durante los últimos meses del año se mantuvieran las condiciones de oferta crediticia en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda y que se relajaran ligeramente las correspondientes a los créditos destinados al consumo.



% del PIB (a)	2002	2003	2004	2005		
				I TR	II TR	III TR
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
Operaciones financieras (activos)	8,3	9,2	9,9	9,6	10,0	10,3
Medios de pago	3,5	4,1	4,0	4,2	4,3	4,2
Otros depósitos y valores de renta fija (b)	1,8	-0,1	2,0	1,7	2,4	2,1
Acciones y otras participaciones (c)	0,6	0,6	0,0	-0,1	-0,3	-0,2
Fondos de inversión	0,2	2,3	1,5	1,3	1,4	1,8
FIAMM	0,7	0,6	-0,2	-0,1	0,0	0,2
FIM	-0,5	1,7	1,6	1,2	1,3	1,4
Reservas técnicas de seguros	2,5	1,8	1,7	1,8	2,0	2,0
<i>De las cuales:</i>						
De vida	1,4	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7
De jubilación	0,9	0,9	0,9	0,9	1,2	1,2
Resto	-0,3	0,5	0,6	0,6	0,1	0,5
Operaciones financieras (pasivos)	7,7	9,0	10,5	10,6	10,4	11,3
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	7,2	9,2	10,8	11,0	11,4	11,9
Créditos para adquisición de vivienda (d)	5,1	7,0	8,7	9,2	9,5	9,9
Créditos para consumo y otros fines (d)	2,1	2,2	2,0	1,8	1,9	1,9
Resto	0,5	-0,1	-0,3	-0,4	-1,1	-0,7
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
Operaciones financieras (activos)	14,4	16,2	14,0	16,1	17,1	18,9
Medios de pago	1,6	0,9	1,0	1,1	1,1	1,2
Otros depósitos y valores de renta fija (b)	1,5	1,4	0,8	0,9	1,3	1,4
Acciones y otras participaciones	6,6	7,5	4,3	4,9	4,4	5,3
<i>De las cuales:</i>						
Frente al resto del mundo	4,6	4,5	2,6	3,4	3,1	3,2
Resto	4,7	6,5	7,9	9,2	10,3	11,1
Operaciones financieras (pasivos)	18,8	20,6	18,7	21,5	23,8	26,0
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	5,4	6,4	8,6	9,7	10,8	11,7
Préstamos exteriores	2,7	2,7	0,5	0,9	0,8	1,1
Valores de renta fija (b)	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
Acciones y otras participaciones	5,9	5,2	2,7	2,7	2,4	2,5
Resto	5,1	6,5	6,9	8,3	9,8	10,8
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
Financiación (e)	14,0	15,9	16,1	17,3	18,0	19,2
Hogares e ISFLSH	16,2	19,0	20,1	20,1	20,0	20,6
Sociedades no financieras	12,4	13,5	12,9	15,0	16,4	18,1

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.

Los hogares siguieron aprovechando las holgadas condiciones de financiación para incrementar sus niveles de deuda, de modo que, en septiembre, su tasa interanual de crecimiento se situó en niveles próximos al 21%, lo que supone un ligero incremento en relación con el dato de junio. El crédito para adquisición de vivienda fue, de nuevo, el componente más expansivo y mostró, en el mismo período, un ritmo de expansión cercano al 25%, lo que representa un flujo equivalente al 9,9% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,4 pp más que en junio. Por su parte, los fondos destinados a consumo y otros fines tuvieron un avance más

moderado, aunque significativo, con una variación interanual en el entorno del 11%. La información provisional hasta noviembre sobre la financiación del sector muestra una continuidad de las mismas pautas observadas durante el tercer trimestre.

Por lo que respecta a las decisiones de cartera de los hogares, las adquisiciones de activos financieros alcanzaron en septiembre un volumen equivalente al 10,3% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,3 pp por encima del registro del segundo trimestre (véase cuadro 6). Sin embargo, este incremento no fue homogéneo entre los distintos productos. Así, en los instrumentos más líquidos y de menor riesgo (efectivo y depósitos) se registró una reducción de las operaciones, hasta alcanzar el 6,3% del PIB. Por el contrario, las compras de participaciones en fondos de inversión experimentaron un ascenso de 0,4 pp en relación con el PIB, hasta situarse en 1,8%. Por último, continuaron efectuándose desinversiones netas en acciones, por una cuantía equivalente al 0,2% del PIB, al tiempo que los importes materializados en reservas técnicas de seguros se mantuvieron en niveles similares a los de mediados de 2005 (2% del PIB).

Como resultado de la evolución de los flujos de activos financieros y pasivos, la capacidad de financiación del sector, según los datos de las cuentas financieras del tercer trimestre, volvió a reducirse y supuso, en términos acumulados de doce meses, el -0,9% del PIB, frente al -0,4% de junio de 2005.

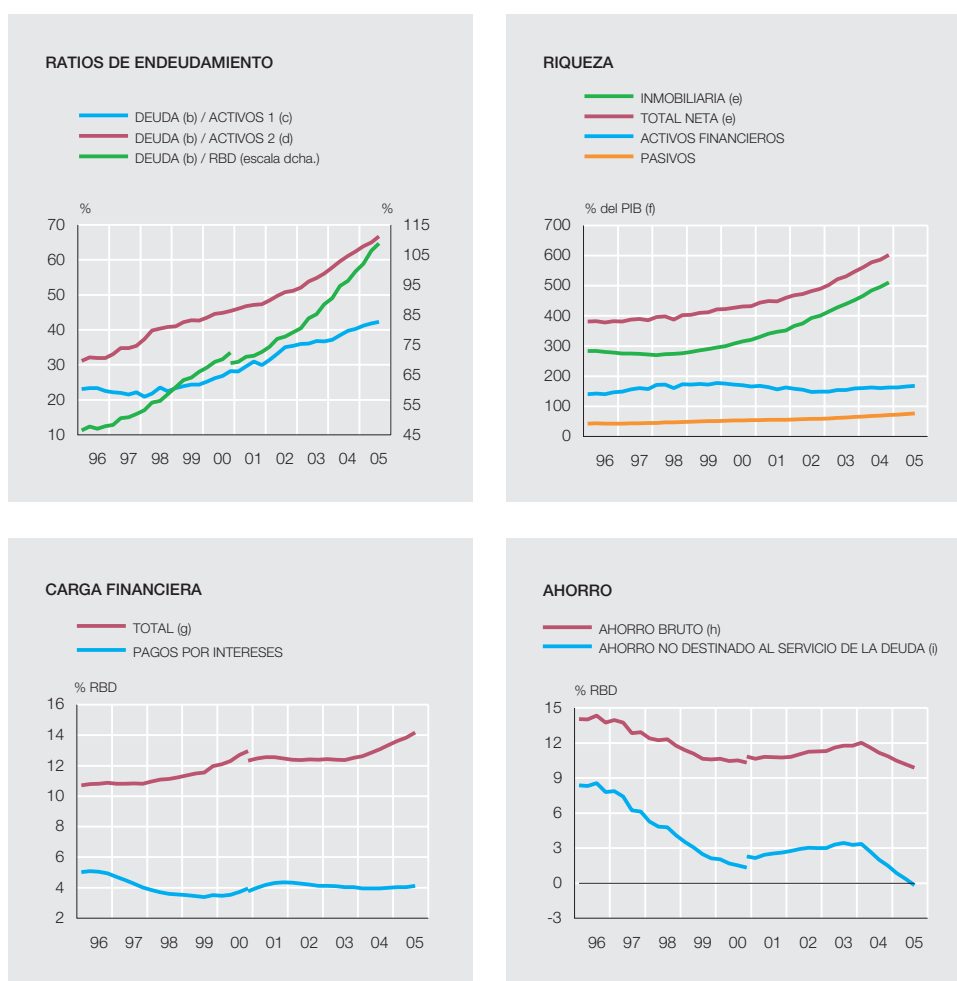
El dinamismo de la financiación resultó en un nuevo ascenso del endeudamiento de las familias y de la carga financiera asociada, hasta situarse, en septiembre, en términos de la RBD, en valores próximos al 110% y por encima del 14%, respectivamente (véase gráfico 25). Por otro lado, el nuevo descenso que se estima en el ahorro bruto en este período, unido al incremento de los pagos por amortización de los pasivos contraídos, determinó un retroceso adicional del ahorro no destinado al servicio de la deuda. Sin embargo, la información procedente de la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares, correspondiente al tercer trimestre, no muestra modificaciones significativas en el porcentaje de hogares que pueden destinar dinero al ahorro o que manifiestan algún grado de dificultad para llegar a fin de mes.

Por su parte, la riqueza neta del sector en relación con el PIB es probable que se mantuviera en septiembre en niveles similares a los de junio, dado el moderado avance intertrimestral del precio de los activos inmobiliarios publicado por el Ministerio de Vivienda.

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

Las condiciones de financiación de las sociedades también mantuvieron un elevado grado de holgura durante el cuarto trimestre, aunque menor que el observado en los meses precedentes. Así, en noviembre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las nuevas operaciones de préstamo apenas mostraron un ligero incremento con respecto a los de septiembre y permanecieron en niveles reducidos (entre un 3,2% y un 3,9%, dependiendo del volumen de la operación). Según la última Encuesta de Préstamos Bancarios, las entidades financieras esperaban un mantenimiento de las condiciones de oferta crediticia durante dicho período. Por otro lado, el incremento de la rentabilidad de la deuda pública y el ligero ascenso en las primas de riesgo determinaron un cierto encarecimiento en la financiación con valores de renta fija. Por último, las condiciones de obtención de fondos en los mercados de renta variable no mostraron variaciones significativas.

En este contexto, las operaciones de pasivo de las sociedades volvieron a expandirse y alcanzaron, en septiembre, un volumen equivalente al 26% del PIB en términos acumulados de doce meses, 2,2 pp por encima del dato de junio (véase cuadro 6). El instrumento con el que se canalizaron la mayor parte de estos fondos continuó siendo los recursos ajenos y, en



FUENTE: Banco de España.

a. Los datos de la contabilidad nacional sectorial corresponden, hasta 2000, a la CNE, base 1995. Entre 2000 y 2004, corresponden a la CNE, base 2000. En 2005 se utiliza una estimación provisional coherente con esta última base.

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

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

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

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

f. CNE, base 2000.

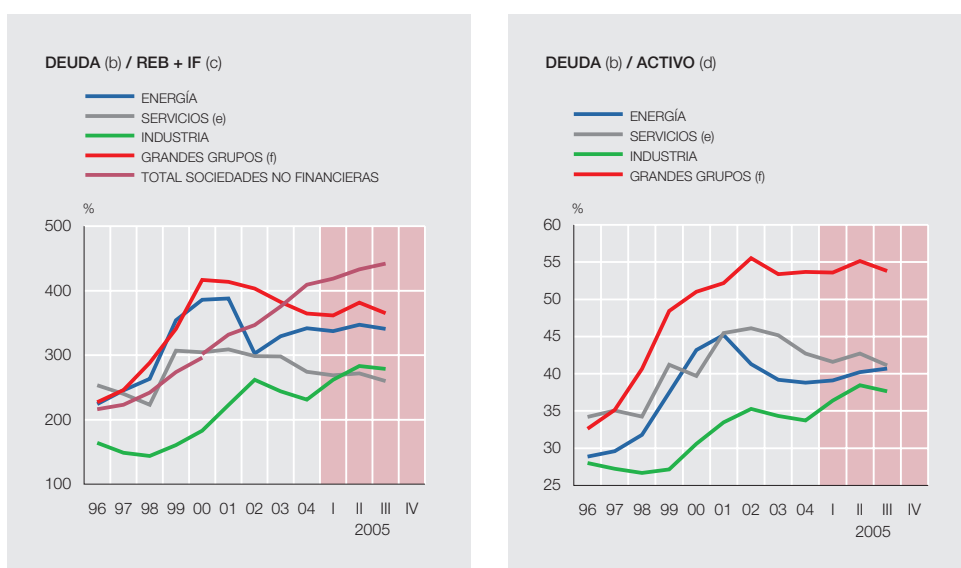
g. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.

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

i. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.

especial, los créditos de las instituciones financieras residentes, que concentraron un flujo equivalente al 11,7% del PIB, al tiempo que los nuevos préstamos contraídos procedentes del exterior aumentaron hasta el 1,1% del PIB. Por su parte, los recursos materializados en acciones y otras participaciones mostraron un ligero incremento, de 0,1 pp, hasta el 2,5% del PIB.

El desglose sectorial de la financiación bancaria muestra que la destinada al sector de la construcción y, en especial, a las actividades inmobiliarias continuó expandiéndose a tasas interanuales elevadas, próximas al 25% y al 41%, respectivamente. En las otras ramas destacan la aceleración del crédito al resto de servicios y el ligero ascenso del ritmo de avance del crédito a la industria, que creció por encima del 13% en relación con el mismo período del año anterior.



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 2004 corresponden a la CNE, base 2000. En 2005 se utiliza una estimación provisional coherente con esta última base.

b. Recursos ajenos con coste.

c. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

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

e. Excluye *holdings*.

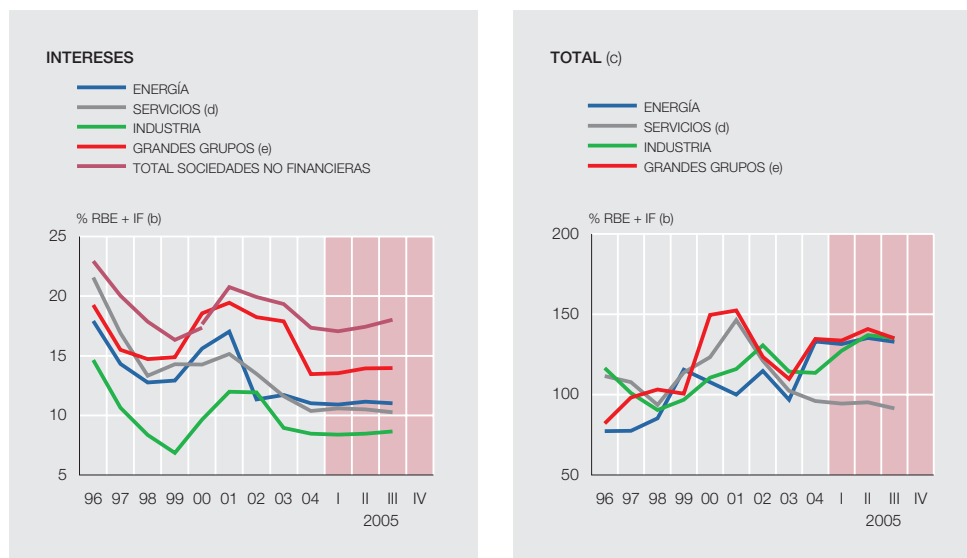
f. Agregado de todas las empresas pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.

En términos de tasas de variación, el ritmo de avance interanual de la deuda de las sociedades no financieras se situó, al final del tercer trimestre, en torno al 18%, lo que representa un aumento de casi 2 pp en relación con el dato de junio. La información provisional más reciente apunta a una continuidad en la trayectoria de aceleración que dicha variable viene mostrando desde principios de 2005.

Las inversiones financieras del sector también crecieron de forma significativa y se situaron en el 18,9% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 1,8 pp por encima del dato de junio. Por instrumentos, las variaciones más significativas se produjeron en las adquisiciones de acciones, especialmente de activos emitidos por residentes, que ascendieron 0,9 pp, hasta representar el 5,3% del PIB, y en la rúbrica que recoge el crédito comercial (incluido en la partida «Resto» del cuadro 6), cuyo volumen se situó en el 11,1% del PIB (0,8 pp por encima de la cifra anterior). Por su parte, los fondos materializados en medios de pago y en la rúbrica «Otros depósitos y valores de renta fija» aumentaron en 0,1 pp y alcanzaron el 1,2% y 1,4% del PIB, respectivamente.

De acuerdo con las cuentas financieras del tercer trimestre, entre julio y septiembre se produjo un nuevo incremento de las necesidades de financiación de las sociedades, hasta el 7,1% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,4 pp por encima del dato de junio (véase cuadro 5). Esta misma evolución se observó en la brecha de financiación, indicador que aproxima los recursos necesarios para acometer la inversión real y financiera de carácter permanente, que creció hasta el 10,3% del PIB.

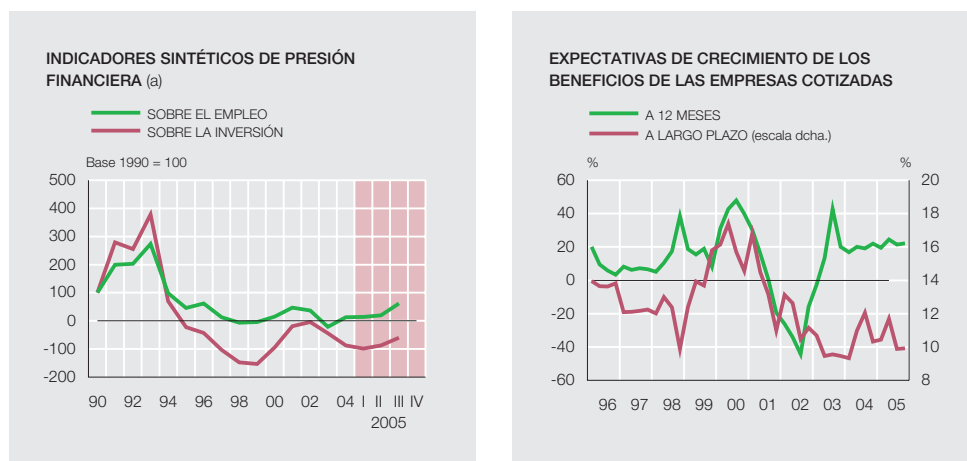
La nueva acumulación de recursos ajenos por parte de las empresas hizo que el endeudamiento agregado del sector y los pagos por intereses continuaran creciendo, hasta situarse,



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 2004 corresponden a la CNE, base 2000. En 2005 se utiliza una estimación provisional coherente con esta última base.
- b. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- c. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- d. Excluye *holdings*.
- e. Agregado de todas las empresas pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.

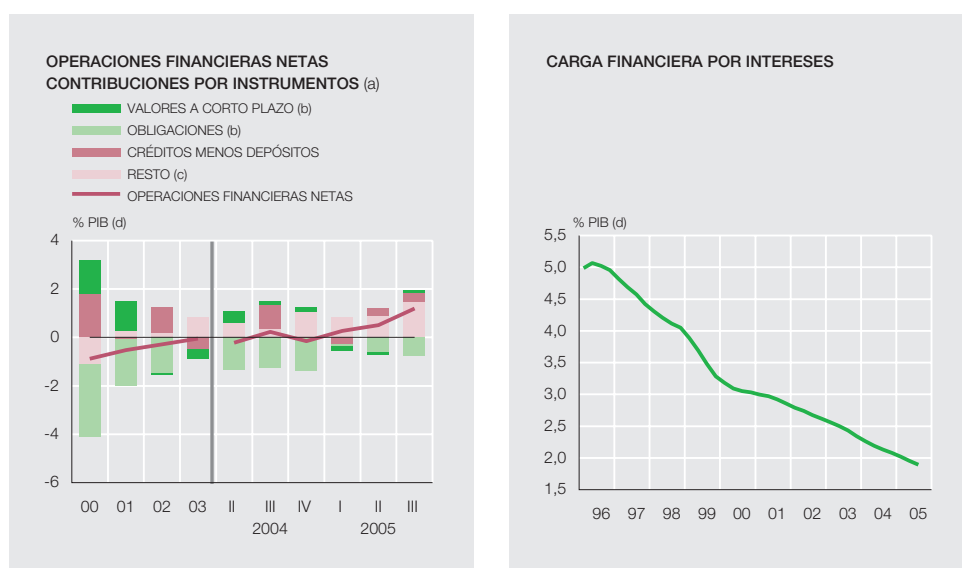
OTROS INDICADORES FINANCIEROS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

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

en septiembre, en el 440% y en el 18% del resultado económico bruto más los ingresos financieros, respectivamente (véanse gráficos 26 y 27). Por su parte, el resultado ordinario neto de las empresas colaboradoras con la CBT alcanzó una tasa de crecimiento del 9,7% durante los tres primeros trimestre del año, cifra que, aunque inferior al 15,7% que se registró en el mismo período del año anterior, fue suficiente para elevar las rentabilidades del activo neto (8,5%) y de los recursos propios (12,5%). Como resultado conjunto de los cambios en las variables anteriores, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre inversión y sobre empleo



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.

mostraron un ligero empeoramiento, si bien permanecen todavía en niveles reducidos (véase gráfico 28).

Por último, las expectativas de los analistas sobre el crecimiento de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas no mostraron variaciones significativas durante el cuarto trimestre, manteniéndose las de corto plazo en valores superiores a las de largo plazo.

#### 5.4 Las Administraciones Públicas

Entre julio y septiembre de 2005 el saldo de las operaciones financieras de las AAPP continuó, al igual que durante los trimestres anteriores del año, en valores positivos, de forma que el ahorro financiero del sector, en términos acumulados de doce meses, mejoró significativamente, hasta situarse en un nivel equivalente al 1,2% del PIB, frente al 0,5% de junio (véase gráfico 29).

Por instrumentos, las AAPP realizaron, en términos acumulados de doce meses, una emisión neta positiva de valores a largo plazo, que no fue compensada por la amortización neta de títulos a corto plazo. Al mismo tiempo, se produjo un aumento del saldo de sus depósitos, en relación con el mismo período del año anterior, y una compra, por parte de la Seguridad Social, de activos emitidos por el resto del sector, partida que no está consolidada en el gráfico 29, donde se recoge en la rúbrica resto. Por su parte, los pagos por intereses en relación con el PIB continuaron reduciéndose, como resultado, principalmente, del perfil decreciente de la ratio de endeudamiento, y se situaron por debajo del 2%.

#### 5.5 La posición financiera frente al exterior

En el tercer trimestre de 2005, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación continuó deteriorándose, hasta suponer, en términos acumulados de doce meses, el 6,2% del PIB, 0,2 pp por encima del dato de junio. Por sectores, esta evolución resultó de nuevo del incremento en las necesidades de financiación de las empresas no financieras y de los hogares, que no fue compensado por la mejoría en el ahorro de las AAPP.

% del PIB (a)	2002	2003	2004	2005		
				I TR	II TR	III TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-2,6	-3,0	-4,8	-5,5	-6,0	-6,2
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	13,0	12,9	12,0	13,1	12,7	15,0
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	3,3	0,7	3,4	3,4	2,6	1,7
Valores distintos de acciones	4,1	6,5	1,7	2,4	3,4	6,2
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	0,5	3,5	1,0	0,6	1,9	4,2
<i>Inversores institucionales (b)</i>	3,1	3,1	0,0	1,2	1,0	1,7
<i>Acciones y otras participaciones</i>	5,0	4,7	5,7	5,8	5,1	5,7
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	4,6	4,5	2,6	3,4	3,1	3,2
<i>Inversores institucionales (b)</i>	-0,1	1,1	1,0	1,0	0,6	0,9
Créditos	0,6	0,9	1,3	1,6	1,7	1,5
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	15,6	16,0	16,8	18,6	18,7	21,3
Depósitos	4,0	6,9	1,7	2,2	0,5	3,4
Valores distintos de acciones	4,3	5,3	12,2	12,6	15,1	14,3
<i>Instituciones financieras</i>	3,1	6,4	9,6	11,3	14,1	14,5
<i>Resto de sectores nacionales</i>	1,2	-1,1	2,6	1,4	1,0	-0,1
Acciones y otras participaciones	4,0	1,1	1,9	2,1	1,8	2,1
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	3,3	1,3	0,9	1,3	0,9	0,7
Créditos	3,3	3,2	1,5	2,1	2,0	2,2
Otros neto (c)	0,0	-0,6	-0,5	-0,5	-0,7	-0,8

FUENTE: Banco de España.

a. CNE, base 2000.

b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

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

La adquisición de activos exteriores por parte de los sectores residentes se situó en septiembre en el 15% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 2,3 pp más que en junio (véase cuadro 7). El dinamismo de estas inversiones vino determinado, en gran medida, por un notable aumento de las tenencias de valores distintos de acciones, que alcanzaron el 6,2% del PIB (frente al 3,4% del segundo trimestre), y cuya evolución resultó principalmente de las compras de deuda pública extranjera por parte de las instituciones financieras. Asimismo, el volumen invertido en acciones y otras participaciones en el exterior se incrementó, hasta suponer el 5,7% del PIB. Por el contrario, los fondos materializados en efectivo y depósitos descendieron en 0,9 pp, hasta el 1,7% del PIB.

El volumen de pasivos contraídos frente al resto del mundo alcanzó, en el tercer trimestre, el 21,3% del PIB, en términos acumulados de doce meses, frente al 18,7% registrado en junio. Las instituciones financieras siguieron desempeñando un papel central en la captación en el extranjero de los recursos necesarios para financiar las crecientes necesidades de fondos de nuestra economía. Las emisiones de valores distintos de acciones realizadas por dicho sector continuaron siendo el principal instrumento por el cual se canalizaron dichos flujos, con un volumen que ascendió en septiembre al 14,5% del PIB (0,4 pp por encima del trimestre precedente). Además, durante dicho período se produjo un aumento significativo de los depósi-

**ACTIVOS FINANCIEROS NETOS FRENTE AL RESTO DEL MUNDO (a)**  
**Datos del cuarto trimestre**

CUADRO 8

% del PIB (b)	2000	2001	2002	2003	2004	2005 (c)
Economía nacional	-26,1	-27,1	-30,0	-36,0	-42,1	-46,5
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-9,6	-10,6	-11,2	-13,6	-12,4	-11,2
Sociedades no financieras	-16,6	-17,7	-18,2	-21,2	-20,8	-20,2
Hogares e ISFLSH	6,9	7,0	6,9	7,6	8,4	9,0
Instituciones financieras	7,3	7,4	5,6	-1,3	-6,7	-14,0
Instituciones de crédito (d)	-11,9	-14,1	-14,3	-21,7	-22,9	-25,4
Inversores institucionales (e)	20,1	23,3	23,4	26,4	26,6	27,8
Resto de instituciones financieras	-0,9	-1,8	-3,4	-6,0	-10,4	-16,4
Administraciones Públicas	-23,7	-23,9	-24,4	-21,1	-23,0	-21,3

FUENTE: Banco de España.

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

b. CNE, base 2000.

c. Datos del tercer trimestre.

d. Definido según la 1.ª Directiva Bancaria.

e. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

tos realizados por no residentes, que crecieron en 2,9 pp respecto al dato de junio y supusieron el 3,4% del PIB.

De acuerdo con la Balanza de Pagos, entre enero y octubre de 2005 la inversión directa neta del exterior en España continuó siendo negativa, aunque en menor medida que durante el mismo período del año anterior (-7,5 mm, frente a -12,4 mm). Esta evolución resultó de un aumento del 26,4% en los flujos de entrada y de un descenso del 11,2% en los de salida.

Finalmente, la posición deudora de la economía española frente al exterior experimentó un nuevo deterioro y se situó en septiembre en el 46,5% del PIB (véase cuadro 8). Por sectores, esta evolución resultó del notable incremento en el saldo deudor de las instituciones financieras, que no pudo ser compensado por la mejoría del resto de sectores.

27.1.2006.