

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

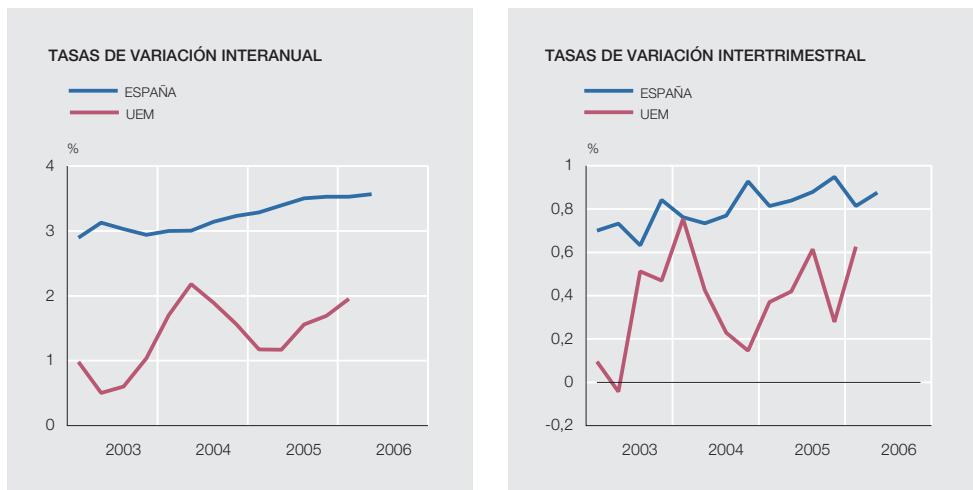
## 1 Rasgos básicos

El ritmo de crecimiento de la economía española sigue caracterizándose por un notable dinamismo. Durante el primer trimestre de 2006, la lenta desaceleración que venía registrando la demanda nacional a lo largo de 2005 llegó a frenarse casi por completo —al crecer un 4,7% en tasa interanual, según los datos de la CNTR—, igual que la mejora que venía registrando la aportación contractiva de la demanda exterior neta, lo que mantuvo el ritmo de avance del PIB en el 3,5%. En términos generales, la información recibida para el segundo trimestre de 2006 retoma la tónica observada en 2005, estimándose una ligera desaceleración del gasto interior, basada fundamentalmente en la evolución del consumo, junto con una corrección adicional de la aportación de la demanda exterior, apoyada en la recuperación que han experimentado las exportaciones en la primera parte de 2006, tras los malos resultados del pasado año. Se estima que la aportación negativa de la demanda externa se habría reducido desde -1,5 puntos porcentuales (pp) en el primer trimestre, hasta -1,2 pp en el segundo, de manera que el avance interanual del PIB habría alcanzado una tasa del 3,6%, una décima por encima de la registrada en los tres trimestres anteriores (véase gráfico 1). En términos de tasas intertrimestrales, el crecimiento del PIB en el segundo trimestre se estima en un 0,9%.

Dentro de la demanda nacional, cabe destacar —junto con la ligera moderación del consumo privado, que habría crecido en torno al 3,8%— el dinamismo de la inversión en equipo, que habría tendido a reforzarse en el segundo trimestre de 2006 hasta tasas próximas al 8,5%, mientras que la inversión en construcción ha mantenido un ritmo de avance más inercial, por encima del 5,5%. Por el lado de la oferta, la recuperación de las exportaciones y el avance sostenido de la inversión en equipo han tenido su contrapartida en una tendencia al alza de la actividad en la industria, que viene observándose desde la segunda mitad de 2005, mientras que la construcción y los servicios han registrado aumentos importantes, dentro de una ligera suavización de sus tasas de crecimiento en este trimestre. Aunque la recuperación de la industria no se ha transmitido en la misma medida al empleo del sector, la generación de puestos de trabajo ha seguido situada en torno al 3%, concentrada, sobre todo, en las actividades menos expuestas a la competencia. Por su parte, el IPC finalizó el segundo trimestre con una tasa interanual del 3,9%, similar a la registrada tres meses antes, en un contexto de subidas importantes del precio de la energía y de notable persistencia de la inflación subyacente en torno a tasas del 3%.

La fuerte subida de los precios del petróleo constituye la mayor fuente de riesgos sobre un panorama económico internacional que conserva un gran dinamismo. Tanto en el caso de Estados Unidos como en el de China, los principales motores de la expansión mundial, las cifras del primer trimestre revelaron un repunte del crecimiento, que en el caso de China parece haberse acentuado en los meses posteriores, consolidando tasas de dos dígitos. En el caso de la economía norteamericana, sin embargo, se han observado síntomas de cierta desaceleración en el segundo trimestre, centrados en la evolución del gasto de los hogares. En el resto de áreas económicas, comenzando por las economías europeas y asiáticas, incluido Japón, el crecimiento también se reforzó en los primeros meses del año, si bien la zona del euro y el Reino Unido mantienen ritmos de avance notablemente más moderados que el resto. En Latinoamérica, por último, se observan tasas de crecimiento más equilibradas entre los diferentes países, dentro de una tendencia ascendente.

En este contexto expansivo, y con el trasfondo de una creciente conflictividad en Oriente Medio, los precios del petróleo han alcanzado nuevos máximos, que ocasionalmente han rozado

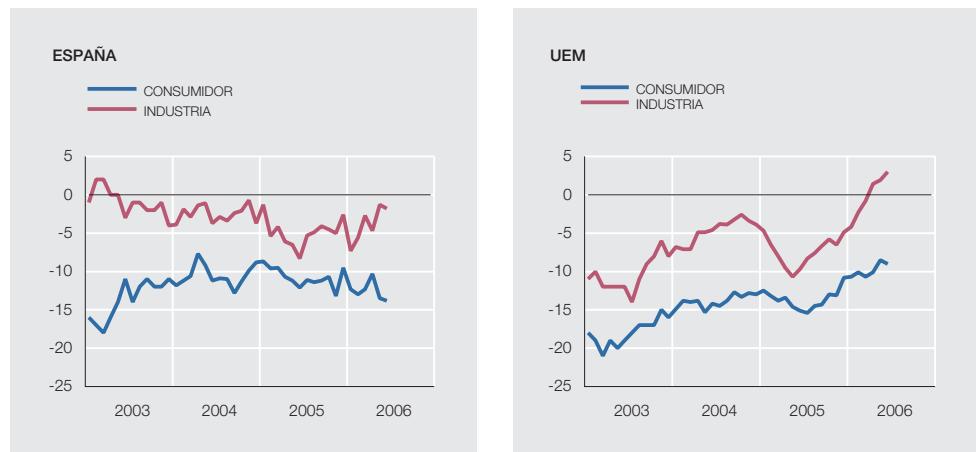


FUENTES: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

los 78 dólares por barril para el crudo Brent en el mes de julio, si bien los precios de futuros han incorporado estos aumentos con menor intensidad que en el pasado. Las tasas de inflación han reflejado el encarecimiento de la energía de forma generalizada, y en algunos casos, como en Estados Unidos, comienza a detectarse un cierto traslado a la inflación subyacente. Cabe esperar, por tanto, que las autoridades monetarias continúen atenuando el tono expansivo de sus políticas, si bien en el caso de Estados Unidos la corrección ha sido ya sustancial. Hay que mencionar también el inicio de un proceso de endurecimiento de la política monetaria en Japón, tras seis años de política de tipo de interés cero. Los mercados financieros, por su parte, tras experimentar algunos episodios de turbulencias en mayo y junio, caracterizados por una preferencia por los activos de superior calidad, han retorna a pautas de mayor estabilidad en las últimas semanas. En conjunto, la situación del mercado del petróleo y los elementos geopolíticos que la rodean continúan siendo las principales fuentes de incertidumbre sobre un panorama claramente positivo para la economía mundial, en tanto que una eventual corrección desordenada de los desequilibrios mundiales se configura como un factor relevante más a medio y largo plazo.

En la zona del euro, la información más actualizada sobre la evolución de la actividad en el segundo trimestre es coherente con la continuación de la fase de mayor dinamismo observado en los trimestres anteriores. Cabe esperar que la tasa de crecimiento del PIB se haya mantenido en cotas similares, o incluso algo mayores, que la experimentada en los primeros meses del año, cuando avanzó un 2% interanual (0,6% intertrimestral). La fortaleza de la actividad sigue estando sustentada por la evolución de las exportaciones, que se benefician del crecimiento económico mundial, y por la inversión, en un contexto de condiciones financieras aún propicias y de balances empresariales saneados. Además, la mejora gradual de la confianza de los consumidores y las señales de mayor vigor en el mercado de trabajo podrían traducirse en un avance algo más sostenido del consumo privado en los próximos meses. Por ello, las perspectivas para los próximos trimestres son compatibles con un escenario central en el que la actividad seguiría evolucionando a tasas próximas al crecimiento potencial del área. No obstante, la subida del IVA en Alemania, prevista para enero de 2007, puede generar alguna distorsión en el patrón temporal de avance del producto de la zona, en la medida en que algunas decisiones de gasto previstas para el año próximo se adelanten a los meses finales de 2006.



FUENTE: Comisión Europea.

En los meses más recientes, la inflación en la zona del euro ha seguido una trayectoria marcada por los avances de los componentes más variables, que la han impulsado por encima del 2%, nivel por debajo del cual se define la estabilidad de precios en el medio plazo. Sin embargo, las presiones inflacionistas subyacentes continúan siendo moderadas, y la evidencia de traslación de las alzas de los precios del petróleo a otros precios, muy incipiente. Además, los indicadores muestran que los salarios siguen creciendo a tasas en torno al 2%, sin que se perciban efectos de segunda ronda por la subida del precio del petróleo. No obstante, no cabe descartar que el actual contexto de fortalecimiento de la actividad termine estimulando, en alguna medida, las demandas salariales para compensar la pérdida de poder adquisitivo. A ello se une, además, la incertidumbre sobre los efectos que pueda tener el alza del IVA en Alemania sobre la inflación del área. En conjunto, se mantiene la percepción de que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo permanecen inclinados al alza, lo que, en un contexto de fortalecimiento de la actividad, condujo al Consejo de Gobierno del BCE a decidir un aumento de los tipos de interés oficiales de 25 puntos básicos (pb) en junio, el tercero desde diciembre de 2005. Tras su reunión de principios de julio, el Consejo de Gobierno continuó apuntando a la existencia de riesgos para la estabilidad de precios y su intención de extremar la vigilancia sobre estos aspectos.

Tras los progresos en la consolidación presupuestaria realizados en 2005, la fase de mayor dinamismo de la actividad brinda la oportunidad de hacer un esfuerzo adicional para situar las finanzas públicas europeas en una senda de mayor sostenibilidad, oportunidad que no debería ser desperdiciada, como ocurrió en la fase de bonanza económica que tuvo lugar al comienzo de la década actual. Sin embargo, las previsiones de primavera de la Comisión Europea indican que no se prevén cambios en la ejecución de los planes presupuestarios en el presente ejercicio, de forma que el déficit público del conjunto del área se situaría en el 2,4% del PIB. Ello implica que, a nivel agregado, ni siquiera se cumplirían los objetivos —poco ambiciosos, en sí mismos— de los Programas de Estabilidad, que suponían un déficit del 2,3% del PIB. Debe tenerse en cuenta, además, que los Programas se elaboraron antes de conocer que el déficit de 2005 ha sido medio punto porcentual inferior al que se estimaba antes de acabar el año, y que, por tanto, el mantenimiento de los objetivos para 2006 supone una relajación adicional de la política fiscal.

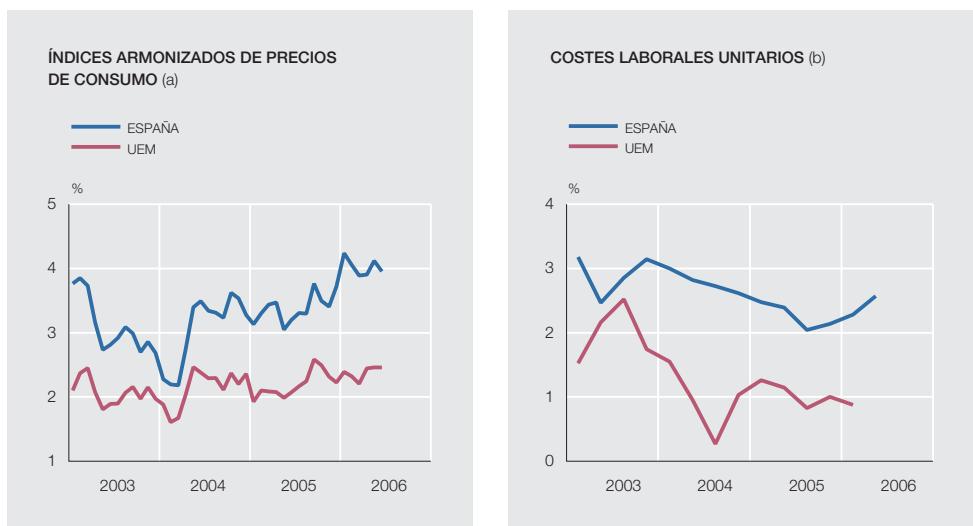
Como se mencionaba al inicio de este Informe, en el contexto expansivo que caracteriza a la economía global, y en particular —aunque con menor velocidad— a la zona del euro, la eco-

nomía española ha mantenido un dinamismo elevado –incluso algo mayor que el trimestre previo–, apoyado, en parte, en la propia fortaleza del comercio mundial, que se está transmitiendo a las exportaciones en mayor medida que el año pasado. Junto con la recuperación de las exportaciones, el avance sostenido de la inversión en equipo y la tendencia al alza de la actividad en la industria constituyen los elementos más novedosos en la prolongación de la fase expansiva y en los que se puede basar un cierto reequilibrio entre los factores que la están sosteniendo. No obstante, el patrón de la expansión sigue caracterizado por el elevado ritmo de avance del gasto de las familias y, en general, de la inversión en construcción. De esta forma, la demanda interna sigue constituyendo el soporte fundamental del crecimiento y, a pesar de la moderación estimada en el segundo trimestre, su ritmo de crecimiento se sitúa en torno al 4,5%. Frente a ello, como ya se ha mencionado, la demanda exterior sigue ejerciendo una detacción notable sobre el crecimiento, a la que contribuye con fuerza el empuje de las importaciones.

A pesar de la desaceleración que apunta la información disponible, se estima que el consumo de los hogares mantuvo en el segundo trimestre ritmos de crecimiento elevados, ligeramente inferiores al 4%, y, como viene ocurriendo desde hace varios ejercicios, superiores a la renta disponible de las familias, que mantiene tasas de avance real en el entorno del 3%. A ello se añade el aumento de la inversión residencial, que registra tasas al menos similares a las observadas en 2005 (un 6% en media anual), según muestran los datos de la CNTR del primer trimestre. Este elevado dinamismo del gasto está sustentado en la creación de empleo y en la holgura de las condiciones financieras, que solo se ha moderado parcialmente tras las recientes subidas de los tipos de interés. Además, a pesar de la desaceleración que han confirmado los datos del segundo trimestre, el precio de la vivienda –otro soporte importante del gasto de los hogares– mantiene una dinámica elevada. Desde el punto de vista de su situación financiera, los hogares han seguido acudiendo al crédito para financiar su gasto, de forma que la financiación recibida por este sector sigue creciendo a ritmos superiores al 20%, y tanto el endeudamiento como la carga financiera asociada han continuado aumentando. Por tanto, el colchón de seguridad de que disponen las familias para absorber perturbaciones adversas sin que se vean negativamente afectadas sus decisiones de gasto ha vuelto a reducirse.

Por su parte, el mayor dinamismo que ha alcanzado la inversión en equipo es síntoma de la recuperación que ha experimentado la inversión empresarial en los cuatro últimos trimestres, y que se ha reflejado también en la aceleración experimentada por la financiación dirigida a este sector, que ha crecido a un ritmo superior al 24% en el primer trimestre, por encima de la recibida por las familias. Sin duda, la mejora del panorama económico internacional, y en particular de la zona del euro, ha contribuido a esta recuperación de la inversión, que sigue beneficiándose de unas condiciones financieras muy holgadas. No obstante, el elevado dinamismo de los recursos ajenos se está traduciendo en un incremento del endeudamiento y de la carga financiera asociada, evolución que, de mantenerse en el futuro, podría limitar la capacidad de expansión del gasto del sector.

Los flujos de comercio exterior registraron una importante recuperación en los primeros meses de 2006, que, con alguna distorsión debida a factores de calendario, parece haberse mantenido en el segundo trimestre, aunque con tasas de variación más reducidas que en el primero. Las importaciones de bienes han mostrado aumentos algo superiores a los observados en 2005, impulsadas por el dinamismo estimado para la inversión en equipo y por la propia recuperación de las exportaciones. La evolución de estas últimas parece confirmar que los malos resultados del pasado año –en el que las ventas al exterior prácticamente se estancaron, en términos reales– fueron debidos, en parte, a factores extraordinarios. En 2006, y apoyadas en la recuperación europea, las ventas al exterior han retornado a ritmos de avance



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

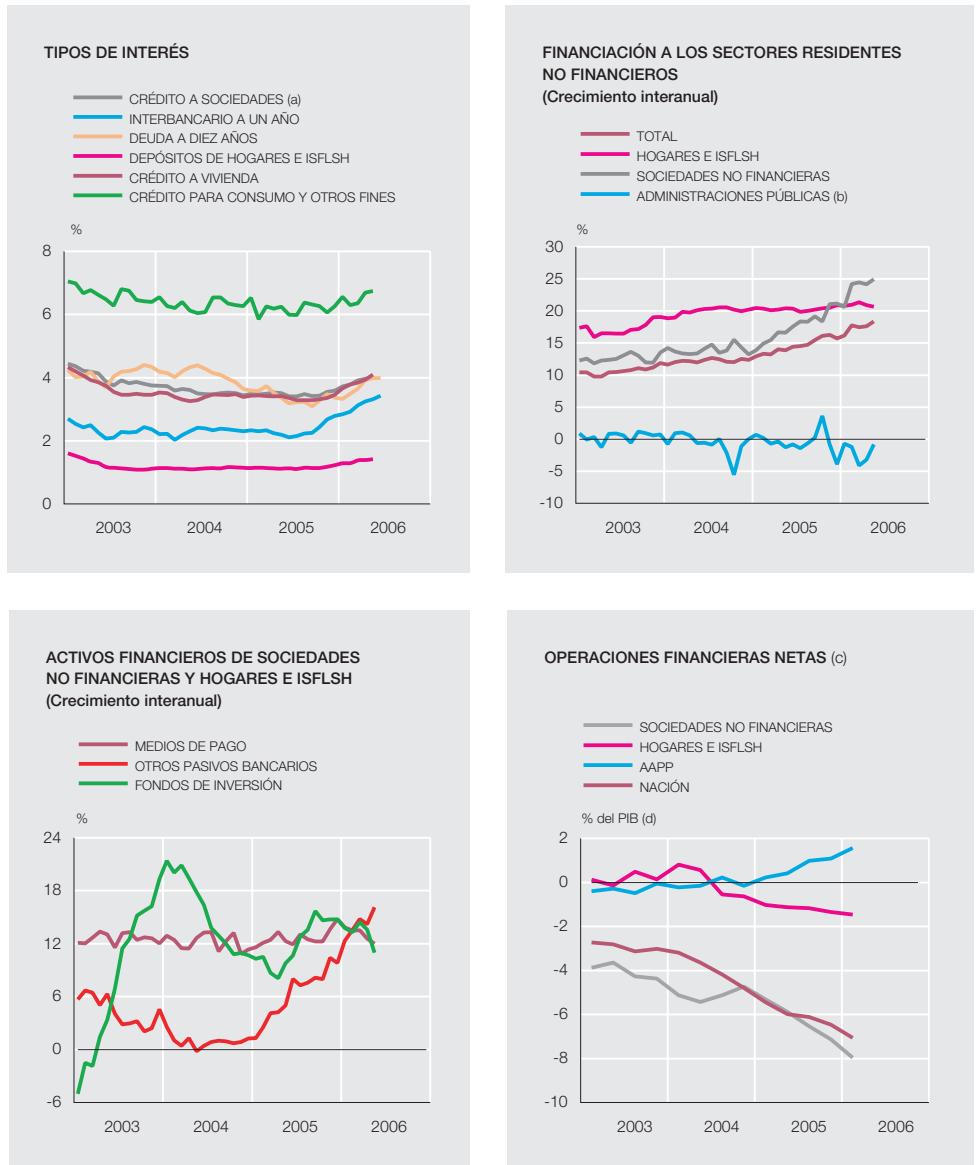
a. Tasas de variación interanual.

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

más próximos a los de los mercados, aunque todavía algo inferiores, en un contexto en el que se siguen observando diferenciales positivos de crecimiento de los precios y los costes. Por su parte, tras el notable retroceso experimentado por el turismo en los primeros meses del año, los diferentes indicadores apuntan a una recuperación de una cierta intensidad en el segundo trimestre. En conjunto, como se ha señalado, se estima que la demanda exterior neta redujo su contribución negativa al crecimiento en unas tres décimas de punto porcentual en el segundo trimestre. A pesar de ello, y de que cabe esperar que esta mejora se mantenga en lo que resta de año, el déficit exterior español ha seguido incrementándose, apuntando hacia un nuevo deterioro de este desequilibrio en el conjunto del año.

Como ya se ha apuntado, a pesar de que la actividad industrial ha experimentado una clara recuperación desde mediados de 2005, la evolución del empleo en esta actividad ha seguido caracterizada por una notable atonía, de forma que las fuentes de generación de puestos de trabajo han seguido siendo la construcción y los servicios. Aunque ello ha supuesto una clara recuperación de la productividad industrial, en los sectores menos expuestos a la competencia se siguen observando avances muy reducidos —incluso retrocesos— de la productividad observada, que se transmiten a nivel agregado. Como se ha señalado en otras ocasiones, estas reducidas ganancias de productividad responden en parte a efectos composición sobre el empleo, pero, en parte también, son una consecuencia genuina de la relativa moderación experimentada por los costes laborales, cuando se compara su evolución con los precios internos.

Por lo que se refiere a los costes laborales, los salarios han tendido a repuntar en la primera parte del año 2006, como indica la evolución de la remuneración por asalariado en la economía de mercado, que registró un incremento del 2,4% en el primer trimestre, cuatro décimas más que en el trimestre anterior. A pesar de este repunte, que recoge el efecto de la activación de las cláusulas de revisión salarial de 2005, el incremento de las remuneraciones se encuentra por debajo de los incrementos pactados en convenios colectivos, situados por encima del 3%, como consecuencia de los cambios en la composición del empleo que se están produciendo. En cualquier caso, el mayor crecimiento de los salarios se ha transmitido a los costes



FUENTE: Banco de España.

- a. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.
- b. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- c. Datos acumulados de cuatro trimestres.
- d. CNE Base 2000.

laborales unitarios, en un contexto de bajo dinamismo de la productividad, lo que, unido a la ampliación de márgenes que sigue impulsando el elevado crecimiento de la demanda interna y al persistente encarecimiento del petróleo, está contribuyendo a mantener una tasa de inflación relativamente elevada. En términos del IPC, el incremento interanual de los precios se ha mantenido en niveles próximos al 4% en el conjunto del primer semestre —un 3,9% en junio—, por encima de los niveles alcanzados a finales de 2005. Cabe señalar que tras este crecimiento está no solamente el comportamiento alcista de los componentes más variables, sino también un nivel más elevado de la inflación subyacente, que se ha colocado en tasas del 3% en la primera mitad del año. En estas condiciones, el diferencial de inflación con la zona del euro se ha mantenido en torno a los 1,5 pp.

En definitiva, la fuerte presión de la demanda sigue impulsando un elevado dinamismo del producto y del empleo, a la vez que la interacción de la expansión del gasto con las rigideces que persisten en el funcionamiento de la economía tienden a sostener la tasa de inflación y los riesgos que la acompañan. Riesgos que, en el plano financiero, se manifiestan en la tendencia al creciente endeudamiento. En estas circunstancias, es necesario que las políticas económicas refuercen su papel en la contención de las presiones de demanda y en la ampliación de la capacidad de respuesta de la oferta de la economía. En el ámbito de la política presupuestaria, la información recibida apunta a una ejecución que permitiría mejorar los planes incorporados en el Programa de Estabilidad, en la dirección requerida para paliar los riesgos que plantea el empuje de la demanda.

En relación con las actuaciones por el lado de la oferta, cabe destacar los pasos dados en la implementación de algunas reformas a lo largo del último trimestre. Así, se ha adoptado un conjunto de medidas de reforma del mercado de trabajo, que entraron en vigor el pasado 1 de julio (Real Decreto Ley 5/2006, de 9 de junio, para la mejora del crecimiento y el empleo), y se ha firmado un Acuerdo entre los agentes sociales, en el mes de julio, que contiene medidas en materia de Seguridad Social. La reforma del mercado laboral está orientada a desincentivar la contratación laboral de carácter temporal, pero constituye un paso muy tímido en la corrección de la dualidad que persiste en el mercado de trabajo, pues apenas modifica algunos de los incentivos que llevan a los empresarios a utilizar la contratación temporal como principal mecanismo de flexibilidad en el ajuste del empleo. Las medidas acordadas en materia de Seguridad Social tienen un alcance limitado y suponen un aplazamiento de las principales reformas pendientes para materializar los compromisos del Pacto de Toledo, aunque cabe destacar aquellas que se dirigen a prolongar la vida laboral, pues pueden contribuir a utilizar de forma más eficiente la fuerza de trabajo disponible y resultan adecuadas desde el punto de vista del proceso futuro de envejecimiento de la población.

## 2 Entorno exterior del área del euro

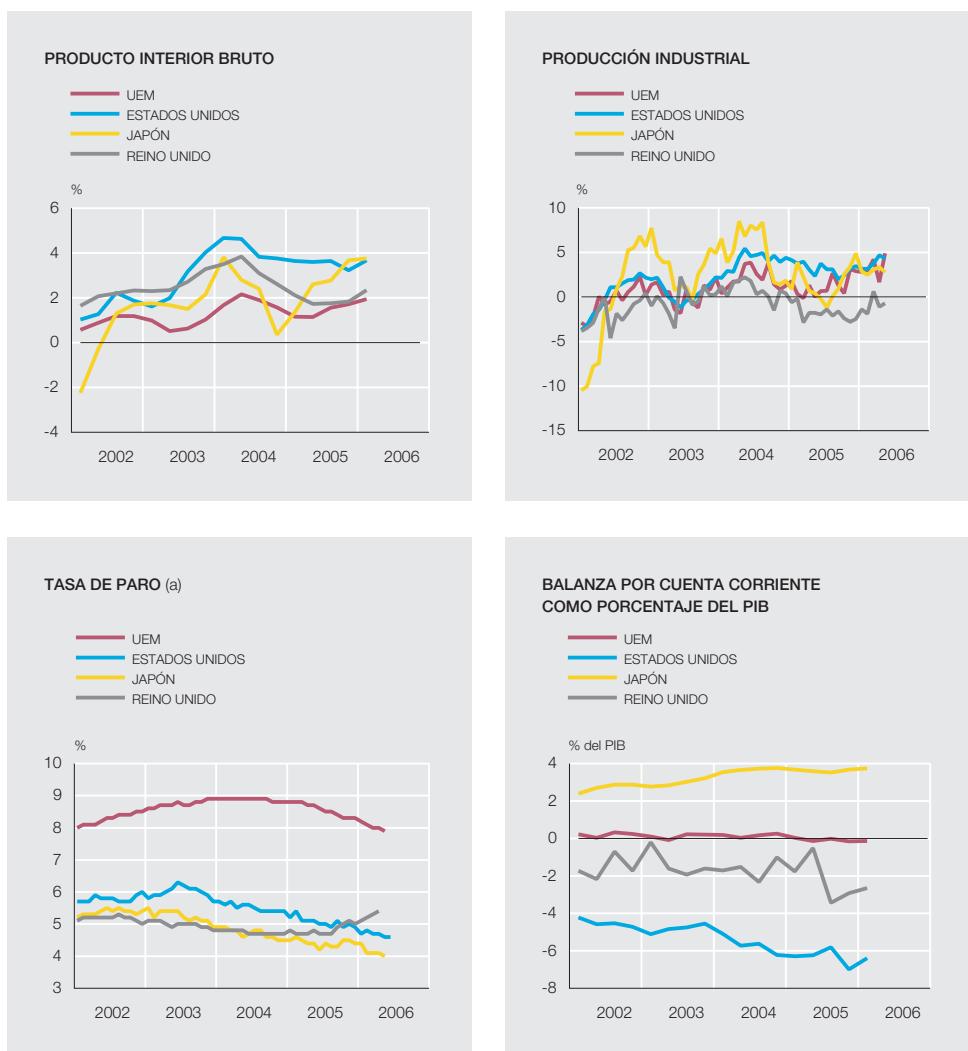
Los rasgos más destacables de la evolución económica y financiera en el entorno exterior del área del euro entre los meses de abril y julio fueron, en primer lugar, la aparición de algunos síntomas de desaceleración del crecimiento de la economía estadounidense, todavía incipientes, acompañados por un moderado empeoramiento en las tasas de inflación; en segundo lugar, la elevación de los tipos de interés oficiales del Banco de Japón, hasta el 0,25%, por primera vez en seis años y, en tercer lugar, el aumento de la volatilidad en los mercados financieros, que afectó negativamente entre los meses de mayo y junio a aquellos activos de mayor riesgo, como las bolsas, los mercados emergentes y las materias primas, si bien posteriormente se ha producido cierta recuperación.

En la esfera financiera internacional, la Reserva Federal volvió a elevar el tipo de interés oficial en 25 pb en junio, hasta el 5,25%, en un contexto de mayor incertidumbre que en el pasado reciente respecto al riesgo de un posible repunte de la inflación —en parte, debido a los elevados precios del petróleo—, así como el asociado a la posibilidad de una desaceleración del crecimiento más intensa, ante la debilidad mostrada por algunos indicadores. En los mercados cambiarios, el dólar osciló entre 1,29 y 1,25 unidades por euro, con episodios de apreciación por las turbulencias en los mercados financieros entre mayo y junio, y por las tensiones en Oriente Próximo a mediados de julio. Los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos se situaron en el entorno del 5,10%, mientras que las bolsas y los diferenciales de los bonos corporativos de alta rentabilidad registraban cierta recuperación en julio, tras las pérdidas de mayo y junio. El precio del petróleo registró un nuevo aumento, cercano al 10% entre abril y julio, y llegó a superar los 78 dólares por barril en la tercera semana de julio, lo que supuso un nuevo máximo histórico. Su evolución en los últimos meses ha venido condicionada principalmente por problemas de oferta, dada la intensificación de los riesgos geopolíticos en Oriente Medio, que vino a sumarse al aumento de demanda propiciado por el comienzo de la temporada estival.

En *Estados Unidos*, según el primer avance de la Contabilidad Nacional, la actividad se expandió en el segundo trimestre de 2006 a una tasa anualizada del 2,5%, frente a la fuerte expansión del primer trimestre (5,6% en tasa trimestral anualizada). Esta ralentización respondería a la moderación del consumo, cuya evolución reciente parecería haber acusado la elevación del precio de la gasolina y los primeros signos incipientes de enfriamiento en el mercado inmobiliario, si bien de momento no se ha traducido en una recomposición del ahorro de las familias (-1,7% sobre la renta disponible en mayo). También el mercado laboral mostró signos de debilidad, pues la creación de empleo tanto en abril como en mayo y junio se situó significativamente por debajo de la media de los últimos trimestres. Con todo, la tasa de paro cayó hasta situarse en el 4,6%, y el tono positivo de otros indicadores, como las solicitudes de prestaciones por desempleo y el número de horas trabajadas, matizó la impresión de debilidad. Además, el crecimiento sostenido de la producción industrial en el conjunto del trimestre confirmó que la ralentización del consumo estaría afectando más directamente a las importaciones que a la producción interior. La utilización de la capacidad instalada se elevó en junio hasta el 82,4%, más de dos puntos por encima de su media de largo plazo, mientras que el crecimiento de los salarios se aceleró en junio hasta el 3,9% interanual, lo que suscitó cierta preocupación por la posibilidad de alguna traslación inflacionista, en un contexto de elevación moderada de los precios de consumo y de su componente subyacente en los tres últimos meses. En este sentido, el deflactor del consumo personal creció un 3,3% interanual en mayo —dos décimas por encima del registro de abril—, mientras que la tasa subyacente

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS  
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5

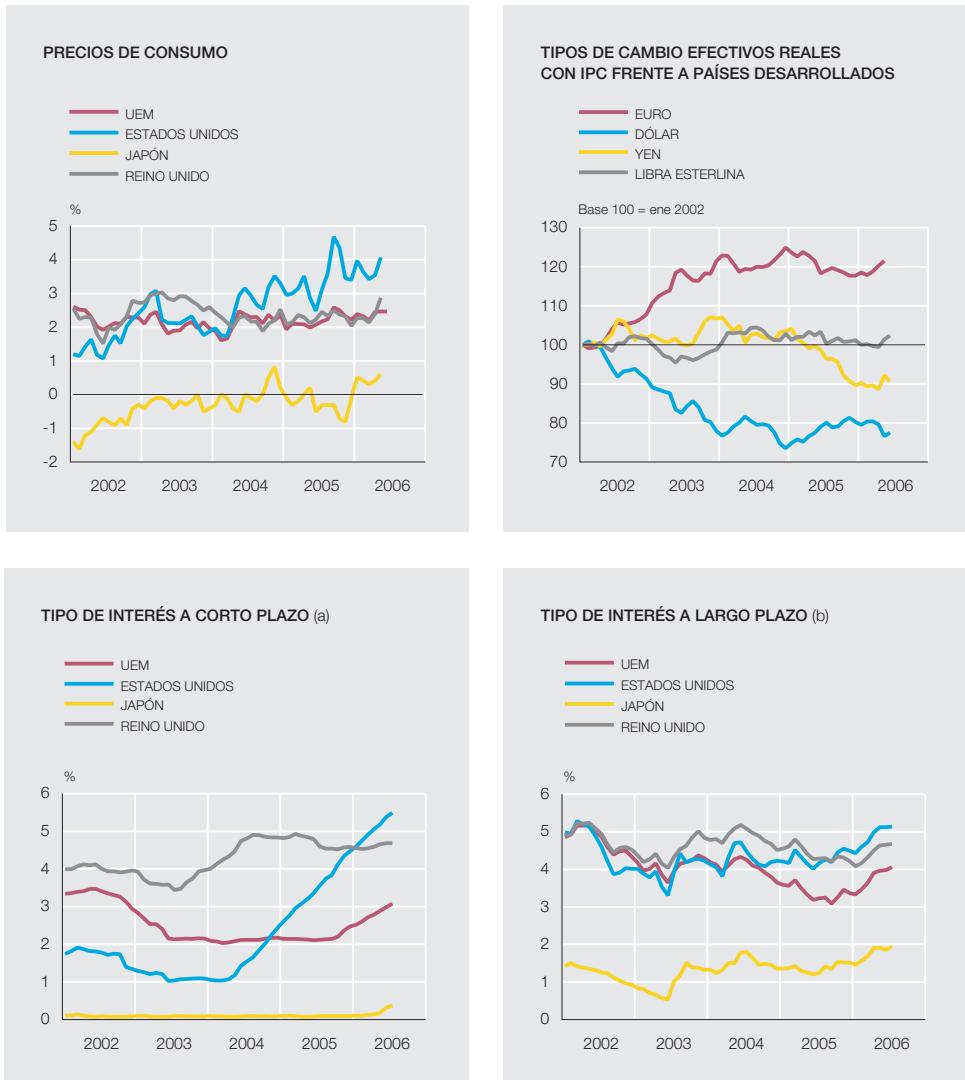


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

se mantuvo estable en el 2,1%, nivel considerado como relativamente elevado. Por su parte, el índice de precios de consumo repuntó más de lo esperado nuevamente en junio, situándose la tasa subyacente en el 2,6% interanual, desde el 2,4% de mayo. Sin embargo, las expectativas de inflación medidas por las encuestas a los consumidores y el diferencial entre los bonos nominales y los indiciados a la inflación no reflejaron cambios sustanciales. Desde la vertiente exterior, destacan la positiva evolución de las exportaciones y la moderación del crecimiento de las importaciones, que permitieron compensar el aumento del coste de los productos energéticos y estabilizar el déficit comercial, si bien en niveles aún elevados. De esta forma, y pese a que el saldo de la balanza de rentas recuperó el signo positivo, el déficit por cuenta corriente durante el primer trimestre de 2006 aumentó una décima, hasta el 6,4% del PIB.

En Japón, la actividad del segundo trimestre de 2006 mantuvo un elevado dinamismo, aunque aparentemente algo inferior al del primero, a juzgar por una cierta atonía en los indicadores de consumo privado, que contrastan con el vigor mostrado por los de inversión. El Banco de Japón elevó a mediados de julio el tipo de interés oficial, que había permanecido cercano



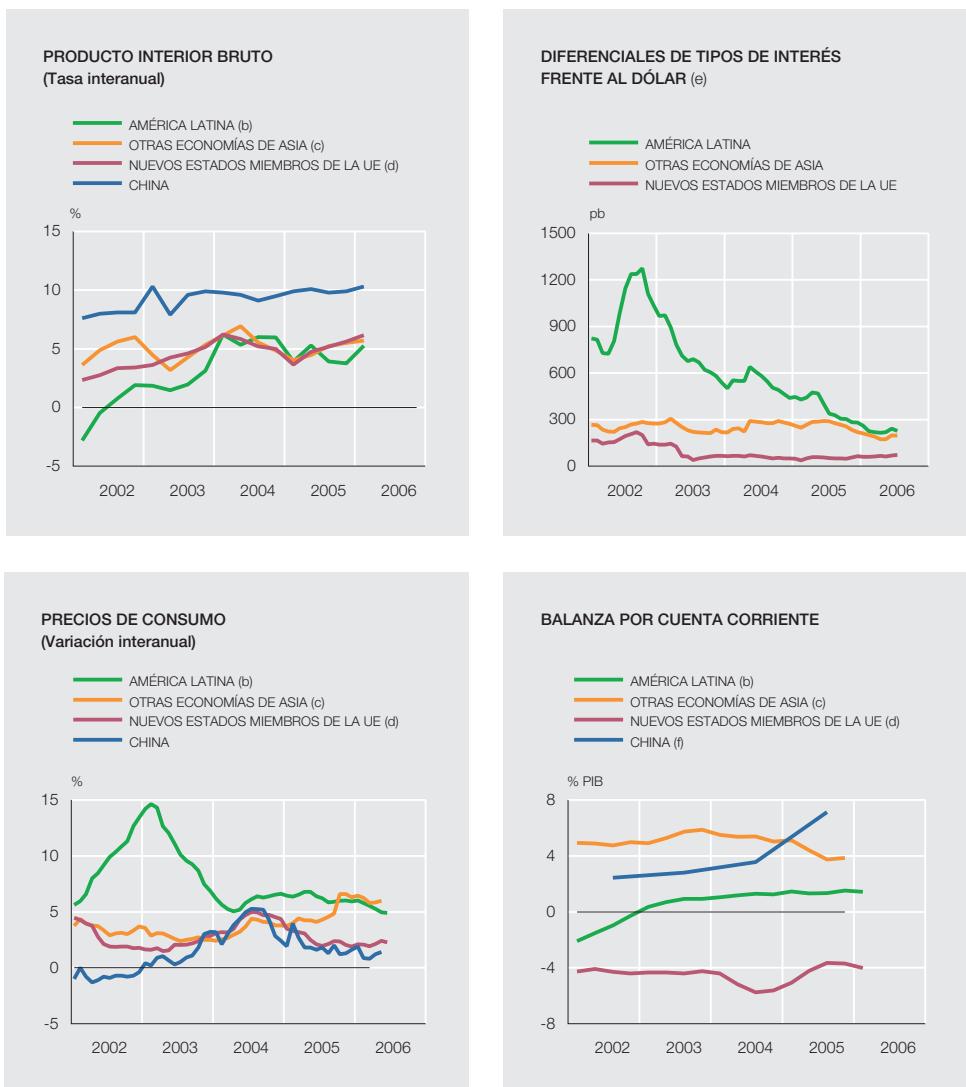
FUENTE: Banco de España.

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

al 0% desde marzo de 2001, hasta el 0,25%, refrendando así unas perspectivas favorables para la actividad y el alejamiento del riesgo de vuelta a la deflación. En el ámbito de la oferta, la encuesta Tankan de confianza industrial del segundo trimestre fue nuevamente positiva —en particular, las perspectivas para el gasto en inversión—, mientras que la producción industrial y los pedidos de maquinaria registraban una nueva aceleración en sus tasas de crecimiento interanuales. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor de junio se recuperaron, y la confianza del consumidor se redujo por segundo mes consecutivo en junio, aunque se mantuvo en niveles elevados. El mercado laboral continuó mostrando un notable empuje, situándose la tasa de paro en junio en el 4,2% de la población activa, mientras que la remuneración nominal de los asalariados se aceleró moderadamente. En el ámbito externo, el repunte de las exportaciones favoreció una mejora del superávit comercial en el mismo mes, que interrumpe así su proceso de deterioro del último año. Los precios de consumo registraron en junio un aumento del 1% interanual en el índice general, manteniéndose en el 0,6% la inflación subyacente, lo que afianza la suave tendencia al alza iniciada por estos hace medio año. Por su parte, los precios al por mayor repuntaron hasta el 3,3% interanual en junio.

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

GRÁFICO 7



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

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

En el *Reino Unido*, el crecimiento del PIB del segundo trimestre (primera estimación) fue del 0,8% trimestral y del 2,6% interanual. Algunos de los indicadores del segundo trimestre, como los de los índices de gestores de compras (PMI, por sus siglas en inglés), experimentaron un importante repunte en junio, coherente con una reactivación del ritmo de crecimiento en el segundo trimestre respecto al primero. Esta reactivación también se reflejó en el dinamismo de las importaciones, que provocó un aumento del déficit comercial hasta los 4.400 millones de libras en mayo. En el mercado laboral, la creación de empleo no alcanzó a compensar la evolución de la tasa de actividad, lo que elevó moderadamente la tasa de desempleo, hasta el 5,4% en mayo. Los precios de consumo crecieron un 2,5% interanual en junio, tres décimas más que en mayo, debido a la aceleración de los precios energéticos y de otras partidas menos volátiles. El Banco de Inglaterra mantuvo los tipos de interés inalterados en el 4,5%.

El PIB se aceleró en el primer trimestre en casi todos los nuevos *Estados miembros de la UE*, con una tasa promedio del 6,1% interanual, superior al 5,4% del trimestre anterior, gracias al mayor dinamismo de la demanda interna, que compensó la menor aportación del sector exterior. Los indicadores de actividad y de demanda del segundo trimestre de 2006 mantuvieron un tono positivo. Las tasas de inflación registraron un aumento generalizado, por el alza de los precios de la energía y de los alimentos, aunque persiste una notable variabilidad entre países. Pese al repunte de los precios, los tipos de interés oficiales se mantuvieron estables en la mayoría de los países, con las excepciones de Hungría y Eslovaquia, donde aumentaron por la revisión al alza de las expectativas de inflación y, en el caso de Hungría, por las tensiones en los mercados financieros, ante el deterioro de las finanzas públicas. De hecho, a comienzos de junio el gobierno húngaro revisó al alza la previsión de déficit público para 2006, desde el 6,1% al 9,5% del PIB. Para el resto de países, es probable que se cumplan los objetivos fiscales para 2006, que prevén una disminución generalizada de los déficits públicos. En los meses de mayo y junio, las turbulencias en los mercados financieros internacionales empeoraron las perspectivas económicas de Turquía, debido a la elevada vulnerabilidad de su deuda pública y a otros factores internos, como el deterioro del déficit por cuenta corriente y de la inflación. Desde mediados de junio, el banco central de Turquía endureció el tono de la política monetaria e intervino en los mercados de divisas. En el ámbito institucional, tras el análisis de los informes de convergencia de Eslovenia y Lituania elaborados por el BCE y la Comisión Europea, el Consejo de la UE aprobó la entrada de Eslovenia en el área del euro el 1 de enero de 2007, mientras que Lituania deberá esperar, al no cumplir el criterio de estabilidad de precios.

En Asia, el crecimiento del PIB de China en el segundo trimestre fue de un 11,3%, lo que confirma un significativo repunte de la actividad respecto al ya elevado crecimiento del trimestre anterior, así como la persistencia de riesgos de sobrecalentamiento de la economía. La oferta monetaria aumentó su ritmo de crecimiento en el trimestre —ya lejos del objetivo oficial—, al igual que el crédito interno, a pesar de la moderada subida de los tipos de interés oficiales sobre préstamos, del endurecimiento de las condiciones de financiación hipotecaria y de la subida del coeficiente de reservas bancarias. El tipo de cambio del renminbi se apreció únicamente un 0,3% respecto al dólar en el trimestre. Los precios de consumo registraron una progresiva aceleración en el trimestre, hasta el 1,5% interanual en junio, al igual que los de producción, que se situaron en el 3,5% interanual. El superávit comercial se amplió hasta los 38 mm de dólares en el trimestre, un 63% por encima del año anterior. Sin embargo, los flujos de entrada de inversión extranjera directa continuaron desacelerándose. En la India, el PIB del primer trimestre se aceleró hasta un 9,3% interanual, impulsado por la fortaleza de la demanda interna y por un crecimiento del crédito bancario muy elevado, en el entorno del 30% interanual. En el resto de Asia, la actividad económica mantuvo un tono dinámico, gracias a la positiva evolución de las exportaciones y a la demanda interna en la mayor parte de los países. La inflación tendió a aumentar ligeramente en el segundo trimestre, debido al alza de los precios de la energía, lo que dio lugar a cierto endurecimiento de las políticas monetarias.

En América Latina se registró una importante aceleración del crecimiento del PIB en el primer trimestre. Tras publicarse el dato de Colombia (5,4% interanual), el crecimiento del PIB del área se situó en el 5,3% interanual, frente al 3,8% del cuarto trimestre de 2005. La suave desaceleración en los países que venían de registrar tasas más elevadas y el repunte de los países más rezagados en el ciclo contribuyeron a una menor dispersión en el crecimiento regional. La aportación de la demanda interna fue destacada —superior a los 6 pp—, mientras que la demanda externa amplió ligeramente su aportación negativa. Los indicadores recientes del segundo trimestre apuntan a una cierta desaceleración de la actividad, a la cual habría contri-

buido la turbulencia financiera registrada entre mayo y junio. No obstante, los indicadores financieros han revertido parcialmente en el último mes el fuerte deterioro previo, lo que refleja la mejora de los fundamentos y la reducción de la vulnerabilidad financiera que se ha producido en el área. La volatilidad de los mercados no ha supuesto perturbaciones importantes en el acceso a la financiación, e incluso algunos países, como Chile o Brasil, se han beneficiado de mejoras en sus calificaciones soberanas. La evolución de los precios siguió siendo positiva, de tal modo que la tasa de inflación se situó por debajo del 5% en el agregado del área, 1 pp por debajo de la tasa con la que concluyó el año 2005. A pesar de ello, solo en Brasil prosiguió la bajada gradual de tipos de interés (125 pb), y Colombia, por el contrario, se unió a los países situados en un ciclo alcista de tipos. En el ámbito fiscal, se registraron importantes superávits en México y Chile, ayudados por los ingresos de su producción de materias primas, mientras que se sigue cumpliendo el objetivo de saldo primario en Brasil (4,25% del PIB), a pesar de un cierto repunte del gasto público. Por último, cabe destacar la intensa actividad en torno a los acuerdos comerciales, donde los avances en los acuerdos bilaterales con Estados Unidos están suponiendo importantes tensiones en los tratados intrarregionales, en particular en la Comunidad Andina y MERCOSUR.

La información disponible acerca de la evolución de la economía del área del euro en el segundo trimestre de 2006 dibuja un escenario de prolongación de la fase expansiva que se inició en el verano del año pasado. En un contexto en que los distintos indicadores resultan coherentes con ritmos de aumento de la actividad posiblemente superiores a la tasa de crecimiento potencial, la mejora de la confianza de los consumidores y el incipiente fortalecimiento del mercado de trabajo constituyen señales muy positivas, en la medida en que podrían estar adelantando una mayor expansión del consumo privado en los próximos meses. El dinamismo económico continúa sustentado, además, en la fortaleza de las exportaciones, impulsadas por el vigoroso crecimiento económico mundial, y de la inversión, favorecida por unas condiciones financieras propicias y por la solidez de las cuentas de resultados de las empresas. A medio plazo, las perspectivas son compatibles con un escenario central en el que la actividad seguiría creciendo a tasas próximas a las del primer trimestre del año. Sin embargo, este panorama favorable no está exento de incertidumbres, entre las que destaca la posibilidad de que la escalada bélica en Oriente Medio pueda desencadenar nuevos aumentos del precio del petróleo. A ello habría que unir el persistente riesgo de que se produzca una eventual corrección desordenada de los desequilibrios mundiales. Por último, las turbulencias recientes de los mercados financieros aconsejan que se refuerce la atención prestada a su evolución.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, las presiones inflacionistas subyacentes continúan siendo moderadas. Aunque la tasa de crecimiento del IAPC se ha mantenido claramente por encima del objetivo de medio plazo de estabilidad de precios, ello ha sido el resultado del avance de sus componentes más volátiles. Es previsible que el comportamiento de estos siga marcando la evolución del agregado en los próximos meses y que, dada la subida del IVA en Alemania, la inflación no se sitúe por debajo del 2% hasta bien entrado el año que viene. Por ahora, la evidencia de traslación del alza del precio del petróleo a otros precios de la economía y a los salarios es poco significativa. Sin embargo, la consolidación de la fase de fortaleza de la actividad y la incipiente recuperación del mercado de trabajo aumentan los riesgos de que aparezcan tensiones inflacionistas más pronunciadas, lo que justifica que la autoridad monetaria ejerza una actitud vigilante. De hecho, el Banco Central Europeo ha iniciado ya una retirada gradual del estímulo proporcionado por la política monetaria, materializada en tres subidas de 25 pb desde diciembre de 2005. En lo que se refiere a la política fiscal, tras los progresos realizados en 2005, la oportunidad que brinda la fase de mayor dinamismo de la actividad debería conducir a un mayor avance en el ritmo de consolidación presupuestaria. Por último, en julio, el Consejo ECOFIN decidió, tras examinar los Informes de Convergencia elaborados por la Comisión Europea y el BCE, que Eslovenia ha alcanzado un grado de convergencia elevado y sostenible, cumpliendo los requisitos necesarios para la adopción del euro a partir del próximo 1 de enero de 2007. Tan solo tres años después de su ingreso en la Unión Europea, este es el primero de los diez nuevos Estados miembros que accede a la Unión Económica y Monetaria.

#### 3.1 Evolución económica

El PIB del área del euro creció un 0,6% en el primer trimestre de 2006, confirmando la fortaleza de la recuperación de la economía del área que habían anticipado distintos indicadores. La comparación de esta tasa con el aumento registrado en el trimestre precedente —tres décimas inferior— parece corroborar el carácter anómalo del dato de crecimiento del producto en ese período, posiblemente relacionado con un ajuste incompleto de efectos calendario. Este efecto ha podido verse parcialmente compensado en el primer trimestre de 2006. En

	2004		2005			2006		
	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR (a)	III TR (b)
<b>PIB</b>								
Crecimiento interanual	1,6	1,2	1,2	1,6	1,7	2,0		
Crecimiento intertrimestral	0,1	0,4	0,4	0,6	0,3	0,6		
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,4 ; 0,8)	(0,3 ; 0,7)
IPI (d)	1,2	0,8	0,7	1,5	2,2	3,3	3,3	
Sentimiento económico	100,5	98,7	96,1	97,7	100,1	102,6	106,5	
Confianza industrial	-3,7	-6,7	-10,3	-7,7	-6,0	-2,3	2,0	
PMI manufacturas	51,4	51,4	49,3	51,0	53,0	54,7	57,1	
Confianza servicios	11,3	10,7	9,0	11,0	13,7	14,7	19,0	
PMI servicios	52,9	53,1	53,1	53,8	55,6	57,8	59,2	
Tasa de paro	8,8	8,8	8,7	8,5	8,3	8,1	7,9	
Confianza consumidores	-13,0	-13,3	-14,3	-14,7	-12,3	-10,7	-9,3	
IAPC (d) (e)	2,4	2,1	2,1	2,6	2,2	2,2	2,5	
IPRI (d) (e)	3,6	4,2	4,0	4,4	4,7	5,1	6,0	
Precio del petróleo en dólares (e)	39,7	53,3	54,0	62,6	56,5	61,6	68,1	73,8
Préstamos al sector privado (d) (e)	7,2	7,6	8,1	8,8	9,2	10,8	11,4	
Rendimiento bonos a diez años UEM	3,8	3,7	3,4	3,3	3,4	3,6	4,0	4,1
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,36	0,67	0,80	0,98	1,12	1,06	1,08	1,06
Tipo de cambio dólar/euro (e)	1,362	1,296	1,209	1,204	1,180	1,210	1,271	1,254
Apreciación / depreciación del euro (e)	7,8	-4,8	-11,2	-11,6	-13,4	2,6	7,8	6,3
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	9,9	4,3	8,9	17,7	23,0	10,3	4,2	0,0

FUENTES: Eurostat, BCE y Banco de España.

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

b. Información disponible hasta el día 17 de julio de 2006.

c. Previsiones de crecimiento intertrimestral.

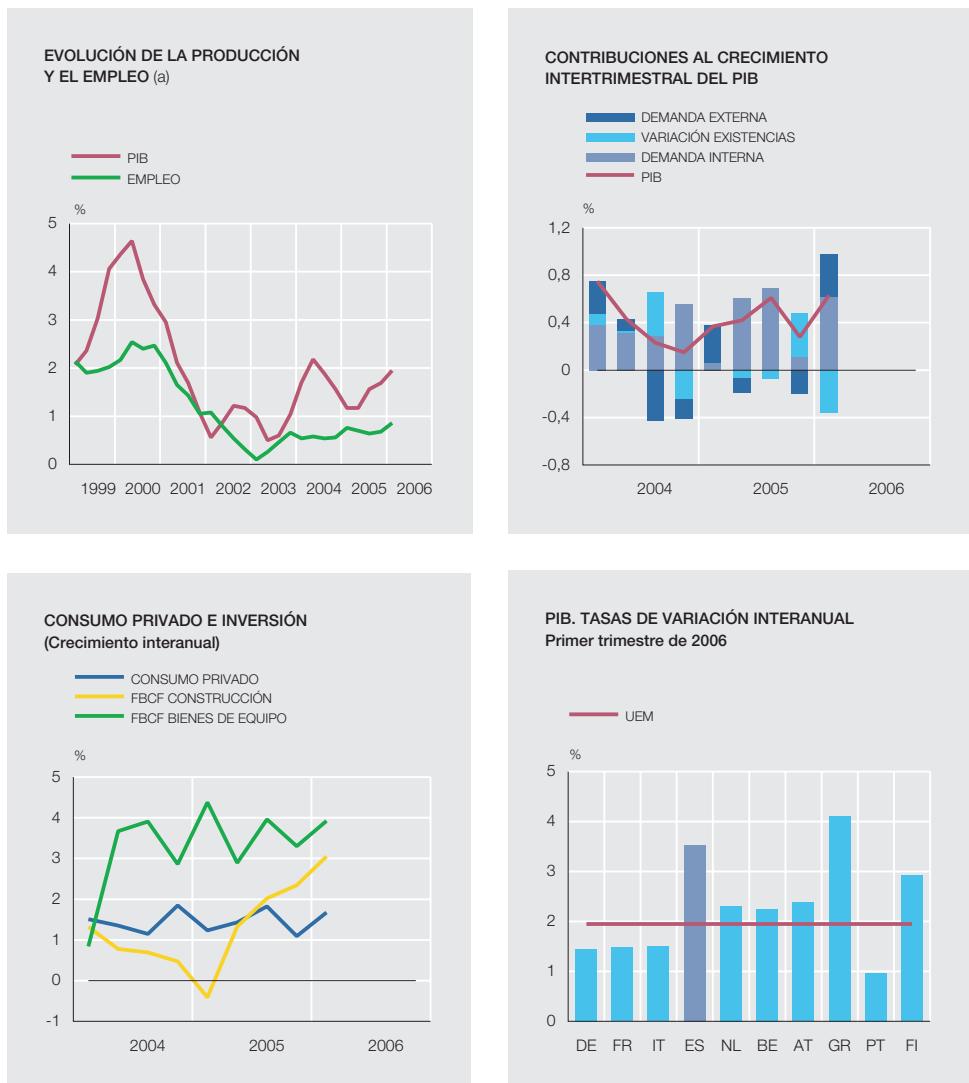
d. Crecimiento interanual.

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

cualquier caso, la solidez de la dinámica de avance de la actividad se ve confirmada por el repunte del ritmo de crecimiento interanual, que aumentó en tres décimas, hasta el 2%.

La aceleración del PIB se apoyó tanto en la demanda interna (excluidas las existencias) como en la demanda exterior neta, que aportaron, respectivamente, 0,6 pp y 0,4 pp al crecimiento del producto, en tanto que las existencias detrajeron cuatro décimas (gráfico 8). Cabe destacar la recuperación de los diversos componentes de la demanda interna. Así, el consumo privado y la formación bruta de capital fijo crecieron un 0,6% y un 0,9%, respectivamente, tasas muy próximas a las observadas en el tercer trimestre de 2005 y muy superiores a las casi nulas del cuarto. Por su parte, la fortaleza de la formación bruta de capital fijo se centró, sobre todo, en el componente de bienes de equipo, aunque también la construcción mostró un tono favorable, sobre todo si se tiene en cuenta que las condiciones meteorológicas provocaron un mal comportamiento de este agregado en algunos países del centro de Europa. Finalmente, por lo que hace referencia al sector exterior, el sólido incremento de las exportaciones, en un contexto en que también las importaciones mostraron una pauta más expansiva, condujo a que la demanda exterior neta realizara la contribución al crecimiento de mayor magnitud en más de dos años (véase recuadro 1).

El análisis de los datos de Contabilidad Nacional por países muestra cómo la mejora del ritmo de avance de la actividad tuvo un carácter bastante generalizado. Destaca especialmente, aunque con las debidas cautelas expresadas anteriormente acerca de los datos del último trimestre de 2005, el tono más dinámico en las tres grandes economías del área, y en particular



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Tasas de variación interanual.

en Alemania e Italia, cuyo producto aumentó un 0,4 y un 0,6%, respectivamente, tras registrar tasas nulas de variación en el trimestre anterior. En ambos países, el consumo se expandió a ritmos elevados tras las caídas del cuarto trimestre. Asimismo, en los dos casos tuvo lugar una recuperación de la inversión en bienes de equipo, que, sin embargo, en Alemania no impidió una contracción de la formación bruta de capital fijo en su conjunto, dado el retroceso de la inversión en construcción. Por ramas de producción, la mayor pujanza recayó principalmente sobre los servicios financieros y empresariales y la industria, cuyo valor añadido bruto experimentó sendos aumentos del 1%, lo que supone aceleraciones respectivas de 0,9 pp y 0,5 pp. Por el contrario, la actividad en la construcción registró una caída del 0,5%, que contrasta con el aumento del 0,7% del trimestre precedente.

Por lo que concierne al mercado laboral, el empleo registró en el primer trimestre del año un crecimiento intertrimestral del 0,3%, tasa idéntica a la observada en los tres meses finales de 2005. La creación de puestos de trabajo, que continúa siendo relativamente modesta, se generó, en su mayor parte, en las distintas ramas de servicios. Cabe destacar, no obstante, que, por primera vez desde el primer trimestre de 2001, pudo observarse un aumento del

En el primer trimestre de 2006, el porcentaje de la demanda final de bienes y servicios de los países de la UEM abastecida con compras realizadas más allá de sus fronteras experimentó un nuevo incremento. Como se observa en el gráfico adjunto, esta tendencia creciente del grado de penetración de las importaciones se enmarca dentro de un proceso que comenzó ya en los años setenta. Si a principios de esa década las importaciones suponían aproximadamente un 14% de la demanda final, en 2005 esta ratio se situaba en el 28%. No obstante, el ritmo al que las importaciones han ido tomando un mayor protagonismo dentro de la demanda final no ha sido constante a lo largo de todo este período: a mediados de los ochenta, el ritmo de avance de la ratio se intensificó, y a partir de 1995 experimentó una notable expansión.

Así, desde dicho año, la mayor penetración de las compras realizadas al exterior ha sido generalizada en todos los países de la UEM,

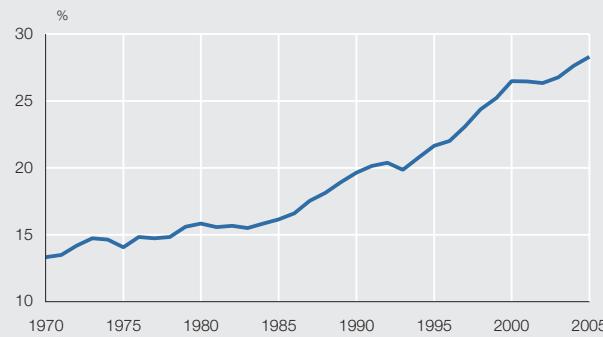
aunque con distinta intensidad. En particular, España, junto con Luxemburgo y Holanda, es uno de los países que mayor crecimiento de la penetración de bienes y servicios ha experimentado recientemente —alrededor de 9 pp entre 1995 y 2005—, lo que ha supuesto que el porcentaje de importaciones sobre la demanda final sea actualmente similar o superior al de los países más grandes de la UEM. En sentido contrario destacan países como Italia o Grecia, donde esta ratio ha crecido por debajo de la media de la zona del euro.

El creciente papel de las compras al exterior en los países de la UEM se enmarca dentro de los procesos de integración europea y de globalización y liberalización de la economía mundial. De hecho, la modelización de las importaciones totales del área del euro en función de sus precios relativos —aproximado por el cociente entre su precio y los precios interiores— y de una variable de renta —medida por la demanda final— para el período muestral 1970-2005 refleja indicios

#### 1 PENETRACIÓN DE IMPORTACIONES EN LA DEMANDA FINAL

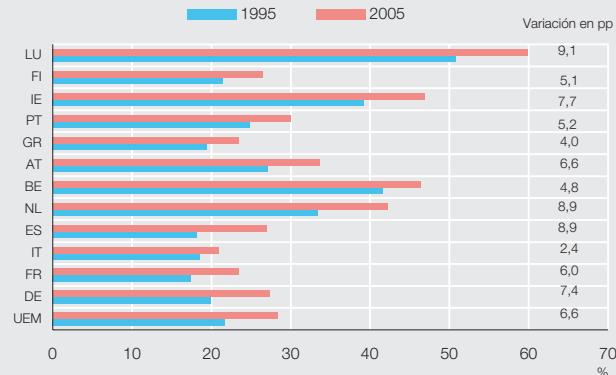
DE LA UEM (a)

Precios constantes



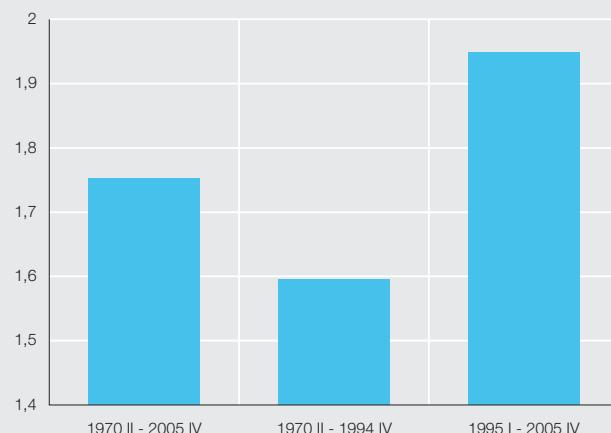
#### 2 PENETRACIÓN DE IMPORTACIONES EN LA DEMANDA FINAL

POR PAÍSES (a)



#### 3 ELASTICIDAD DE LARGO PLAZO DE LAS IMPORTACIONES

CON LA DEMANDA FINAL (a)



FUENTES: Comisión Europea, BCE y Banco de España.

a. Incluye comercio intra-UEM y extra-UEM.

b. Nuevos Estados miembros de la UE.

c. Reino Unido, Suiza, Suecia y Dinamarca.

d. Sudeste asiático (DAE: Corea, Taiwán, Tailandia, Singapur, Malasia y Hong Kong).

#### 4 CONTRIBUCIÓN DE CADA ÁREA DE PROCEDENCIA AL AUMENTO

DE LAS IMPORTACIONES DE BIENES ENTRE 2001 Y 2005

	Importaciones UEM según procedencia			Contribución al crecimiento importaciones de la UEM
	Pesos	Año 2000	Variación 2001-2005	
Total				11,1
Intra-UEM	52,0	-0,5	9,4	4,9
Extra-UEM	48,0	0,5	13,0	6,3
UE 10 (b)	3,6	1,1	34,3	1,2
UE 4 (c)	13,8	-2,0	-6,3	-0,9
EEUU	6,9	-1,8	-9,2	-0,6
Japón	3,3	-0,9	-12,4	-0,4
China	2,2	2,0	160,7	3,5
Sudeste asiático (d)	3,7	-0,2	29,6	1,1
Resto de Asia	3,4	0,4	38,1	1,3
Latinoamérica	1,8	0,2	36,1	0,6
Resto del mundo	9,3	1,7	3,9	0,4

de un cambio estructural en torno a mediados de los años noventa<sup>1</sup>. En particular, la reestimación de la ecuación para los años más recientes apunta a un aumento de la elasticidad de las compras al exterior a la demanda final en el largo plazo de cuatro décimas, hasta el 2 (véase gráfico adjunto). Las razones de esta mayor sensibilidad podrían estar relacionadas no solo con los posibles efectos de creación de comercio tras la introducción del euro, sino también con la incorporación de nuevas economías emergentes en el comercio mundial. En efecto, entre 1995 y 2005 el comercio procedente de países no pertenecientes a la zona del euro experimentó un mayor dinamismo que el comercio intra-UEM (5,5%, frente al 4,9% de crecimiento medio anual).

Si el análisis se ciñe a las importaciones de bienes y desde 2001 —primer año para el que se dispone de las importaciones por lugar de procedencia en términos reales—, se observa en el cuadro 4 que también el volumen de importaciones de bienes procedentes de fuera

del área ha crecido más que el comercio entre los países integrantes de la UEM. Cabe señalar en este punto que, si bien es cierto que en estos años los precios de las importaciones de bienes procedentes de fuera de la UEM se incrementaron en menor medida que los referidos a los bienes interiores, este diferencial no parece suficiente para explicar la evolución de los volúmenes relativos.

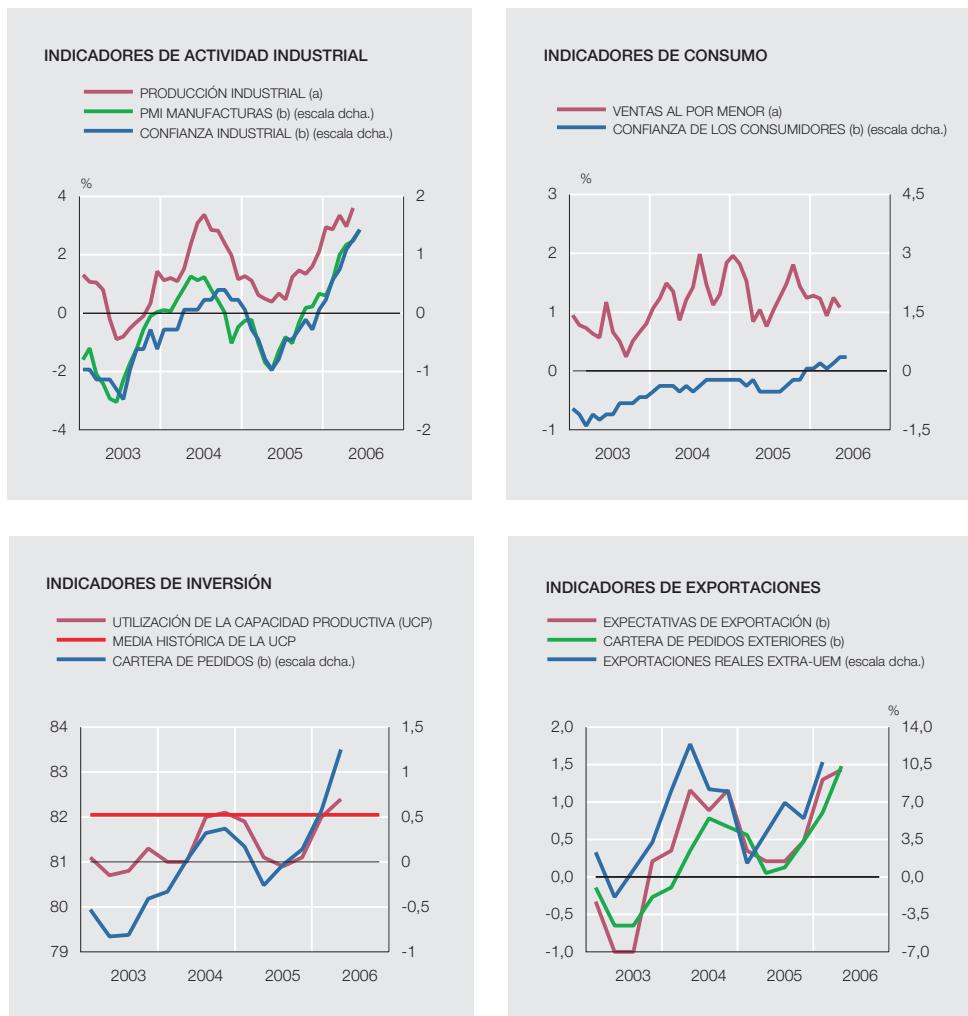
Por países de origen de las importaciones, la penetración se ha visto impulsada por los notables crecimientos que han experimentado las ventas de bienes a la UEM procedentes de Latinoamérica, los países que se han adherido recientemente a la Unión Europea y los países asiáticos en general. Entre estos últimos, destaca significativamente China, con unas ventas a la UEM que han crecido más del 150% en tan solo cinco años y por encima del ritmo de expansión del resto de regiones, lo que ha supuesto que su peso dentro de las importaciones de la UEM se haya duplicado en el período considerado, hasta el 4,2%. En sentido contrario han evolucionado las importaciones procedentes de los países de la antigua Unión no pertenecientes a la UEM, Estados Unidos y Japón, cuyo deterioro reciente ha acarreado una contribución negativa al crecimiento de la penetración de las importaciones.

1. La estimación de la ecuación de las importaciones de la UEM es un mecanismo de corrección del error con datos trimestrales desde 1970 hasta 2005.

número de empleados en la industria. En términos interanuales, el avance del empleo fue del 0,9%, dos décimas más que en el trimestre final de 2005. Dado el crecimiento del producto, el ritmo de incremento de la productividad aparente del trabajo fue del 1,1%, una décima más que en el período anterior. Por su parte, la remuneración por ocupado continuó aumentando al 2%, por lo que la variación de los costes laborales unitarios se desaceleró en 0,1 pp, hasta el 0,9%, tasa que coincide con la media observada en la segunda mitad del pasado año. Por último, aunque el crecimiento del deflactor del PIB experimentó una moderación de dos décimas hasta el 1,8%, continuó excediendo al aumento de los costes laborales unitarios, como viene ocurriendo desde finales de 2003, lo que motivó una nueva expansión de los márgenes empresariales.

Los indicadores disponibles acerca de la evolución de la actividad en el segundo trimestre sugieren una prolongación de la actual fase de dinamismo económico, con ritmos de crecimiento en torno a la tasa potencial de expansión del producto. Por lo que concierne a los indicadores de oferta, el índice de producción industrial creció en los meses de abril y mayo a una tasa interanual media del 3,3%, idéntica a la observada en el primer trimestre del año (véase gráfico 9). Por su parte, los indicadores cualitativos procedentes de las encuestas de confianza del sector realizadas por la Comisión Europea y por Reuters arrojaron claros avances en el segundo trimestre. Asimismo, las encuestas de opinión realizadas a los empresarios de los servicios mostraron un comportamiento análogo. La evolución descrita ha conducido a estos indicadores de opinión a sus niveles más elevados desde hace más de cinco años. Con respecto al empleo, las expectativas procedentes de las encuestas de opinión registraron a lo largo de la primera mitad del año una mejora sustancial (véase gráfico 10).

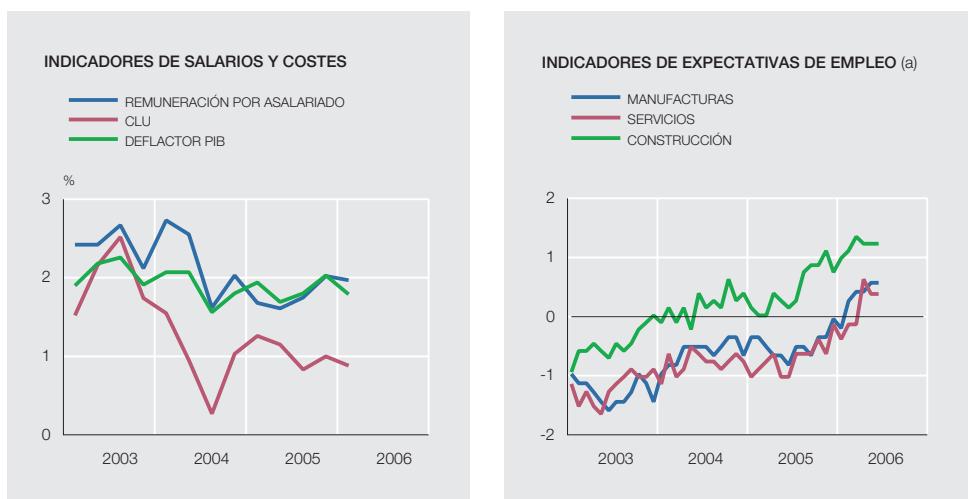
En la vertiente de la demanda, los indicadores disponibles proporcionan señales que invitan a un moderado optimismo acerca de la evolución del gasto de las familias. Así, las matriculacio-



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.

nes de automóviles tendieron a acentuar en el segundo trimestre la pauta expansiva que vienen experimentado desde finales del pasado año. Además, el indicador de confianza de los comerciantes minoristas continuó mejorando fuertemente a lo largo del trimestre, hasta situarse muy por encima de su media de largo plazo, en tanto que el indicador análogo referido a los consumidores avanzó moderadamente en ese mismo período, impulsado por el componente de expectativas con respecto al desempleo futuro. Sin embargo, la percepción de las familias acerca de la evolución esperada de su situación financiera permanece estancada en niveles análogos a los alcanzados al comienzo del ejercicio. Por otra parte, el indicador de ventas al por menor ha continuado creciendo a tasas muy reducidas (en el entorno del 0,1% en media móvil intertrimestral). Por lo que respecta a los indicadores referidos a la inversión en bienes de equipo, el fuerte repunte de la valoración de la cartera de pedidos realizada por los empresarios sustenta la consolidación del dinamismo de este componente de la demanda. Además, el grado de utilización de la capacidad productiva ha rebasado, por primera vez desde 2001, su media de largo plazo. Finalmente, de acuerdo con la encuesta semestral de primavera de inversión en la industria, los empresarios del sector esperan aumentar su gasto en bienes de equipo un 7% en términos reales en el presente ejercicio, 2 pp más que hace seis meses. En cuanto a la demanda de exportaciones, la valoración de la cartera de pedidos



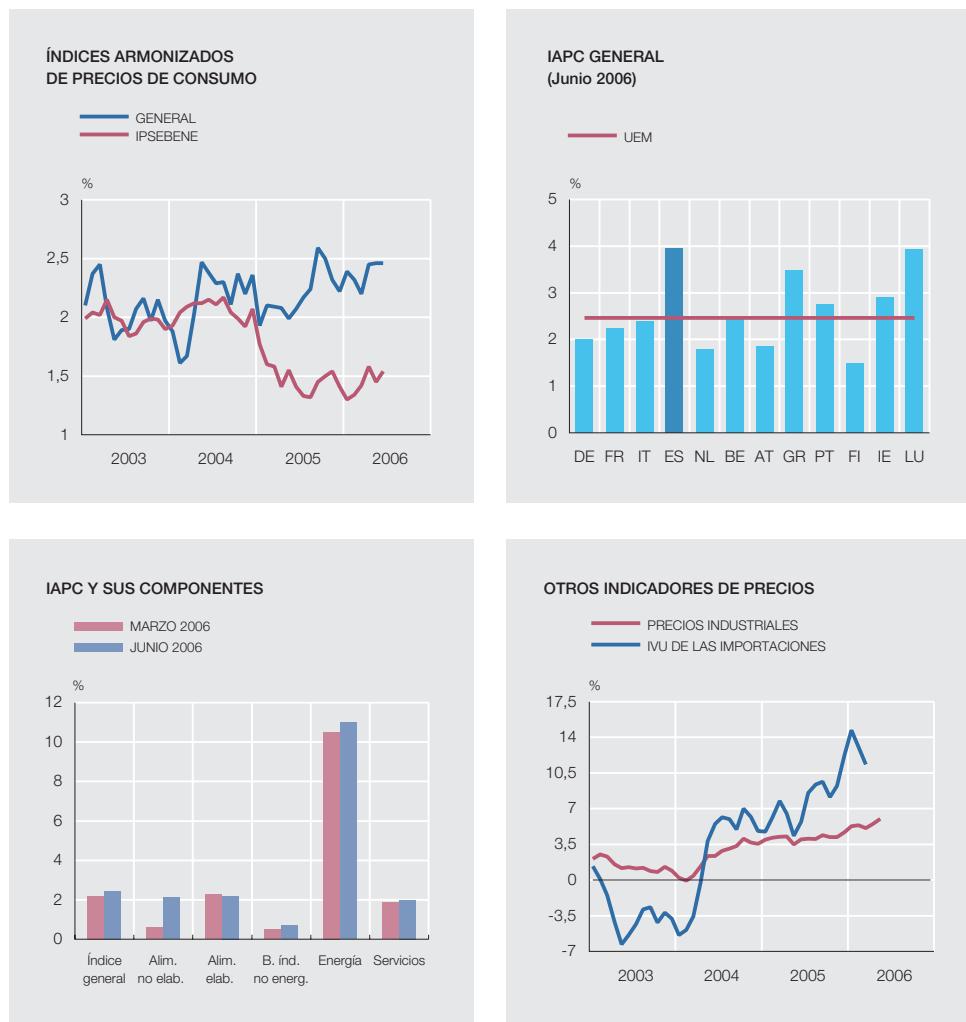
FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

procedentes del exterior intensificó en el segundo trimestre la sustancial mejoría mostrada desde el comienzo del año. Esta trayectoria se ve corroborada por la evolución de las expectativas de exportación en la encuesta industrial trimestral.

En conclusión, a tenor del conjunto de información disponible, resulta plausible un escenario de expansión del producto del área en el segundo trimestre a un ritmo similar al observado en el primero y, por tanto, en torno al punto medio del rango estimado por la Comisión Europea, que sitúa el previsible incremento del PIB entre el 0,4% y el 0,8%. Al mismo tiempo, las condiciones prevalecientes configuran un panorama propicio para que el ritmo de crecimiento permanezca, en el resto del año, en torno a la tasa potencial de expansión del producto. Es probable que, como hasta ahora, el sector exterior y la inversión continúen siendo las principales fuerzas motrices del avance del PIB, merced al vigoroso crecimiento mundial, a la solidez de los beneficios empresariales y, a pesar de las recientes subidas de los tipos de interés oficiales, a la persistencia de condiciones monetarias y financieras todavía holgadas. No obstante, la mejora de la situación en el mercado de trabajo, perceptible tanto en los datos observados en los últimos meses como en la evolución reciente de los indicadores, conforma un contexto propicio para que la renta disponible de las familias cobre un mayor dinamismo y, por tanto, para que el gasto de los hogares realice una contribución creciente a este escenario de pujanza de la actividad. En cualquier caso, el patrón temporal de crecimiento del producto del área puede verse distorsionado por la subida del IVA en Alemania, prevista para enero de 2007, en la medida en que las familias de ese país decidan adelantar a 2006 parte de su gasto previsto para el año próximo.

En este contexto, la fortaleza mostrada por los indicadores más recientes sugiere la posibilidad de que, en el corto plazo, el producto se expanda a tasas incluso superiores a las previstas. Sin embargo, a medio plazo, los riesgos al crecimiento del PIB continúan sesgados a la baja, dada la posibilidad de que el agravamiento de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio dé lugar a aumentos adicionales del precio del petróleo, así como de que se reproduzcan las turbulencias sufridas por los mercados financieros y cambiarios internacionales a principios de mayo, en un contexto donde persisten los desequilibrios macrofinancieros globales.



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

Finalmente, a pesar del dinamismo que ha registrado el consumo privado en los primeros meses del año, todavía subsisten dudas sobre su sostenibilidad.

Tras experimentar una moderada relajación a lo largo del primer trimestre del año, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) tuvo un comportamiento algo menos favorable en los meses de primavera. La tasa de crecimiento interanual de este indicador fue del 2,5% en junio, tres décimas más que en el mes de marzo (véase gráfico 11). El repunte inflacionista ha sido el resultado del aumento de la inflación de todos sus componentes, con la excepción de los alimentos elaborados. La aceleración de los precios de los bienes energéticos y los alimentos no elaborados, que son los componentes más volátiles del índice general, ha contribuido en dos décimas al avance de la tasa general. El ritmo de aumento del IPSEBENE, indicador que capta la evolución de la inflación subyacente, al excluir los precios de esos dos componentes, se incrementó en una décima en el segundo trimestre del año, hasta crecer un 1,5% en junio. Todos los países registraron incrementos de sus tasas interanuales en el período comprendido entre marzo y junio, salvo Portugal, donde se redujo. Por su parte, el incremento interanual de los precios industriales fue del 6% en mayo, casi un punto porcentual más que en marzo. Todos los componentes evolucionaron al alza en mayor o menor medida, con la excepción de los bienes de capital.

En la etapa reciente han comenzado a observarse los primeros indicios, aún muy tenues, de traslación de los pasados aumentos del precio de la energía a los precios finales. En esta dirección apunta la ligera aceleración mostrada, desde el comienzo del ejercicio, tanto por el IPSEBENE como por los precios industriales de los bienes intermedios y, en menor medida, de los de consumo. La valoración de las tendencias inflacionistas realizada por los empresarios en las encuestas de confianza apunta en el mismo sentido. Finalmente, en línea con lo publicado por otras encuestas de precios, la dirigida a expertos en previsión económica realizada por el BCE correspondiente al segundo trimestre de 2006 incorpora una leve revisión al alza —de una décima— de las expectativas inflacionistas a corto plazo de estos agentes, aunque las expectativas a más largo plazo permanecen ancladas por debajo del 2%. En todo caso, los distintos indicadores de evolución salarial continúan creciendo a tasas en torno al 2%, por lo que cabe concluir que siguen sin percibirse señales de desencadenamiento de efectos de segunda ronda de la subida de precios del petróleo, esto es, de que los trabajadores estén incorporando ese encarecimiento a sus demandas salariales, lo que eventualmente realimentaría su traslación a los precios finales. No obstante, no cabe descartar que el actual contexto de fortalecimiento de la actividad facilite en alguna medida la propagación de tales efectos.

El saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente acumulado en el período de 12 meses que concluyó en abril de 2006 fue deficitario en una cuantía de 32,4 mm de euros (en torno al 0,4% del PIB), frente al superávit de magnitud algo inferior al observado un año antes. Esta evolución es, sobre todo, consecuencia de la disminución del saldo positivo de la balanza de bienes, aunque también se observó un pequeño aumento de los déficits de las balanzas de rentas y de transferencias. Por lo que hace referencia a la cuenta financiera, en el período de 12 meses que finalizó en abril de 2006 se registraron entradas netas de inversión en cartera por un importe de 189,6 mm de euros (frente a 51,7 mm un año antes), mientras que las salidas netas en concepto de inversión directa alcanzaron los 122,3 mm (duplicando la magnitud observada en los 12 meses hasta abril de 2005). Como consecuencia, la balanza básica registró un saldo positivo acumulado de 34,9 mm de euros, superior en 10 mm al correspondiente período de 12 meses que finalizó en abril de 2005.

En el ámbito de la política fiscal no se espera que se registren, en 2006, avances en la corrección de los desequilibrios de las finanzas públicas. Así, de acuerdo con las previsiones de la Comisión Europea, el déficit del conjunto del área permanecerá este año en el 2,4% del PIB, cifra coincidente con la observada en el pasado ejercicio (véase cuadro 2). La ausencia de cambios a nivel agregado en la orientación de la política fiscal se ve corroborada por la estimación del saldo primario ajustado de ciclo efectuada por la Comisión, pues el ligero empeoramiento esperado de una décima —hasta el 1% del PIB— se vería explicado por una modesta disminución en el recurso a la utilización de medidas temporales de reducción del déficit. La confirmación de estos resultados ni siquiera permitiría el cumplimiento estricto de los objetivos presupuestarios contenidos en los Programas de Estabilidad, de por sí poco ambiciosos.

De entre los cinco países del área que se encuentran en situación de déficit excesivo, Grecia y Portugal cumplirán en 2006, a tenor de las previsiones de la Comisión, con el compromiso de mejorar al menos en un 0,5% del PIB su saldo estructural (esto es, el saldo ajustado de ciclo y neto de medidas temporales). Francia solamente corregiría su déficit estructural en un 0,4% del PIB, mientras que Alemania satisfaría esta condición solo en el promedio de 2006 y 2007. Por último, en Italia se espera que el requisito sea violado por un amplio margen. No obstante, todos estos países, salvo Alemania, registrarían un déficit superior al proyectado en sus Programas de Estabilidad. En el segundo trimestre del año, la única novedad institucional

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

FUENTES: Comisión Europea y Programas de Estabilidad nacionales.

- 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.
- c. Previsiones de primavera de 2006 de la Comisión Europea.

registrada en la aplicación de la vertiente correctiva del Pacto de Estabilidad estuvo relacionada con el desarrollo del Procedimiento de Déficit Excesivo abierto a Portugal. En junio, la Comisión Europea emitió una comunicación en la que juzgaba que las acciones adoptadas por las autoridades de este país —un amplio catálogo de medidas tanto por el lado de los ingresos como por el de los gastos— son coherentes con las recomendaciones formuladas por el Consejo en septiembre de 2005, y en particular que estas acciones deben permitir, en principio, la corrección del déficit excesivo dentro de los plazos estipulados (a más tardar, el año 2008). No obstante, ello está condicionado, entre otros factores, a una pronta plasmación legislativa de todas las medidas correctoras anunciadas. A la luz de la comunicación de la Comisión, el Consejo ECOFIN confirmó que no es necesario, por el momento, activar los siguientes pasos del procedimiento.

Entre el resto de países en situación de déficit excesivo, en Alemania ha continuado el desarrollo del acuerdo de coalición de gobierno de noviembre de 2005, poniéndose de manifiesto en ocasiones las dificultades para alcanzar compromisos entre los socios que integran el ejecutivo. Así, aunque se ha consensuado una reforma del sistema sanitario que entrará en vigor en 2007, existe la percepción de que no se ha avanzado suficientemente hacia los objetivos inicialmente trazados, que incluían el cambio en las fuentes de financiación y la introducción de mayor competencia entre los proveedores de servicios sanitarios. Las dificultades para el control del gasto público en este capítulo son objeto de análisis, desde una perspectiva temporal más amplia para el conjunto del área, en el recuadro 2. Además, en Alemania está en discusión una reforma del Impuesto de Sociedades, que debería entrar en vigor en enero de 2008 y que pretende rebajar el tipo impositivo desde el 39,7% hasta algo menos del 30%. La pérdida de recaudación resultante sería compensada parcialmente con una ampliación de las bases. Por último, el gobierno ha remitido al Parlamento el borrador de presupuestos de 2007

El gasto en sanidad en el conjunto del área del euro alcanzó en el año 2004 el 9,7 % del PIB, ascendiendo la porción correspondiente a las Administraciones Públicas al 74,9 % del total. Estas cifras presentan divergencias entre países, de forma que el gasto total en sanidad en porcentaje del PIB oscila entre el 10,9% de Alemania y el 7,1% de Irlanda, y la proporción del componente público varía entre el 90,5 % de Luxemburgo y el 52,8 % de Grecia (véase gráfico 1). Además de esta disparidad en la participación de las Administraciones Públicas en la financiación del sistema sanitario, las diferencias son aún mayores en cuanto a la intervención en la propia provisión de servicios que, en algunos países, tiene carácter público (de modo que, en particular, la mayor parte de los trabajadores del sector son empleados públicos), mientras que en otros tiene una naturaleza privada. En cualquier caso, el fenómeno, común a otros países de la OCDE, de la fuerte expansión del gasto público en sanidad en proporción del PIB entre 1970 y 2004 (del 4% para la media ponderada de los 11 países del área para los que existen datos para todo el período) justifica su creciente importancia dentro de las discusiones de política económica (véase gráfico 2).

Los factores determinantes de esta evolución del gasto público sanitario son diversos. En primer lugar, el incremento del gasto en esta rúbrica es, en parte, el resultado de las preferencias sociales, según las cuales, por un lado, se ha generalizado en todos los países la cobertura universal y, por otro lado, la demanda de servicios sanitarios parece haber tenido en el pasado naturaleza de «bien de lujo», aumentando más que proporcionalmente con el nivel de renta per cápita. No obstante, la evidencia no es concluyente a este respecto, pues resulta difícil aislar el efecto de la diferente evolución de los deflactores del PIB y del gasto en sanidad. En segundo lugar, aunque en ocasiones las mejoras tecnológicas han originado tratamientos cuyo coste unitario es, en muchos casos, más reducido, el aumento de demanda resultante ha sido tan grande que ha provocado un aumento del coste total. En otros casos, las innovaciones médicas han supuesto un sobrecoste, aunque ha-

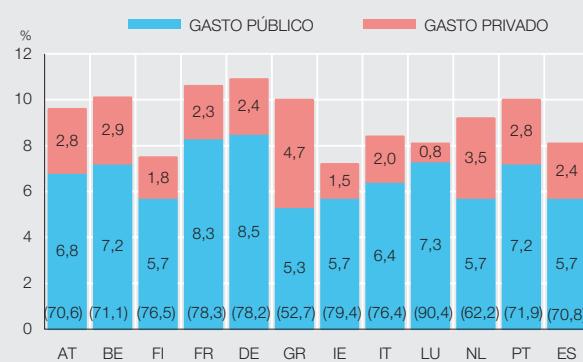
yan generado también una mejora de la calidad de los servicios ofertados.

Otros determinantes de la evolución del gasto sanitario son el resultado de la propia configuración institucional de la provisión y financiación de estos servicios por parte de las Administraciones Públicas, existiendo, por tanto, margen para la intervención de las autoridades a través de reformas del sistema que permitan asignaciones más eficientes (aunque no necesariamente más deseables en términos de equidad). Así, por ejemplo, se ha encontrado evidencia de que el gasto sanitario total tiende a ser mayor en los países en que la participación del sector público es más elevada o en los que se remunera a los profesionales de atención primaria por cada acto médico en lugar de hacerlo mediante un salario o en función del número total de pacientes asignados.

La toma de conciencia acerca de la existencia de incentivos inadecuados ha conducido a los gobiernos a introducir una serie de reformas que frecuentemente no han producido los frutos deseados. Así, en ocasiones, se ha intentado controlar los costes haciendo uso de la capacidad administrativa de las autoridades para la fijación de precios (particularmente, en el caso de los medicamentos). Sin embargo, con frecuencia los proveedores han sido capaces de compensar los efectos de estas medidas mediante la sustitución por otros productos al margen de los controles administrativos. Más efectiva ha sido la introducción de mecanismos de copago por parte de los pacientes, más extendidos en el ámbito farmacéutico que en los de la atención primaria y la medicina hospitalaria.

En varios países del área se han establecido techos al nivel global de gasto o a su tasa de crecimiento, aunque rara vez han sido efectivos, ya sea por su carácter meramente orientativo, o porque no vienen acompañados de mecanismos para que su incumplimiento sea corregido en los años sucesivos. El problema con estas restricciones es que, a menudo, resultan en una merma de las prestaciones y no lo

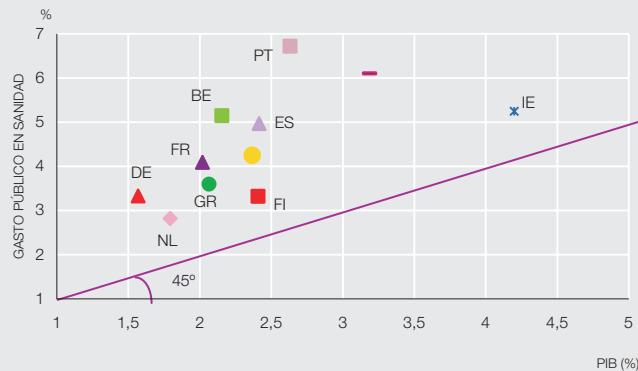
1 GASTO EN SANIDAD COMO PORCENTAJE DEL PIB, 2004 (a) (b)



FUENTE: OCDE.

- a. Los datos del desglose entre gasto público y privado en Bélgica y Alemania corresponden a 2003. El resto de datos tiene un carácter provisional.  
 b. El dato que figura entre paréntesis al pie de cada columna representa el porcentaje que supone el gasto público en sanidad sobre el total del gasto en este capítulo.

2 CRECIMIENTO MEDIO ANUAL DEL GASTO PÚBLICO EN SANIDAD Y DEL PIB EN TÉMINOS REALES, 1970-2004 (a)



gran modificar su coste unitario. Por este motivo, otras reformas han estado orientadas a tratar de proveer el mismo nivel de servicios a un coste inferior. Así, a modo de ejemplo, en varios países se han tomado medidas para que una mayor proporción de pacientes sea atendida a nivel ambulatorio, dado su menor coste frente a la atención prestada en hospitales.

En cuanto a la evolución que cabe esperar en el futuro, un aspecto interesante está relacionado con el impacto de las tendencias demográficas. En principio, podría pensarse que la propensión al aumento del gasto en sanidad debería verse exacerbada con el envejecimiento de la población, en la medida en que los individuos de mayor edad tienden a presentar un peor estado de salud. Sin embargo, no es obvio si el alargamiento de la esperanza de vida vendrá o no acompañado de un aumento del número de años vividos en un estado de salud deficiente. El informe del Comité de Política Económica de febrero de 2006 acerca de los efectos presupuestarios entre 2004 y 2050 del envejecimiento de la población considera un escenario central en el que se supone que la mitad del número total de años en que se espera que aumente la esperanza de vida serán

vividos en un mal estado de salud. Además, se asume que la elasticidad renta es 1,1 al comienzo del horizonte de proyección, convergiendo linealmente hasta 1 al final del mismo. Dadas estas hipótesis, el informe concluye que el gasto público en sanidad aumentará en un 1,5% del PIB a lo largo del período considerado. Diversas combinaciones de cambios en los supuestos de partida dan lugar a un rango para el incremento total del gasto público comprendido entre el 0,9% y el 2,2% del PIB. En particular, si el número de años vividos con mala salud permaneciera constante, el crecimiento del gasto total se vería aminorado en cuatro décimas con respecto al escenario central.

Esta sensibilidad de los cálculos a los supuestos empleados ilustra las dificultades para proyectar el gasto en sanidad a largo plazo. En todo caso, el aumento puede ser, bajo ciertos escenarios, sustancial, lo que subraya la necesidad de ejercer un mayor control sobre este capítulo de gasto y de mejorar su gestión introduciendo los cambios precisos en los sistemas de sanidad pública para que la provisión de unos niveles adecuados de servicios tenga lugar al menor coste posible.

para su tramitación el próximo otoño. El texto persigue una reducción del déficit federal hasta el 0,9% del PIB, 0,7 pp menos que en los presupuestos de 2006.

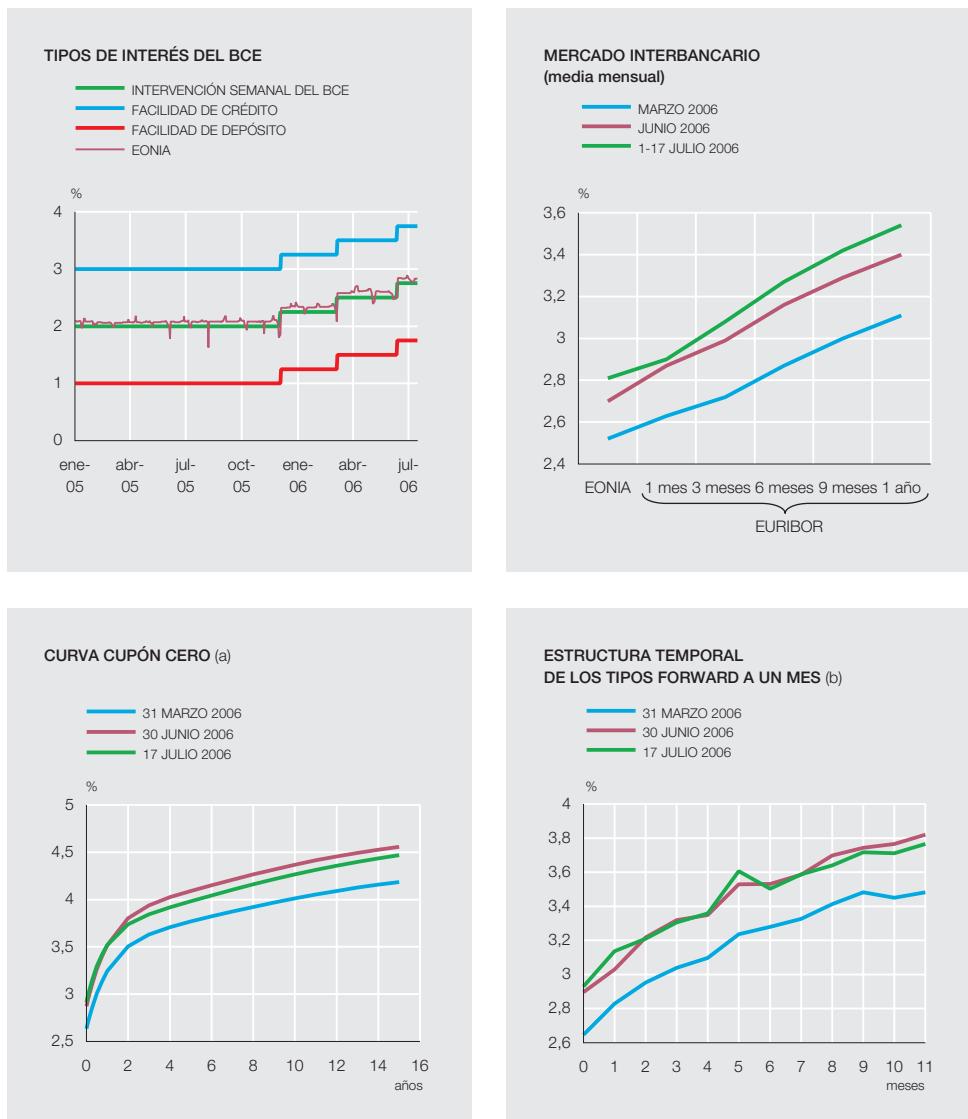
En Italia, el gobierno presentó a comienzos de julio el documento que define sus planes presupuestarios a medio plazo. El texto revisa al alza en medio punto porcentual el objetivo de déficit para este ejercicio, que pasa a ser del 4% del PIB. Para 2007, el gobierno aspira a situar el déficit en el 2,8% del PIB, lo que permitiría cumplir con el plazo fijado en la recomendación del Consejo. Esta meta parece especialmente ambiciosa, toda vez que se ha anunciado que los presupuestos para el próximo año contendrán una rebaja de la imposición sobre las rentas del trabajo y que la heterogeneidad de la coalición de gobierno dificultará alcanzar un consenso acerca de los capítulos de gasto que deben ser recortados. Finalmente, en el caso francés, las autoridades han rebajado en una décima su objetivo de déficit para el presente año, hasta el 2,8% del PIB, a la luz de la evolución de la recaudación impositiva, más favorable de lo previsto inicialmente.

### 3.2 Evolución monetaria y financiera

En los meses de abril y mayo, la percepción de que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo permanecían sesgados al alza, en un contexto de fortalecimiento progresivo de la actividad, condujo al Consejo de Gobierno del BCE a anunciar que extendería el seguimiento de la evolución económica, con el fin de asegurar que no se materializaran tales riesgos. Como resultado, en su reunión del 8 de junio decidió aumentar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosystema en 25 pb, hasta el 2,75%. Los tipos de las facilidades de crédito y de depósito aumentaron asimismo en un cuarto de punto, situándose, respectivamente, en el 3,75% y el 1,75% (véase gráfico 12). Con posterioridad, el Consejo de Gobierno indicó, tras su reunión del 6 de julio, que, en un contexto en que la orientación de la política monetaria continúa siendo acomodaticia, una hipotética confirmación de la continuación del crecimiento del producto a ritmos análogos a la tasa de expansión potencial y de persistencia de riesgos

## TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 12

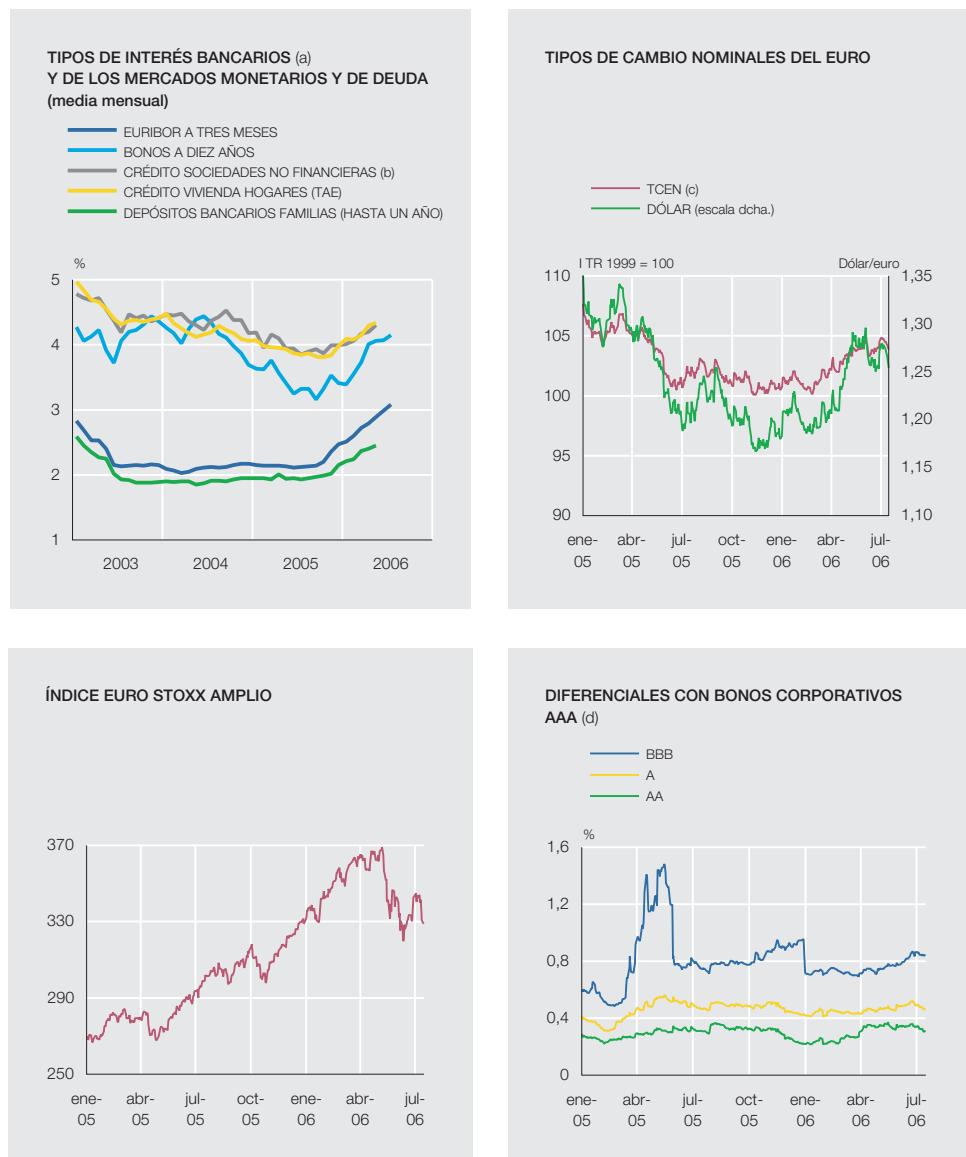


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

para la estabilidad de precios justificaría la retirada gradual del estímulo monetario en un futuro próximo.

Este progresivo cambio de tono de la política monetaria a lo largo del segundo trimestre del año se reflejó en un desplazamiento gradual al alza de la curva de tipos del mercado monetario. Las subidas han sido algo mayores en los plazos más largos, lo que ha resultado en un moderado aumento de la pendiente de la curva que refleja una cierta aceleración en el ritmo esperado de subidas de los tipos de interés para los próximos meses. En los mercados de deuda, las rentabilidades negociadas al plazo de diez años, que repuntaron con fuerza en los primeros días de abril, mantuvieron esta tendencia con posterioridad, aunque a un ritmo menor (véase gráfico 13). A mediados de julio, los rendimientos a diez años se situaban en torno al 4,1%. En Estados Unidos, los tipos del activo análogo evolucionaron de forma similar en el período considerado, por lo que el diferencial frente al bono a diez años de la UEM permaneció en el entorno de 1,1 pp. Finalmente, según la información disponible hasta mayo, los tipos

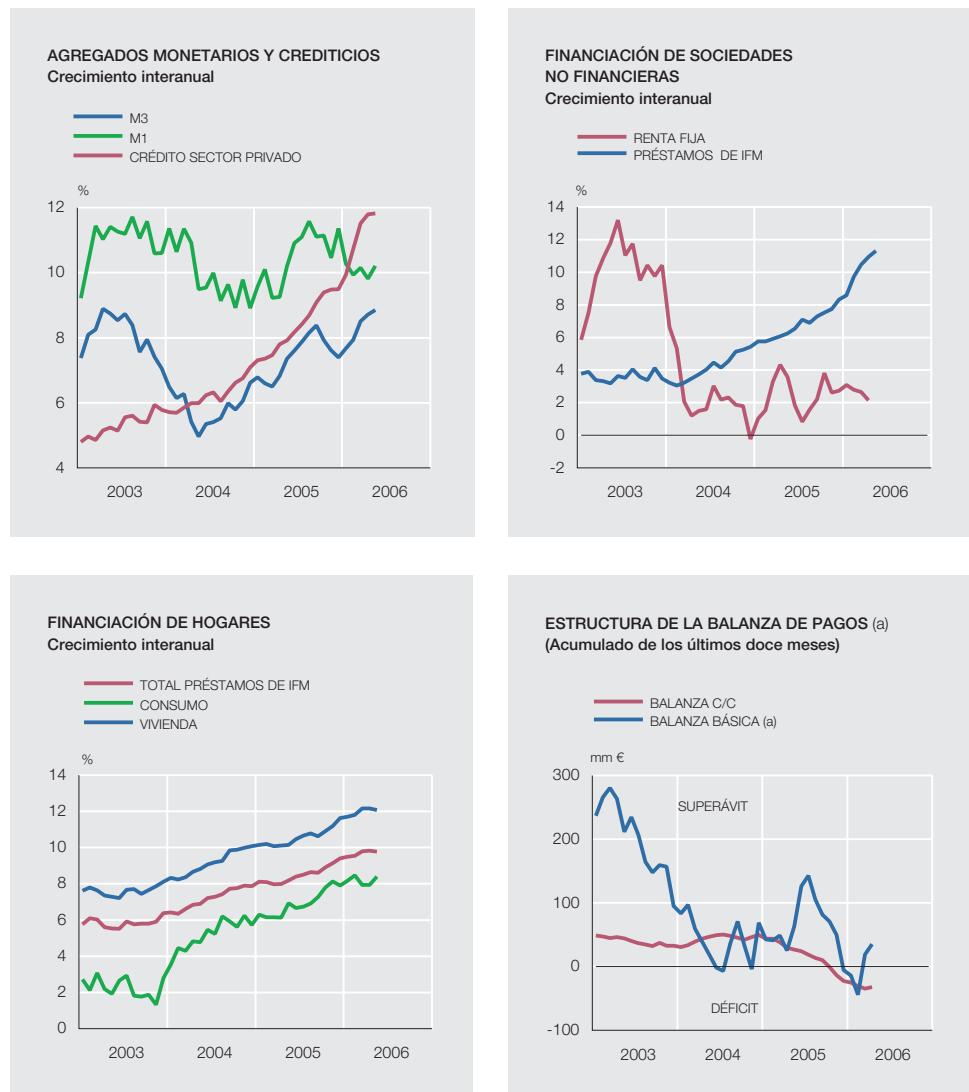


FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- 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.

de interés aplicados por las entidades de crédito a sus operaciones tanto de pasivo como, sobre todo, de activo continuaron aumentando. Los incrementos fueron, no obstante, algo inferiores en comparación con la evolución observada en los tipos de interés de los mercados financieros.

A lo largo del segundo trimestre del año, el euro tendió a apreciarse frente a las principales monedas, por lo que la evolución del tipo de cambio contribuyó a restar laxitud a las condiciones financieras en el área. La ganancia de valor de la moneda europea, que posiblemente pueda responder, en parte, a la intensificación de las expectativas de aumentos adicionales de los tipos de interés del área, fue más intensa frente al dólar que frente a otras divisas y, en términos efectivos nominales, el tamaño de la apreciación fue de casi un 2%. En los mercados



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.

bursátiles del área, los principales índices alcanzaron, a comienzos de mayo, sus cotas más elevadas desde junio de 2001. Sin embargo, a partir de entonces se desató una severa corrección —acompañada de un incremento de la volatilidad— en el conjunto de bolsas mundiales, cuyo desencadenante aparente fue un aumento de la percepción de riesgo sobre las perspectivas económicas globales. Tras una recuperación transitoria de las cotizaciones, a mediados de julio volvieron a producirse fuertes descensos y, a fecha de cierre de este Boletín, el índice Euro-Stoxx amplio se encuentra casi un 10% por debajo de los máximos de principios de mayo.

En los meses de primavera continuó la aceleración del agregado monetario M3 iniciada al comienzo del año. Así, en mayo la tasa se situó en el 8,9%, ritmo de avance que supera en 1,5 pp al observado al cierre del pasado ejercicio (véase gráfico 14). Esta evolución tuvo su reflejo, por el lado de las contrapartidas, en la senda de expansión del crédito concedido al sector privado, que en los meses de abril y mayo creció a una tasa del 11,8%, esto es, 2,4 pp más que en diciembre. Los préstamos de las instituciones monetarias financieras, que cons-

tituyen cerca del 90% del total del crédito al sector privado, se expandieron en mayo al 11,4%, lo que supone su mayor ritmo de avance desde el inicio de la UEM. Ello refleja el fortalecimiento de la actividad económica, en un contexto en que, a pesar de su progresivo encarecimiento, el coste continúa siendo reducido en términos históricos. Por agentes, cabe destacar el mayor dinamismo de los préstamos a sociedades no financieras, en tanto que los otorgados a las familias no han registrado una aceleración, si bien continuaron mostrando un ritmo elevado de expansión. Entre los mayores países del área, se ha observado un mayor dinamismo del crédito total en Francia e Italia, mientras que, por el contrario, en Alemania las tasas de crecimiento de esta variable han continuado siendo muy reducidas.

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, en el primer trimestre de 2006 el crecimiento del PIB se mantuvo estabilizado en una tasa interanual del 3,5%. En términos intertrimestrales, su avance fue del 0,8%, algo inferior al registrado en los dos trimestres anteriores. En ese período, la demanda nacional continuó desacelerándose, aunque muy ligeramente, mientras que la demanda exterior neta siguió detrayendo 1,5 pp de la expansión del producto. La información disponible para el segundo trimestre apunta hacia un incremento de la tasa de crecimiento interanual del PIB hasta el 3,6%, compatible con un avance del 0,9%, en tasa intertrimestral. En este resultado habrían confluido una moderación adicional de la demanda interna, que prolongó su desaceleración basada en un menor dinamismo del consumo privado y de la formación bruta de capital fijo, y una contribución al crecimiento menos negativa por parte del sector exterior, que ha compensado en exceso el menor avance del gasto interno (véase gráfico 15). La mejora de la contribución del sector exterior se ha producido, a su vez, en un contexto de desaceleración tanto de las exportaciones como de las importaciones de bienes y servicios, en relación con los elevados incrementos del primer trimestre, si bien las exportaciones, apoyadas en la recuperación de los mercados exteriores —y europeos en particular—, se han mantenido en tasas de variación superiores a las que se habían registrado en 2005.

La evolución de la actividad por ramas muestra que se ha producido un cierto cambio en la composición del crecimiento, de modo que, en el segundo trimestre, el fuerte dinamismo de los servicios y de la construcción parece haberse estabilizado e, incluso, moderado. En cambio, la recuperación del valor añadido de la industria manufacturera, iniciada en la segunda mitad de 2005, se ha intensificado. Los principales indicadores de empleo relativos al segundo trimestre también reflejan el mantenimiento de tasas de expansión elevadas. En este contexto, se estima que la productividad aparente del trabajo volvió a experimentar una tasa de avance muy moderada (0,3%), que no ha compensado el comportamiento alcista de las remuneraciones, con lo que el crecimiento de los costes laborales unitarios se ha incrementado. Este hecho, junto con el persistente encarecimiento de la energía, ha contribuido al mantenimiento de tasas de inflación elevadas, en un contexto, además, en el que los excedentes de explotación por unidad de producto han continuado expandiéndose. Así, la tasa interanual de crecimiento del IPC se situó en el 3,9% en junio, tras haber alcanzado valores superiores al 4% al inicio del año, al tiempo que la tasa de avance del IPSEBENE ha presentado una trayectoria ascendente desde mediados de 2005, que se estabilizó en el 3% en el segundo trimestre de 2006.

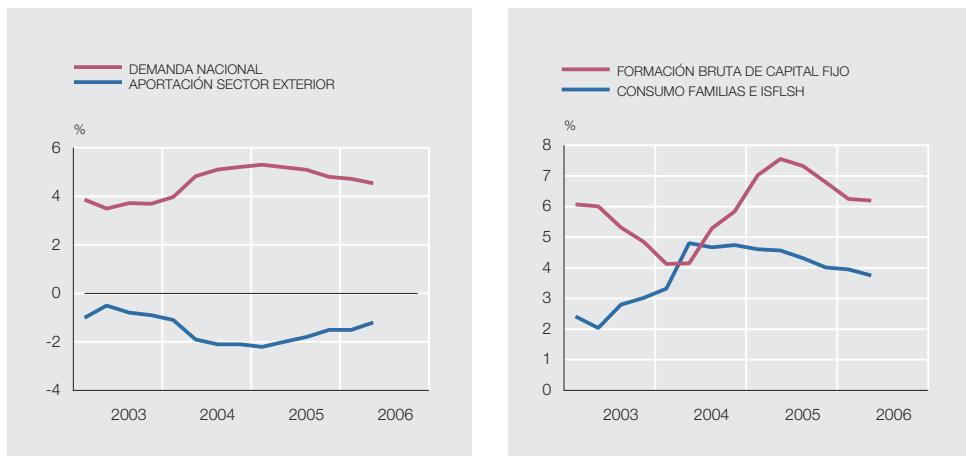
### 4.1 Demanda

En el primer trimestre de 2006, el consumo privado creció un 3,9%, una décima menos que en el cuarto trimestre de 2005, continuando, así, la suave desaceleración que viene registrando desde mediados del pasado año. Los indicadores disponibles para el segundo trimestre señalan una moderación del crecimiento del consumo privado, cuya intensidad resulta difícil de calibrar debido al efecto del diferente calendario de la Semana Santa en 2005 y 2006 sobre varios de estos indicadores (véase gráfico 16).

Así, las ventas de automóviles experimentaron una fuerte desaceleración en el segundo trimestre, tras el repunte registrado en el primero. Este mismo perfil se reproduce en el indicador sintético de bienes duraderos, que incluye automóviles y otros bienes duraderos, y en el de bienes, tanto duraderos como no duraderos. Por el contrario, otros indicadores del gasto en bienes de consumo, como el índice de disponibilidades y el de ventas del comercio al por menor, mejoraron en el segundo trimestre, en sintonía con la opinión manifestada por los empresarios del sector en el

## PRINCIPALES AGREGADOS DE LA DEMANDA (a)

GRÁFICO 15

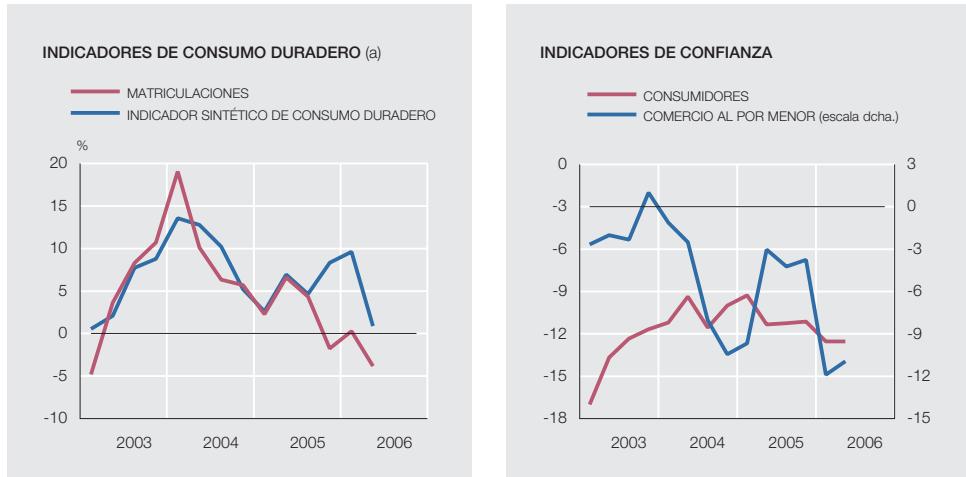
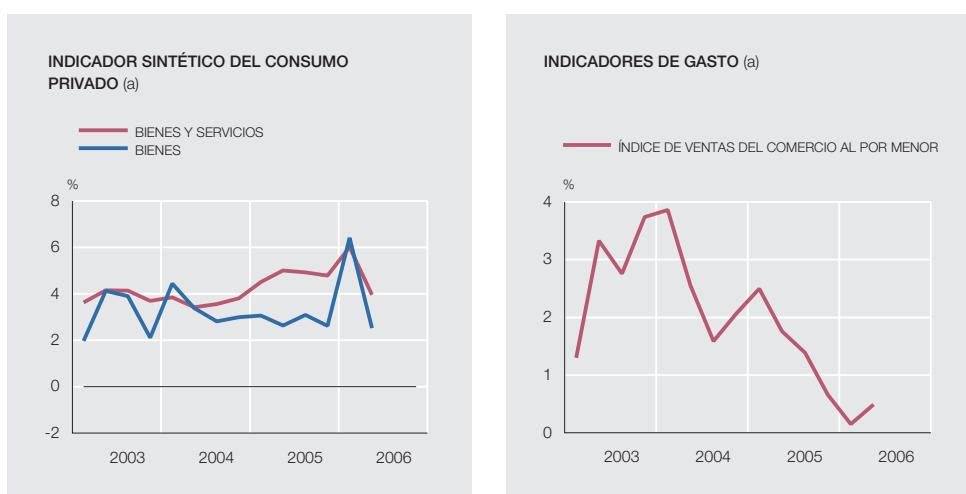


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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.

índicador que publica la Comisión Europea. El indicador sintético de bienes y servicios —que resume gran parte de esta información— registró una desaceleración, exagerada aún por el efecto de la Semana Santa, pero más modesta que la del indicador de bienes, lo que resulta coherente con la información sobre ventas de grandes empresas procedente de la Agencia Tributaria, que sugiere un comportamiento más estable de los servicios de consumo. Por último, la confianza de los consumidores apenas presentó cambios en relación con el primer trimestre del año.

La tendencia hacia un menor ritmo de avance del consumo de las familias que ha caracterizado su evolución reciente viene explicada, por un lado, por un menor crecimiento de la renta disponible, afectada tanto por la erosión de poder adquisitivo que está originando el aumento de la tasa de inflación como por la contribución más negativa de los pagos netos por intereses, debido a la trayectoria ascendente de los tipos de interés. La remuneración de asalariados, en cambio, ha contribuido a una mayor expansión de la renta, como consecuencia del avance del empleo y del mayor incremento salarial. Por otro lado, la riqueza de los hogares, aunque sigue aumentando a ritmos elevados, ha tendido a desacelerarse debido al menor crecimiento del precio de la vivienda. Por último, la subida de los tipos de interés constituye un elemento adicional de contención del consumo presente, en favor del ahorro y del consumo futuro.

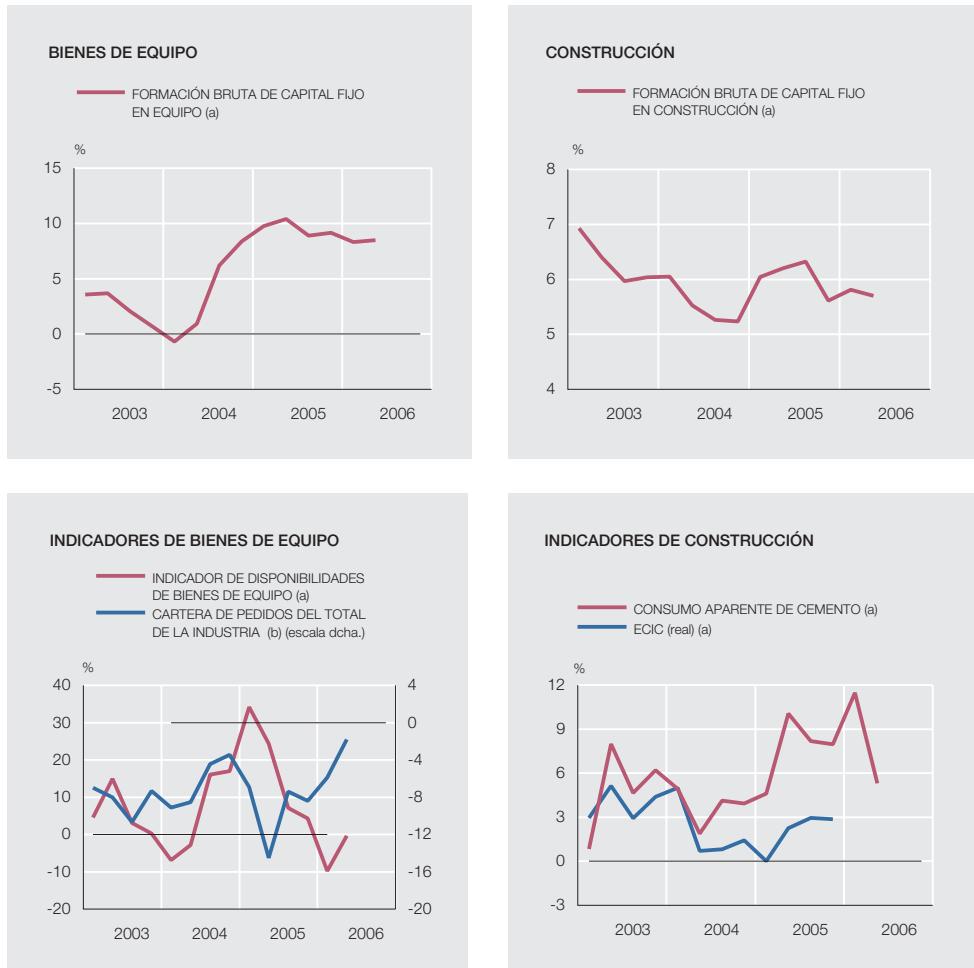
En el primer trimestre de 2006, el consumo final de las Administraciones Públicas registró un incremento del 4,7% interanual, cifra similar a la del trimestre anterior. La información disponible, procedente de los datos de ejecución presupuestaria del Estado, apunta a una cierta desaceleración de este componente del gasto en el segundo trimestre relacionada con la evolución de los gastos de personal.

La formación bruta de capital fijo moderó su ritmo de avance en el primer trimestre del presente año hasta una tasa interanual del 6,2%, seis décimas inferior a la cifra del cuarto trimestre de 2005. Esta evolución fue el resultado de una ligera desaceleración en la inversión en bienes de equipo, cuyo crecimiento se situó en el 8,3%, y, sobre todo, de un menor avance de la inversión en otros productos —componente vinculado a la promoción e intermediación inmobiliaria y a la adquisición de software—, cuya tasa interanual se redujo en 2,5 pp. Por el contrario, la inversión en construcción se aceleró dos décimas respecto al trimestre precedente, registrando un crecimiento del 5,8% (véase gráfico 17). La información que proporcionan los indicadores correspondientes al segundo trimestre señala que la formación bruta de capital fijo continuó expandiéndose a una tasa próxima, aunque algo inferior, a la del primer trimestre, como consecuencia de una ligera desaceleración de la inversión en construcción, que no obstante siguió experimentando una notable pujanza, y de la fortaleza del gasto en bienes de equipo, componente que continúa siendo el más dinámico de la demanda interna.

Los indicadores relativos al gasto en bienes de equipo ofrecen un panorama más positivo que en el primer trimestre del año. El indicador de disponibilidades, obtenido con datos todavía incompletos del segundo trimestre, señala un cierto repunte tras la intensa desaceleración registrada al principio del año. La evolución de este indicador en los primeros meses de 2006 es el resultado de un incremento muy significativo de la producción interior de bienes de equipo —cuyo crecimiento acumulado hasta mayo fue del 8%—, que vendría a sustituir a las importaciones de este tipo de bienes como fuente básica de incorporación del nuevo capital productivo, en comparación con la experiencia de los dos años anteriores. Los indicadores de opinión, como el de clima en la industria de bienes de equipo y la confianza del conjunto de la industria, registraron una apreciable mejora en el segundo trimestre, así como la cartera de pedidos. La valoración sobre el nivel de utilización de la capacidad productiva aumentó también en dicho período, mientras que el número de empresas que consideran excesiva su capacidad instalada disminuyó.

## FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO

GRÁFICO 17



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

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

La inversión en construcción se aceleró ligeramente en el primer trimestre de 2006, hasta una tasa interanual del 5,8%, tras la ralentización registrada en el último trimestre del pasado año. Este dinamismo fue debido a un repunte de la inversión en vivienda, de 2,3 pp, mientras que el resto de construcciones —obra civil y edificación no residencial— se desaceleraron 2 pp. De acuerdo con la información coyuntural más reciente, la inversión en construcción mantuvo un alto dinamismo en el segundo trimestre, aunque podría haberse desacelerado ligeramente. Todos los indicadores contemporáneos de actividad dieron síntomas de desaceleración en ese período, si bien algunos de ellos, como los de consumos intermedios —producción de materiales de construcción y consumo de cemento—, podrían estar influidos por el calendario de la Semana Santa en 2005 y 2006. Los indicadores de empleo, como las afiliaciones a la Seguridad Social y el paro registrado, también se moderaron en el segundo trimestre. Por último, las opiniones de los empresarios del sector recogidas en el indicador de confianza de la Comisión Europea empeoraron ligeramente, manteniéndose por debajo de los niveles alcanzados el año pasado.

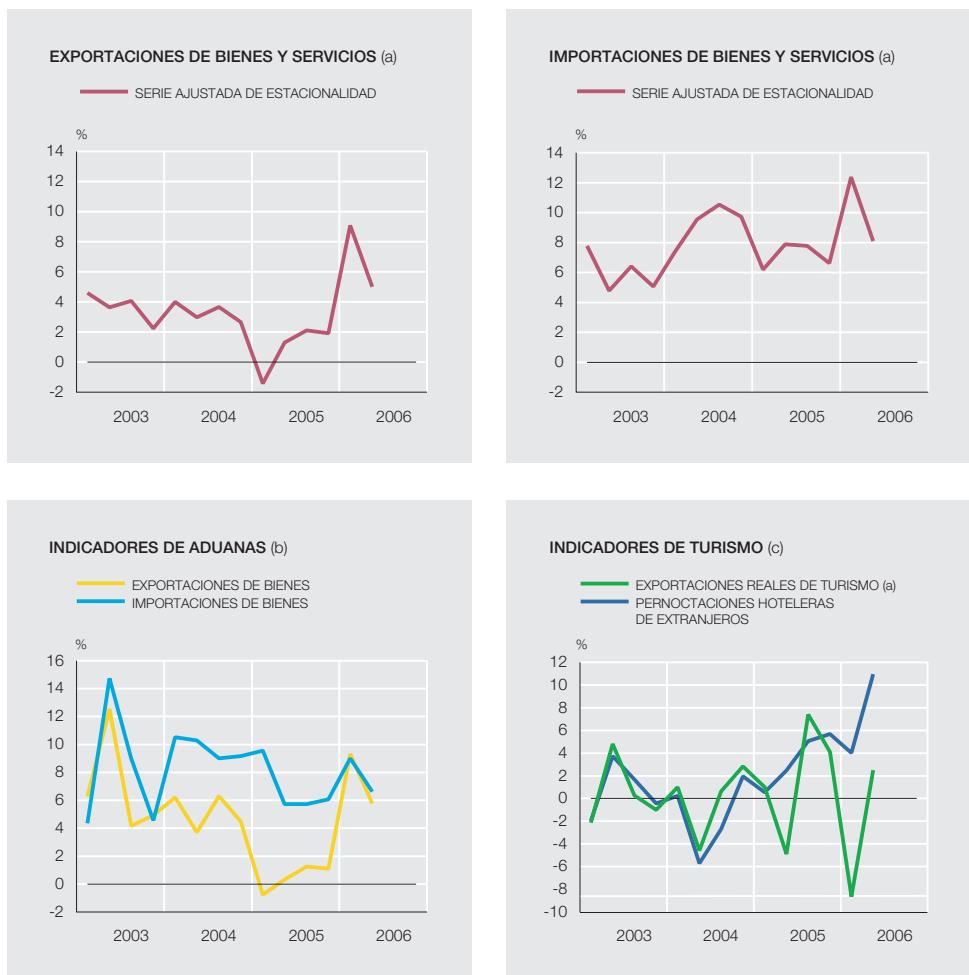
Distinguiendo por tipo de obra, la información de carácter adelantado que proporciona la estadística de visados del Ministerio de Fomento, periodificada de acuerdo con un calendario de ejecución de obra, indica una pauta de desaceleración suave de la inversión en vivienda du-

rante el año 2006, así como el mantenimiento de un ritmo de crecimiento elevado de las iniciaciones de viviendas. La edificación no residencial, por su parte, continúa recuperándose en los primeros meses de 2006, como indica la fuerte expansión de la licitación oficial de este tipo de obra promovida por las AAPP y por las empresas públicas estatales del grupo Fomento (EPEGF) que tuvo lugar en 2005. Los datos más recientes sobre licitación, aunque con un crecimiento menor, mantienen esta tónica, así como la estadística de visados —tanto de obra nueva como en rehabilitación—, si bien en el mes de abril decayeron de forma importante, posiblemente influidos por el efecto de la Semana Santa. Por último, respecto a la obra civil, la licitación oficial de las AAPP, distribuida conforme a un calendario medio de ejecución y deflactada, proyecta un ligero crecimiento en 2006. La obra civil del sector privado ha mantenido su crecimiento en la primera parte de 2006, ya que la desaceleración de los proyectos de las EPEGF ha sido compensada por la mayor licitación de los entes territoriales de las AAPP en régimen de concesión, que también forma parte de la construcción no residencial del sector privado.

Respecto a la situación patrimonial de las empresas, los datos de la Central de Balances Trimestral (CBT) correspondientes al primer trimestre de 2006 indican una aceleración de la actividad de las empresas que integran esta muestra, que ha tenido carácter generalizado, tanto por sectores como por tamaño de las compañías. Este impulso de la actividad empresarial ha venido acompañado de un ligero avance de la rentabilidad del activo neto y de un mantenimiento del coste de la financiación ajena, favoreciendo, con ello, el atractivo de las nuevas inversiones. Asimismo, los indicadores de presión financiera, calculados con datos de la CBT, mantienen niveles favorables, a pesar de haberse deteriorado ligeramente. Cabe matizar, sin embargo, que estos resultados son representativos, principalmente, de la situación de empresas grandes —recogidas en la CBT— y que la situación patrimonial de las empresas más pequeñas puede estar sometida a mayores presiones derivadas del encarecimiento de los recursos ajenos. La evolución de las necesidades de financiación del conjunto de las sociedades no financieras, que se incrementaron notablemente en el primer trimestre de 2006, apunta en ese sentido.

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, en el primer trimestre de 2006, la demanda exterior neta detrajo 1,5 pp al crecimiento del producto, magnitud similar a la del último trimestre de 2005. En ese trimestre, tuvo lugar un importante crecimiento de los flujos comerciales con el exterior que dio lugar a una acusada aceleración de las exportaciones de bienes y servicios, que crecieron un 9,1% en términos reales, acompañada de un fuerte repunte en el crecimiento de las importaciones, que se situó en el 12,4%. La información, aún incompleta, referida al segundo trimestre indica que la aportación de la demanda exterior neta en ese período fue menos contractiva, en un contexto de menor crecimiento tanto de las exportaciones como de las importaciones.

Las exportaciones de bienes incrementaron, de forma extraordinaria, su ritmo de avance durante el primer trimestre de 2006, registrando un crecimiento interanual del 12,7%, en términos reales, que refleja, en parte, la comparación con los bajos niveles observados en el mismo período del año anterior (véase gráfico 18). Las cifras más recientes de comercio exterior de Aduanas correspondientes a los meses de abril y mayo —con un aumento del 2,4% en tasa interanual— están distorsionadas por la atonía de las exportaciones en abril, debido a la celebración de la Semana Santa. Si se corrige ese efecto, el ritmo de crecimiento de las exportaciones de bienes en el segundo trimestre se mantiene por debajo de las tasas tan elevadas de los primeros meses del año, aunque se encuentra significativamente por encima de los ritmos observados en 2005 y muestra una vuelta a ritmos de crecimiento de las ventas al exterior más acordes con el avance del comercio mundial. Por áreas geográficas, el tono más dinámi-



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

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

co durante el segundo trimestre siguió experimentándose en las exportaciones a países distintos de la UEM, en particular, a América Latina. Dentro de la zona del euro, el mercado donde nuestras ventas crecieron a un ritmo mayor fue Italia.

De acuerdo con la CNTR, en el primer trimestre de 2006 las exportaciones reales de servicios turísticos volvieron a disminuir significativamente, registrando una tasa interanual de -8,7%. Los principales indicadores reales de turismo también se debilitaron a principios del ejercicio, aunque a partir de marzo ganaron dinamismo. Así, la información disponible para el segundo trimestre indica que las pernoctaciones hoteleras de viajeros extranjeros crecieron un 13,1% en ese período, al tiempo que el número de turistas aumentó un 9,5%, claramente superior al crecimiento del turismo mundial, aunque el efecto alcista de la Semana Santa influyó en esos registros. Sin embargo, en abril y mayo continuó reduciéndose el gasto medio por turista, como consecuencia tanto de un descenso del gasto medio diario realizado por los turistas, como de un acortamiento de sus estancias medias, de modo que el gasto total realizado por los turistas se incrementó solo un 5,2%, en términos nominales, según EGATUR. Esta tónica bajista que viene mostrando el gasto medio por turista estaría relacionada con sus nuevos hábitos de comportamiento, que tienden a acortar sus estancias y optan, con mayor

frecuencia, por alojamientos no reglados o por el disfrute de las viviendas en propiedad. Respecto a nuestros principales mercados emisores de turistas, cabe señalar el crecimiento muy moderado del mercado británico, al tiempo que prosigue el dinamismo del turismo francés y el alemán ha tendido a recuperarse.

Las exportaciones reales de servicios no turísticos crecieron un 13,4% en el primer trimestre de 2006, según la CNTR, prolongando la tónica alcista de los últimos trimestres y en línea con la evolución expansiva que mostró el indicador nominal de Balanza de Pagos. En este período, tanto las ventas exteriores de servicios de transporte, como las exportaciones de servicios prestados a las empresas, que constituyen las principales rúbricas, reflejaron una evolución muy positiva, a la vez que se produjeron incrementos sustanciales en los servicios de construcción, financieros e informáticos.

En el primer trimestre de 2006, las importaciones reales de bienes incrementaron su tasa de crecimiento interanual hasta el 11,6%, desde el 5,3% del trimestre precedente. De acuerdo con los datos de Aduanas, este repunte de las importaciones durante el primer trimestre del ejercicio actual se manifestó de forma intensa en las compras de bienes intermedios y de bienes de consumo, influidas por la entrada atípica de una gran cantidad de importaciones textiles en enero. Como ocurría en el caso de las exportaciones de bienes, en el período abril-mayo las compras al exterior se desaceleraron considerablemente, con una tasa interanual en términos reales del 1,8%, muy influida por la atonía del comercio exterior en abril. Asimismo, como se comentó anteriormente para las ventas al exterior, si se corrige del efecto de abril, las importaciones muestran un ritmo de crecimiento en el segundo trimestre inferior al del primero, pero en línea con el registrado en el segundo semestre de 2005. Distinguiendo por tipos de productos, en los meses de abril y mayo, las compras exteriores de energía tuvieron un comportamiento muy expansivo, con un aumento de casi el 10%, así como las importaciones de bienes de consumo duradero. En cambio, las compras de bienes de equipo, que en 2005 y el primer trimestre de 2006 habían sido uno de los componentes con mayores ritmos de expansión, descendieron un 6% en términos reales.

Por último, los datos de la CNTR indican que las importaciones reales de servicios continuaron acelerándose en el primer trimestre de 2006, situándose la tasa de avance interanual en el 15,8%. Esta evolución se explica por el elevado dinamismo que alcanzaron las importaciones reales de servicios no turísticos (16,1%), impulsadas por los servicios de transporte y por los servicios prestados a empresas. Las importaciones reales de servicios turísticos, en cambio, se desaceleraron en el primer trimestre, situando su tasa de crecimiento interanual en el 14,6%, tras haber mantenido crecimientos superiores al 20% a lo largo del ejercicio anterior.

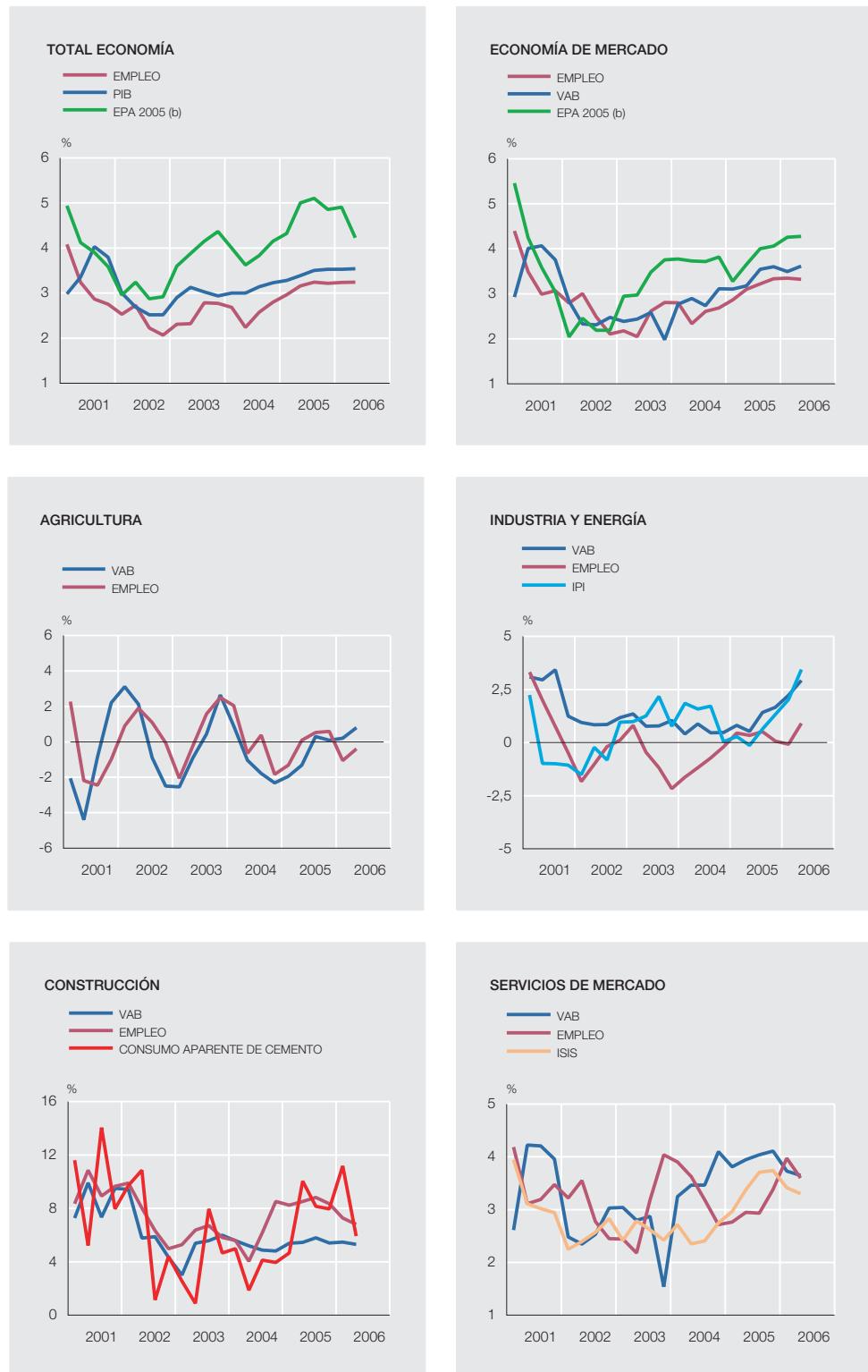
#### **4.2 Producción y empleo**

El valor añadido de la economía de mercado comenzó el año 2006 con un apreciable dinamismo, aunque su tasa interanual (3,5%) fue ligeramente inferior a la observada en el último trimestre del ejercicio anterior. Esta moderada pérdida de vigor fue debida a la desaceleración de la rama de servicios de mercado, que dominó sobre los avances registrados en el resto de ramas de actividad de la economía de mercado y, en particular, sobre la notable mejora del ritmo de expansión de la industria (véase gráfico 19).

La presencia de unas condiciones climatológicas menos desfavorables que las registradas en el año anterior permitió cierto avance, aunque extremadamente moderado, de la actividad de las ramas agraria y pesquera. Según la CNTR, el crecimiento interanual del valor añadido en el primer trimestre del año fue del 0,2%, una décima superior al del trimestre precedente. No obstante, cabe esperar que la actividad de estas ramas muestre un mayor dinamismo en los próximos trimestres, dadas las mejores cosechas que se estiman para algunos cultivos, entre

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

GRÁFICO 19



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

- a. Tasas interanuales, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, excepto sobre series brutas en la EPA. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. EPA en personas. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.  
b. Series enlazadas en el Banco de España en función de la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.

los cuales pueden destacarse, por su elevada magnitud, los cereales, las leguminosas y las frutas.

El conjunto de las ramas industriales y energéticas prolongó durante el primer trimestre de 2006 la recuperación iniciada en los meses centrales de 2005. La tasa interanual alcanzada en los tres primeros meses del año fue del 2,2%, según la CNTR, lo que supone una aceleración de la actividad de 0,5 pp. En este trimestre, el aumento del ritmo de crecimiento del valor añadido se concentró en la industria, ya que la rama energética experimentó una desaceleración de 1,1 pp, hasta el 3,9%. Por el contrario, la tasa interanual de la actividad en las ramas industriales aumentó 0,9 pp, situándose en el 2%, una cifra que no se observaba desde 2001. Este mayor dinamismo se concentró en la producción de bienes de consumo no alimenticios y, sobre todo, en la fabricación de bienes de equipo. De acuerdo con la información coyuntural disponible para el segundo trimestre del año, este proceso de expansión de la actividad industrial ha continuado, incluso de forma más intensa que en los trimestres previos. El índice de producción industrial (IPI) aumentó en torno a un 3,5% en el conjunto de abril y mayo —en términos corregidos de calendario—, frente al crecimiento del 1,9% observado en el primer trimestre de 2006, reflejando un avance en todos los sectores industriales. Asimismo, los indicadores de empleo, en concreto el número de afiliados a la Seguridad Social, mejoraron su comportamiento en el segundo trimestre, aunque más moderadamente. Los indicadores de opinión, como el correspondiente a los gestores de compras de las empresas manufactureras (PMI) y el indicador de confianza de la Comisión Europea, también registraron una evolución favorable en el segundo trimestre.

Según la CNTR, el valor añadido de la rama de la construcción inició el año 2006 con una ligera aceleración de una décima, de forma que su tasa de avance interanual alcanzó el 5,5% en el primer trimestre. Tal y como se ha comentado en la sección anterior, la fortaleza de este sector estuvo sustentada, fundamentalmente, en la edificación residencial, ya que el resto de la edificación y la obra civil moderaron su ritmo de crecimiento en ese trimestre. La información procedente de los indicadores adelantados y la elevada inercia que caracteriza a esta rama de actividad, consecuencia de los largos períodos de ejecución de sus trabajos, aseguran el mantenimiento de un ritmo de expansión relativamente elevado en el segundo trimestre y en el resto del año. No obstante, como ya se ha mencionado, los indicadores contemporáneos señalan cierta pérdida de dinamismo en la actividad constructora durante el segundo trimestre.

La actividad de los servicios se ralentizó en el primer trimestre de 2006, situándose su tasa interanual en el 3,7%, tres décimas menos que en el cuarto trimestre de 2005, que fue un año caracterizado por una continua, aunque moderada, aceleración de este sector. Esta pérdida de tono se concentró en los servicios de mercado, que se desaceleraron cuatro décimas, situándose su tasa interanual en el 3,7%, mientras que el resto de servicios mostró un ritmo de crecimiento similar al del trimestre precedente. Esta ralentización del valor añadido podría haber continuado en el segundo trimestre de 2006, aunque de forma mucho más tenue, según coinciden en señalar los indicadores coyunturales de actividad real. Tanto el indicador sintético de servicios (ISIS), como el volumen de negocio, en términos reales, de los indicadores de actividad de los servicios (IASS) que elabora el INE, y las ventas de grandes empresas de la Agencia Tributaria —corregidas del efecto del crecimiento de los precios— han experimentado una disminución de su crecimiento en los meses disponibles del segundo trimestre. Sin embargo, la mejora de los indicadores de opinión —índice de gestores de compras (PMI) e índice de confianza del sector de la Comisión Europea— y el elevado dinamismo de las afiliaciones a la Seguridad Social en esta rama indican un ritmo de actividad sostenido en ese período. Entre las ramas terciarias, el sector de hostelería experimentó cierto impulso, según

indican el número de pernoctaciones de turistas en hoteles, el número de afiliados a la Seguridad Social y la cifra de negocios del IASS. El transporte, por su parte, se mostró también algo más dinámico que en el primer trimestre del año, así como los servicios entre empresas. La rama de comercio y reparación, en cambio, continuó siendo la actividad que presenta una situación más desfavorable.

Según las estimaciones de la CNTR, en el primer trimestre de 2006, el proceso de creación de empleo mantuvo el mismo tono de estabilidad de los trimestres más recientes, permaneciendo su ritmo de avance interanual en el 3,2%, por cuarto trimestre consecutivo. Esta evolución, junto con la experimentada por el PIB en el cuarto trimestre de 2005 y el primero de 2006, han determinado un reducido avance de la productividad aparente del trabajo del total de la economía, cifrado en un 0,4%, una décima por encima del registrado en los dos trimestres anteriores. En la economía de mercado la creación de empleo mantuvo el perfil de suave aceleración de los dos últimos años. En este contexto, la desaceleración del valor añadido en el primer trimestre dio lugar a un exiguo avance de la productividad, del 0,1%. Los indicadores coyunturales señalan una prolongación del crecimiento del empleo, en el segundo trimestre, a un ritmo similar al de su evolución reciente.

Así, el crecimiento interanual de la afiliación a la Seguridad Social, una vez descontado el efecto de la regularización de inmigrantes, se situó en el 2,8% en el segundo trimestre del año, 0,1 pp por encima de la cifra del trimestre anterior. Asimismo, la estadística de paro registrado ha vuelto a presentar descensos en el número de desempleados, situándose la variación anual en el -0,6% en el segundo trimestre de 2006, frente a la estabilidad que había mostrado en el período enero-marzo. Finalmente, la información de la EPA correspondiente al segundo trimestre muestra un crecimiento interanual del empleo del 4,2%, que mantiene también un elevado dinamismo, si bien implica una desaceleración respecto al trimestre precedente (4,9%), debida en parte al efecto base derivado del fuerte repunte del empleo registrado en el mismo trimestre de 2005.

Por ramas de actividad, según las estimaciones de la CNTR relativas al primer trimestre de 2006, destacó el dinamismo experimentado por el empleo en la rama de servicios y, más concretamente, en las actividades destinadas al mercado, manteniéndose estable en el resto de los servicios. Así, el incremento interanual del empleo en los servicios de mercado registró un sustancial repunte, hasta situarse en el 4%, seis décimas más que en el trimestre anterior, mientras que, en el resto de servicios, el aumento del empleo fue del 2,7%, similar al del período precedente. Por el contrario, la ocupación en la construcción se desaceleró hasta una tasa de crecimiento interanual del 7,3%, aunque continúa siendo con creces la rama más dinámica en la creación de empleo. En la agricultura y en la industria tuvo lugar un retorno a la destrucción de puestos de trabajo, con unas tasas de variación interanual del -1,1% y -0,1%, respectivamente, con lo que se interrumpió la recuperación del empleo iniciada el trimestre anterior en ambas ramas. Los datos de la EPA referidos al segundo trimestre del año muestran un comportamiento similar del empleo por sectores. En concreto, durante este trimestre el empleo en la agricultura descendió a tasas similares a las del primer trimestre del año (-3%). No obstante, en las ramas industriales se aprecia una tenue recuperación de la ocupación y la tasa de crecimiento interanual se elevó hasta el 0,7%. Por su parte, según esta encuesta, el empleo en la construcción volvió a incrementar su dinamismo, hasta un crecimiento interanual del 7,8%, mientras que en las ramas de servicios la ocupación se desaceleró hasta un crecimiento del 5% (6,3% el trimestre pasado). No obstante, este menor dinamismo se concentró en las ramas de servicios no destinadas al mercado, donde el empleo creció un 4,1%, frente al 6,8% del trimestre anterior. En conjunto, el empleo en la economía de mercado estabilizó su tasa de crecimiento en el 4,3%.

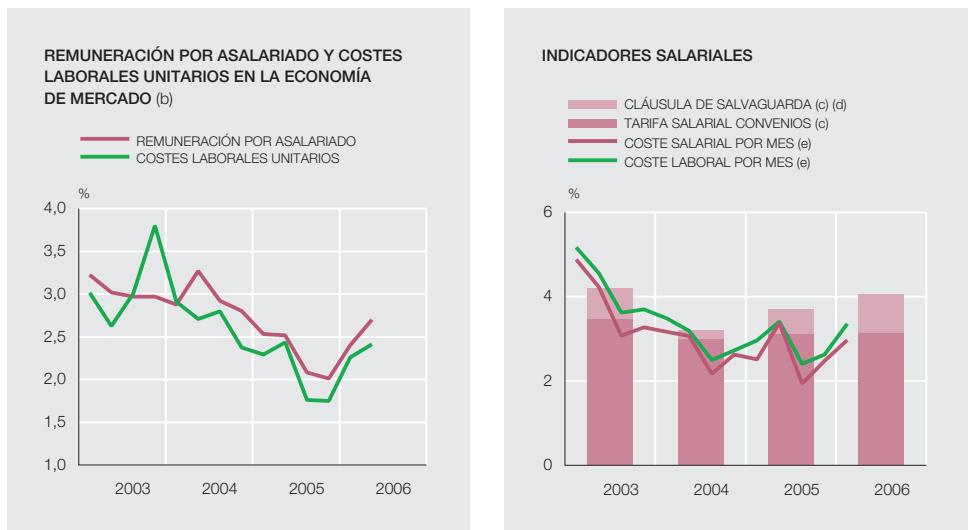
De acuerdo con la CNTR, la estabilidad de la creación de empleo en el primer trimestre del año refleja, principalmente, la evolución del colectivo de asalariados, que creció un 3,6% en tasa interanual, una décima menos que en el trimestre anterior, mientras que el componente no asalariado se recuperó ligeramente, creciendo un 1%. En general, la mayoría de los indicadores económicos coinciden en reflejar un mayor vigor para el empleo asalariado que para el empleo por cuenta propia. Sin embargo, los datos de la EPA del segundo trimestre muestran una desaceleración del empleo asalariado, al registrar un crecimiento interanual del 4,3%, después de crecimientos en torno al 6% en los tres últimos trimestres. Con ello, la tasa de asalarización descendió una décima respecto al trimestre pasado (hasta el 81,8%). Por su parte, en la estadística de afiliaciones, la creación del empleo autónomo continúa mostrando un menor avance que en el caso de los trabajadores por cuenta ajena, una vez descontado el efecto por la regularización de inmigrantes.

La información de la EPA sobre la duración de los contratos en el segundo trimestre de 2006 indica que los asalariados temporales, aunque ralentizaron algo su ritmo de avance interanual, hasta un 7,9%, volvieron a mostrar un comportamiento más dinámico que el empleo indefinido, que se desaceleró 1,2 pp, hasta el 2,6%. Todo ello determinó un nuevo aumento interanual de la ratio de temporalidad, hasta el 34,4%, 1,1 pp por encima de su nivel hace un año. Asimismo, el fuerte dinamismo observado en la contratación al inicio del año, muy superior al del empleo asalariado, dio lugar a cierto repunte de la rotación laboral, tras la relativa estabilidad que caracterizó al año 2005. No obstante, la información procedente de la estadística de contratos del INEM muestra, en la primera mitad del año, un comportamiento más dinámico de la contratación indefinida, que ha elevado el peso de este tipo de contratos sobre el total hasta el 10,7%, casi 2 pp más que hace un año.

De acuerdo con los datos de la EPA del segundo trimestre de 2006, la contratación a tiempo parcial volvió a mostrar una caída interanual (del 0,6%), como en el trimestre pasado, después de haber registrado crecimientos muy importantes durante el año 2005. Por su parte, el ritmo de avance interanual del número de ocupados a tiempo completo mantuvo un fuerte dinamismo, al situarse en el 4,9%. Como resultado, el porcentaje de ocupados a tiempo parcial se redujo hasta el 12,2%, seis décimas menos que en el segundo trimestre del año pasado.

La población activa se incrementó un 3,3% en el segundo trimestre del año 2006, tres décimas por debajo del crecimiento registrado el trimestre anterior, pero en línea con los crecimientos medios de los dos últimos años. El dinamismo de la población activa viene explicado por un incremento notable de la tasa de actividad, hasta el 58,3%, 0,9 pp por encima de su nivel en el mismo período del año anterior, y por un crecimiento de la población mayor de 16 años similar al de trimestres anteriores (1,6%). Distinguendo por sexos, el aumento de la población activa fue más intenso en el colectivo femenino (4,6%), que dio lugar a un aumento anual de 1,4 pp en la tasa de participación femenina, que se situó en el 47,9%. Entre los hombres, la población activa aumentó un 2,4%, de modo que su tasa de participación se incrementó 0,4 pp respecto al mismo período del año anterior, alcanzando el 69,1%.

Finalmente, los datos procedentes de la EPA indican que el número de desempleados volvió a descender en el segundo trimestre de 2006, si bien a un ritmo interanual (5,5%) inferior al observado en los últimos trimestres. Respecto al trimestre anterior, el número de parados descendió en 98.800 personas y la tasa de paro se redujo hasta el 8,5%, frente al 9,1% del primer trimestre del año y al 9,3% del mismo trimestre de 2005. La información proporcionada por la estadística de paro registrado indica, nuevamente, un descenso en el número de desempleados en el segundo trimestre.



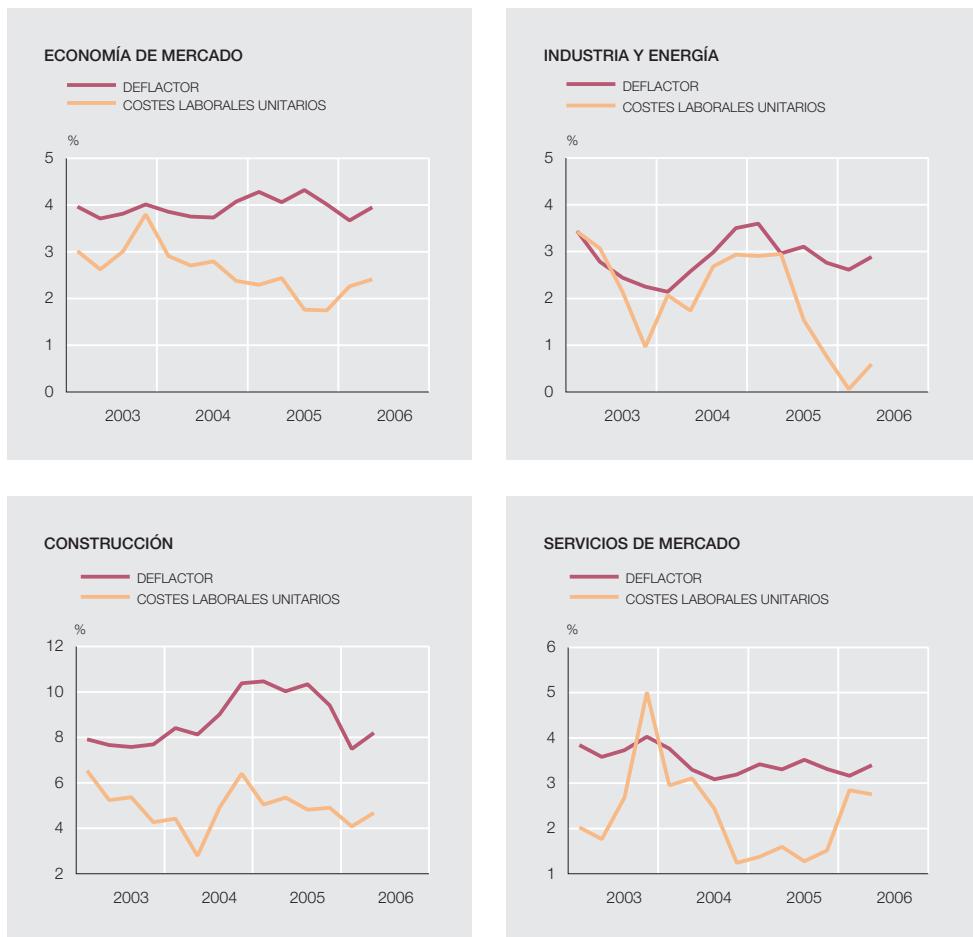
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

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

#### 4.3 Costes y precios

En el primer trimestre de 2006, la remuneración por asalariado incrementó en dos décimas su ritmo de crecimiento anual, hasta situarse en el 2,6%, de acuerdo con la Contabilidad Nacional Trimestral (véase gráfico 20). En la economía de mercado, la aceleración mostró una mayor cuantía, quedando la tasa interanual en el 2,4%, frente al 2% registrado a finales de 2005. Por ramas de actividad, se produjo un incremento generalizado del crecimiento de la remuneración media, con la excepción de la industria, cuyo ritmo de avance interanual permaneció en el 2,4% alcanzado a finales del año anterior. El menor repunte tuvo lugar en la construcción, siendo la agricultura y los servicios los que experimentaron una mayor aceleración. La Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL) reflejó también un mayor incremento del coste laboral por trabajador y mes, que creció un 3,4%, en tasa interanual, 0,8 pp superior a la tasa del cuarto trimestre de 2005. El componente salarial se aceleró más moderadamente —medio punto—, hasta el 3%, siendo los costes no salariales los que experimentaron el incremento más fuerte de su tasa de variación entre diciembre y marzo.

La información sobre los incrementos de las tarifas salariales pactados en los convenios colectivos en los seis primeros meses de 2006 muestra un aumento salarial del 3,15%, algo superior al pactado el año precedente, antes de considerar el efecto de la cláusula de salvaguarda frente a la inflación. En los convenios revisados, el aumento registrado fue del 3,16%, afectando ya a 6,3 millones de trabajadores, y en los convenios de nueva firma se ha pactado una subida del 3,01%, inferior a la del año anterior, aunque el número de trabajadores cubiertos es todavía reducido. Este desarrollo de la negociación colectiva se sitúa en el límite superior de las recomendaciones salariales implícitas en el Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva (AINC), prorrogado a finales de enero por los agentes sociales. En el presente año los trabajadores habrán de percibir, también, atrasos correspondientes a 2005 por la aplicación de la cláusula de salvaguarda frente a la inflación, cuyo impacto sobre el crecimiento de la remuneración por asalariado en 2006 se estima en 0,94 pp, por encima de los 0,59 pp del año anterior. La presencia de estas cláusulas en los convenios firmados entre enero y junio de 2006 es del 82%.

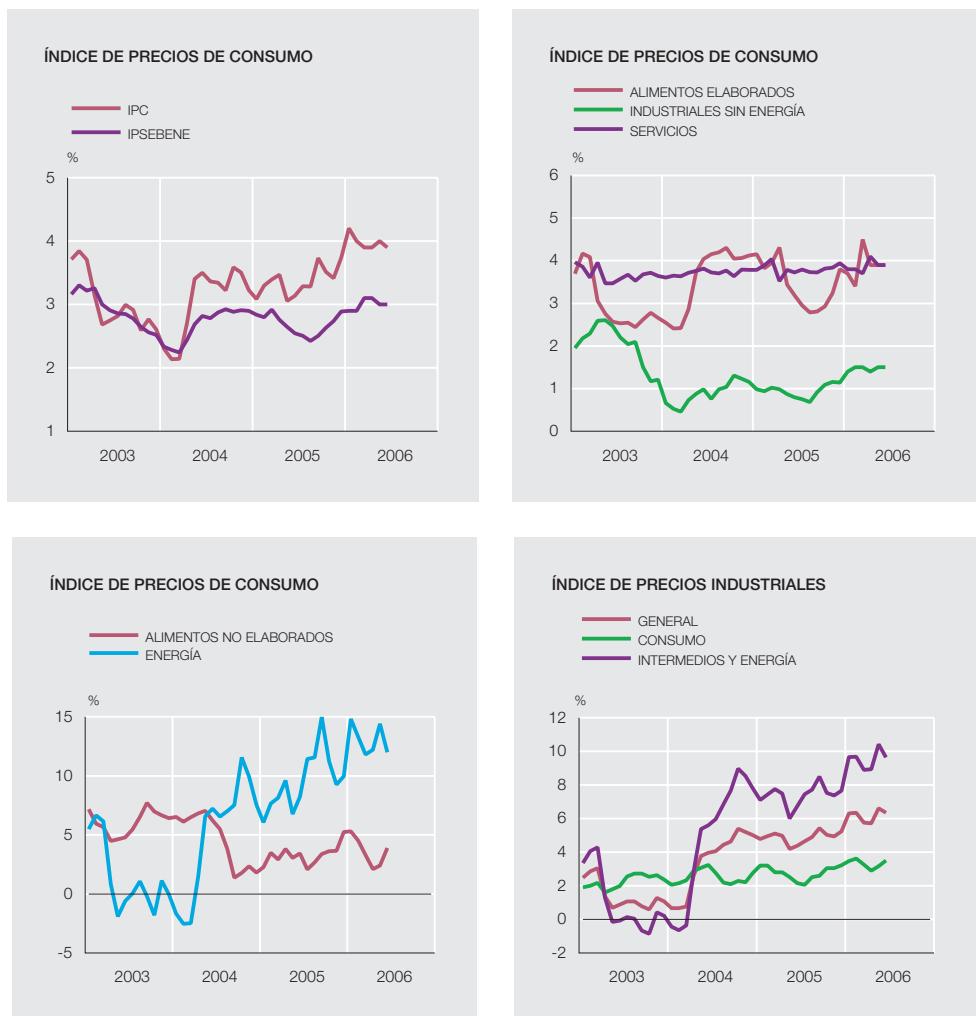


FUENTES: INE y Banco de España.

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

El mayor avance de la remuneración por asalariado en el primer trimestre de 2006, junto con el menor incremento del valor añadido por ocupado, hizo que el coste laboral por unidad de valor añadido aumentara su ritmo de crecimiento interanual hasta el 2,3% para el conjunto de la economía. El deflactor del valor añadido, en cambio, redujo su crecimiento dos décimas, hasta el 3,7%, en tasa interanual, reflejando un comportamiento menos expansivo del excedente por unidad de valor añadido, que continuó aumentando, aunque a un ritmo menor que en el último trimestre de 2005. La evolución en la economía de mercado fue similar, con mayores costes laborales y una desaceleración algo más intensa de los precios.

El menor ritmo de avance del deflactor del valor añadido en el primer trimestre fue el resultado de una desaceleración del deflactor en todas las ramas, con la excepción de la agricultura (véase gráfico 21). La reducción del crecimiento de los precios fue especialmente intensa en la construcción, si bien continuó siendo la actividad con crecimientos más elevados. La aceleración de los costes laborales unitarios se debió al fuerte repunte que experimentaron en los servicios de mercado, reduciéndose la tasa de avance en el resto de las ramas. Como resultado de estas diferencias, los excedentes continuaron ampliándose en todas las ramas de actividad, aunque con ritmos distintos. Los indicadores disponibles para el segundo trimestre del año muestran una continuación de estas pautas de comportamiento, manteniéndose el crecimiento de los deflactores por encima del de los costes laborales unitarios, a pesar del incremento previsto en la evolución de la remuneración por asalariado.



FUENTE: INE.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

En el primer trimestre de 2006, la tasa interanual del deflactor de la demanda final aumentó dos décimas, hasta el 4,5%, impulsada por el notable incremento del deflactor de las importaciones, cuya tasa alcanzó el 5%, frente a un 4,3% en el trimestre anterior. El mayor ritmo de crecimiento de los precios de la energía importada explica, en gran parte, esta aceleración del deflactor de las importaciones. Aunque el tipo de cambio del euro frente al dólar permaneció prácticamente estable en los primeros meses del año, el precio del petróleo volvió a repuntar en ese período, tras la moderación registrada en el último trimestre de 2005. El deflactor del PIB fue algo menos expansivo, ya que se desaceleró una décima, situándose su tasa interanual en el 4,3%. Por el lado del gasto, tanto el deflactor del consumo privado, que aumentó tres décimas su tasa de crecimiento interanual, hasta el 4,1%, como el de la formación bruta de capital fijo, que lo hizo solo en una décima, incrementaron su ritmo de avance. Por el contrario, el crecimiento del deflactor de las exportaciones continuó reduciéndose en el primer trimestre de 2006, situándose en el 4,3%.

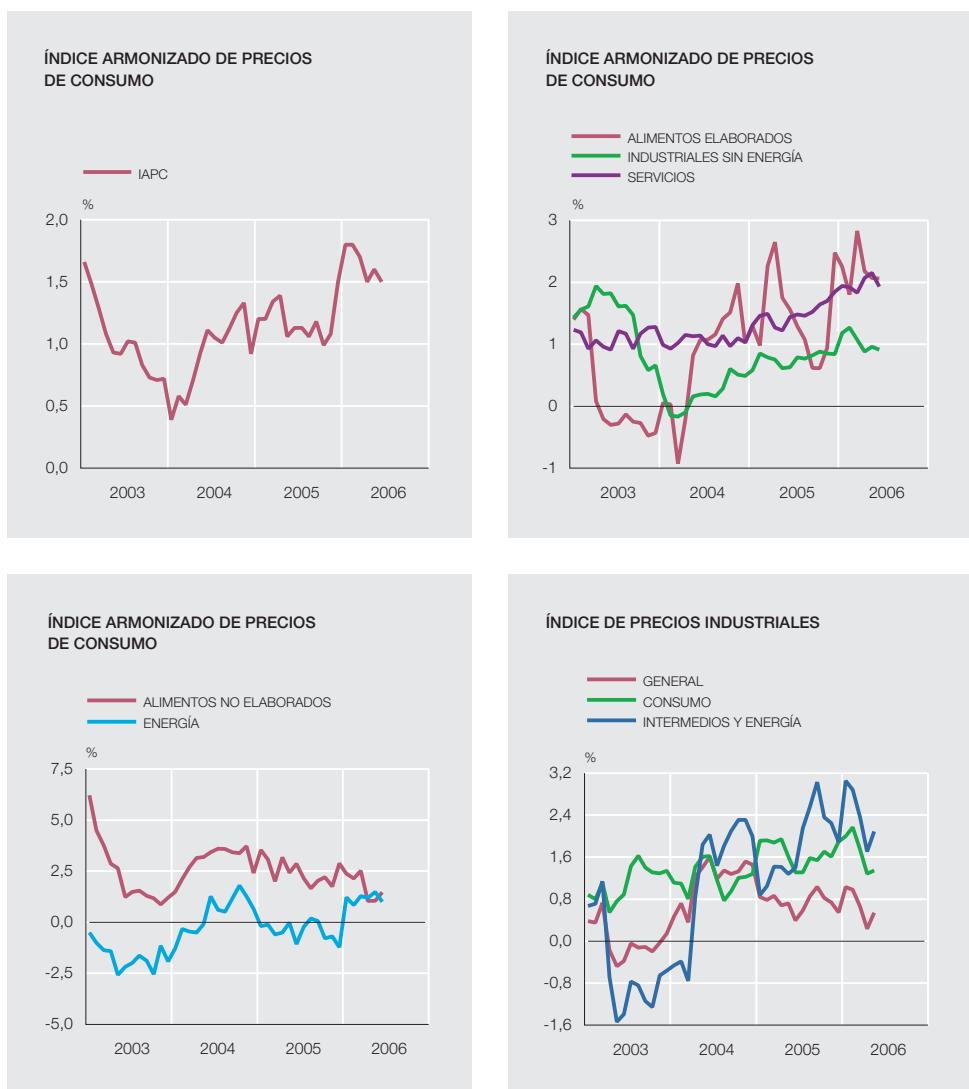
En el primer trimestre del año, los precios de consumo se aceleraron de forma similar al deflactor de consumo privado y alcanzaron un ritmo de crecimiento interanual del 4,1%, cifra no registrada desde finales de 2002. En el período abril-junio, en cambio, los precios de consumo

se han desacelerado una décima, mientras que el IPSEBENE mantuvo su tasa en el 3% (véase gráfico 22). En el segundo trimestre, el componente más inflacionista volvió a ser, de nuevo, el energético, que aumentó a un ritmo interanual del 12,9%, cuatro décimas inferior al valor del primer trimestre. El encarecimiento del petróleo a lo largo de este período y el incremento del precio de la bombona de butano en abril fueron los principales factores que explican el mantenimiento de esa tasa tan elevada. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos aumentaron un 1,4% en el segundo trimestre del año, cifra similar a la registrada en el primer trimestre.

Entre los componentes que integran el IPSEBENE, el crecimiento medio de los precios de los alimentos elaborados fue un 3,9% en el segundo trimestre, el mismo valor registrado en el trimestre anterior. En el período abril-junio comenzó a disminuir el precio del aceite, tras los aumentos sucesivos registrados desde el mes de septiembre del pasado año, y, por el contrario, se aceleraron los precios de las bebidas alcohólicas. Por su parte, los precios de los alimentos no elaborados se desaceleraron de forma sustancial en el segundo trimestre, registrando un crecimiento interanual medio del 2,8%, frente al 4,3% del primer trimestre. En el período abril-junio, tanto los precios de la carne de ave, como los de las frutas y de las hortalizas redujeron considerablemente su ritmo de variación, situándolo en tasas negativas, mientras que los precios de la carne de vacuno, del pescado y de las patatas aumentaban su ritmo de crecimiento interanual. Por último, los precios de los servicios se aceleraron dos décimas en el segundo trimestre, hasta una tasa interanual media del 4%. El aspecto más destacado fue el repunte de las tasas de crecimiento en las partidas relacionadas con el turismo en abril, debido a la celebración de la Semana Santa en distinto mes que en 2005. Los restantes componentes del agregado de servicios mantuvieron comportamientos similares a los del primer trimestre.

La inflación en España, medida por el IAPC, se redujo una décima en el segundo trimestre del año, situándose en el 4%. Por el contrario, en el conjunto de la UEM la inflación aumentó dos décimas, alcanzando el 2,5% en el segundo trimestre. Por consiguiente, el diferencial se estrechó hasta 1,5 pp, tras el máximo de 1,8 pp alcanzado el trimestre anterior (véase gráfico 23). No obstante, el diferencial de los servicios se amplió ligeramente debido a la aceleración provocada por el efecto de la Semana Santa, que resultó más intensa en España que en la zona del euro. En cambio, el diferencial del componente de alimentos no elaborados disminuyó sustancialmente, debido al descenso de las tasas registrado en España. En el caso de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos, la reducción del diferencial tuvo lugar como consecuencia del mayor dinamismo de los precios de esos bienes en la UEM. Por último, los precios energéticos se han desacelerado de forma casi similar en ambas zonas, habiéndose ampliado ligeramente el diferencial.

La tasa de crecimiento del índice de precios industriales (IPRI) presenta una tendencia creciente desde hace algo más de dos años. De acuerdo con la información disponible, el crecimiento interanual del índice alcanzó un 6,1% en el primer trimestre de 2006, incrementándose hasta el 6,2% en el promedio del segundo trimestre, aunque con oscilaciones. Los precios de producción de la energía han continuado siendo el componente más inflacionista, si bien han disminuido su ritmo de crecimiento en relación con el primer trimestre, hasta una tasa interanual del 14,6% en junio. Entre los restantes componentes del IPRI, los precios de fabricación de bienes intermedios han registrado una aceleración, alcanzando una tasa interanual del 6,7% en el último mes. Los precios de producción de bienes de equipo y de bienes de consumo se mantienen en tasas algo superiores al 2% y 3%, respectivamente. Por otra parte, los precios percibidos por los agricultores redujeron su ritmo de variación, regis-



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

trando tasas negativas en los meses de marzo y abril, debido al acusado descenso de los precios de las frutas, las hortalizas y la carne de ave. Por último, el ritmo de avance interanual de los precios hoteleros se situó en junio en el 2,3%, cerrando el trimestre con un aumento del 2,7%.

#### 4.4 La actuación del Estado

Las cifras publicadas, siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional, sobre la ejecución del presupuesto del Estado hasta el mes de junio del año corriente muestran un superávit de 2.555 millones de euros (un 0,3% del PIB), que contrasta con el déficit de 1.194 millones (0,1% del PIB) registrado en el mismo período del año anterior. Esta evolución se debió a la fortaleza de los impuestos, que impulsaron el crecimiento de los recursos hasta el 13,7%, mientras que los empleos aumentaron solo el 6,7% en el período considerado (véase cuadro 3). Asimismo, el saldo de caja no financiero muestra una notable mejora con respecto a la primera mitad del año 2005. Así, siguiendo el criterio de caja, el Estado registró un superávit de 1.153 millones de euros, frente al déficit de 3.503 millones de igual período del año anterior. En este contexto, aunque se espera una aceleración de los pagos en la segunda parte del año, la fortaleza mostrada por los impuestos en

	m€ y %							
	Liquidación 2005	Variación porcentual 2005/2004	Presupuesto inicial 2006	Variación porcentual 2006/2005	Liquidación ENE-MAR Variación porcentual 2006/2005	Liquidación		
						2005 ENE-JUN	2006 ENE-JUN	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7	8 = 7/6
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	128.777	12,2	128.591	-0,1	7,2	55.775	61.315	9,9
Impuestos directos	70.665	20,4	72.036	1,9	10,0	23.592	27.130	15,0
IRPF	35.953	18,2	37.992	5,7	9,5	16.572	18.593	12,2
Sociedades	32.496	24,9	31.681	-2,5	4,9	6.011	7.293	21,3
Otros (a)	2.215	-1,3	2.363	6,7	30,2	1.009	1.244	23,3
Impuestos indirectos	44.618	7,9	45.302	1,5	8,8	25.418	28.542	12,3
IVA	32.009	10,0	31.438	-1,8	10,4	19.320	22.334	15,6
Especiales	9.795	0,5	10.903	11,3	-0,1	4.733	4.710	-0,5
Otros (b)	2.813	12,9	2.961	5,3	9,4	1.366	1.498	9,7
Otros ingresos	13.494	-8,7	11.253	-16,6	-13,2	6.764	5.643	-16,6
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	122.755	7,0	133.951	9,1	-3,0	59.278	60.162	1,5
Personal	20.677	6,1	22.124	7,0	10,1	10.217	10.999	7,7
Compras	3.388	-3,5	3.069	-9,4	5,9	1.582	1.640	3,7
Intereses	17.831	6,4	17.443	-2,2	-23,4	9.257	7.484	-19,2
Transferencias corrientes	64.541	5,8	70.968	10,0	5,2	31.345	33.207	5,9
Fondo de contingencia y otros imprevistos	...	...	2.873	...	...	...	...	...
Inversiones reales	8.978	26,4	9.338	4,0	-12,2	3.709	3.889	4,8
Transferencias de capital	7.341	6,8	8.134	10,8	-9,8	3.169	2.944	-7,1
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>	6.022	...	-5.360	...	...	-3.503	1.153	...
<b>PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL</b>								
Recursos no financieros	126.811	11,9	127.817	0,8	10,2	54.972	62.500	13,7
Empleos no financieros	123.550	0,7	131.775	6,7	5,9	56.166	59.942	6,7
<b>CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN</b>								
	3.261	...	-3.958	...	...	-1.194	2.558	...
(en porcentaje del PIB)	0,4	...	-0,4	...	...	-0,1	0,3	...

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.

comparación con el presupuesto apunta a un cierre del año mejor de lo previsto inicialmente. En cuanto a la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social, véase recuadro 3.

Los ingresos de caja del Estado aumentaron un 9,9% hasta junio, por el dinamismo de las principales figuras impositivas, lo que marca una clara diferencia con la ligera caída del 0,1% para el conjunto del año a la que apuntaba la información presupuestaria en comparación con la liquidación del año anterior. El IRPF se aceleró en el segundo trimestre, hasta alcanzar un crecimiento del 12,2%, sostenido por los elevados ingresos por retenciones de capital mobiliario (una tasa interanual del 18,9%) y de ganancias en fondos de inversión (un 36,5% de aumento) y por un crecimiento del 9,9% en las retenciones sobre el trabajo. El impuesto sobre sociedades, por su parte, tras el primer pago a cuenta del año (en abril), registró crecimientos por encima del 20%. Los impuestos indirectos también se aceleraron notablemente en el segundo trimestre debido a la evolución del IVA, aunque se han incrementado notablemente las solicitudes de devolución en este impuesto, lo que podría llevar a una desaceleración de los ingresos en los próximos meses. La

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 8.432 millones de euros hasta abril de 2006, superior en 944 millones de euros (un 12,6%) al registrado en el mismo período del año precedente, con un crecimiento del 9,1% en los ingresos y del 8% en los pagos (véase cuadro adjunto). Destaca el crecimiento de la rúbrica de Otros ingresos no financieros, que, a pesar de ser una partida pequeña, presenta una tasa de crecimiento del 45,7%, debido al incremento de los rendimientos del Fondo de Reserva.

Los ingresos por cotizaciones sociales experimentaron un incremento del 8,6% hasta abril. El número de afiliados a la Seguridad Social aumentó un 5,1% hasta junio de 2006. Ahora bien, si se descontaran las 504.404 altas de trabajadores extranjeros producidas hasta finales de mes de junio como consecuencia del proceso de regularización, el crecimiento del número de afiliados en el primer semestre de 2006 se situaría en el 2,7%, ligeramente por debajo de la tasa registrada en el conjunto del año anterior.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas creció un 7,7% hasta abril, ligeramente por encima de lo presupuestado para el conjunto del año. El número de pensiones contributivas mantiene un ritmo de crecimiento elevado, del 2,6% hasta ese mes, muy superior al registrado en el conjunto del año anterior (un 1,3%), debido, en parte, al efecto del reconocimiento de la compatibilidad de las pen-

siones del antiguo Seguro Obrero de Vejez e Invalidez con las pensiones de viudedad<sup>1</sup>. Por su parte, el gasto en incapacidad temporal aumentó un 6,2% en este primer cuatrimestre, muy por debajo de la previsión presupuestaria.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), cuya información se recibe con más retraso, las cotizaciones percibidas se incrementaron un 9% hasta febrero, por encima de lo presupuestado, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 10% en los dos primeros meses de 2006, también por encima de la previsión presupuestaria.

Por otra parte, el gasto del SPEE destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 6,6% hasta abril (nivel similar al incremento del 6,7% registrado en el conjunto del año 2005), y el número de beneficiarios creció un 4%. Dicha evolución se produjo, a su vez, como resultado de sus dos principales determinantes: por un lado, la caída del paro registrado, de un 1,4% en tasa interanual en abril de 2006, frente a la caída del 1,1% en el conjunto del año anterior, y, por otro lado, el aumento de la tasa de cobertura, que se situó en el 62% hasta abril de 2006, por encima del nivel con que terminó 2005 (que fue el 60,7%).

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

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

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

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

m€ y %

	Presupuesto			Liquidación ENE-ABR		
	2005	2006	% variación	2005	2006	% variación
	1	2	3 = 2/1	4	5	6 = 5/4
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	90.040	97.547	8,3	30.917	33.739	9,1
1.1 Cotizaciones sociales (c)	83.915	90.625	8,0	28.840	31.317	8,6
1.2 Transferencias corrientes	4.874	5.295	8,6	1.646	1.794	9,0
1.3 Otros (d)	1.251	1.628	30,1	431	628	45,7
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	84.100	90.562	7,7	23.429	25.307	8,0
2.1 Personal	1.998	2.165	8,4	647	676	4,4
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.566	1.733	10,7	417	487	16,6
2.3 Transferencias corrientes	80.060	86.133	7,6	22.328	24.115	8,0
Prestaciones	80.059	86.131	7,6	22.328	24.115	8,0
Pensiones contributivas	68.905	73.832	7,2	19.234	20.720	7,7
Incapacidad temporal	5.925	6.656	12,3	1.686	1.790	6,2
Resto	5.229	5.644	7,9	1.409	1.605	13,9
2.4 Otros (e)	476	530	11,4	36	29	-18,7
<b>3 SALDO NO FINANCIERO</b>	5.940	6.986	17,6	7.488	8.432	12,6

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

a. Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues los correspondientes a las otras Administraciones de Seguridad Social no están disponibles hasta abril de 2006.

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.

		Millones de euros	
		ENERO-ABRIL	
		2005	2006
INGRESOS	Cuenta corriente	83.729	92.039
	<i>Mercancías</i>	50.274	56.118
	<i>Servicios</i>	20.377	21.793
	– Turismo	9.178	8.790
	– Otros servicios	11.200	13.003
	<i>Rentas</i>	9.108	9.927
	<i>Transferencias corrientes</i>	3.970	4.201
	Cuenta de capital	1.671	1.585
	Cuentas corriente + capital	85.400	93.624
PAGOS	Cuenta corriente	107.171	124.134
	<i>Mercancías</i>	70.730	81.106
	<i>Servicios</i>	15.911	19.744
	– Turismo	3.370	3.893
	– Otros servicios	12.541	15.850
	<i>Rentas</i>	13.795	15.981
	<i>Transferencias corrientes</i>	6.736	7.304
	Cuenta de capital	249	606
	Cuentas corriente + capital	107.420	124.740
SALDOS	Cuenta corriente	-23.442	-32.095
	<i>Mercancías</i>	-20.456	-24.988
	<i>Servicios</i>	4.467	2.050
	– Turismo	5.808	4.897
	– Otros servicios	-1.341	-2.847
	<i>Rentas</i>	-4.687	-6.054
	<i>Transferencias corrientes</i>	-2.767	-3.103
	Cuenta de capital	1.422	979
	Cuentas corriente + capital	-22.020	-31.116

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

recaudación proporcionada por los impuestos especiales, sin embargo, estuvo prácticamente estancada a lo largo de la primera parte del año por la moderación en el consumo de los bienes gravados por los dos principales impuestos (hidrocarburos y labores del tabaco). Por lo que respecta a los capítulos agregados en la rúbrica de Otros ingresos, la aceleración en el ritmo de caída del segundo trimestre estuvo determinada por los menores ingresos por diferencias entre valores de reembolso y emisión de deuda pública, y por un mayor retraso en la recepción de Fondos procedentes de la Unión Europea, que tienen un comportamiento errático.

Los pagos de caja se aceleraron durante el segundo trimestre, aunque todavía registraron una tasa de variación muy por debajo de lo presupuestado, a pesar de estar ya a mediados de año. Esto se debió a los pagos por intereses, que están muy condicionados por el calendario de vencimiento de la deuda pública, y a los pagos por transferencias (tanto las corrientes como las de capital). En ambos casos, cabe esperar que su evolución se acerque paulatinamente en los próximos meses a las tasas de variación presupuestadas. Por otra parte, en el resto de capítulos no se observan desbordamientos notables en los pagos, lo que es, hasta cierto punto, previsible, dado que el total de pagos está sujeto al límite establecido de acuerdo con la Ley de Estabilidad Presupuestaria.

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

En los cuatro primeros meses de 2006, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 31.116 millones de euros, un 41,3% superior al contabilizado en igual período del año anterior. En este cuatrimestre, el déficit por cuenta corriente reflejó una notable ampliación (36,9%), alcanzando un valor de 32.095 millones de euros, a la vez que descendía el superávit por operaciones de capital (-31,2%), que se situó en 979 millones de euros. Dentro de las operaciones corrientes, se produjo un deterioro generalizado en los saldos de las principales partidas, que resultó especialmente intenso en el caso del déficit comercial. Tanto el superávit de servicios como el desequilibrio de rentas empeoraron, y, en menor medida, las transferencias corrientes netas.

En el primer cuatrimestre de 2006, el déficit de la balanza comercial se incrementó en 4.533 millones de euros sobre idéntico período del año anterior, hasta alcanzar la cifra de 24.988 millones de euros; en tasas interanuales, el saldo negativo aumentó un 22,2%, prolongando la tónica de fuerte deterioro de los dos ejercicios anteriores. A pesar de la extraordinaria recuperación de los flujos reales de exportación en este período, el aumento del ritmo de avance de las importaciones reales y el fuerte empeoramiento de la relación real de intercambio —debido al encarecimiento del crudo— propiciaron esta desfavorable evolución del desequilibrio nominal. No obstante, desde la segunda mitad del año anterior, el desequilibrio del comercio no energético se ha deteriorado de forma más moderada, mientras que el déficit energético continúa creciendo a tasas muy abultadas, como consecuencia del persistente aumento de los precios de importación de la energía.

La balanza de servicios se saldó con un superávit de 2.050 millones de euros en el primer cuatrimestre de 2006, inferior en 2.417 millones al contabilizado en iguales fechas del año anterior. Este fuerte empeoramiento se explica por el descenso de 910 millones de euros que experimentó el superávit turístico y, en mayor medida, por el aumento del déficit de servicios no turísticos, que se incrementó en 1.507 millones de euros. Los ingresos turísticos descendieron un 4,2% en el período enero-abril, en términos nominales, prolongando el comportamiento negativo que iniciaron en el último mes de 2005. Por su parte, los pagos turísticos aumentaron un 15,5% en el primer cuatrimestre de 2006, lo que supone una desaceleración respecto al fuerte dinamismo de los dos años anteriores. Esta evolución de ingresos y pagos se tradujo en un descenso del 15,7% del superávit turístico.

El saldo negativo de la balanza de rentas registró una importante ampliación en el conjunto de los cuatro primeros meses de 2006, hasta situarse en -6.054 millones de euros, lo que supone un deterioro de 1.367 millones de este saldo negativo en relación con el observado en idénticas fechas del año precedente. Los ingresos crecieron un 9% en este período —destacando el fuerte impulso que adquirieron los correspondientes al sector financiero—, mientras que los pagos registraban un avance superior, del 15,8%, como resultado del fuerte incremento que experimentaron los pagos realizados por las instituciones financieras monetarias y, en mayor medida, por el sector privado no financiero, habiendo descendido los pagos efectuados por las AAPP.

La balanza de transferencias corrientes acumuló, hasta abril, un déficit de 3.103 millones de euros, superior en 336 millones al déficit registrado en el mismo período del año anterior. Los ingresos se incrementaron solo un 5,8%, ya que retrocedió una de sus principales partidas, los flujos procedentes de la UE en concepto de FEOGA-Garantía, mientras que las transferencias comunitarias del Fondo Social Europeo mostraron una evolución favorable. Los pagos, por su parte, crecieron a un ritmo algo superior, un 8,4%, como resultado de un fuerte aumento de los pagos por remesas de emigrantes y del incremento de los pagos destinados a las arcas comunitarias en los renglones del Recurso IVA y de Recursos propios tradicionales.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 979 millones de euros en el conjunto de los cuatro primeros meses del ejercicio actual, registrando un descenso de 443 millones de euros en relación con igual período del año anterior. Este deterioro se debe, en parte, al retroceso que experimentaron los fondos estructurales recibidos en concepto de FEDER —aunque es frecuente que se produzcan retrasos en los primeros meses del año—, y ello a pesar de la evolución positiva que mostraron las transferencias comunitarias del Fondo de Cohesión. Además, los pagos registraron un notable incremento, especialmente las transferencias de capital realizadas por el sector privado.

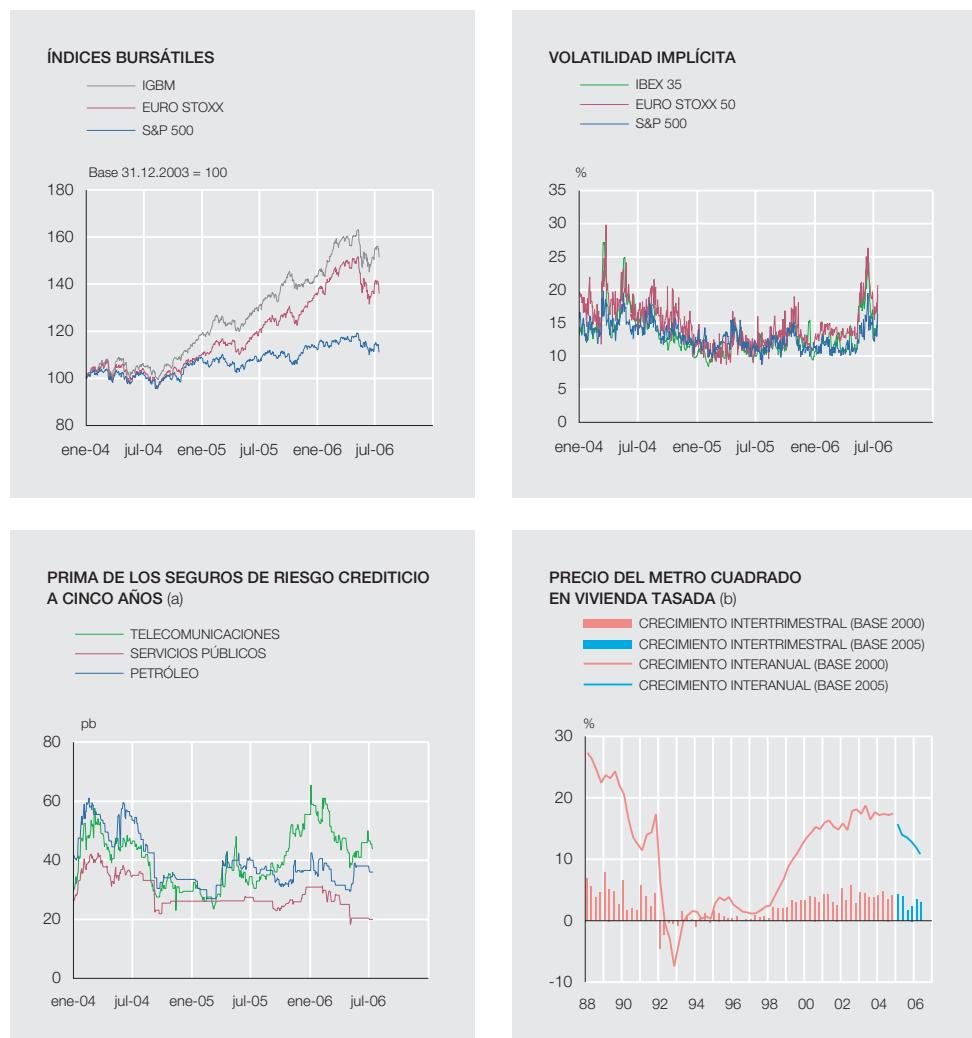
### 5.1 Rasgos más destacados

Durante el segundo trimestre de 2006 las condiciones financieras del sector privado han estado influidas por la continuidad de la trayectoria ascendente de los tipos de interés negociados en los mercados, iniciada durante la segunda mitad de 2005. Así, en junio el EURIBOR a un año se situó en un nivel medio del 3,4%, 29 pb por encima del dato de marzo, mientras que, durante el mismo período, la rentabilidad del bono español a diez años se incrementó en 34 pb y alcanzó el 4%. En línea con esta evolución, aumentaron tanto el precio de los préstamos bancarios a empresas y familias como el coste de la financiación con valores de renta fija, si bien estos últimos permanecen todavía en registros reducidos.

La evolución de los mercados bursátiles nacionales e internacionales ha estado marcada por el acusado descenso de las cotizaciones que se produjo a partir de mediados de mayo, que interrumpió el perfil ascendente de los meses anteriores y que vino, además, acompañado de un notable incremento en la volatilidad. Estos desarrollos parecieron reflejar un aumento en la incertidumbre sobre las perspectivas macroeconómicas internacionales, en un entorno caracterizado por los elevados valores alcanzados por el precio del petróleo y por la persistencia de los desequilibrios globales. Durante la segunda mitad del mes de junio se observó una cierta recuperación, que no fue suficiente para evitar que, a finales de dicho mes, el Índice General de la Bolsa de Madrid perdiera, en relación con los niveles de marzo, un 2,7% de su valor. Tras estos movimientos, el índice español acumulaba, desde principios de año, unas ganancias del 8,3%, comportamiento más favorable que el del Euro Stoxx de las bolsas de la UEM (4,2%) y que el del S&P 500 de Estados Unidos (1,8%) (véase gráfico 24).

En el mercado inmobiliario, de acuerdo con los últimos datos publicados por el Ministerio de Vivienda, durante el segundo trimestre de 2006 se mantuvo la pauta de desaceleración de los meses precedentes en el valor de los inmuebles. Así, el ritmo de expansión interanual del precio de la vivienda libre tasada se situó en junio en el 10,8% (1,2 pp por debajo del dato de marzo). Esta información es coherente con el escenario esperado de corrección ordenada y gradual de la sobrevaloración que actualmente presentan estos activos.

A pesar de las subidas de los tipos de interés y de la ralentización en el precio de los inmuebles, el volumen de deuda de los hogares y las sociedades continuó sin dar síntomas claros de desaceleración durante el primer trimestre del año. En el caso de las familias, el aumento de los pasivos (alrededor del 21%, en términos interanuales, en marzo) siguió estando apoyado en el comportamiento expansivo del crédito para adquisición de vivienda, que creció el 24%, y en la progresiva pujanza del destinado al consumo y otros fines, que presenta ya una tasa superior al 14%. Por su parte, los recursos ajenos de las empresas se aceleraron, hasta alcanzar un crecimiento por encima del 24% en relación con el mismo período del ejercicio anterior, impulsados fundamentalmente por el mayor dinamismo de la financiación procedente del exterior y por las emisiones de valores de renta fija realizadas por filiales financieras residentes de sociedades no financieras (véase recuadro 4). El desglose del crédito por actividades productivas muestra que durante los tres primeros meses de 2006 se produjo un fuerte incremento en el ritmo de avance interanual de los fondos captados por la rama inmobiliaria, hasta alcanzar el 50%, evolución que está en línea con el repunte de la actividad de promoción de nuevas viviendas. Por el contrario, los préstamos destinados al resto de los sectores experimentaron, en la mayoría de los casos, una pauta de desaceleración, más marcada en la industria, cuya tasa de variación descendió 3 pp, para situarse en el 12%. La información provisional disponible



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

- a. Primas medias ponderadas por activos.  
 b. Nueva estadística a partir de 2005.

apunta a que, entre abril y junio, la deuda del sector privado siguió expandiéndose a una velocidad elevada.

Fruto del dinamismo de la financiación, los indicadores de presión financiera de las familias experimentaron un nuevo deterioro entre enero y marzo de 2006, evolución que, según la información provisional disponible, se habría mantenido durante el segundo trimestre. Así, las ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con la renta bruta disponible (RBD) siguieron aumentando, al tiempo que volvió a disminuir la capacidad de ahorro del sector tras descontar las obligaciones financieras de amortización e intereses derivadas de la deuda, y las necesidades de financiación se incrementaron hasta situarse en un nivel equivalente al 1,5% del PIB en términos acumulados de 12 meses (véase cuadro 5). No obstante, el comportamiento de la riqueza neta de los hogares, que continúa avanzando firmemente apoyada en la evolución del precio de la vivienda, sigue proporcionando una válvula de escape que permite aliviar ese creciente grado de presión.

En el caso de las sociedades, las ratios de endeudamiento y de carga financiera también continuaron aumentando entre enero y marzo, y, de acuerdo con los datos provisionales

	% del PIB (a)								
	2001	2002	2003	2004	I TR	II TR	III TR	IV TR	2006 I TR
Economía nacional	-3,4	-2,6	-3,0	-4,8	-5,5	-6,0	-6,1	-6,5	-7,1
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-4,3	-3,7	-4,2	-5,4	-6,3	-7,0	-7,7	-8,5	-9,4
<i>Sociedades no financieras</i>	-5,4	-4,4	-4,4	-4,7	-5,3	-5,9	-6,5	-7,1	-8,0
<i>Hogares e ISFLSH</i>	1,1	0,7	0,1	-0,6	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3	-1,5
Instituciones financieras	1,4	1,4	1,3	0,7	0,7	0,6	0,6	0,9	0,8
Administraciones Públicas	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	0,2	0,4	1,0	1,1	1,6
<b>PRO MEMORIA:</b>									
Brecha de financiación sociedades no financieras (b)	-10,0	-8,6	-8,5	-8,9	-10,4	-10,5	-11,2	-11,3	-14,3

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.

disponibles, esta misma tendencia se habría mantenido en el segundo trimestre de 2006. Además, según las cuentas financieras, se incrementaron notablemente tanto el saldo deudor de las operaciones financieras netas como la brecha de financiación del sector, de forma que supusieron, respectivamente, el 8% y más del 14% del PIB, en términos acumulados de 12 meses. En paralelo, se produjo un descenso moderado de la rentabilidad del capital de las empresas. Por su parte, la información de la Central de Balances Trimestral (CBT) evidencia un ascenso acusado del endeudamiento, que recoge, fundamentalmente, la financiación de la adquisición de la empresa O2 por parte de Telefónica. Los pagos por intereses en relación con los beneficios también crecieron para esta muestra de compañías, como reflejo principalmente del alza en el coste de los recursos ajenos. El impacto de estos movimientos sobre los indicadores sintéticos que aproximan el grado de presión financiera sobre la inversión y el empleo se vio parcialmente compensado, no obstante, por la evolución favorable de los resultados económicos. De este modo, se produjo un ligero deterioro en dichos estadísticos, si bien se sitúan todavía en valores reducidos.

Una vez más, las mayores necesidades de financiación de los hogares y de las sociedades no fueron compensadas por el aumento de los recursos financieros netos de las Administraciones Públicas, de modo que la nación tuvo que incrementar la apelación al ahorro foráneo hasta un nivel que equivale ya a más del 7% del PIB en marzo, en términos acumulados de cuatro trimestres, frente al 6,5% de finales de 2005. Las instituciones financieras han seguido canalizado el grueso de estos fondos en el exterior.

En definitiva, la información reciente muestra que las condiciones financieras continúan siendo favorables para el dinamismo de la actividad económica, aunque en menor medida que durante los trimestres precedentes. Por otra parte, el aumento del endeudamiento de las empresas y las familias y de la carga financiera que soportan ha vuelto a estrechar el margen que tiene el sector privado para absorber eventuales perturbaciones adversas sin que se vean negativamente afectadas sus decisiones de consumo e inversión. Por tanto, no se han reducido los elementos de incertidumbre de naturaleza financiera, comentados en informes anteriores, sobre las perspectivas macroeconómicas a medio plazo.

## EVOLUCIÓN RECENTE E IMPLICACIONES PARA EL INDICADOR DE FINANCIACIÓN

Uno de los instrumentos utilizados por las sociedades no financieras (SNF) para financiar su actividad es la emisión de valores de renta fija. En el pasado, este sector ha recurrido a este tipo de operaciones, bien de forma directa o, indirectamente, mediante filiales instrumentales en el extranjero (en paraísos fiscales, principalmente). En este último caso, la emisora de los títulos distribuye los fondos obtenidos entre las compañías del grupo mediante préstamos. En el indicador de financiación de las SNF que elabora el Banco de España, estos recursos se recogen como préstamos exteriores, utilizándose para ello la información de la Balanza de Pagos.

Como puede observarse en el panel izquierdo del gráfico adjunto, esta modalidad cobró un mayor protagonismo a partir de 1999, coincidiendo con las mayores necesidades de recursos de las grandes compañías derivadas del proceso de expansión internacional, hasta el punto de que el saldo vivo asociado llegó a superar el correspondiente a las emisiones realizadas por las SNF residentes. Al mayor avance relativo de esta vía de obtención de fondos contribuyeron, entre otros elementos, los factores de tipo fiscal. A partir de 2001, el saneamiento financiero llevado a cabo por las empresas de mayor tamaño, que son las que utilizan este tipo de financiación, se tradujo en un descenso en el saldo vivo de los valores de renta fija emitidos en el exterior.

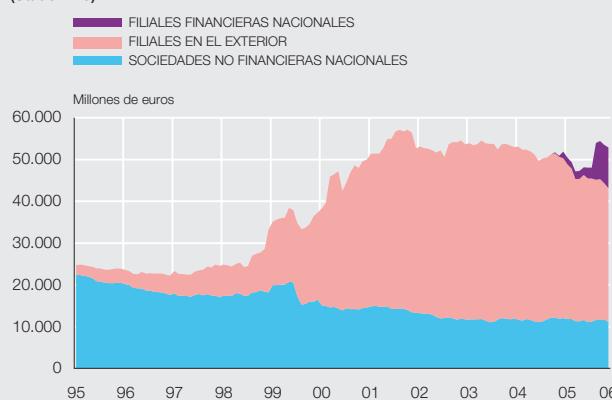
Más recientemente, la Ley 19/2003 fomentó la emisión de títulos de renta fija por parte de filiales residentes en España (o en un territorio de la Unión Europea que no tenga la condición de paraíso fiscal) de empresas financieras y no financieras. Concretamente, entre otras medidas, se les da a los inversores extranjeros que adquieran valores emitidos por estas compañías el mismo tratamiento fiscal que reciben los que compran títulos de deuda pública española, de modo que los rendimientos que generan estos valores no se encuentran gravados por el impuesto sobre la renta de no residentes. Por otra parte, los intereses asociados al préstamo de los fondos obtenidos en estas operaciones a compañías del grupo no están sujetos a retención. Por último, estas emisiones están exentas del

impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados.

Tras la aprobación de esta norma, las entidades de crédito, que también solían recurrir a filiales en el exterior para la emisión de deuda, comenzaron a desplazar la operativa de estas hacia instituciones nacionales<sup>1</sup>. En el caso de las SNF, también se ha observado este movimiento, aunque su actividad no ha empezado a ser significativa hasta principios de 2006 (véase el panel izquierdo del gráfico adjunto). En su mayor parte, estos últimos valores se instrumentan en forma de obligaciones y se encuentran denominados en euros, y, dado que se dirigen fundamentalmente a inversores foráneos, se negocian en plazas internacionales. Por otra parte, al igual que ocurría con los fondos captados a través de filiales en el exterior, los recursos obtenidos de esta manera revierten al resto de las empresas del grupo en forma de préstamos.

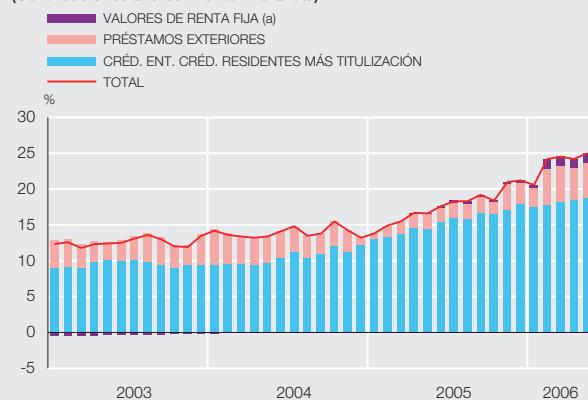
El avance de este tipo de emisiones tiene algunas implicaciones relevantes para el indicador de financiación de las SNF que elabora el Banco de España, que se utiliza, entre otras cosas, para el seguimiento de la ratio de endeudamiento del sector. Así, hasta la fecha, y a diferencia de lo que ocurre con las emisiones realizadas directamente por las SNF o indirectamente a través de filiales en el exterior, los fondos obtenidos por esta vía no se recogían en la definición de deuda, ya que las operaciones no son efectuadas por la empresa matriz y no se dispone de información sobre préstamos concedidos por instituciones distintas a las entidades de crédito. Dada la relevancia que ha adquirido recientemente esta modalidad de obtención de fondos, se ha decidido incluir dentro de las emisiones de renta fija de las SNF las acometidas por las filiales financieras residentes. En el panel de la derecha del gráfico puede apreciarse cómo durante los últimos meses estas últimas explicaban más de un punto porcentual de la tasa de avance de los recursos ajenos del sector.

1. Para más detalle, véase el recuadro 5.2 del *Informe Anual* de 2005 del Banco de España.

VALORES DE RENTA FIJA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
(Saldo vivo)

FUENTE: Banco de España.

a. No incluye las emisiones realizadas por filiales extranjeras. Los flujos de financiación obtenidos mediante estas operaciones se recogen como créditos del resto del mundo, en la medida en que estos se transfieren hacia empresas no financieras residentes.

FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
(Contribuciones al crecimiento interanual)

## 5.2 El sector hogares

De acuerdo con la información disponible del segundo trimestre, los costes de financiación de los hogares continuaron aumentando. Así, en mayo 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 4,1% y el 6,7%, respectivamente (26 pb y 38 pb más que en marzo). El ascenso acumulado en relación con los niveles mínimos alcanzados en el pasado otoño es de, aproximadamente, 80 pb en ambos casos. No obstante, la última Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) disponible señala que las entidades esperaban relajar ligeramente durante dicho período los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda y mantener los correspondientes a los destinados al consumo. En conjunto, por tanto, las condiciones de financiación experimentaron un nuevo endurecimiento, aunque siguen siendo bastante holgadas.

A pesar del incremento en los costes de financiación que se viene observando desde finales de 2005, la deuda de los hogares ha continuado avanzando a tasas elevadas, en el entorno del 21% en marzo, valor similar al observado en diciembre del año pasado. El crédito para adquisición de vivienda fue, de nuevo, el componente más dinámico y mostró un ritmo de crecimiento superior al 24%. Por su parte, los fondos destinados a consumo y otros fines volvieron a acelerarse, de modo que su variación interanual se situó por encima del 14%, casi 2 pp más que tres meses antes, comportamiento que está en línea con el fuerte aumento de la demanda de este tipo de préstamos recogido en la EPB. La información provisional más reciente sobre la evolución de la financiación del sector no muestra cambios significativos con respecto al primer trimestre.

Por su parte, la inversión en activos financieros alcanzó en marzo un importe equivalente al 10,8% del PIB en términos acumulados de doce meses, 0,1 pp más que el registro de 2005 (véase cuadro 6). Por instrumentos, las adquisiciones volvieron a concentrarse en los de menos riesgo (efectivo y depósitos), siendo especialmente destacable el crecimiento de los fondos invertidos en la rúbrica otros depósitos y valores de renta fija, cuyo volumen se incrementó en más de un punto porcentual en relación con el PIB, mientras que el saldo de los medios de pago avanzó en una cuantía menor que la observada durante los dos últimos ejercicios. Las compras netas de acciones fueron nulas, al tiempo que las suscripciones netas de fondos de inversión y los flujos materializados en reservas técnicas de seguros se mantuvieron en niveles similares a los de diciembre del pasado año.

El dinamismo de la financiación resultó en un nuevo ascenso del endeudamiento de los hogares que alcanzó en marzo el 115% de la RBD (véase gráfico 25). Por su parte, la carga financiera asociada se vio afectada, además, por el aumento de los tipos de interés, y se situó cerca del 15% de la RBD. El nuevo descenso de la tasa de ahorro bruto, unido al incremento de los pagos estimados por amortización de los pasivos contraídos, determinó un retroceso adicional del ahorro no destinado al servicio de la deuda, indicador que presenta ya valores negativos. Asimismo, de acuerdo con las cuentas financieras, la necesidad de financiación de las familias continuó creciendo durante el primer trimestre de 2006 y supone ya el 1,5% del PIB en términos acumulados de doce meses.

A pesar del mayor endeudamiento, la riqueza neta del sector continuó aumentando durante los tres primeros meses del año en curso, apoyada fundamentalmente en la revalorización de los inmuebles (12% en términos interanuales), principal componente del patrimonio familiar. Esta evolución, junto con el incremento en los costes de financiación, propició un nuevo avance del esfuerzo teórico que supone la adquisición de una vivienda.

% del PIB (a)	2002	2003	2004	2005		2006 I TR
				III TR	IV TR	
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
Operaciones financieras (activos)	8,6	9,0	9,7	9,9	10,7	10,8
Medios de pago	3,5	4,1	4,0	4,1	4,4	3,8
Otros depósitos y valores de renta fija (b)	2,0	-0,3	1,3	1,9	2,0	3,2
Acciones y otras participaciones (c)	0,6	0,6	0,5	0,2	0,2	0,0
Fondos de inversión	0,2	2,3	1,5	1,8	1,9	1,8
Reservas técnicas de seguros	2,5	1,8	1,8	1,9	1,8	1,7
<i>De las cuales:</i>						
De vida	1,4	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7
De jubilación	0,9	0,9	0,8	0,9	0,8	0,8
Resto	-0,3	0,5	0,7	0,0	0,4	0,2
Operaciones financieras (pasivos)	8,0	8,8	10,3	11,1	12,0	12,2
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	7,2	9,2	10,8	11,9	12,5	13,1
Créditos para adquisición de vivienda (d)	5,1	7,0	8,7	9,8	10,3	10,5
Créditos para consumo y otros fines (d)	2,1	2,2	2,1	1,9	2,2	2,4
Resto	0,8	-0,3	-0,5	-0,8	-0,5	-0,8
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
Operaciones financieras (activos)	14,6	15,9	15,8	17,5	18,5	20,0
Medios de pago	1,6	0,9	1,0	1,2	2,1	2,1
Otros depósitos y valores de renta fija (b)	1,6	1,2	0,4	1,8	1,3	1,6
Acciones y otras participaciones	6,6	7,5	6,4	6,8	6,6	8,6
<i>De las cuales:</i>						
Frente al resto del mundo	4,6	4,5	3,8	4,5	3,8	6,2
Resto	4,7	6,4	8,0	7,7	8,5	7,7
Operaciones financieras (pasivos)	18,9	20,3	20,5	24,1	25,7	27,9
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	5,4	6,1	8,4	11,6	13,0	13,5
Préstamos exteriores	2,7	2,7	0,7	1,6	2,0	3,7
Valores de renta fija (b)	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,3	0,9
Acciones y otras participaciones	5,9	5,2	4,6	3,5	3,2	3,2
Resto	5,3	6,5	6,8	7,3	7,2	6,6
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
Financiación (e)	14,0	15,9	16,3	19,6	21,0	23,1
Hogares e ISFLSH	16,3	19,1	20,2	20,2	20,9	21,3
Sociedades no financieras	12,4	13,5	13,2	19,2	21,2	24,5

FUENTE: Banco de España.

- a. CNE, base 2000.
- b. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto. Incluye las emisiones de filiales financieras residentes.
- 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.

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

Las condiciones de financiación de las sociedades también se endurecieron durante el segundo trimestre del año, aunque mantienen su carácter holgado. Así, en mayo los tipos de interés aplicados por las instituciones financieras a las nuevas operaciones de préstamo se situaron en el 3,6% y el 4,5%, dependiendo del volumen de la operación, lo que representa una variación de 2 pb y 18 pb en relación con los correspondientes niveles de marzo, y de unos 65 pb en comparación con los mínimos alcanzados el pasado otoño. No obstante, de acuerdo con la EPB, las entidades esperaban una ligera relajación de los criterios de concesión de créditos entre marzo y junio. Por su parte, el coste de la emisión con valores de renta fija también aumentó como resultado del incremento de la rentabilidad de la deuda pública y el mantenimiento de las primas



FUENTE: Banco de España.

- a. Los datos de la contabilidad nacional sectorial corresponden, hasta 1999, a la CNE, base 1995. A partir de 1999 corresponden a la CNE, base 2000.
- b. Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.
- c. Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».
- d. Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.
- e. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- f. Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- g. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
- h. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado. Nueva estadística del precio de la vivienda a partir de 2005.
- i. CNE, base 2000.

de riesgo. Por último, las condiciones de obtención de fondos en los mercados de renta variable empeoraron a raíz del descenso de las cotizaciones y del repunte de su volatilidad.

A pesar de la pauta creciente del coste de la financiación desde el pasado otoño, la deuda del sector se aceleró, de modo que la tasa de crecimiento interanual superó en marzo el 24%, más de 3 pp por encima del valor de diciembre de 2005, y la información provisional disponible apunta a que entre abril y junio se habría mantenido el dinamismo de dicha variable. Por instrumentos, el crédito bancario de las entidades residentes fue nuevamente el componente más importante, si bien, en términos de variaciones, cabe destacar el mayor avance de los préstamos exteriores y de las emisiones de valores de renta fija, especialmente de las realizadas por filiales financieras residentes, cuyos flujos supusieron, respectivamente, un 3,7% y un 0,9% del PIB en términos acumulados de doce meses, frente al 2% y al 0,3% del tri-

mestre previo (véase cuadro 6). Por su parte, los recursos obtenidos mediante ampliaciones de capital representaron el 3,2% del PIB, la misma cifra observada a finales del ejercicio anterior.

El desglose del crédito por finalidades muestra que durante el primer trimestre de 2006 se produjo un aumento notable en el ritmo de expansión de los recursos captados por el sector inmobiliario (50% en términos interanuales), mientras que en la mayoría de las restantes ramas de actividad se registraron tasas de variación más moderadas que a finales de 2005. Así, los fondos dirigidos a la construcción crecieron el 27% (más de un punto porcentual por debajo de la cifra de diciembre) y los recibidos por la industria avanzaron un 12%, frente al 15% observado tres meses antes.

Las operaciones de activo de las sociedades también avanzaron, aunque de forma más moderada que las de pasivo, y alcanzaron en marzo el 20% del PIB, en términos acumulados de doce meses. Por instrumentos, los aumentos se concentraron en la inversión en acciones y participaciones, como resultado de las mayores adquisiciones en el resto del mundo, que ascendieron a un importe equivalente al 6,2% del PIB (frente al 3,8% del período anterior), evolución que refleja, fundamentalmente, la compra de la empresa O2 por parte de Telefónica. Por su parte, el flujo materializado en medios de pago se mantuvo en niveles similares a los del trimestre precedente, mientras que el dirigido a depósitos y valores de renta fija experimentó cierta recuperación.

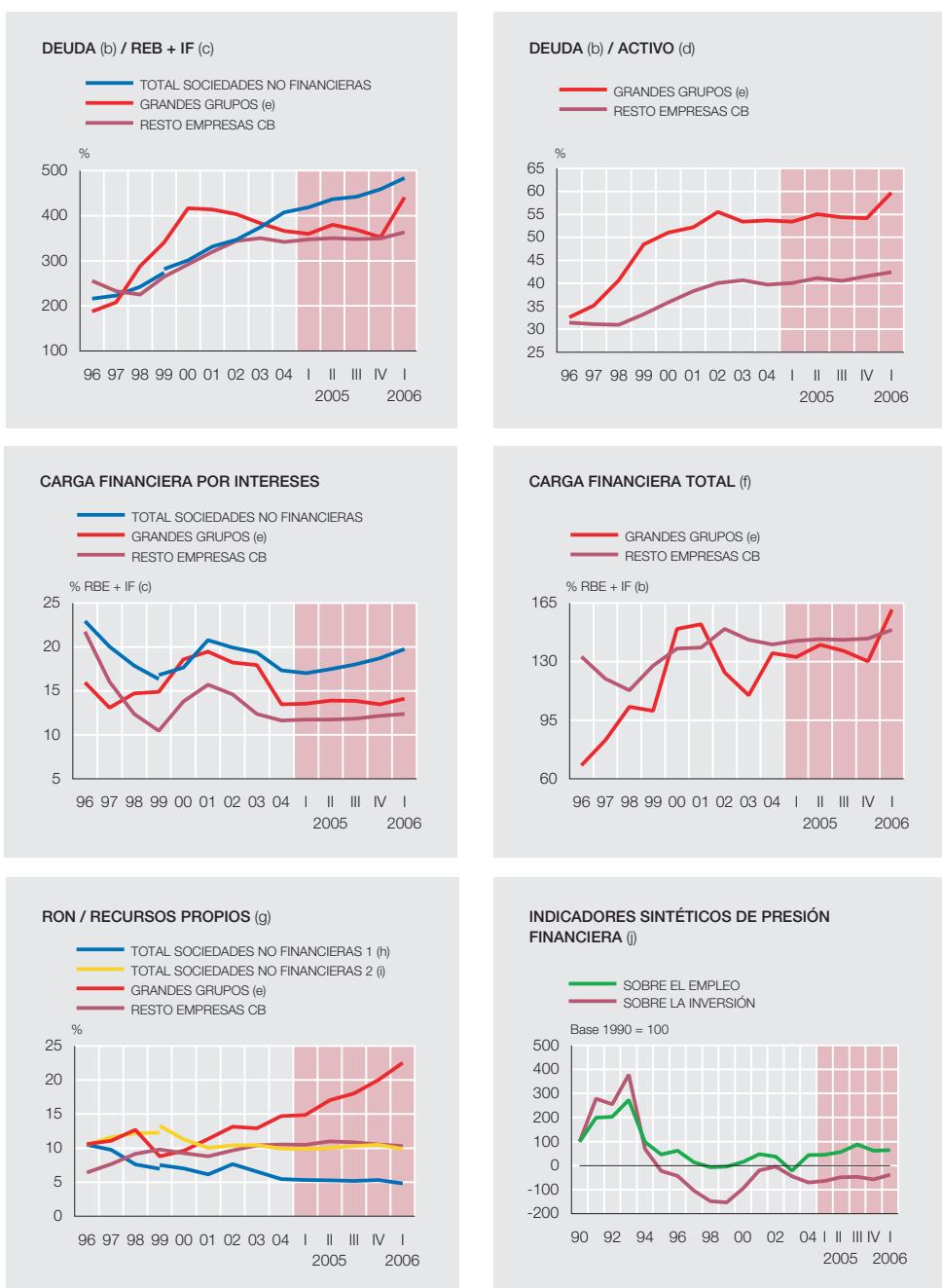
Como resultado de los flujos de activo y pasivo, las necesidades de financiación de las sociedades se incrementaron en casi 1 pp, hasta alcanzar un 8% del PIB en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 5). A esta contracción del ahorro financiero se le sumó el aumento en las inversiones directas del sector en el extranjero (2,1% del PIB), lo que llevó a que la brecha de financiación, que aproxima los recursos necesarios para acometer la inversión real y financiera de carácter permanente en el exterior, creciera 3 pp y se situase por encima del 14% del PIB.

El notable aumento de la financiación determinó que el endeudamiento agregado del sector se situara, en el primer trimestre, en niveles superiores al 480% del resultado económico bruto más los ingresos financieros (véase gráfico 26). Asimismo, los pagos por intereses en relación con los beneficios volvieron a crecer, hasta alcanzar cifras próximas al 20%, lo que refleja tanto el mayor volumen de fondos ajenos recibidos como las subidas en su coste. Por otra parte, en términos acumulados de doce meses, se produjo una desaceleración del excedente bruto de explotación y un incremento de la tasa de avance de los pagos netos por intereses, evolución que se tradujo en una ligera reducción de la rentabilidad del capital del conjunto de sociedades no financieras.

Los datos de la CBT evidencian también una trayectoria creciente de las ratios de endeudamiento y de carga financiera durante el primer trimestre de 2006. El ascenso fue especialmente intenso en el primer caso, evolución que recoge, fundamentalmente, el efecto de la financiación de la adquisición realizada por Telefónica comentada anteriormente. Sin embargo, la rentabilidad ordinaria de los recursos propios del conjunto de las compañías de la CBT mostró una nueva mejoría, que se explica por el comportamiento de los grandes grupos, ya que dicho estadístico experimentó un cierto retroceso para el resto de sociedades. Como resultado de los cambios en las variables anteriores, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre inversión y sobre empleo calculados a partir de la muestra de la CBT empeoraron ligeramente, si bien permanecen todavía en niveles reducidos.

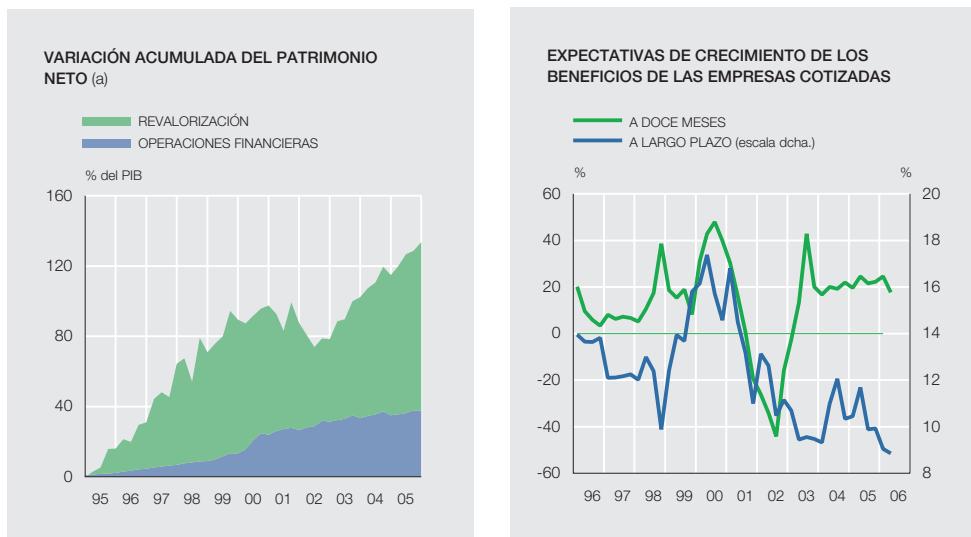
INDICADORES DE POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)

GRÁFICO 26



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 1999, las rentas del sector corresponden a la CNE, base 1995. A partir de 1999, corresponden a la CNE, base 2000.
- b. Recursos ajenos con coste.
- c. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- d. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- e. Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- f. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- g. Para el total de las sociedades no financieras  $RON = EBE + \text{intereses y dividendos recibidos} - \text{intereses pagados} - \text{consumo de capital fijo}$ .
- h. Recursos propios valorados a precios de mercado.
- i. Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.
- j. Indicadores estimados a partir de la CBA y CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.



FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

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

Por último, las expectativas de los analistas sobre el crecimiento de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas se redujeron durante el segundo trimestre tanto para horizontes largos como, sobre todo, cortos, aunque en este último caso la tasa de variación continúa siendo elevada (véase gráfico 27).

#### 5.4 Las Administraciones Públicas

Entre enero y marzo de 2006, la capacidad de financiación de las AAPP volvió a aumentar, y se situó, en términos acumulados de cuatro trimestres, por encima del 1,5% del PIB (véase gráfico 28). Por instrumentos, las AAPP realizaron una amortización neta de títulos a corto plazo, mientras que la emisión neta de valores a largo plazo siguió siendo positiva, si bien por un importe inferior al observado tres meses antes. En paralelo, se produjo un ascenso en la rúbrica de Resto, que recoge las adquisiciones netas por parte de la Seguridad Social en activos emitidos por el sector, al tiempo que las inversiones materializadas en depósitos siguieron avanzando en mayor medida que el volumen de préstamos, por lo que la partida que recoge la variación en el saldo neto de estos dos conceptos continuó presentando un signo positivo equivalente al 1,6% del PIB. Por último, a pesar del incremento en los costes de financiación, se mantuvo la trayectoria descendente de los pagos por intereses en relación con el PIB, gracias a la disminución de la ratio de endeudamiento.

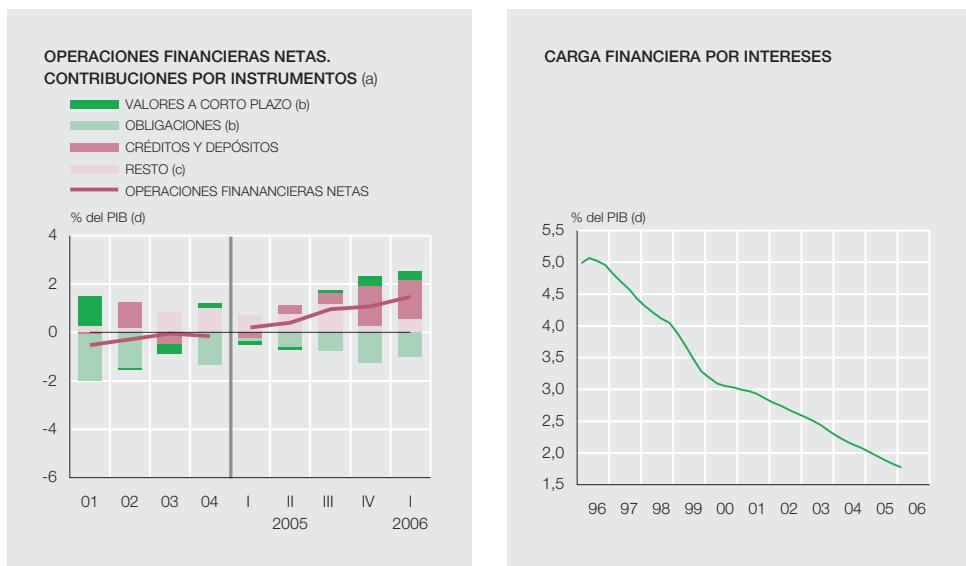
#### 5.5 La posición financiera frente al exterior

En el primer trimestre de 2006, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación continuó aumentando, hasta situarse, en términos acumulados de 12 meses, en el 7,1% del PIB, frente al 6,5% observado en diciembre. Por sectores, las mayores necesidades de fondos resultaron del deterioro del ahorro de los hogares, y, sobre todo, de las sociedades, que no fue compensado por la mejoría en la capacidad de financiación de las Administraciones Públicas.

Entre enero y marzo de 2006 aumentó la relevancia de las instituciones financieras en su papel de canalización de los fondos procedentes del exterior hacia nuestra economía. Dentro de este sector, los intermediarios no monetarios continuaron siendo los que contribuyeron en

ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Datos acumulados de cuatro trimestres

GRÁFICO 28

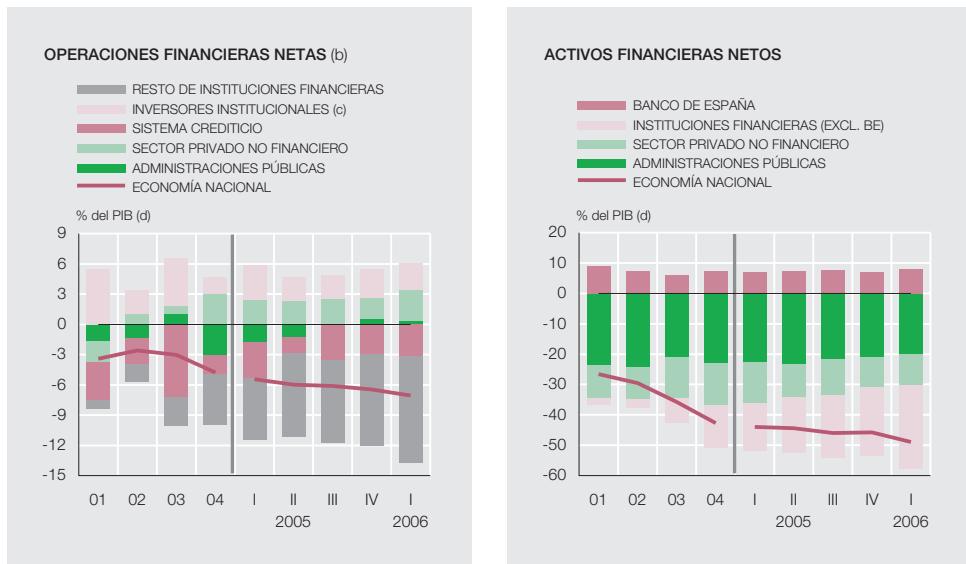


FUENTE: Banco de España.

- 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.

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS Y ACTIVOS FINANCIEROS NETOS FRENTE AL RESTO DEL MUNDO (a)

GRÁFICO 29



FUENTE: Banco de España.

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

% del PIB	2002	2003	2004	2005		2006 1 TR
				III TR	IV TR	
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-2,6	-3,0	-4,8	-6,1	-6,5	-7,1
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	12,9	13,5	13,8	17,1	17,7	22,8
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	3,3	0,7	3,2	1,9	2,4	3,4
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	2,3	0,5	0,7	1,2	3,2	2,3
Valores distintos de acciones	4,1	6,5	1,8	6,1	8,7	8,4
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	0,5	3,5	1,0	4,1	6,6	6,2
<i>Inversores institucionales (b)</i>	2,7	3,5	0,3	1,9	2,1	2,0
<i>Acciones y otras participaciones</i>	5,0	4,7	6,8	6,8	4,9	8,1
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	4,6	4,5	3,8	4,5	3,8	6,2
<i>Inversores institucionales (b)</i>	-0,1	1,1	0,8	0,5	0,8	1,6
Préstamos	0,1	0,3	0,8	0,9	1,1	1,7
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	15,5	16,5	18,5	23,2	24,2	29,9
Depósitos	4,0	6,9	1,7	3,4	5,3	6,2
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	3,1	5,3	5,0	5,6	7,2	7,5
Valores distintos de acciones	4,3	5,3	12,4	14,4	15,5	18,7
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	1,2	-1,0	2,7	0,0	0,0	0,8
<i>Entidades de crédito</i>	1,3	3,5	4,6	5,9	6,3	7,1
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	1,8	2,8	5,1	8,5	9,3	10,8
Acciones y otras participaciones	4,0	1,1	2,7	2,8	0,8	0,9
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	3,3	1,3	1,7	1,4	1,0	0,8
Préstamos	3,0	2,8	1,3	2,0	2,0	3,5
Otros neto (c)	-0,1	-0,8	-0,6	-0,8	-0,1	-0,6
PRO MEMORIA						
Inversión directa de España en el exterior	4,8	3,3	5,8	5,5	3,4	5,6
Inversión directa del exterior en España	5,7	2,9	2,4	2,1	2,0	1,8

FUENTE: Banco de España.

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

b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

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

mayor medida a la financiación del déficit exterior, de modo que el saldo deudor de sus operaciones financieras netas con el resto del mundo suponen ya más del 10% del PIB (véase gráfico 29).

La inversión financiera en el resto del mundo por parte de los sectores residentes supuso en marzo el 22,8% del PIB, en términos acumulados de 12 meses, lo que representa un incremento de más de 5 pp con respecto al valor de 2005 (véase cuadro 7). Por instrumentos, el principal destino de los fondos fueron las compras netas de valores distintos de acciones, especialmente por parte de las entidades de crédito, que concentraron un flujo por este concepto equivalente al 6,2% del PIB. Resulta, asimismo, destacable la compra

de acciones y participaciones, cuyo importe, equivalente al 8,1% del PIB (3,2 pp por encima del dato de diciembre de 2005), se vio afectado por la adquisición de Telefónica en el exterior.

Por su parte, las entradas netas de capital se situaron en primer trimestre de 2006 cerca del 30% del PIB en términos acumulados de 12 meses, 5,7 pp más que a finales de 2005. Los recursos captados a través de valores distintos de acciones concentraron nuevamente el grueso de los flujos procedentes del resto del mundo (más del 50% del total), y, de hecho, aumentó en relación con el PIB 3,2 pp en comparación con el dato de diciembre. De este modo, estos títulos, y en particular los emitidos por las instituciones financieras, se mantuvieron como el principal instrumento por el que se financia el déficit exterior de nuestra economía. Los flujos materializados en depósitos interbancarios también se incrementaron en términos netos y supusieron el 5,2% del PIB. Asimismo, los fondos obtenidos a través de préstamos subieron 1,5 pp, hasta alcanzar un 3,5% del PIB, evolución que refleja, fundamentalmente, la financiación de la adquisición de Telefónica en el extranjero.

En cuanto a la inversión directa, durante los primeros meses de 2006 continuó descendiendo la acometida por el resto del mundo en España, y se situó en el 1,8% del PIB, mientras que la realizada por los españoles en el extranjero se recuperó, movimiento ligado, en buena parte, a la ya comentada operación llevada a cabo por Telefónica. Estos desarrollos llevaron a que, en términos netos, las entradas directas de capital se mantuvieran en niveles negativos, equivalentes al 3,8% del PIB.

Como resultado de la evolución comentada de los flujos financieros con el resto del mundo y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, la posición deudora de la economía creció, hasta situarse próxima al 49% del PIB (véase gráfico 29). Por sectores, esta evolución resultó de un aumento en el saldo deudor de las instituciones financieras, que no fue compensado por la mejoría del resto de agrupaciones.

28.7.2006.

