

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

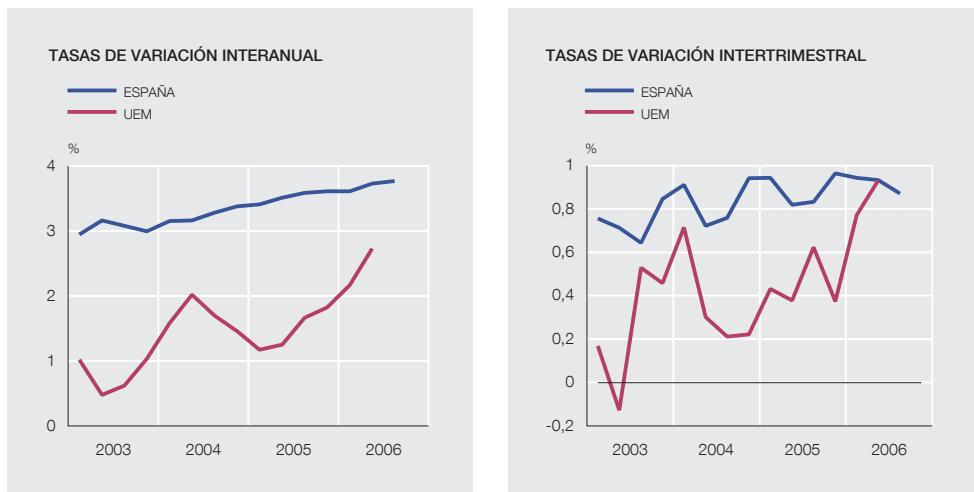
## 1 Rasgos básicos

En el transcurso de los dos últimos trimestres se ha prolongado la fase de dinamismo de la actividad y del empleo en la economía española, con un perfil de suave aceleración en el ritmo de avance de ambas variables que ha sido compatible con un cierto reequilibrio de la aportación de la demanda nacional y de las exportaciones netas al crecimiento. Durante el segundo trimestre de 2006, según los datos de la CNTR, la tasa de crecimiento interanual del PIB se elevó hasta el 3,7%, una décima más que en los tres primeros meses del año, gracias a la mejora de la aportación de la demanda exterior neta al PIB, que compensó el pequeño recorte de la demanda nacional.

La información recibida sobre el tercer trimestre de este año apunta a que el producto ha seguido ganando dinamismo, con lo que su ritmo de crecimiento podría haberse situado en el 3,8%, lo que representa una tasa intertrimestral del 0,9%, similar a la del segundo trimestre (véase gráfico 1). El repunte del PIB se asienta en el mantenimiento de la relativa pujanza del gasto interior, tras la lenta desaceleración que venía registrando este componente desde los primeros trimestres de 2005, y en la mejora adicional de la aportación de la demanda exterior, más modesta que en el trimestre precedente. Se estima que la demanda nacional habría crecido en este trimestre a una tasa interanual del 4,6% y que la aportación negativa de la demanda externa se habría reducido desde 1,1 puntos porcentuales (pp) en el segundo trimestre hasta 1 pp en el tercero.

Dentro de la demanda nacional, se aprecian el vigor del consumo de los hogares, cuya tasa de avance permanecería estable en el tercer trimestre, y el dinamismo de la inversión en construcción, que podría experimentar un ligero aumento, en un contexto de fortaleza tanto de la inversión residencial como de la obra civil y la edificación no residencial. La inversión en equipo podría moderarse levemente, aunque seguiría expandiéndose a un ritmo intenso, con una tasa interanual en el entorno del 9%. Por el lado de la oferta, en el tercer trimestre han continuado acelerándose la producción industrial, impulsada por la recuperación de las exportaciones y el avance sostenido de la inversión en equipo, y el empleo, en un contexto en que la población ha seguido creciendo a ritmos elevados, al igual que la tasa de actividad. La tasa de paro, por su parte, experimentó un descenso adicional, hasta situarse en el 8,1%. En cuanto a la evolución de la inflación, desde el mes de agosto se ha registrado un recorte muy significativo del ritmo de crecimiento interanual del IPC, que se situó por debajo del 3% en septiembre, frente a tasas próximas al 4% en el segundo trimestre. Dicha desaceleración está motivada, fundamentalmente, por el marcado descenso de los precios de la energía, aunque en los dos últimos meses se observa una ligera ralentización de la inflación subyacente, que, en todo caso, permanece próxima al 3%. El diferencial de inflación con la UEM en términos del IAPC ascendió a 1,2 pp en septiembre, lo que supone una disminución de casi medio punto respecto al diferencial observado en la primera mitad del año.

El panorama económico internacional de los últimos meses ha venido marcado por la sustancial disminución de los precios del petróleo registrada desde agosto y por las señales más claras percibidas acerca de la desaceleración de la economía estadounidense y, en menor medida, de la japonesa. En el caso de Estados Unidos, la pérdida de vigor de la actividad en el segundo trimestre se confirmó en el tercero, con una ralentización basada más en la inversión —tanto residencial como empresarial— y en la demanda externa que en el gasto de los hogares, que mostró todavía signos de fortaleza. En Japón, la incertidumbre se centra en el consumo privado, que ha arrojado signos de debilidad en el tercer trimestre. En contraste con



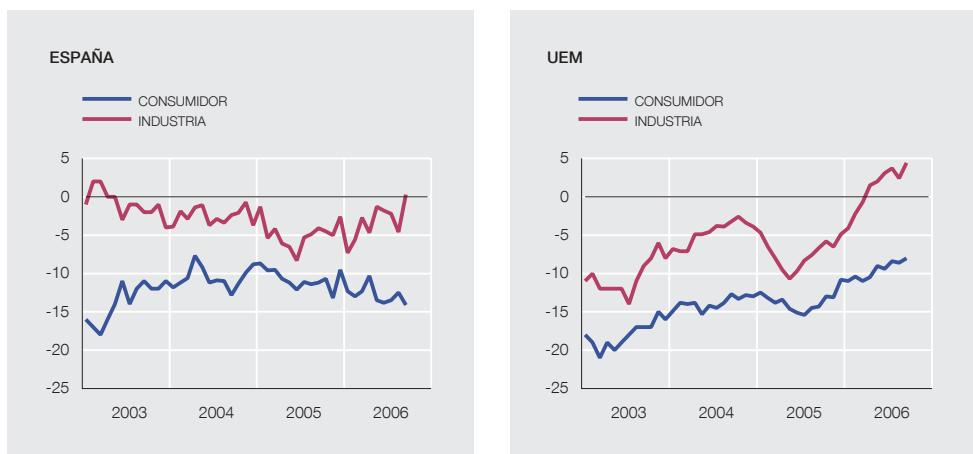
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

el menor empuje de estas economías desarrolladas, las economías emergentes han mantenido unas tasas de crecimiento bastante robustas, destacando especialmente China y otras economías asiáticas, pero también la mayoría de países de América Latina y Europa del Este. Respecto a este último grupo de países, es importante reseñar que la Comisión Europea dio el visto bueno para la incorporación de Bulgaria y Rumanía a la UE el próximo 1 de enero de 2007, con lo que esta pasará a contar con 27 Estados miembros.

En cuanto al precio del petróleo, después de haber alcanzado máximos históricos a principios de agosto en torno a los 78 dólares por barril de Brent, se ha registrado un descenso acusado, en torno al 20%. Esta moderación del precio está relacionada con el menor dinamismo de la actividad esperado en algunos países industrializados, si bien también se vio favorecida por la suavización de la tensión geopolítica, especialmente en Oriente Medio, los buenos datos de existencias en Estados Unidos, así como por la finalización de la temporada estival, que implica una menor demanda. Con todo, la curva de futuros siguió mostrando precios similares o superiores al precio de contado.

Las perspectivas de menores presiones inflacionistas que suponen la desaceleración de la actividad y el abaratamiento del petróleo han generado un cierto cambio en las expectativas de los mercados con respecto a los movimientos de los tipos de interés oficiales en algunos países, además de un nuevo descenso de los tipos de interés a largo plazo. No obstante, en el caso de Estados Unidos, la Reserva Federal ha seguido mostrando cierta preocupación por el elevado nivel de la tasa de inflación subyacente. En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra ha mantenido el tipo de interés oficial en el 4,75% desde que lo elevó en agosto, aunque las perspectivas apuntan a una nueva subida en el futuro. En el conjunto de los países asiáticos emergentes y en los de Europa del Este, el tono de la política monetaria tendió, en general, a seguir endureciéndose. Durante el tercer trimestre del año los mercados financieros internacionales evolucionaron de forma favorable, con alzas en los mercados de renta variable y un estrechamiento de los diferenciales soberanos en los mercados emergentes. En resumen, las perspectivas de la economía mundial siguen siendo positivas, si bien existe incertidumbre sobre el grado de permanencia de los menores precios alcanzados por el petróleo y sobre la capacidad de las economías emergentes y de otras áreas desarrolladas de mantener un crecimiento robusto y autónomo en ausencia de una contribución más apreciable de Estados Unidos a ese dinamismo.



FUENTE: Comisión Europea.

En la zona del euro ha proseguido con cierta intensidad la recuperación económica que se inició en 2005, con una tasa interanual de crecimiento en el segundo trimestre del 2,7%, la más alta desde el año 2001. Además, en ese período la expansión fue bastante generalizada por países, aunque no por componentes, pues se observó una mayor aportación de la inversión —tanto en equipo como en construcción—, pero el consumo privado siguió dando muestras de debilidad. Se espera que la economía europea mantenga un crecimiento robusto en el tercer trimestre, aunque probablemente inferior en términos intertrimestrales al de la primera parte del año, pues no parece que la intensa expansión de algunos países, como Alemania o Francia, durante el segundo trimestre pueda mantenerse en el tercero. Con todo, es previsible que el PIB registre una tasa de crecimiento medio en 2006 por encima del 2,5%, en línea con la estimación realizada por algunos organismos internacionales. La principal fuente de incertidumbre es el comportamiento del consumo privado, muy afectado por los pobres resultados en Alemania e Italia, donde se aprecia una conexión menos estrecha que en el pasado entre la creación de empleo, que ha sido relativamente vigorosa, y el gasto de las familias. En cualquier caso, la mejora de la renta disponible debida al abaratamiento de la energía y las perspectivas más favorables que parecen sugerir los indicadores de confianza podrían estimular el consumo privado en el futuro (véase gráfico 2). Asimismo, el incremento del IVA en Alemania, en enero de 2007, es un factor que puede afectar al perfil de la demanda, proporcionando un mayor soporte a la actividad en 2006, pero, sobre todo, restándole impulso el año siguiente. Aunque en el crecimiento de los últimos trimestres el dinamismo de la demanda nacional ha desempeñado un papel más relevante, el principal riesgo para la actividad de la UEM está relacionado con los efectos que podría tener una desaceleración más acusada de la economía norteamericana y con la posibilidad de que esa circunstancia conduzca a una corrección desordenada de los desequilibrios exteriores globales.

Pese al empuje de la actividad, la inflación subyacente se ha mantenido relativamente estable en la zona del euro en los últimos trimestres. Además, la disminución reciente del precio del petróleo se ha reflejado en un rápido descenso del IAPC, cuya tasa se ha situado sustancialmente por debajo del 2% en septiembre. No obstante, los riesgos sobre la inflación en el medio plazo se mantienen al alza, debido tanto a la incertidumbre sobre la continuidad de este abaratamiento del crudo como a la posible traslación a los precios de consumo de los incrementos pasados en el precio de la energía. La valoración de estos riesgos, sobre todo, en un entorno de creciente dinamismo de la demanda, hizo que el Consejo de Gobierno del BCE aumentara, de nuevo, su tipo de interés oficial en 25 pb, tanto en la reunión celebrada el 3 de

agosto como en la del 5 de octubre, con lo que en la actualidad se sitúa en el 3,25%. Con todo, las condiciones financieras pueden seguir siendo consideradas como relativamente holgadas.

La política fiscal ha mantenido, en líneas generales, un tono neutral en el conjunto de la zona del euro. Además, es probable que la evolución favorable de la recaudación impositiva se materialice en saldos presupuestarios para 2006 superiores a los contenidos en los programas de estabilidad, si bien todavía algunos países registrarán este año déficits por encima del 3% del PIB. La experiencia de los primeros años de la presente década, cuando la desaceleración económica condujo a que en algunos Estados miembros se desbordaran con cierta facilidad los límites al déficit establecidos en el Tratado y en el Pacto de Estabilidad, aconseja aprovechar el actual contexto de mayor dinamismo económico para realizar avances más decididos en el proceso de consolidación fiscal, que proporcionen un margen de maniobra suficiente en el futuro para afrontar eventuales pérdidas de vigor de la actividad.

Este escenario internacional bastante favorable, con un mantenimiento, en líneas generales, del crecimiento económico mundial y, en particular, con una clara recuperación de la zona del euro se ha reflejado en una mejora significativa de la aportación del sector exterior a la expansión de la economía española, que, a lo largo de 2006, ha compensado la mayor moderación de la demanda nacional. Como se señaló al inicio de este informe, esta pauta ha seguido presente durante el tercer trimestre, si bien en este período se detuvo la desaceleración de la demanda nacional y la gradual mejora de la contribución del sector exterior a la expansión del producto fue algo inferior a la del trimestre precedente. El dinamismo de la actividad industrial y de las exportaciones siguió siendo un rasgo distintivo del patrón de crecimiento en el tercer trimestre, que contrasta con la atonía que mostraron estas partidas el año anterior. Además, la inversión tanto en equipo como en construcción mantuvo una gran fortaleza, así como el consumo privado, de modo que el relativo endurecimiento de las condiciones monetarias y financieras —que se ha materializado en un aumento de los tipos de interés a un año del mercado interbancario de algo más de 30 puntos básicos (pb) en el último trimestre y en un incremento del coste de los préstamos bancarios a los hogares y las sociedades— no ha tenido todavía incidencia clara en las decisiones de gasto de los agentes.

El mantenimiento del ritmo de avance del consumo privado en una tasa similar a la del trimestre anterior se ha basado en el vigor que mantiene la creación de empleo y en la persistencia de un efecto riqueza significativo. Este efecto se ha debido a que, si bien en el tercer trimestre se mantuvo la tónica de desaceleración gradual del precio de la vivienda —con un crecimiento interanual del 9,8%, 1 pp inferior a la tasa observada el trimestre anterior—, también se ha producido una revalorización significativa de los activos bursátiles, que han reflejado los buenos resultados empresariales, el efecto positivo del descenso en el precio del petróleo sobre las perspectivas económicas y las operaciones corporativas que están produciéndose en los últimos trimestres. El resultado neto ha inducido que el consumo haya crecido más que la renta disponible, por lo que se estima que la tasa de ahorro de las familias ha seguido disminuyendo. Como, a la vez, la inversión residencial ha prolongado su fortaleza, las necesidades de financiación de este sector han continuado aumentando, de modo que se ha mantenido el recurso de los hogares al endeudamiento para financiar su gasto. En este sentido, el avance interanual del crédito fue similar al observado durante la primera parte del año, con tasas algo superiores al 20%, aunque comienzan a apreciarse una inflexión a la baja en el ritmo de expansión del crédito hipotecario y una aceleración de los recursos destinados a financiar el consumo, como consecuencia, quizás, del mayor gasto registrado en bienes de consumo duradero distintos de los automóviles.

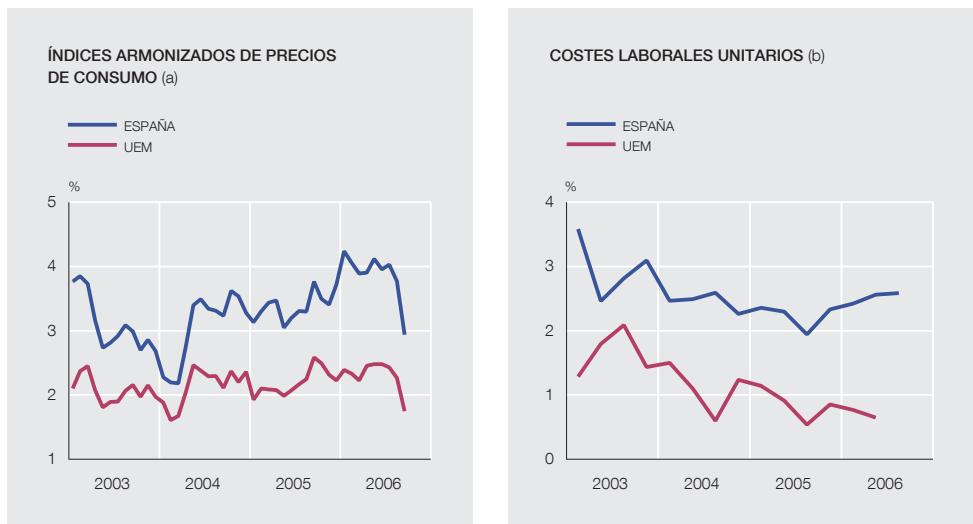
También la inversión en equipo ha continuado mostrando en los últimos meses un elevado dinamismo, apoyada en la mayor actividad exportadora —muy centrada en las ventas al exterior de este tipo de bienes— y en la pujanza del sector industrial. Al igual que en el caso de los hogares, la actividad empresarial se ha financiado con un recurso creciente al endeudamiento, con una tasa de crecimiento interanual de la financiación obtenida algo superior al 26%, lo que ha determinado una trayectoria ascendente tanto en la ratio de endeudamiento como en la carga financiera de las sociedades no financieras. Esta evidencia debe, en todo caso, matizarse acudiendo a la información sobre el crédito bancario concedido por ramas, donde se observa que las tasas de crecimiento más altas se vienen registrando en la financiación a la construcción y actividades inmobiliarias, mientras que en el resto de ramas productivas la expansión del crédito muestra ritmos de avance interanual más moderados, en torno al 10%-15%.

En cuanto a la inversión en construcción, en el tercer trimestre se han mantenido los elevados registros de los últimos trimestres, con tasas próximas al 6%, en un contexto en que la demanda de vivienda ha seguido mostrando una gran fortaleza, mientras que la edificación no residencial y, sobre todo, la obra civil han dando signos de intensa actividad. En el caso de la inversión residencial, resulta difícil determinar en qué medida su actual dinamismo puede obedecer al adelanto de determinadas decisiones de inversión como consecuencia de ciertos cambios normativos.

Los flujos de comercio exterior han mantenido en el tercer trimestre una pauta similar a la del período previo, con unos ritmos de aumento de las exportaciones más acordes con el avance de los mercados de exportación y con un incremento intenso de las importaciones. De este modo, en la parte transcurrida de 2006 se observa una clara recuperación de las exportaciones, tras los malos resultados de 2005, que debe explicarse por el fuerte avance del comercio mundial y por el despegue de la actividad económica de los países europeos, pues no se observan mejoras en los índices de competitividad-precio. Por productos, el mayor dinamismo de las exportaciones ha sido generalizado, aunque puede destacarse la expansión de las ventas de bienes de equipo y de productos textiles, mientras que las de automóviles mostraron una cierta debilidad, aunque no tan acusada como la de 2005. Pese a la recuperación de la zona del euro, los principales aumentos de las ventas al exterior en 2006 se observan en los mercados de fuera de la UEM. Los indicadores del sector turístico tuvieron una evolución favorable durante los meses de verano y los ingresos por turismo mejoraron respecto al trimestre anterior, con una recuperación del gasto medio por turista.

Por su parte, el fuerte ritmo de crecimiento de las importaciones en términos reales en el tercer trimestre resulta coherente con el avance de la demanda final, el elevado contenido importador de las exportaciones y de la inversión en bienes de equipo, y la mejora de la competitividad de los productos importados frente a los nacionales. Por productos, destaca el comportamiento expansivo de las compras al exterior de bienes de equipo y de productos intermedios no energéticos, lo que se encuentra en consonancia con el dinamismo tanto de la inversión como de la actividad industrial. Las importaciones de servicios turísticos podrían haber mantenido la tónica de desaceleración que ha venido observándose desde finales de 2005.

A la luz de estos datos, y según la información provisional disponible sobre el crecimiento del comercio mundial, la cuota de exportaciones española estaría tendiendo a estabilizarse en 2006, después del retroceso registrado durante los dos ejercicios anteriores, aunque la penetración de importaciones habría seguido aumentando. En cualquier caso, la brecha entre los ritmos de crecimiento de exportaciones e importaciones ha seguido dando lugar a una ampliación del déficit exterior.



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.

El empleo ha continuado mostrando un gran dinamismo en la economía española. Como en trimestres anteriores, la recuperación de la producción industrial no impulsó significativamente la creación de puestos de trabajo en esa rama, de modo que, de nuevo, fueron la construcción y los servicios los sectores donde el empleo mostró tasas de expansión más elevadas. Por ello, no se han observado cambios sustanciales ni en la evolución de la productividad por sectores, donde sigue destacando el avance que se consolida en el sector industrial, ni en su marcha en el conjunto de la economía.

La remuneración por ocupado se aceleró en el primer semestre del año en la economía de mercado, con una tasa del 2,7% en el segundo trimestre, siete décimas más que a finales de 2005. Esta trayectoria, que, en parte, obedece a la activación de las cláusulas de revisión salarial de 2005, probablemente ha continuado en el tercer trimestre. De cualquier forma, es preciso resaltar que ese ritmo de crecimiento de la remuneración se encuentra por debajo de los salarios negociados en convenios colectivos, lo que refleja la importancia de los efectos sobre el agregado de la incorporación de nuevos trabajadores al mercado laboral. Sin embargo, las bajas tasas de productividad han supuesto que los incrementos de remuneración se trasladen, en gran medida, a los costes laborales unitarios, que muestran un perfil significativamente más expansivo que el de los países de la UEM (véase gráfico 3). Esto, unido al comportamiento de los márgenes, que han aumentado de forma intensa, ha contribuido a que la inflación siga situándose en cotas relativamente elevadas durante el tercer trimestre.

En términos del IPC, sin embargo, el notable abaratamiento del petróleo que ha tenido lugar desde el mes de agosto se ha reflejado con rapidez en las cifras de los dos últimos meses, de modo que la tasa interanual del IPC en septiembre descendió al 2,9%, frente al 4% registrado en junio. Esta rápida traslación, junto con el mayor peso del componente energético en la cesta de precios de consumo de España y con la ligera moderación que se ha observado en paralelo en la inflación subyacente, ha conducido a una disminución del diferencial de precios con la UEM, desde una media de 1,6 pp en el primer semestre del año a 1,2 pp en septiembre. Aunque esta desaceleración de los precios tiene un componente transitorio evidente, también presenta unas implicaciones relevantes tanto para las finanzas públicas, pues supon-

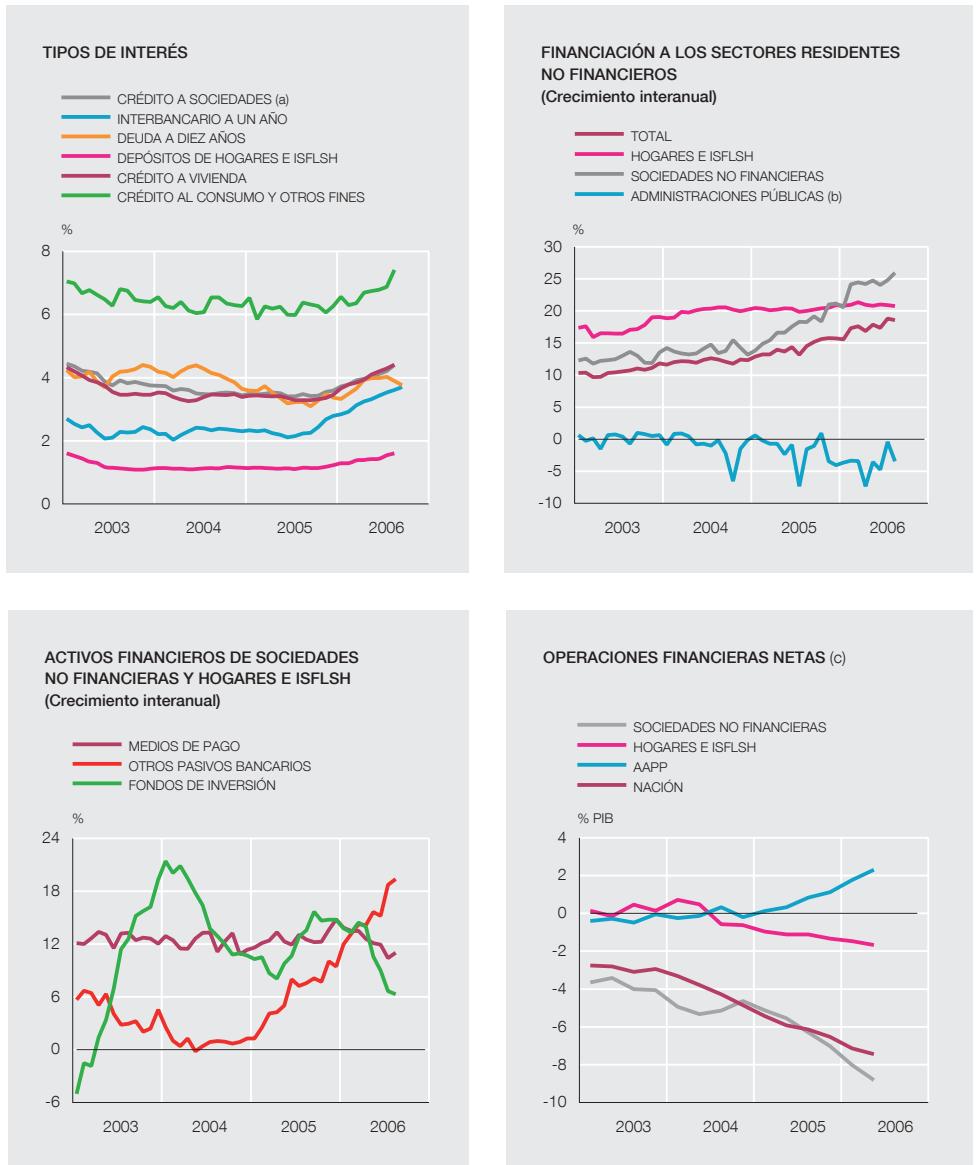
drá una disminución del gasto en pensiones de 2007, como para la evolución de los costes laborales el próximo año, ya que reducirá el impacto de la activación de las cláusulas de revisión salarial. Además, es posible que la negociación salarial de 2007 tenga lugar mientras la principal referencia de inflación se sitúe en tasas inferiores al 3%, sustancialmente más moderadas que las que se registraron en la primera mitad de 2006. Sería importante, en consecuencia, que esta disminución del IPC se incorporara plenamente al proceso de formación de precios y se tradujera en una moderación de las expectativas de inflación, lo que permitiría que tuviera un efecto permanente sobre la inflación futura y, con ello, que se progresara en el estrechamiento de nuestro diferencial de precios con la UEM.

En resumen, durante el tercer trimestre se ha detectado que la economía española ha seguido ganando dinamismo, que, si bien se apoya en un cierto reequilibrio de las fuentes de crecimiento a favor de la demanda exterior, sigue estando sustentado básicamente por una demanda nacional muy robusta. Además, la mejora de la contribución del sector exterior parece responder más al vigor del entorno internacional que a una evolución favorable de la competitividad-precio en España. En este sentido, la continuación del proceso de fuerte crecimiento económico no se ha visto acompañada de una disminución de los desequilibrios observados en años anteriores, en forma de un elevado déficit exterior, un diferencial de inflación con la UEM persistente e incrementos intensos del endeudamiento del sector privado (véase gráfico 4). Ante esta situación, la contribución de las políticas económicas, modulando el impulso de la demanda y mejorando las condiciones de funcionamiento de la oferta, es fundamental.

En las últimas semanas se ha presentado el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2007, además de proporcionarse el saldo presupuestario esperado para 2006 dentro de la notificación del Protocolo de Déficit Excesivo. Los saldos facilitados para estos dos años —que representan superávits del 1,1% del PIB en 2006 y del 0,7% del PIB en 2007— supondrían, de alcanzarse, un tono relativamente expansivo de la política presupuestaria. Sin embargo, el dinamismo de los ingresos tributarios en el período transcurrido de 2006 permite prever un saldo mejor que el apuntado, con lo que la orientación de la política fiscal tendería a ser neutral en este ejercicio. En cuanto a 2007, el mejor punto de partida del presente año debería suponer también un superávit más alto que el previsto, si bien en este caso cabe esperar que la aplicación de la reforma del IRPF y del Impuesto de Sociedades suponga un cierto sesgo expansivo en la orientación de la política fiscal. En este contexto, sería conveniente utilizar las posibles desviaciones al alza en la recaudación, en línea con lo que viene ocurriendo en el actual contexto expansivo, para mejorar el saldo presupuestario y contribuir, así, a aliviar las tendencias al desequilibrio que provoca la presión de la demanda nacional.

En cuanto a la reciente reforma del mercado de trabajo, es aún demasiado pronto para realizar una valoración detallada sobre su impacto. No obstante, cabe resaltar que la información procedente de la estadística de contratos del INEM muestra un repunte apreciable de la contratación indefinida desde el mes de julio, debido, sobre todo, a las conversiones de contratos temporales. Como se recordará, la reforma incluye un período extraordinario de bonificación a estas conversiones que finaliza el próximo 31 de diciembre, por lo que cabe esperar que este elevado dinamismo se mantenga en los próximos meses. Por otra parte, los datos de la EPA referidos al tercer trimestre del año, que acaban de ser publicados por el INE, muestran que la ratio de temporalidad se elevó al 34,6%, dos décimas más que en el trimestre precedente, si bien en los meses de verano suele apreciarse cierto incremento de esa ratio por causas estacionales y en este año ese aumento ha sido inferior al observado para el mismo período en los dos ejercicios anteriores.

Finalmente, debe destacarse que el pasado 13 de octubre el Consejo de Ministros aprobó el Informe Anual de Progreso 2006 del Programa Nacional de Reformas (PNR). El PNR



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.

recoge la estrategia de política económica para el período 2005-2010, cuyos dos objetivos fundamentales para finales de la presente década son la plena convergencia en renta per cápita con la Unión Europea (UE 25) y alcanzar una tasa de empleo del 66%<sup>1</sup>. En 2005, las cifras alcanzadas en estos parámetros fueron el 98,8% en el caso de la renta per cápita y el 63,2% en el de la tasa de empleo. Tanto el PNR como este Informe de Progreso ponen énfasis en los pobres resultados obtenidos en el frente de la productividad, que evoluciona más lentamente que en la UE, lo que entorpece el proceso de convergencia en la renta con esa área. En cuanto a su aplicación, la puesta en marcha del Plan discurre a buen ritmo,

1. Para más información sobre el PNR, puede consultarse el recuadro 1.4 del *Informe Anual* del Banco de España de 2005.

ya que en el primer año de vigencia del PNR se ha aprobado algo más de la mitad de las 310 medidas que contenía el Plan. En cualquier caso, dada la naturaleza de este Programa, es de esperar que el grueso de estas medidas despliegue sus efectos en el presente año y en los siguientes, por lo que sus frutos deberán evaluarse con una perspectiva algo más prolongada. Una aplicación pronta y ambiciosa de las orientaciones de dicho Plan es muy importante para asegurar la sostenibilidad del crecimiento económico en el marco de las condiciones exigentes que se derivan de la pertenencia a la UEM y del avance de la globalización.

## 2 Entorno exterior del área del euro

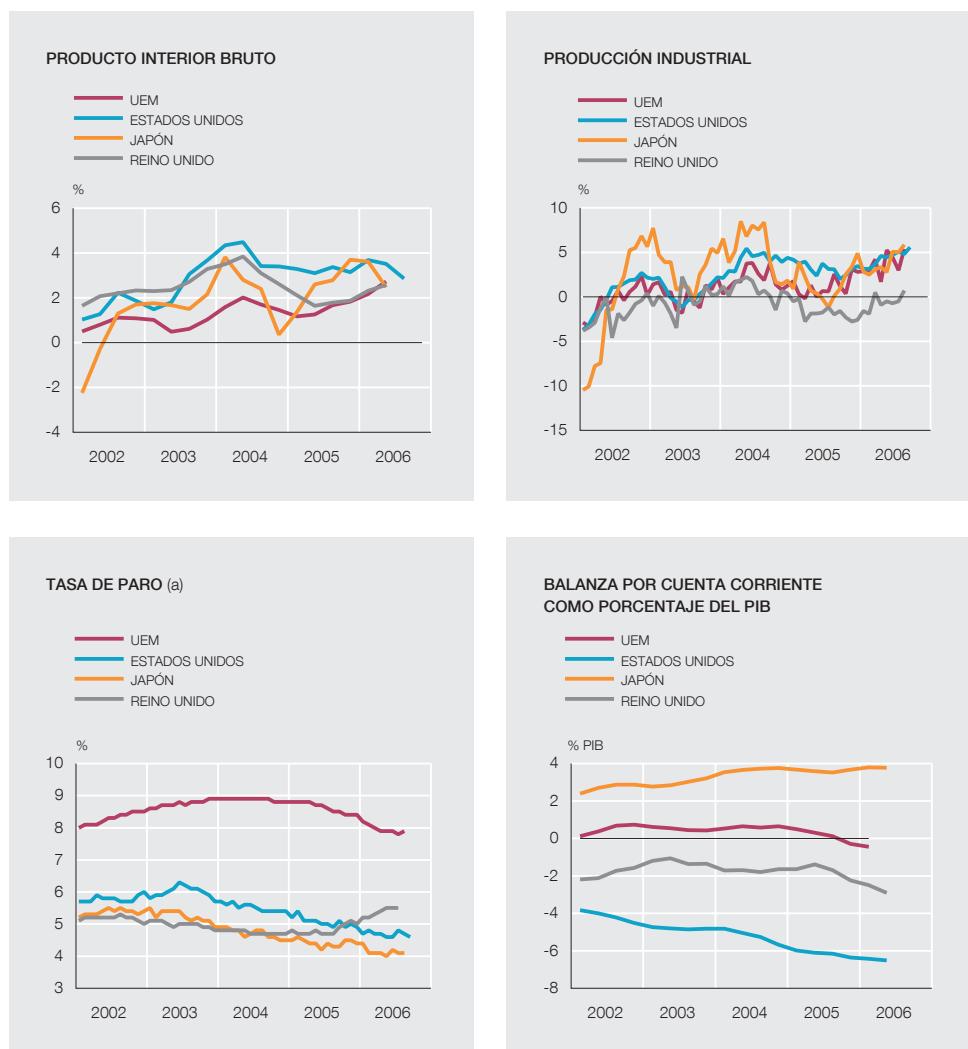
En el último trimestre, la evolución en el entorno exterior del área del euro vino marcada, fundamentalmente, por la desaceleración económica en Estados Unidos y, en menor medida, en Japón, que, unida a unas perspectivas de menores presiones inflacionistas, propició un nuevo descenso de los tipos de interés a largo plazo y cambios en las expectativas de los mercados financieros con respecto a los movimientos de los tipos de interés oficiales. La desaceleración de la actividad económica se extendió a la mayoría de las economías emergentes, que mantuvieron, sin embargo, unas tasas de avance bastante elevadas, especialmente China y otras economías asiáticas. En cuanto al comportamiento de los mercados, lo más relevante fue la notable caída en los precios del petróleo desde mediados de agosto.

La revisión de las expectativas de mercado sobre la evolución de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos —donde los mercados de futuros comenzaron a incorporar movimientos a la baja, tras mantener la Reserva Federal el tipo de los fondos federales en el 5,25%, en sus tres últimas reuniones— y en Japón vino acompañada por ganancias en los índices bursátiles y reducciones en los diferenciales de crédito de los bonos corporativos. En los mercados cambiarios, el dólar osciló entre 1,29 y 1,25 unidades por euro, mientras que el yen se depreció frente a ambas monedas y llegó a registrar mínimos históricos frente al euro. Los mercados emergentes se recuperaron del período de volatilidad experimentado en el segundo trimestre del año, a pesar de observarse correcciones limitadas y transitorias en algunos países, como consecuencia de factores de índole interna. El precio del petróleo, tras haber alcanzado máximos históricos de 78 dólares por barril a principios de agosto, se situó por debajo de los 60 dólares por barril a finales de septiembre, un 20% por debajo del precio al contado tres meses antes. Este descenso se vio favorecido por las menores tensiones geopolíticas, los buenos datos de existencias en Estados Unidos y la finalización de la temporada estival, y coincidió con caídas en los precios de algunas materias primas metálicas, especialmente el oro. A mediados de octubre, los miembros de la OPEP acordaron una reducción de su oferta de petróleo de 1,2 millones de barriles diarios (1,4% del consumo mundial) a partir del 1 de noviembre, lo que solo provocó un repunte leve y transitorio de los precios, que se mantienen en el entorno de los 60 dólares por barril.

En Estados Unidos, el PIB creció un 1,6% en el tercer trimestre, en tasa trimestral anualizada, un punto porcentual menos que en el trimestre anterior; en tasa interanual se redujo del 3,5% al 2,9%. Esta desaceleración se debió a la fuerte caída de la inversión residencial, que restó 1,1 puntos porcentuales al crecimiento del PIB, y a la aportación negativa de la demanda externa, como consecuencia de la aceleración de las importaciones. En cambio, tanto el consumo privado como la inversión no residencial se aceleraron. En este contexto de ralentización de la actividad y de corrección en el mercado inmobiliario —con caídas interanuales en los principales indicadores de precios de la vivienda—, el tono positivo del consumo privado y de la confianza de los consumidores vino favorecido por el descenso de los precios de la gasolina. Los datos del mercado de trabajo también fueron relativamente favorables. La caída significativa en el ritmo de creación de empleo, en septiembre, vino compensada por fuertes revisiones al alza de los datos de meses anteriores; además, la tasa de paro se mantuvo en el 4,6% de la población activa. De cara al futuro, la evolución del consumo privado constituye el principal riesgo sobre el crecimiento, vinculado al posible impacto contractivo del ajuste de los precios de la vivienda y a la incertidumbre sobre la capacidad de otras fuerzas —como la reducción de los precios energéticos, las buenas condiciones de financiación o la evolución del mercado laboral— para compensarlo. En

**PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS**  
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5

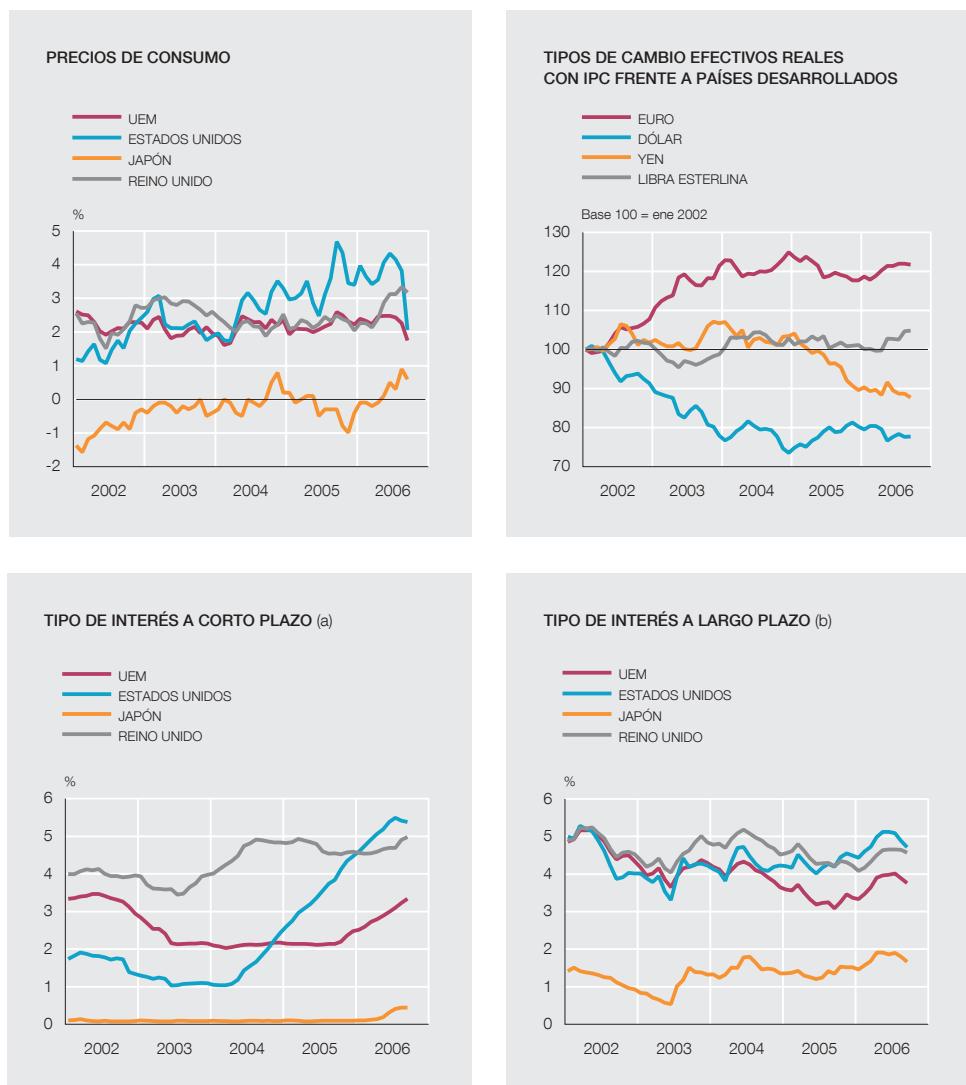


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

cuanto a la inflación, el descenso de los precios energéticos provocó una importante moderación del IPC en septiembre, que registró una caída en tasa intermensual del 0,5% y redujo su tasa interanual al 2,1%, frente al 3,8% del mes anterior, recorte al que también contribuyó el efecto base del fuerte aumento de los precios en septiembre de 2005. No obstante, la tasa de inflación subyacente aumentó una décima, hasta el 2,9%, en un contexto de aceleración de los costes laborales, y se mantiene el riesgo de que estos aumentos puedan trasladarse a las expectativas de inflación de los agentes, como han señalado diversos comunicados de la Reserva Federal. En cuanto a la política fiscal, el déficit federal para el ejercicio fiscal 2006 se situó en el 1,9% del PIB, frente al 2,6% del PIB de 2005, gracias al dinamismo de los ingresos.

En Japón, tras un inicio titubeante del trimestre, la actividad económica recuperó un mayor dinamismo, con indicadores de oferta positivos —en particular, la encuesta Tankan de confianza industrial y los pedidos de maquinaria— y una evolución favorable del mercado laboral, que situó la tasa de paro en el 4,2% de la población activa, en septiembre. A pesar del crecimiento del empleo, el consumo privado dio síntomas de un menor empuje a lo largo del tercer tri-



FUENTE: Banco de España.

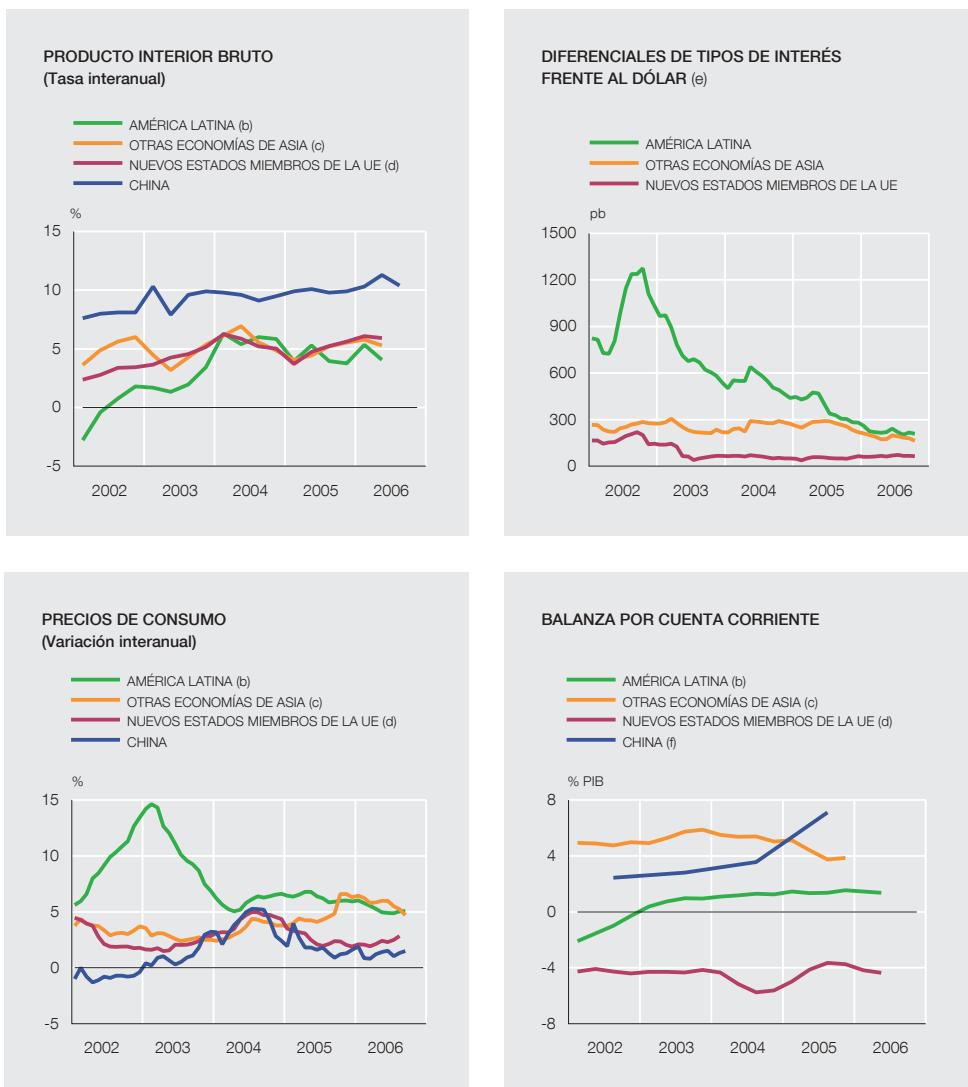
- a. Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.  
 b. Rendimientos de la deuda pública a diez años.

mestre, debido a un deterioro de la confianza y a la atonía de las remuneraciones salariales. En el sector exterior, la aceleración de las exportaciones y la moderación en el ritmo de expansión de las importaciones, en los últimos meses, dieron lugar a una mejoría en el saldo externo. En cuanto a los precios, el IPC de septiembre se moderó tres décimas, hasta un 0,6% interanual, mientras que la inflación subyacente se redujo en una décima —hasta el 0,2%—, debido, en gran parte, a la desaceleración de los precios de la energía. Los precios al por mayor, por su parte, sorprendieron al alza en septiembre, con un crecimiento del 3,6% interanual. Por último, el Banco de Japón mantuvo inalterados los tipos de interés oficiales en el 0,25% en su reunión de política monetaria de octubre.

En el Reino Unido, el PIB del tercer trimestre creció un 0,7% en tasa trimestral, lo mismo que en los dos primeros trimestres del año (en tasa interanual pasó del 2,6% al 2,8%), dando muestras de la robustez de la economía y confirmando el mensaje positivo de los indicadores recientes de oferta, como la producción industrial y las encuestas de directores de compras. El consumo privado también mantuvo una evolución relativamente favorable durante el trimestre, aunque en

ECONOMÍAS EMERGENTES:  
PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS (a)

GRÁFICO 7



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- 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.
- Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
- Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Letonia y Lituania.
- 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.
- Datos anuales.

septiembre se observó cierta debilidad de las ventas al por menor. En el mercado laboral, la tasa de paro aumentó durante el trimestre hasta el 5,5% de la población activa. En cuanto a los precios, la tasa de inflación se redujo una décima en septiembre, hasta el 2,4% interanual, mientras que los precios de producción se desaceleraron notablemente, hasta el 1,8%. Los precios de la vivienda han consolidado su ritmo de expansión y crecieron por encima del 8% interanual en septiembre. En este contexto, el Banco de Inglaterra mantuvo el tipo de interés oficial en el 4,75% en septiembre y octubre, tras la subida de 25 pb que introdujo en agosto.

El PIB se desaceleró en casi todos los nuevos Estados miembros de la UE en el segundo trimestre, aunque mantuvo tasas de avance muy robustas, al alcanzar un promedio del 5,6%

interanual, frente al 6% del primero. De nuevo, el dinamismo de la demanda interna compensó la aportación negativa del sector exterior. Los indicadores de actividad y de demanda del tercer trimestre de 2006 mantuvieron un tono, en general, positivo. Las tasas de inflación continuaron su trayectoria ascendente en la mayoría de los casos, debido al alza de los precios de la energía y de los alimentos, aunque persiste una notable variabilidad entre países (entre un 1,4% interanual en Polonia y un 5,9% en Letonia y Hungría). En septiembre, la evolución de los precios se moderó en algunos de ellos, por los menores precios de la energía. A consecuencia del repunte de la inflación, se produjeron aumentos de los tipos de interés oficiales en diversos países, como la República Checa y Eslovaquia, y también en Hungría, donde además del alza de las expectativas de inflación se ha producido un notable deterioro de las finanzas públicas. El nuevo programa de convergencia presentado por el gobierno de este país prevé un déficit público del 10,1% del PIB en 2006, que se reduciría al 3% en 2009. El grueso del ajuste fiscal —más de 6 pp— está previsto para 2007 y 2008, e implicaría un importante efecto contractivo sobre la demanda interna. En Turquía, el PIB repuntó en el segundo trimestre del año, del 6,5% al 7,5% interanual, a pesar de las turbulencias financieras de los meses de mayo y junio. Aunque los mercados financieros parecen haberse estabilizado, en los últimos meses ha continuado el deterioro del déficit por cuenta corriente y de la inflación. Finalmente, la Comisión Europea dio el visto bueno a la entrada en la UE de Bulgaria y Rumanía el 1 de enero de 2007.

En China, el PIB del tercer trimestre creció un 10,4% interanual, nueve décimas menos que en el segundo, confirmando los signos de desaceleración que mostraron algunos indicadores de actividad, como la inversión en activos fijos o la producción industrial, tras las medidas adoptadas desde abril para combatir los riesgos de recalentamiento. La oferta monetaria y el crédito interno también siguieron esta tendencia y retornaron a sendas de expansión más sostenibles. En cuanto al tipo de cambio del renminbi, se apreció significativamente en el tercer trimestre (un 1,1% respecto al dólar), aunque el superávit comercial alcanzó la cifra récord de 48,7 mm de dólares, acumulando en los nueve primeros meses de 2006 un 57% más que en el mismo período del año anterior. Sin embargo, los flujos de entrada de inversión extranjera directa siguieron cayendo, aunque levemente. La tasa de inflación fluctuó durante el trimestre: tras reducirse en julio, repuntó en agosto y septiembre hasta el 1,5% interanual, en tanto que los precios de producción oscilaron en torno al 3,5% interanual. En la mayoría de los principales países del resto de Asia el PIB del segundo trimestre registró una moderada desaceleración, resultado del menor avance de las exportaciones y, en algunos casos, de la demanda interna. Aun así, las tasas de crecimiento fueron muy elevadas, sobre todo en la India, cuyo crecimiento fue del 8,9% interanual. En los meses de julio y agosto la actividad económica mantuvo, en general, un tono positivo, y las exportaciones registraron un sensible dinamismo, especialmente en la India y en Corea del Sur. La inflación registró su máximo anual en agosto en varios países de la región, si bien en algunos otros se redujo como resultado de la moderación del crecimiento de los precios de la energía, tendencia que continuó en septiembre. En ese contexto, prosiguió el moderado endurecimiento de las políticas monetarias en el área.

En América Latina, los indicadores de actividad publicados para julio y agosto permiten señalar que en el tercer trimestre se mantuvieron las tendencias generales observadas en el trimestre anterior en las dos grandes economías de la zona: debilidad de la actividad en Brasil —aunque con una ligera recuperación— y un mayor dinamismo en México. Del mismo modo, se ralentizó aún más la actividad en Chile y se aceleró ligeramente en Argentina, Colombia y Perú. El favorable comportamiento de los datos de balanza comercial y los buenos resultados fiscales fueron factores que influyeron en la mejora de las calificaciones soberanas de Argentina, Brasil, Chile, Perú y Uruguay. En el ámbito de los precios, la tasa de inflación

interanual para la región en su conjunto repuntó dos décimas en el trimestre, hasta situarse en el 5,1% en septiembre, desde el mínimo histórico alcanzado en junio. No obstante, el comportamiento de la inflación fue heterogéneo, pues disminuyó en Argentina, Brasil y, de forma notable, en Chile, mientras que aumentó en Perú, Colombia, México (en casi un punto porcentual en el trimestre) y, especialmente, en Venezuela, donde se pasó de una tasa interanual del 11,8% en junio, al 15,3% en septiembre. Durante el tercer trimestre se elevaron los tipos de interés en Colombia, Chile y Argentina, mientras que se redujeron en Brasil (en 150 pb, hasta el 13,75%).

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

La información de la Contabilidad Nacional correspondiente al primer semestre de 2006 confirmó la solidez de la recuperación de la actividad en la zona del euro. En dicho período, el dinamismo económico adquirió un carácter generalizado por países y por ramas de actividad, y un patrón más equilibrado, con una mayor contribución de la demanda interna, lo que le dota de un carácter más sostenido y menos dependiente del entorno exterior. Los indicadores de actividad y empleo disponibles para el tercer trimestre, en su mayor parte de tipo cualitativo, reflejan la prolongación de este escenario en la última parte del año, si bien a un ritmo algo inferior al anotado en la primera. Por lo tanto, es previsible que el PIB registre una tasa de crecimiento medio en 2006 por encima del 2,5%, en línea con la estimación realizada por algunos organismos internacionales.

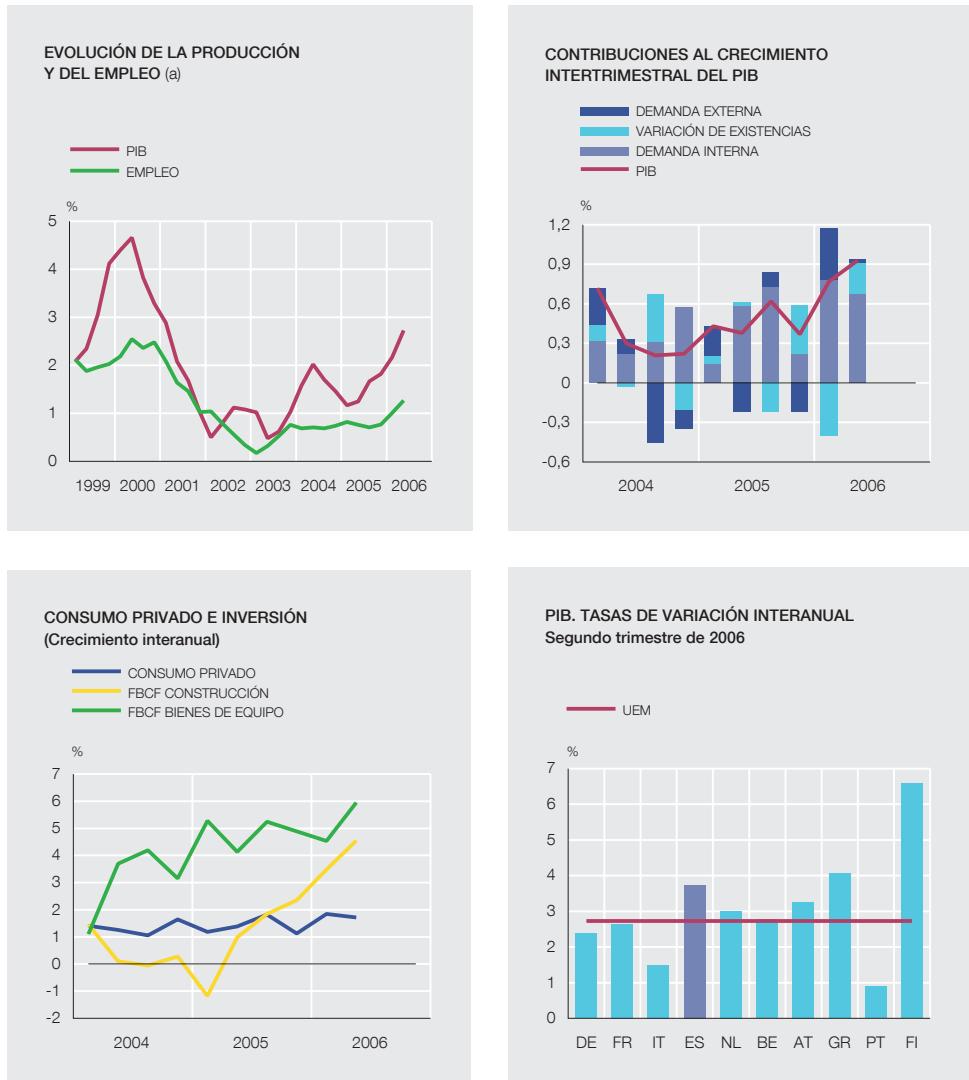
Más allá de ese horizonte temporal, el alcance de la fase de expansión dependerá, en gran medida, de la evolución del consumo privado, que todavía no ofrece signos firmes de recuperación en algunos países, aunque cabe esperar que el aumento del empleo y la caída del precio del petróleo, de consolidarse, ejerzan un impulso al alza sobre la renta disponible y, eventualmente, sobre el gasto de las familias. En el medio y largo plazo, los riesgos sobre el panorama económico en la UEM mantienen un sesgo a la baja y están relacionados con los efectos que una desaceleración de la economía americana mayor que la anticipada podría tener sobre Europa y la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios exteriores globales.

En relación con los precios, continúan sin percibirse por el momento tensiones inflacionistas subyacentes. Además, la disminución del precio del crudo desde mediados de agosto, junto con el efecto base derivado de su elevado crecimiento en verano de 2005, ha tenido un impacto significativo sobre el IAPC, cuyo ritmo de avance interanual se ha situado claramente por debajo del 2% en septiembre. Esta desaceleración de los precios de consumo, aunque en parte transitoria, constituye un elemento favorable para la contención de las demandas salariales en las negociaciones que tendrán lugar próximamente en algunos países. No obstante, los riesgos sobre la inflación en el medio plazo se mantienen al alza, debido a la incertidumbre sobre la continuidad del abaratamiento reciente del crudo y a la posible traslación a los precios de consumo de las pasadas alzas en el precio de los productos energéticos.

En el ámbito de las políticas económicas, la aparición de riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo, en un contexto de creciente dinamismo de la actividad, determinó que el Consejo de Gobierno del BCE llevara a cabo aumentos graduales del tipo de interés oficial, hasta el 3,25% actual. Con todo, los tipos de interés continúan situados en niveles relativamente bajos. La política fiscal, por su parte, mantiene un tono neutral en el conjunto de la zona del euro y la evolución favorable de la recaudación impositiva se materializará, probablemente, en saldos presupuestarios para 2006 superiores a los contenidos en los programas de estabilidad y en las previsiones de primavera de la Comisión Europea. En este sentido, el contexto de mayor dinamismo económico brinda una oportunidad que debe ser aprovechada para que algunos países de la UEM realicen avances más decididos en el proceso de consolidación fiscal.

#### 3.1 Evolución económica

La información de la Contabilidad Nacional del área del euro ha constatado la fortaleza de la actividad económica en la primera mitad de 2006. Por un lado, el crecimiento del PIB durante el primer trimestre fue del 0,8% en términos intertrimestrales, cifra revisada al alza desde el



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Tasas de variación interanual.

0,6% inicial, debido, en su mayor parte, a la revisión de las cifras alemanas. Por otro lado, la segunda estimación de la contabilidad nacional confirmó el vigor del PIB durante el período abril-junio, que creció un 0,9% en relación con el trimestre anterior. De esta forma, el crecimiento interanual del producto en la zona del euro se situó en el 2,7% en el segundo trimestre, frente al 2,2% del primero.

El avance del PIB en el segundo trimestre se apoyó, en gran medida, en el buen comportamiento de la demanda interna (excluidas las existencias), cuya aportación al crecimiento intertrimestral del producto se situó en 0,7 pp (véase gráfico 8). En particular, el principal impulso de la actividad procedió de la formación bruta de capital fijo —tanto en bienes de equipo como en construcción—, que creció un 2,1% intertrimestral. No obstante, esta aceleración encierra algunos factores extraordinarios relacionados con el comportamiento de la inversión en construcción en Alemania. Por el contrario, tanto el consumo público como el privado mostraron cierta debilidad, reduciendo en cuatro décimas su crecimiento intertrimestral hasta el 0,5% y 0,3%, respectivamente. La contribución a la variación intertrimestral del PIB de la demanda exterior neta fue prácticamente nula, frente a los 0,4 pp del primer trimestre. Este comporta-

miento obedeció a la desaceleración más intensa de las exportaciones que de las importaciones. Finalmente, la aportación de la variación de existencias al crecimiento del producto se situó en 0,2 pp, por encima de la aportación de -0,4 pp del primer trimestre.

La aceleración del producto se observó en todas las ramas de actividad, si bien el mayor avance del valor añadido bruto a precios constantes se produjo en la agricultura, construcción y comercio. El análisis de la Contabilidad Nacional por países también apunta a que el mayor dinamismo económico del segundo trimestre fue generalizado. Así, la mayor parte de los países registraron un crecimiento intertrimestral del PIB elevado, entre el 0,8% y el 1,2%. La excepción fue Italia, donde el producto se incrementó un 0,5% (1,5% en términos interanuales), lo que supuso una ligera ralentización con respecto al primer trimestre, que vino explicado por la debilidad de la demanda interna. En cambio, en Alemania y en Francia el PIB experimentó avances muy elevados (del 0,9% y 1,2% intertrimestral, respectivamente). No obstante, gran parte de la aceleración económica en estos dos países se debe a la elevada contribución de la variación de existencias, que aportó 0,5 pp y 0,7 pp al crecimiento intertrimestral del producto, respectivamente. En el caso alemán, además, la mejora obedeció también a un extraordinario dinamismo de la inversión en construcción, que vino explicado por las desfavorables condiciones meteorológicas del primer trimestre y por el efecto de la supresión de subvenciones para la construcción de vivienda en propiedad en enero 2006, y que contrarrestó el deterioro registrado en el consumo privado.

Por lo que respecta al mercado laboral, durante el segundo trimestre continuaron observándose síntomas de mejora, aunque a un ritmo suave. Así, por un lado, el empleo creció un 0,4% en términos intertrimestrales, con lo que el avance interanual se situó en el 1,3%, tres décimas por encima del primer trimestre. No obstante, la importancia creciente de la contratación a tiempo parcial implica que la tasa de avance del empleo en términos de tiempo completo equivalente es más modesta. Por otro lado, la tasa de paro de la UEM también continuó su reducción, aunque en los últimos meses a un ritmo menor, situándose en el 7,9% en agosto, nivel similar al del primer trimestre y siete décimas menos que hace un año. El fuerte impulso de la actividad acentuó, por su parte, el perfil de aceleración de la productividad, que alcanzó un crecimiento del 1,4% en el segundo trimestre, tres décimas más que en el primero.

En el ámbito salarial, los indicadores experimentaron un suave repunte durante el segundo trimestre, dentro de una prolongada etapa de moderación salarial cuyos determinantes se exploran en el recuadro 1. En el período abril-junio, la remuneración por asalariado aumentó un 2,1% en términos interanuales, dos décimas más que en el primer trimestre (véase gráfico 9). No obstante, se aprecian divergencias significativas entre países con una aceleración más pronunciada en Italia, España y Finlandia, donde el avance interanual se situó en torno al 3%-4%, mientras que en Alemania esta tasa se mantiene en registros prácticamente nulos. Por otro lado, en el segundo trimestre el crecimiento del deflactor del PIB se incrementó en casi dos décimas, hasta el 1,9%, lo que, unido a la nueva desaceleración de los costes laborales unitarios, hasta el 0,6% interanual, volvió a resultar en una ampliación de los márgenes empresariales.

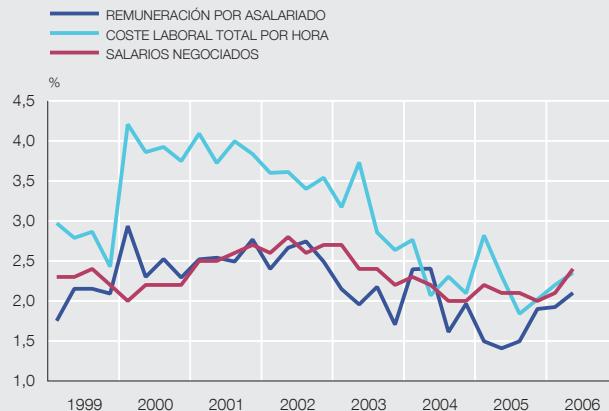
Los indicadores económicos más recientes, correspondientes al tercer trimestre, apuntan a la continuidad del dinamismo económico, aunque posiblemente a un ritmo de crecimiento algo inferior al de la primera parte del año (véase gráfico 10). Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial experimentó una aceleración en agosto y su crecimiento interanual se situó en el 5,4%, desde el 4,5% de finales del segundo trimestre. Los indicadores cualitativos, en cambio, mostraron una evolución dispar. Así, las encuestas de confianza de la Comisión Europea se situaron, en media del tercer trimestre, por encima del segundo, con mayores

La evolución reciente del conjunto de indicadores de costes laborales disponibles en la UEM ha mostrado en los últimos años un perfil de desaceleración (véase gráfico 1). Así, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 2% en el primer semestre de 2006, por debajo de la media registrada desde 1999, aunque en casi todo el período analizado la inflación de la UEM se ha mantenido de forma persistente por encima del 2%. Pese a experimentar cierta volatilidad a corto plazo (y, en particular, un cierto repunte en los últimos dos trimestres), el escenario de contención salarial se ve reflejado en otros indicadores, como el de salarios negociados o el de coste laboral por hora. Además, el moderado crecimiento de la remuneración por asalariado ha permitido que, a pesar del escaso avance de la productividad, los costes laborales unitarios se hayan desacelerado, como también lo ha hecho el salario real (véase gráfico 2).

Un modelo sencillo de determinación de la evolución salarial en la UEM sugiere que una parte significativa del crecimiento de los salarios viene explicada por la evolución de la productividad del trabajo y la inflación, y así lo confirman las contribuciones positivas que ambas variables han tenido al crecimiento salarial de los últimos años (véase gráfico 3). También la situación de mayor o menor dinamismo en el mercado de trabajo —aproximada en esta ecuación por la diferencia entre la tasa de paro observada y una estimación de la NAIRU— ha contribuido apreciablemente al comportamiento de los salarios, de forma que, desde mediados de 2003, la holgura existente en el mercado laboral ha ayudado a presionar los salarios a la baja y puede explicar parte de la reciente moderación salarial.

No obstante, el gráfico 3 también muestra que, en el período más reciente, los salarios han crecido menos de lo que justificaría la evo-

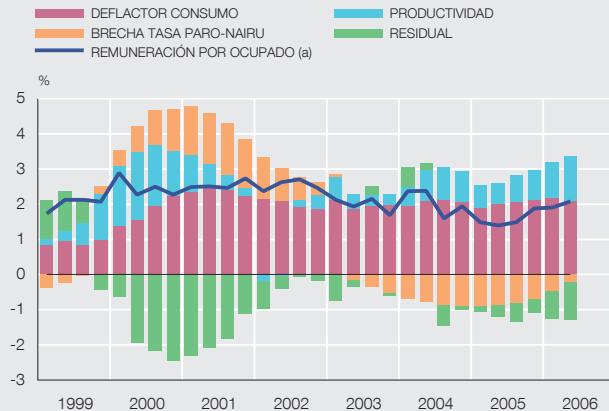
1 EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS SALARIOS EN LA UEM (a)



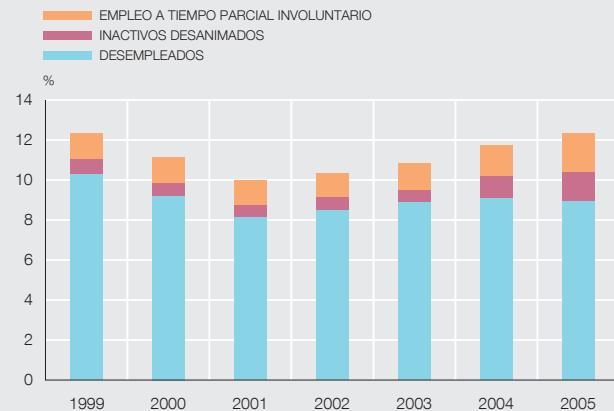
2 COSTES LABORALES, SALARIO REAL E INFLACIÓN (a)



3 CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO SALARIAL (c)



4 DESCOMPOSICIÓN DEL EXCESO DE OFERTA DE TRABAJO (d)



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Tasas de variación interanual.

b. Remuneración por asalariado deflactada con el deflactor del consumo privado.

c. Contribuciones a la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por ocupado obtenidas a partir de una ecuación estimada para dicha variable utilizando como variables explicativas el deflactor del consumo, la productividad del trabajo y la brecha entre la tasa de paro y la NAIRU.

d. La agregación para la UEM se ha obtenido con datos de la Encuesta de Fuerza Laboral europea, excluyendo Bélgica, Irlanda y Luxemburgo, correspondientes al segundo trimestre de cada año. Las magnitudes se presentan como porcentaje de una población activa ajustada que, además del total de empleados y desempleados, incluye a los inactivos desanimados.

lución de los determinantes descritos en el párrafo anterior, lo que apunta a la existencia de otros factores que podrían estar explicando la moderación salarial observada. En primer lugar, es posible que el grado de holgura del mercado de trabajo no esté bien recogido por el indicador utilizado en la ecuación presentada. En este sentido, resulta interesante observar la evolución del exceso de oferta de trabajo cuando, además de los desempleados, se tienen en cuenta otros recursos disponibles en el mercado laboral, como son los inactivos llamados desanimados<sup>1</sup> y también los trabajadores a tiempo parcial que declaran que preferirían tener un empleo a tiempo completo (véase gráfico 4). Así, mientras que la tasa de paro oficial de Eurostat ha descendido más de un punto porcentual en los dos últimos años, hasta el 7,9% alcanzado en agosto de 2006, este indicador alternativo sugiere que la atonía real del mercado laboral prosiguió e incluso mantuvo una cierta tendencia al alza al menos hasta mediados de 2005, lo cual ha podido contribuir a moderar el crecimiento salarial. La encuesta industrial trimestral de la Comisión Europea confirma esta imagen, ya que el porcentaje de empresas que afirman ver limitada su producción por escasez de mano de obra se mantuvo en niveles bajos y estables entre 2003 y 2005, aunque desde principios de 2006 ha empezado a aumentar sensiblemente.

En segundo lugar, la desaceleración de los salarios se ha producido a pesar de que la tasa de inflación media anual se ha mantenido persistentemente por encima del 2% a lo largo de los últimos años. En realidad, esta persistencia ha reflejado una sucesión de perturbaciones transitorias, que no han afectado de forma significativa a las expectativas de inflación ni a las demandas salariales de los trabajadores, en la medida en que no parecen haber sido interpretadas por estos como duraderas. Así, entre los años 1999 y 2002 la influencia

**1.** Aquellos inactivos a los que les gustaría tener trabajo pero que no buscan porque piensan que no hay ninguna oportunidad para ellos.

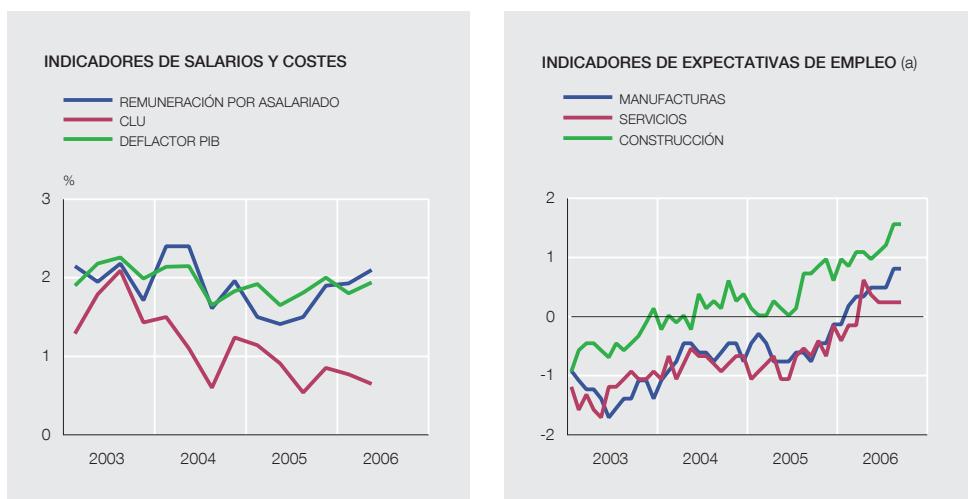
de los altos precios del petróleo se vio intensificada por la depreciación del euro y por otras perturbaciones adversas relacionadas con las enfermedades de la cabaña ganadera y con la introducción física del euro. Desde el año 2003, nuevas perturbaciones han empujado la tasa de inflación de la UEM al alza, como son la elevación de los impuestos sobre el tabaco, de los precios administrados (por ejemplo, relativos a la sanidad) o las últimas subidas de los precios del petróleo. La credibilidad alcanzada por el Banco Central Europeo en asegurar el cumplimiento de su objetivo de estabilidad de precios ha podido contribuir positivamente a anclar dichas expectativas de inflación. Además, la ausencia, en la mayoría de los países de la UEM, de sistemas de indización salarial, unida a la escasa solidez de la demanda interna en este período reciente, ha propiciado una menor presión salarial.

Finalmente, cabe mencionar otros factores que podrían haber influido en el comportamiento salarial de los últimos años. En particular, algunas de las reformas introducidas en el período más reciente en los mercados de trabajo europeos, tendentes a flexibilizar su funcionamiento, han podido moderar el crecimiento de los salarios. Asimismo, no hay que descartar que los efectos de la intensificación de la competencia mundial —por ejemplo, la amenaza de la deslocalización— hayan incrementado la percepción de vulnerabilidad por parte de los trabajadores, contribuyendo a mantener contenidas sus demandas salariales, en un contexto de debilitamiento gradual del poder de negociación de los sindicatos europeos.

Basándose en la información actualmente disponible sobre convenios colectivos ya firmados en la UEM correspondientes a los años 2006 y 2007, y teniendo en cuenta la cantidad de recursos todavía disponibles en el mercado laboral, cabe esperar un lento crecimiento de las presiones salariales en el corto plazo. No obstante, a medio y largo plazo, en un contexto de mejores perspectivas para el mercado de trabajo y el crecimiento económico, se incrementan los riesgos de un aumento de la presión salarial.

avances en la industria y la construcción. Las encuestas de directores de compras (PMI) del sector manufacturero y servicios experimentaron, sin embargo, un retroceso en el tercer trimestre, pero se mantienen en niveles elevados consistentes con una expansión robusta de la actividad. Asimismo, continuó la mejora observada en lo que va de año en las expectativas de creación de empleo en la industria y construcción, mientras que en los servicios se produjo una ligera caída desde los niveles máximos alcanzados a principios del segundo trimestre.

Por el lado de la demanda, los indicadores son también coherentes con el tono expansivo de la actividad. Así, el valor medio del índice de ventas al por menor en julio y agosto se situó un 0,8% por encima del dato medio del segundo trimestre. Las matriculaciones de vehículos, en cambio, registraron caídas significativas en julio, compensadas parcialmente en agosto y septiembre. Además, el repunte de este indicador en septiembre en Alemania podría estar recogiendo un adelantamiento del gasto ante el aumento del IVA previsto para enero de 2007. Por lo que respecta a los indicadores cualitativos de la Comisión, se incrementaron las intencio-

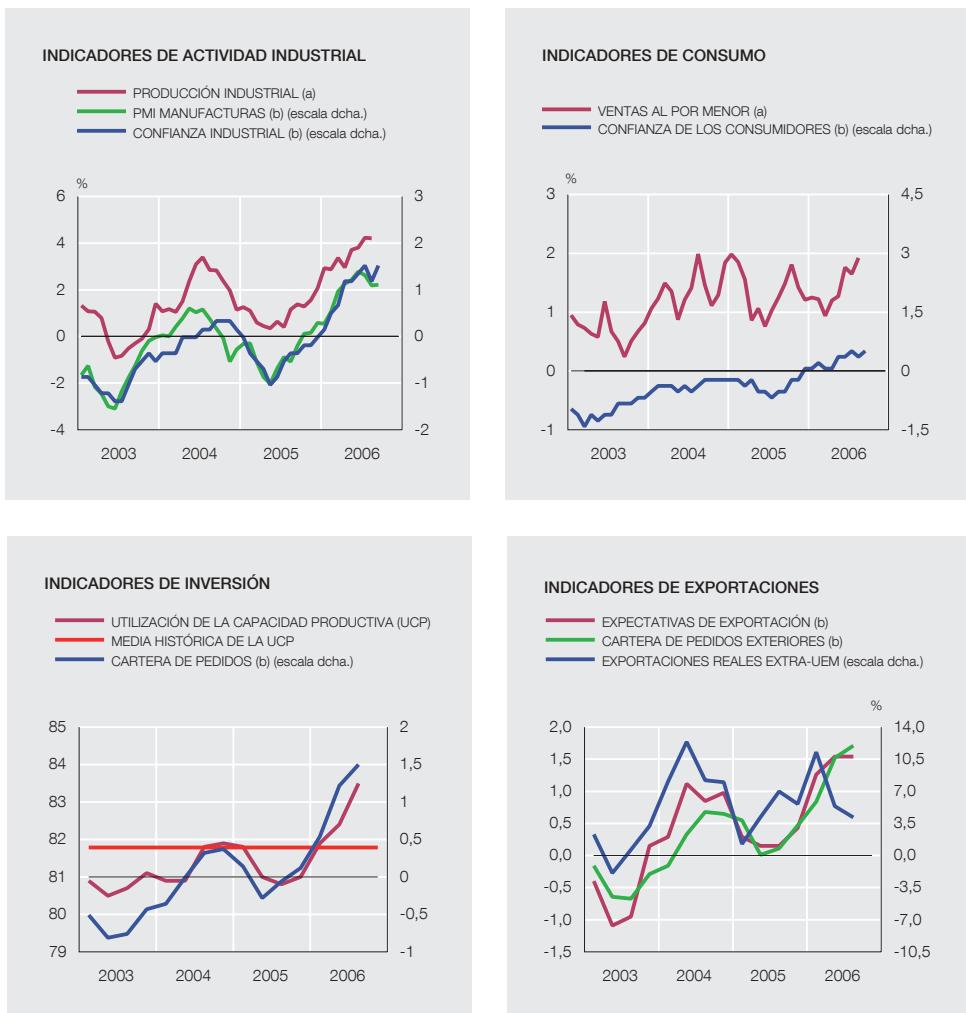


FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

nes de compra de vehículos y vivienda en los próximos doce meses. Además, los indicadores de confianza referidos al consumidor y al comercio minorista mejoraron de forma general en el tercer trimestre. En cuanto a la inversión en bienes de equipo, las perspectivas para el tercer trimestre también son relativamente favorables, como se desprende de la evolución de los indicadores de pedidos industriales y de sus principales determinantes. Así, el grado de utilización de la capacidad productiva continuó creciendo hasta niveles máximos desde 2001, los beneficios empresariales han mejorado y el coste de la financiación se mantiene en niveles reducidos. No obstante, la encuesta trimestral de coyuntura industrial de la Comisión Europea referida al período julio-septiembre apunta una leve caída en el nivel de nuevos pedidos, desde el máximo histórico alcanzado en el segundo trimestre. Por el lado de la demanda externa, tanto las expectativas de exportación como la cartera de pedidos industriales exteriores permanecieron en el tercer trimestre en el elevado nivel alcanzado durante el segundo, mientras que las exportaciones reales extra-UEM registraron una desaceleración en julio y agosto.

Por todo lo anterior, parece probable que el crecimiento del PIB del área en el tercer y cuarto trimestre del año se sitúe en la parte superior del intervalo de previsión que publica la Comisión Europea, cuyos límites suponen una tasa de variación intertrimestral del PIB entre el 0,4%-0,8% en el tercer trimestre y el 0,2%-0,7% en el cuarto. La excepcionalidad de algunos desarrollos durante la primera parte del año y la evolución reciente de algunas variables justifica esta menor intensidad en el crecimiento del producto con respecto a lo observado hasta junio. Ello sería compatible con un crecimiento medio anual por encima del 2,5%, en línea con lo que ha avanzado la mayor parte de organismos internacionales. En cualquier caso, el patrón de crecimiento a corto plazo está sujeto a importantes incertidumbres relacionadas con los posibles efectos anticipatorios en los planes de consumo e inversión por el aumento del IVA en Alemania en enero de 2007. A medio plazo, cabe esperar una prolongación del dinamismo económico en la UEM, a pesar de que factores como la previsible ralentización de la actividad mundial y el tono restrictivo de la política fiscal en algunos países de la zona del euro puedan restarle vigor. No obstante, este escenario macroeconómico está expuesto a otros factores de riesgo que inciden a la baja sobre las



FUENTES: Eurostat y Comisión Europea.

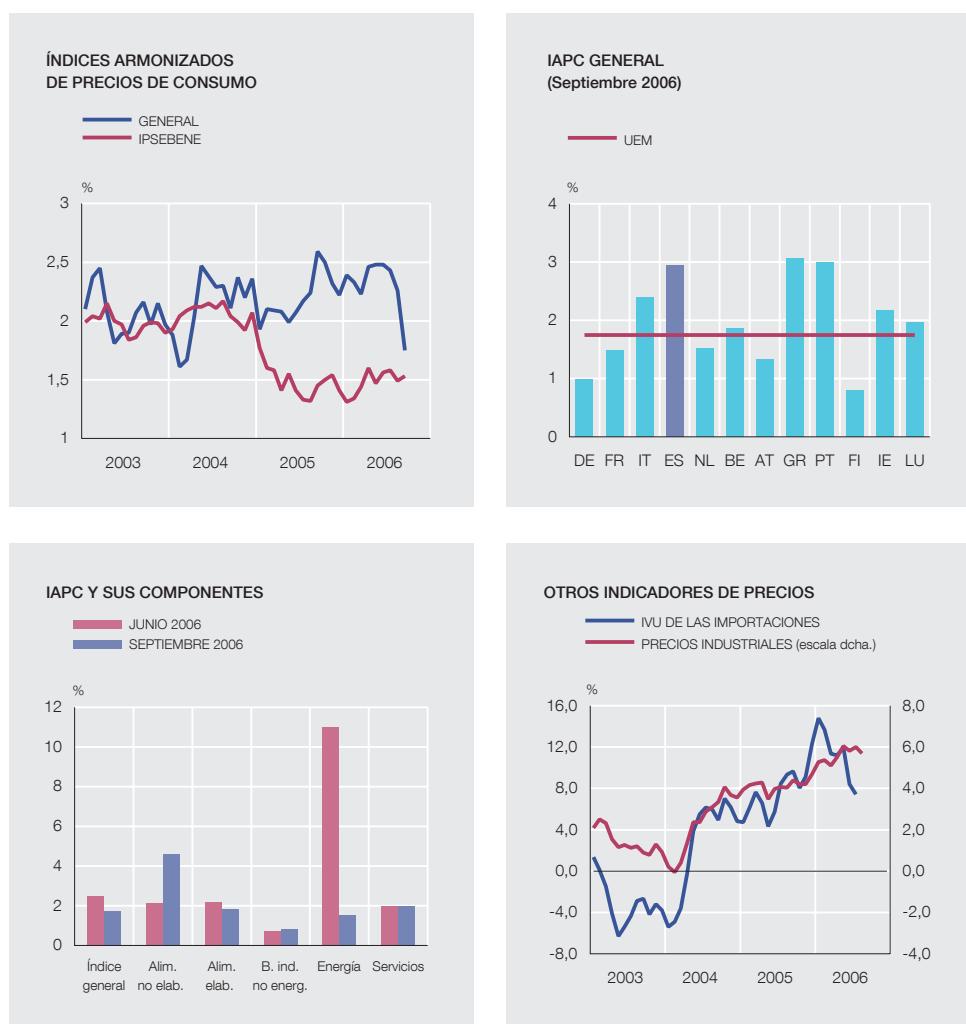
- a. Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.  
 b. Series normalizadas.

perspectivas económicas. La incertidumbre afecta a la evolución futura del precio de los productos energéticos y, sobre todo, a la trascendencia de la desaceleración de la economía americana. Finalmente, la evolución previsible de la actividad económica a más largo plazo se ve afectada por el riesgo de una resolución desordenada de los desequilibrios globales externos.

En el ámbito de los precios, durante el tercer trimestre de 2006 se produjo una moderación de la inflación en la UEM, particularmente intensa en septiembre, derivada de la desaceleración del componente de energía y, en menor medida, del menor crecimiento en los alimentos elaborados. Así, la tasa de crecimiento interanual del IAPC se situó en el 1,7% en septiembre, ocho décimas por debajo del registro de junio (véase gráfico 11). Esta reducción se observó en todos los Estados miembros, salvo en Portugal e Italia, donde el efecto de la moderación del precio del crudo podría percibirse con retraso. Por su parte, el IPSEBENE, indicador de la inflación subyacente, mantuvo su ritmo de crecimiento interanual en un registro moderado del 1,5%. La ausencia, por el momento, de tensiones inflacionistas subyacentes se percibe también en la evolución moderada de los costes laborales y de los indicadores de expectativas inflacionistas.

**UEM. INDICADORES DE PRECIOS**  
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 11



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

Tal y como se ilustra en el recuadro 2, la globalización creciente y la fuerte competencia internacional han contribuido a contener las presiones inflacionistas derivadas del encarecimiento de los productos energéticos. No obstante, la información más reciente señala cierta transmisión de la factura energética a algunos componentes subyacentes de la inflación, y en particular a los precios industriales no energéticos, que mantienen una tendencia creciente. Los efectos de segunda vuelta parecen, por su parte, poco significativos, dado el moderado incremento actual de los costes salariales. En todo caso, los riesgos sobre la inflación en el medio plazo se mantienen al alza, debido a que el contexto económico más dinámico podría favorecer el aumento de la intensidad de los efectos indirectos sobre los componentes no energéticos del IAPC de las subidas pasadas del petróleo y el aumento de las demandas salariales.

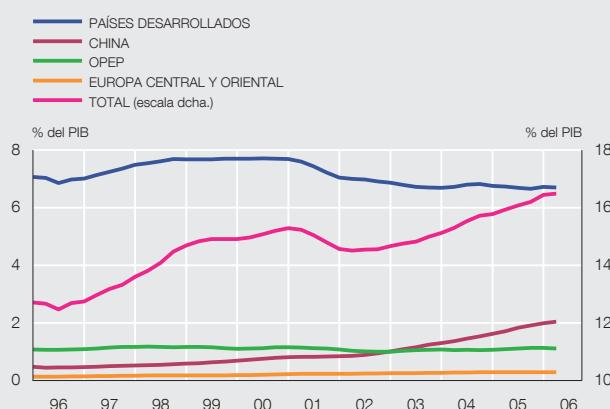
Según las estimaciones del BCE, la balanza por cuenta corriente arrojó un déficit de 22 mm de euros acumulado desde enero hasta agosto, 13 mm por encima del registrado en el mismo período de 2005. Este aumento fue el resultado de un menor superávit de la balanza de bienes, como consecuencia del mayor incremento de las importaciones que de las exportaciones. En cambio, en el mismo período se produjeron entradas netas de capital en forma de inversiones de cartera, por un importe de 107 mm de euros, que supera a las salidas netas en la rúbrica de inversiones directas (56 mm de euros). De esta forma, en la

En la última década se ha asistido a una intensificación del proceso que se ha denominado «globalización», término que incorpora un conjunto de desarrollos diversos que explican un incremento de gran magnitud y de carácter sostenido de los flujos de comercio, de capitales y migratorios, que afectan no solo a los países industrializados, sino también a algunos países menos desarrollados. El efecto de la globalización sobre los precios de la UEM puede tener lugar a través de distintas vías, que se ilustran a continuación.

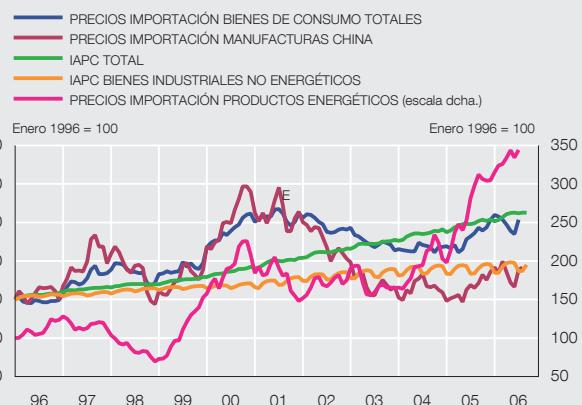
En primer lugar, la globalización ha supuesto un incremento notable de la importancia relativa de las compras realizadas a economías menos avanzadas, entre las que destacan las correspondientes a China, cuyas exportaciones a la UEM han cuadruplicado su peso en el PIB del área (véase el gráfico 1). Los precios de los bienes importados ejercen un efecto directo sobre el IAPC, en la medida en que afectan a su componente de bienes industriales, tanto energéticos como no energéticos. Como se observa en el gráfico 2, los precios totales de importación de bienes manufacturados de consumo han registrado en los últimos años fuertes fluctuaciones, re-

lacionadas principalmente con la evolución del tipo de cambio del euro, que habrían afectado sucesivamente al alza y a la baja a los precios de consumo de la UEM. Si el análisis se ciñe a los precios de los bienes de consumo importados de las economías emergentes —aproximados por los de las manufacturas procedentes de China—, se aprecia una tendencia decreciente en los primeros años del siglo y una estabilización posterior, lo que puede haber contribuido a contener la inflación en el área del euro. En todo caso, el impacto final sobre la inflación de la UEM habría sido cuantitativamente reducido, dado el peso de las importaciones de bienes de consumo sobre el consumo privado de bienes industriales no energéticos —en torno a un 20%—, así como la ponderación de estos en el IAPC total —de un 30,7%—. Por su parte, los precios de importación de los productos energéticos han registrado un notable aumento, impulsados por la fuerte demanda de energía procedente de las economías emergentes, asociada a su alto ritmo de crecimiento, así como a la baja eficiencia energética de sus procesos productivos, afectando significativamente al alza al IAPC de la UEM (véase gráfico 2).

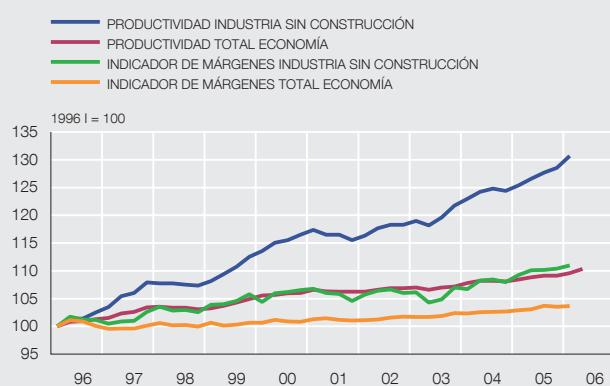
#### 1 UEM. IMPORTACIONES DE BIENES Precios constantes



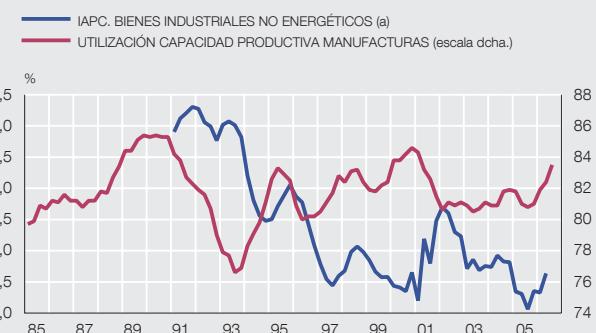
#### 2 IAPC Y PRECIOS DE IMPORTACIÓN



#### 3 PRODUCTIVIDAD E INDICADORES DE MÁRGENES



#### 4 IAPC Y UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA



FUENTES: Comisión Europea y Banco Central Europeo.

a. Tasa de variación interanual.

En segundo lugar, cabe esperar un conjunto de efectos indirectos de la globalización sobre la inflación del área del euro. Por un lado, la mayor penetración de importaciones supone un aumento de la presión competitiva sobre los productores radicados en la UEM de bienes similares a los importados, que se podría traducir en una reducción de márgenes, en la medida en que los productores nacionales intentan mantener su cuota de mercado. Asimismo, esta presión competitiva ha podido impulsar la productividad como consecuencia del cierre de las empresas (o de los centros de producción) menos eficientes. Como se observa en el gráfico 3, el aumento de los márgenes ha sido mayor en las ramas industriales, al contrario de lo que cabría esperar. Ello podría estar relacionado con el aprovechamiento por parte de las empresas de la UEM de las ventajas del propio proceso de globalización, con traslados de parte de su producción a países con menores costes, lo que les ha permitido incrementar sus márgenes, a pesar de la contención de los precios de venta de sus productos. Por otra parte, aunque la productividad en las ramas más expuestas a la competencia exterior ha aumentado en una proporción muy superior a la del resto de la economía, esta es una tendencia secular que, por tanto, no está necesariamente ligada al proceso de globalización. No obstante, los estudios realizados con datos desagregados parecen indicar que, efectivamente, el incremento de la productividad es mayor en aquellos sectores de la industria en los que la penetración de importaciones ha aumentado a un ritmo superior<sup>1</sup>.

Un efecto indirecto adicional de la globalización sobre la inflación se ejercería como consecuencia del incremento de la oferta de trabajo —debido a la entrada de mano de obra inmigrante—, que puede ayudar a contener los salarios, en especial en los empleos

**1.** Véase, por ejemplo, el capítulo 3 («How Has Globalization Affected Inflation?») del *World Economic Outlook*, del Fondo Monetario Internacional, de abril de 2006.

menos cualificados. Además, el traslado (o la posibilidad de efectuarlo) de actividades de producción a otros países puede implicar, en algunos casos, un incentivo para aceptar menores incrementos (o sufrir reducciones) salariales a cambio de un mantenimiento del nivel de empleo. En este sentido, el papel de la globalización ayudaría a justificar, como se comenta en el recuadro 1, la parte no explicada de la evolución reciente de los salarios en la UEM.

Por último, la globalización podría haber reducido la influencia de las condiciones económicas internas de la UEM sobre su propia tasa de inflación, en la medida en que, para muchos productos, las presiones de demanda no deban medirse comparando esta con la oferta interna, sino con la oferta global de ese tipo de bienes. Por tanto, es posible que valores positivos persistentes de la brecha de producción no se vean acompañados de presiones inflacionistas, si ese exceso de demanda se cubre con producción extranjera. Por el contrario, una baja utilización de la capacidad productiva a nivel local puede verse acompañada de un aumento de la inflación si a nivel global la brecha de producción es positiva. En este sentido, en el caso de la UEM no parece apreciarse ese efecto, ya que se mantiene una relación relativamente estrecha entre los excesos de demanda en el área y la inflación, como se recoge en el gráfico 4.

En conclusión, los efectos de la globalización sobre la inflación de la UEM han resultado, en términos generales, favorables, si bien resultan de difícil cuantificación. Sin embargo, no existe la garantía de que esta influencia siga siendo benigna en el futuro. En particular, en el momento actual, el mantenimiento de un período prolongado de alto crecimiento de la economía mundial puede acabar ejerciendo presiones sobre la capacidad productiva tanto de los países desarrollados como, en especial, de las economías emergentes, que se traduzcan en la aparición de tensiones inflacionistas.

parte transcurrida del año la balanza básica registró un saldo positivo de 29,4 mm de euros, frente al saldo algo mayor de 34,2 mm de euros que se observó en el mismo período de 2005.

En el ámbito de la política fiscal, la información disponible sobre la ejecución presupuestaria indica que el dinamismo de las bases de los principales impuestos está permitiendo una recaudación impositiva mayor que la prevista. Esta evolución se materializará, probablemente, en la mayoría de los países, en saldos presupuestarios para el presente ejercicio algo más favorables que los contenidos en los programas de estabilidad y en las previsiones de primavera de la Comisión Europea, que apuntaban a un déficit agregado para el conjunto del área del 2,3% y del 2,4% del PIB, respectivamente (véase cuadro 2).

En los cinco países con un procedimiento de déficit excesivo abierto se esperan, en general, avances significativos por la combinación del efecto favorable de la situación económica y la mayor disciplina fiscal. En el caso de Alemania, el Consejo ECOFIN, en su reunión del pasado

	2005				2006			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR (a)	IV TR (b)
PIB								
Crecimiento interanual	1,2	1,3	1,7	1,8	2,2	2,7		
Crecimiento intertrimestral	0,4	0,4	0,6	0,4	0,8	0,9		
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,4 ; 0,8)	(0,2 ; 0,7)
IPI (d)	0,8	0,7	1,4	2,1	3,4	3,8	4,2	
Sentimiento económico	98,9	96,1	97,9	100,6	103,1	107,2	108,7	
Confianza industrial	-6,7	-10,0	-7,3	-5,7	-2,3	2,3	3,3	
PMI manufacturas	51,4	49,3	51,0	53,0	54,7	57,1	56,9	
Confianza servicios	10,7	8,7	10,7	14,0	14,7	19,0	19,7	
PMI servicios	53,1	53,1	53,8	55,6	57,8	59,2	57,3	
Tasa de paro	8,8	8,7	8,5	8,4	8,1	7,9	7,8	
Confianza consumidores	-13,3	-14,3	-15,3	-12,3	-10,7	-9,7	-8,3	
IAPC (d) (e)	2,1	2,1	2,6	2,2	2,2	2,5	1,7	
IPRI (d) (e)	4,2	4,0	4,4	4,7	5,1	5,8	5,7	
Precio del petróleo en dólares (e)	53,3	54,0	62,6	56,5	61,6	68,1	61,2	57,4
Préstamos al sector privado (d) (e)	7,6	8,1	8,8	9,2	10,9	11,0	11,3	
Rendimiento bonos a diez años UEM	3,7	3,4	3,3	3,4	3,6	4,0	4,0	3,9
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,67	0,80	0,98	1,12	1,06	1,08	1,00	0,90
Tipo de cambio dólar/euro (e)	1,296	1,209	1,204	1,180	1,210	1,271	1,266	1,262
Apreciación/depreciación del euro (e)	-4,8	-11,2	-11,6	-13,4	2,6	7,8	7,3	7,0
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	4,3	8,9	17,7	23,0	10,3	4,2	11,9	15,0

FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo y Banco de España.

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

b. Información disponible hasta el día 20 de octubre 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.

9 de septiembre, concluyó que las medidas propuestas por este país para corregir el déficit excesivo eran aceptables. Además, el gobierno alemán ha anunciado que la recaudación de impuestos por encima de lo previsto va a permitir que en 2006 el déficit público se sitúe por debajo del 3%, adelantando en un año el plazo fijado en la recomendación del Consejo. En Francia se ha presentado el proyecto de presupuestos para 2007, donde se incluye una reforma fiscal con una reducción de ingresos y una contención de gastos que descansa, sobre todo, en un menor empleo público. Finalmente, en Italia se presentó en septiembre un borrador de presupuestos para 2007 que contempla la reducción del déficit público por debajo del 3%, con medidas que descansan, fundamentalmente, en el lado de los ingresos y que también dan prioridad a objetivos redistributivos. En cualquier caso, existe gran incertidumbre sobre el texto final, que requiere un consenso de la coalición de gobierno. Tras la publicación de este proyecto, dos agencias de calificación crediticia decidieron revisar a la baja la calidad crediticia de la deuda pública en este país.

Por lo que respecta a la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas, el primer informe de la Comisión Europea dedicado exclusivamente a este tema, que se presentó en octubre, ha vuelto a poner de manifiesto la magnitud de la presión que representa el envejecimiento de la población. De acuerdo con las previsiones del informe, los riesgos para la sostenibilidad de las cuentas públicas en el largo plazo son medios o altos para todos los países de la UEM, salvo Austria, Finlandia y Holanda. Por este motivo, el contexto de mayor dinamismo económico en la UEM debe ser aprovechado por

	% del PIB				
	2003	2004	2005	2006 (b)	2006 (c)
Bélgica	0,0	-0,1	-2,3	0,0	-0,5
Alemania	-4,0	-3,7	-3,2	-3,3	-3,1
Grecia	-5,8	-6,8	-5,2	-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	1,1	-0,6	0,1
Italia	-3,5	-3,5	-4,1	-3,5	-4,1
Luxemburgo	0,2	-1,1	-1,0	-1,8	-1,8
Holanda	-3,2	-2,1	-0,3	-1,5	-1,2
Austria	-1,7	-1,2	-1,5	-1,7	-2,0
Portugal	-3,0	-3,2	-6,0	-4,6	-5,0
Finlandia	2,4	2,1	2,7	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.

los países miembros para realizar avances más decididos en el proceso de consolidación fiscal.

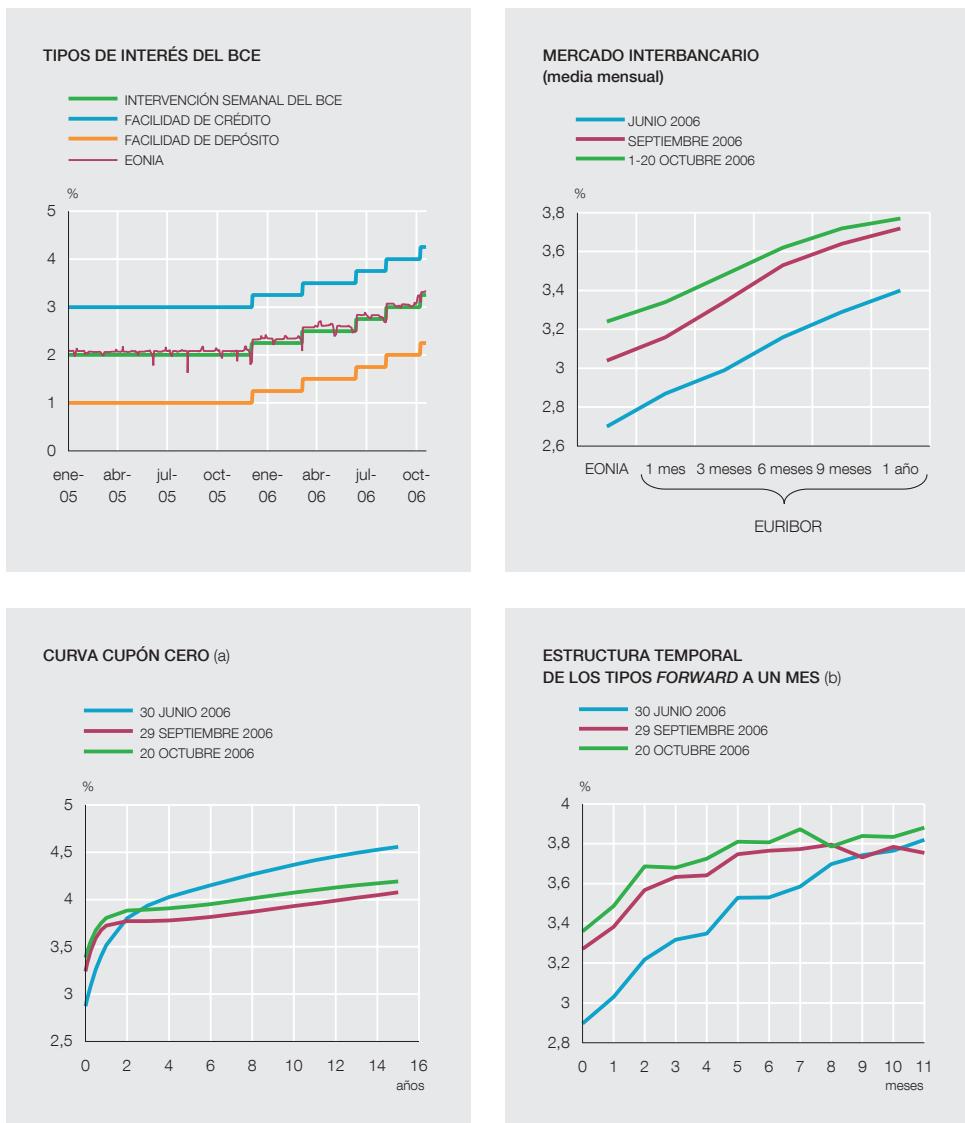
### 3.2 Evolución monetaria y financiera

El mantenimiento de riesgos elevados para la estabilidad de los precios en el medio plazo, en un contexto de creciente fortaleza económica, condujo al Consejo de Gobierno del BCE a seguir retirando de forma gradual el estímulo monetario. Así, en sus reuniones de los días 3 de agosto y 5 de octubre decidió aumentar los tipos de interés de las operaciones principales de financiación un cuarto de punto en cada ocasión, hasta situarlos en el 3,25% actual. Los tipos correspondientes a las facilidades de crédito y de depósito aumentaron en la misma cuantía, hasta alcanzar el 2,25% y 4,25%, respectivamente (véase gráfico 12). A pesar de estas subidas, el tono de la política monetaria continúa siendo acomodaticio, por lo que estas decisiones no suponen un obstáculo para la prolongación de la actual fase expansiva.

En el mercado interbancario, las expectativas de aumentos en los tipos de interés oficiales a lo largo del tercer trimestre dieron lugar a un gradual desplazamiento de la curva al alza. En cambio, en los mercados de deuda pública las rentabilidades a más largo plazo registraron descensos significativos en agosto y septiembre, parcialmente compensados en la parte transcurrida de octubre, dando lugar a un aplanamiento muy significativo de la curva. Esta evolución fue similar —pero más acusada— en Estados Unidos, lo que resultó en una reducción del diferencial de la deuda a diez años hasta el entorno de los 0,9 pp. Por último, durante julio y agosto los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en las operaciones de préstamo y depósito prolongaron la tendencia alcista que mantienen desde finales de 2005, en consonancia con las sucesivas subidas de los tipos oficiales (véase gráfico 13).

## TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 12

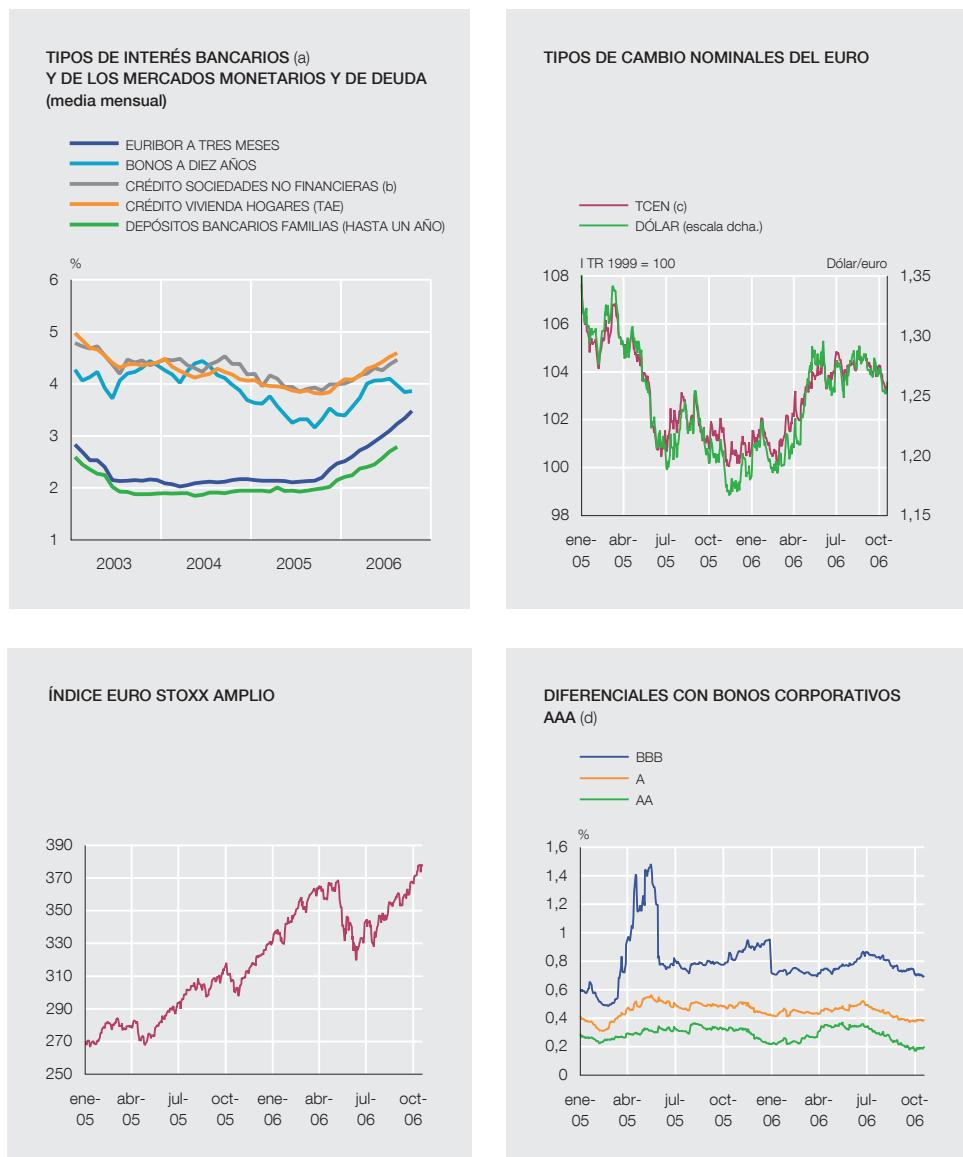


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

En relación con el tipo de cambio del euro, las fluctuaciones frente al dólar y en términos del tipo de cambio efectivo nominal fueron reducidas. En el conjunto del trimestre se produjo una ligera depreciación del euro, de forma que su revalorización desde principios de año se situó en torno al 7% y 3%, respectivamente. En los mercados de renta variable del área, los índices registraron una pronunciada tendencia alcista, apoyada por la reducción de la incertidumbre y la solidez de los beneficios empresariales actuales y esperados. De esta forma, el índice EURO STOXX compensó los fuertes descensos de mayo y junio, y acumula una revalorización cercana al 15% en lo que va de año.

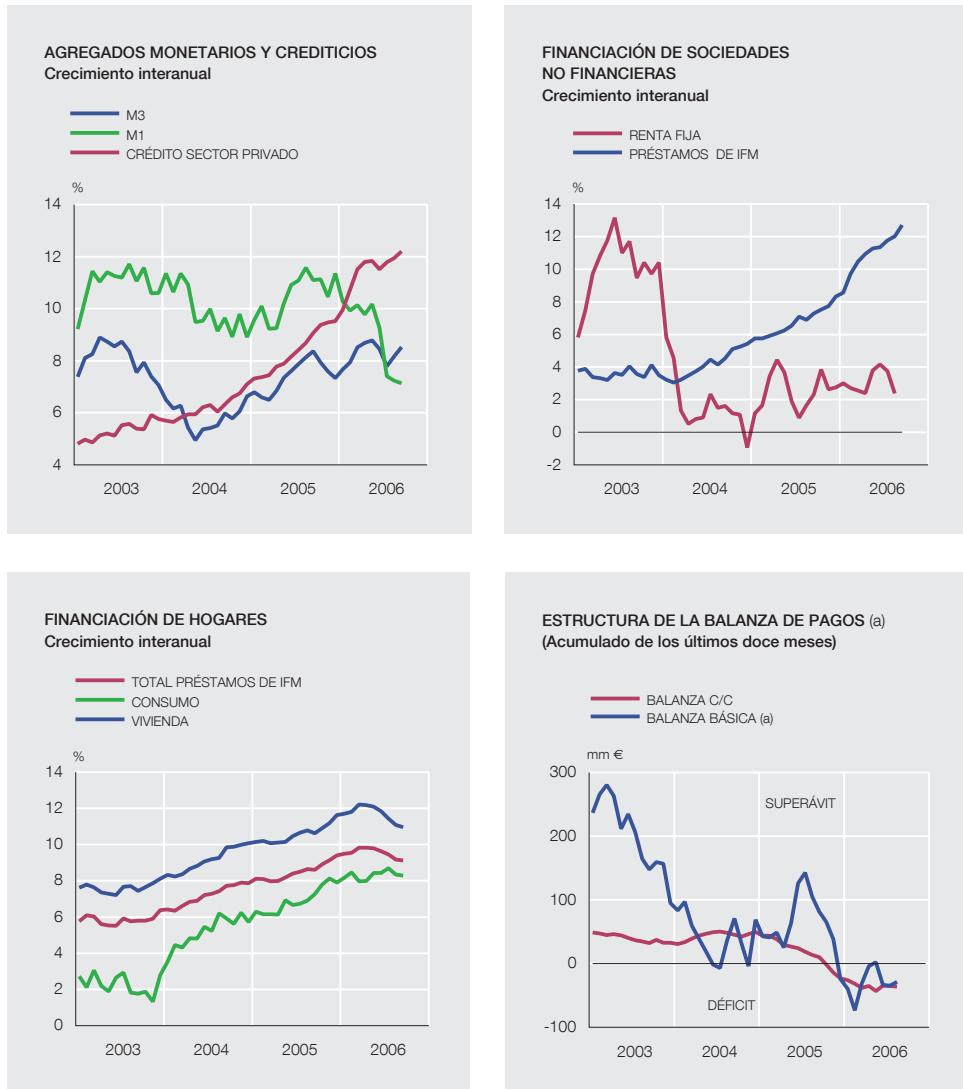
El agregado monetario M3 mantuvo durante el tercer trimestre un tono expansivo, con un ritmo de avance interanual del 8,5% en septiembre, nivel similar al de junio (véase gráfico 14). Además, las pasadas subidas de tipos y las expectativas de nuevas alzas parecen haber introducido algunos cambios en la composición de M3, con una desaceleración notable en los componentes más líquidos y una mayor fortaleza de los otros depósitos (distintos de los



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

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

depósitos a la vista) y de los instrumentos negociables. Por su parte, los préstamos de las instituciones financieras monetarias al sector privado continuaron acelerándose, en particular los otorgados a las empresas no financieras, que avanzaron un 12,7% en términos interanuales en septiembre, frente al 11,4% de finales del primer trimestre. Las encuestas de préstamos bancarios realizadas durante el segundo trimestre apoyan la continuada expansión del crédito a empresas. Además de los bajos tipos de interés, la inversión en capital fijo y en existencias, así como las operaciones de fusiones, adquisiciones y reestructuraciones empresariales, fueron factores impulsores destacados. Los préstamos a hogares mantuvieron un dinamismo elevado, con un crecimiento del 9,1% interanual en septiembre, dentro de una suave tendencia a la desaceleración que viene explicada por la moderación del crecimiento del



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.

crédito para la adquisición de vivienda. Según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, durante el segundo trimestre la aceleración del crédito al consumo responde a la mayor demanda de bienes duraderos, en un contexto de ligera relajación de los criterios de aprobación. Finalmente, por lo que respecta a la evolución del crédito al sector privado por países, se observa un dinamismo creciente en España, Francia, Italia y, de forma más modesta, en Alemania, donde el ritmo de avance interanual se sitúa en torno al 4,5%, muy alejado de la media de la UEM.

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, en el segundo trimestre de 2006, el PIB registró un crecimiento del 3,7%, una décima por encima del trimestre anterior. En términos intertrimestrales, su avance fue del 0,9%, igual al de los tres primeros meses del año. En ese período, la demanda nacional continuó experimentando menores ritmos de avance, mientras que la demanda exterior neta contribuyó 3 décimas a la aceleración del producto. La información disponible para el tercer trimestre sugiere que la tasa de crecimiento interanual del PIB ha seguido aumentando, hasta el 3,8%, lo que supone un crecimiento intertrimestral también del 0,9%. Esta evolución vendría determinada por el mantenimiento del dinamismo de la demanda nacional —pues se estima que el consumo de los hogares y la formación bruta de capital fijo han sido, en líneas generales, estables— y por la nueva contribución positiva del sector exterior a la variación del crecimiento del producto (véase gráfico 15). Esta mejora de la aportación de las transacciones comerciales con el exterior ha sido, a su vez, resultado de un ritmo de expansión de las exportaciones similar al del trimestre anterior y del menor impulso de las importaciones de bienes y servicios, aunque estas siguieron creciendo a tasas más elevadas que las ventas al exterior.

La evolución de la actividad por ramas muestra que el mayor dinamismo de la economía española es generalizado, destacando el mayor empuje del valor añadido de la industria manufacturera. Los principales indicadores de empleo relativos al tercer trimestre también reflejan el mantenimiento de un ritmo de avance intenso. En este contexto, se estima que la productividad aparente del trabajo volvió a experimentar una tasa de expansión moderada (0,4%), si bien el menor avance de la remuneración por empleado en la economía de mercado ha permitido que los costes laborales unitarios cedieran ligeramente. Por el contrario, el excedente de explotación por unidad de producto ha mantenido ritmos de crecimiento relativamente altos, con lo que los incrementos de precios han continuado en tasas comparativamente elevadas. En el caso de los precios de consumo ha tenido lugar una moderación sustancial en agosto y, especialmente, en septiembre, debido, sobre todo, al abaratamiento del petróleo, de forma que la tasa interanual de crecimiento del IPC se situó en dicho mes en el 2,9%, 1 pp por debajo de la registrada el pasado mes de junio, retornando a niveles que no se observaban desde los primeros meses de 2004. El IPSEBENE experimentó igualmente en septiembre un crecimiento del 2,9%, aunque en este caso el descenso respecto a junio fue de tan solo una décima.

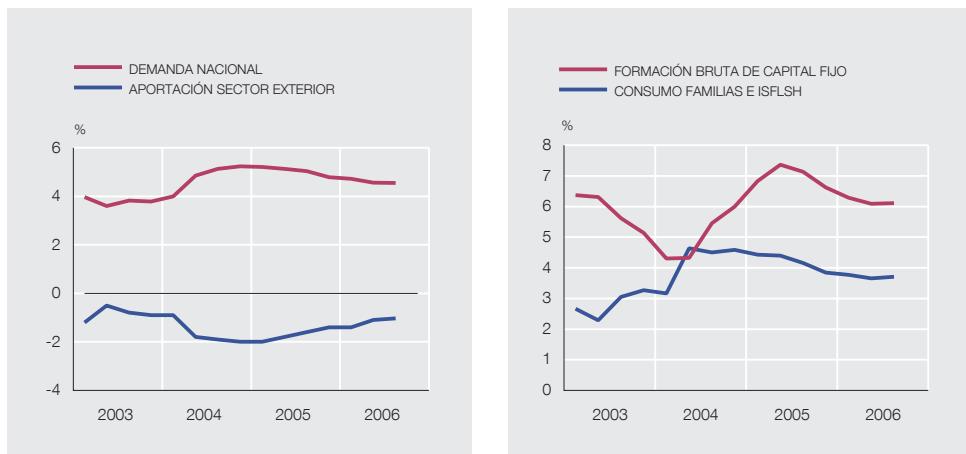
### 4.1 Demanda

En el segundo trimestre de 2006, el consumo privado creció un 3,7% en términos interanuales, una décima menos que en el trimestre anterior, con lo que se prolongó la senda de suave desaceleración iniciada a comienzos del pasado año. La información coyuntural más reciente, aunque incompleta respecto a los datos correspondientes al tercer trimestre, no ha mostrado variaciones significativas en las pautas de comportamiento del consumo final de los hogares españoles (véase gráfico 16).

Así, el indicador sintético de consumo privado de bienes y servicios ha presentado un crecimiento muy similar al del trimestre anterior. El índice de ventas del comercio al por menor mejoró notablemente, especialmente en su componente no alimenticio, lo que es acorde con la opinión de los empresarios del sector. Por su parte, las ventas de automóviles disminuyeron, de nuevo, en el tercer trimestre, aunque a un ritmo menor que en los meses de primavera. Por último, la confianza de los consumidores exhibió un ligero deterioro respecto a la primera mitad del año.

## PRINCIPALES AGREGADOS DE LA DEMANDA (a)

GRÁFICO 15

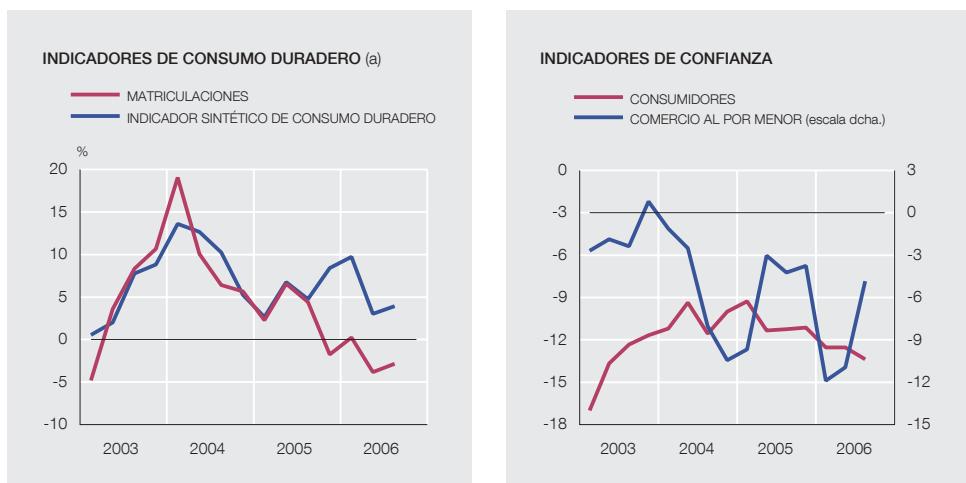
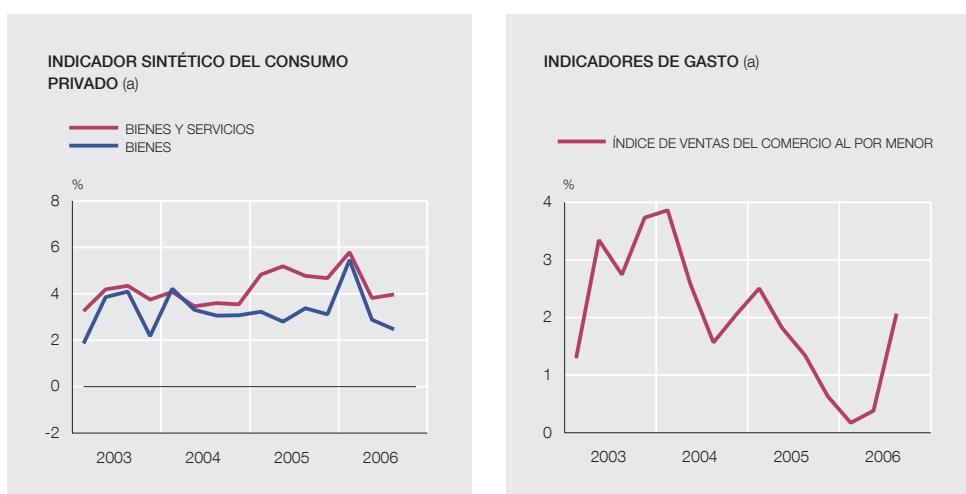


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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.

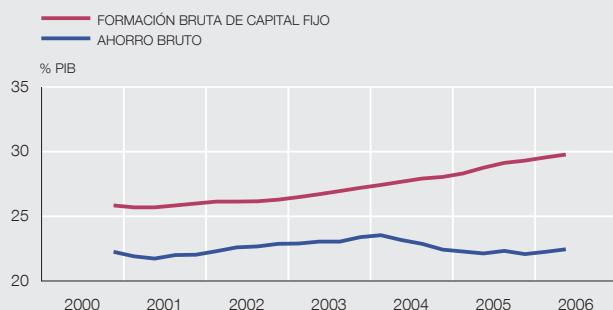
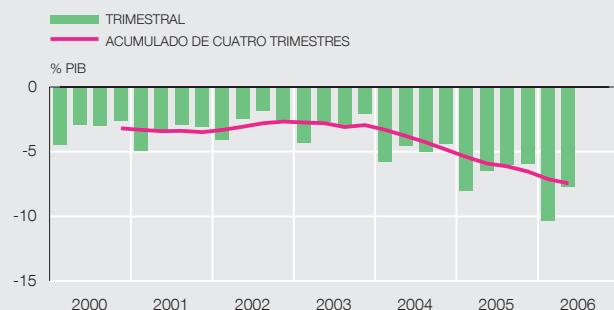
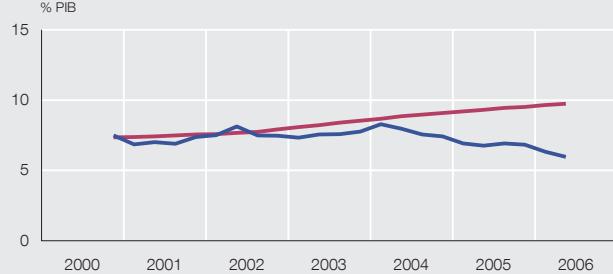
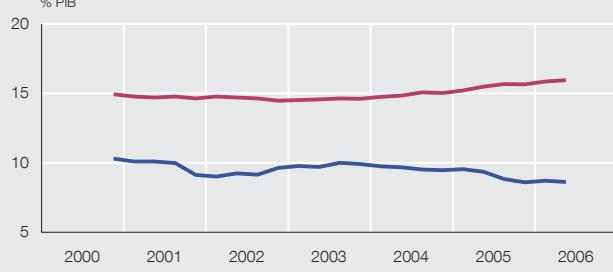
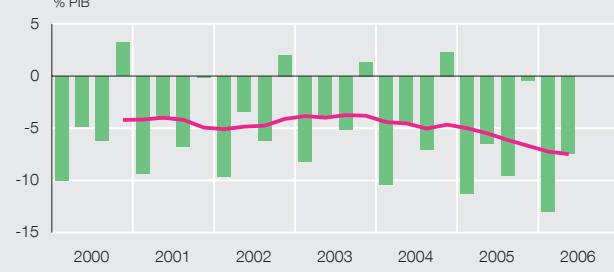
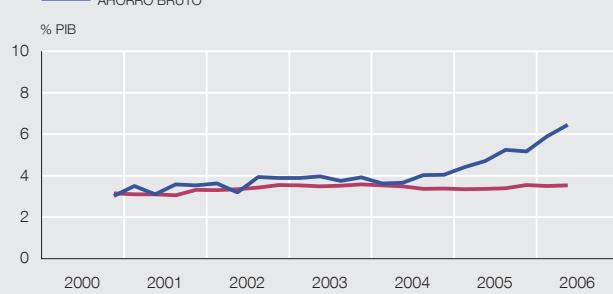
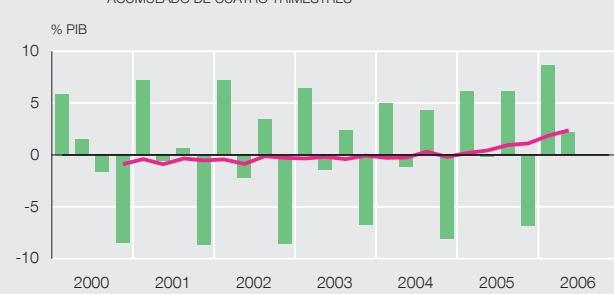
En la parte transcurrida de 2006, el consumo de las familias se ha desarrollado en un entorno caracterizado por un menor dinamismo de su renta disponible en términos reales, debido, entre otras razones, al descenso de los intereses netos percibidos —en un contexto de subida de los tipos de interés y de mayor endeudamiento de las familias—, al incremento en el pago de impuestos y al deterioro del poder adquisitivo originado por el aumento de la tasa de inflación. Sin embargo, la riqueza de las familias ha seguido aumentando a ritmos elevados, reflejando la apreciable revalorización de las cotizaciones bursátiles, que han crecido más de un 20% en los nueve primeros meses del año, y el notable avance de la riqueza inmobiliaria, pese al menor incremento del precio de la vivienda. A la vista de estos determinantes, y como ponen de manifiesto las cuentas no financieras de los sectores institucionales hasta el segundo trimestre, cuyos resultados se analizan en el recuadro 3, se estima que el consumo de los hogares ha seguido creciendo a un ritmo superior al de su renta disponible, de modo que la tasa de ahorro ha continuado reduciéndose. En cualquier caso, la sustancial reducción de la inflación en los últimos meses debería mejorar el poder adquisitivo de la renta de los hogares y acercar el crecimiento del gasto de las familias a la tasa de expansión de su renta disponible.

En el segundo trimestre de 2006, el consumo final de las Administraciones Públicas (AAPP) registró un incremento del 4,4%, igual que en el primer trimestre. La información disponible apunta a una cierta aceleración de este componente del gasto en el tercer trimestre, relacionada con su evolución en las Administraciones Territoriales.

La formación bruta de capital fijo volvió a moderar su fuerte ritmo de avance en el segundo trimestre, hasta el 6,1%, dos décimas menos que en el primer trimestre. Esta ralentización fue el resultado, sobre todo, del 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 1,5 pp, hasta el 3,3%, mientras que la inversión en construcción se desaceleró ligeramente, registrando un crecimiento del 5,7%. Por el contrario, la inversión en bienes de equipo repuntó hasta el 9,1%, 5 décimas por encima del trimestre anterior (véase gráfico 17). La información que proporcionan los indicadores correspondientes al tercer trimestre sugiere que la formación bruta de capital fijo siguió expandiéndose a una tasa similar a la del segundo trimestre, como consecuencia de la fortaleza que muestra el gasto en bienes de equipo, componente que continúa siendo el más pujante de la demanda interna, y la inversión en construcción, que incluso podría aumentar su dinamismo.

Los indicadores relativos al gasto en bienes de equipo en el tercer trimestre del año configuran un panorama, en general, positivo. Así, el indicador de disponibilidades, calculado con datos incompletos para ese período, mostró un mayor empuje que en la primera mitad del año, gracias a la fortaleza registrada por la producción interior de este tipo de bienes —cuyo crecimiento acumulado hasta agosto se encuentra próximo al 10%—, que ha sustituido a las importaciones de bienes de equipo como fuente básica de incorporación del nuevo capital productivo. La cartera de pedidos del conjunto de la industria registró una cierta mejora en dicho período, al igual que los índices de cifra de negocios y entrada de pedidos de bienes de equipo, mientras que disminuyó el número de empresas que consideran excesiva su capacidad instalada. Por el contrario, los indicadores de opinión referidos a esta rama de la industria, como los de clima industrial y cartera de pedidos, experimentaron cierto deterioro en el tercer trimestre. Asimismo, el nivel de utilización de la capacidad productiva se redujo en el tercer trimestre, lo que indicaría una valoración menos positiva acerca de la necesidad de aumentar la inversión en capital para incrementar la producción.

La inversión en construcción aumentó un 5,7% en el segundo trimestre de 2006, en línea con el elevado ritmo de crecimiento observado los trimestres precedentes. A tenor de la informa-

**TOTAL ECONOMÍA****1 AHORRO BRUTO Y FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (a)****2 CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN****HOGARES E ISFLSH****1 AHORRO BRUTO Y FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (a)****2 CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN****SOCIEDADES NO FINANCIERAS****1 AHORRO BRUTO Y FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (a)****2 CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN****ADMINISTRACIONES PÚBLICAS****1 AHORRO BRUTO Y FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (a)****2 CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN**

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Acumulado de cuatro trimestres.

En enero de 2006, el Instituto Nacional de Estadística (INE) comenzó a publicar las cuentas no financieras trimestrales de los sectores institucionales de la economía española, como parte de un objetivo más amplio para disponer de un sistema de cuentas anuales y trimestrales de la Unión Europea y de la UEM<sup>1</sup>. Este sistema engloba de una manera coherente e integrada los principales agregados macroeconómicos, desde el punto de vista de la demanda, la oferta y las rentas, junto con las operaciones de los sectores institucionales, tanto financieras —recopiladas en las cuentas financieras trimestrales que publica el Banco de España— como no financieras —las que el INE empezó a difundir en enero—. En la actualidad, estas cuentas no financieras se publican con un desfase aproximado de un trimestre, con lo que el último dato existente corresponde al segundo trimestre de 2006. Se dispone, así, por primera vez, de información exhaustiva sobre los saldos no financieros de todos los sectores de la economía española relativa al año en curso.

Las series publicadas se refieren a datos brutos, sin ajustar de estacionalidad, de modo que las comparaciones de un trimestre con el anterior resultan poco informativas, debido al marcado perfil estacional de la mayor parte de ellas (por ejemplo, la formación bruta de capital de las AAPP se incrementa de forma muy acusada en el último trimestre de cada año y desciende, también de forma intensa, al trimestre siguiente, debido a las pautas de reconocimiento de gasto de la obra pública). Una posible aproximación para evitar este problema es examinar las cifras acumuladas de los últimos cuatro trimestres.

De acuerdo con los datos trimestrales de las cuentas sectoriales, en 2006 ha continuado el deterioro de las necesidades de financiación de la economía española, que representaron un 7,4% del PIB con datos acumulados hasta el segundo trimestre del año, 0,9 pp por encima de la cifra de 2005 (véase gráfico adjunto). La recuperación del ahorro nacional en la primera mitad de 2006 ha resultado insuficiente para financiar el avance de la formación bruta de capital fijo. Este desequilibrio se ha visto ampliado por la disminución de las

1. Las cuentas no financieras trimestrales de los sectores institucionales se publican en [www.ine.es](http://www.ine.es) y también, con indicación de la fuente, en el primer capítulo de las *Cuentas Financieras de la Economía Española*, que se difunden en [www.bde.es](http://www.bde.es).

transferencias de capital procedentes del exterior que se ha producido en la primera parte del año.

El aumento de las necesidades de financiación de la nación durante el primer semestre de 2006 se ha debido a la ampliación del desequilibrio entre el ahorro y la inversión del sector privado no financiero —hogares e ISFLSH y sociedades no financieras—, pues su necesidad de financiación ha aumentado 2,2 pp del PIB, en relación con el cierre de 2005, lo que se ha visto parcialmente compensado por un incremento de la capacidad de financiación de las Administraciones Públicas. Las instituciones financieras han mantenido una capacidad de financiación similar a la de 2005.

La necesidad de financiación de los hogares e ISFLSH se ha incrementado en los dos primeros trimestres de 2006, situándose en 3,1% del PIB, con datos acumulados hasta el segundo trimestre. Esta cifra, que supone un aumento de 1,4 pp del PIB respecto a la cifra de 2005, ha sido el resultado de un descenso del ahorro bruto de las familias en la primera mitad del año —la tasa de ahorro, que se ha situado en el 9,4% con datos acumulados, disminuyó 1,2 pp respecto al año 2005— y de la continuación de la tendencia ascendente de la formación bruta de capital. La desaceleración de la renta en los últimos trimestres —con un ritmo de avance del 6,1%, frente al 6,9% en 2005—, que solo se ha trasladado parcialmente al consumo, explica la disminución del ahorro de los hogares.

Las sociedades no financieras, por su parte, han mantenido un nivel de ahorro en relación con el PIB similar al del cierre de 2005. Sin embargo, la inversión del sector ha continuado elevando su participación en el PIB en los últimos trimestres, de modo que las necesidades de financiación siguieron aumentando, hasta situarse en el 7,5% del PIB en el segundo trimestre de 2006, frente al 6,7% en 2005.

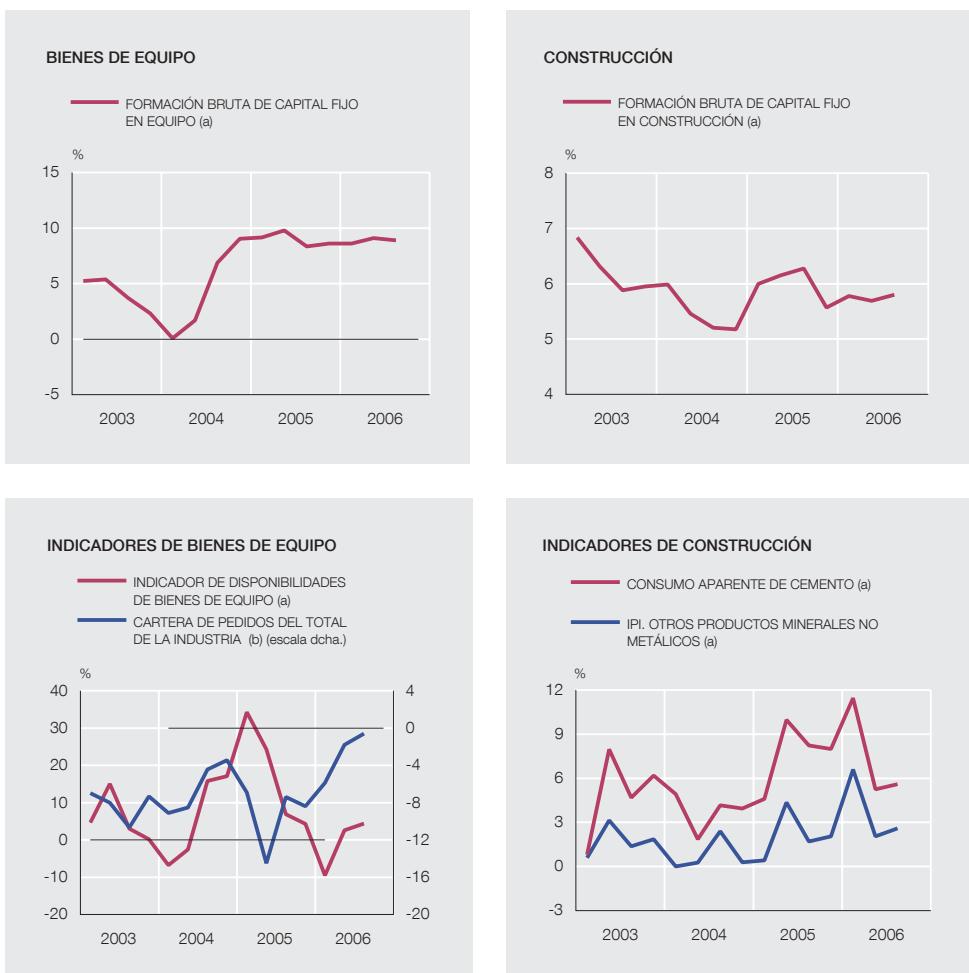
Por último, las AAPP han incrementado su capacidad de financiación en los primeros trimestres de 2006, que se ha situado en el 2,4% del PIB, 1,3 pp por encima de la cifra alcanzada en 2005. El aumento del ahorro público en este período (1,3 pp del PIB) ha sido el factor que ha determinado esta evolución.

ción coyuntural más reciente, este dinamismo podría continuar en los próximos meses. Así, los indicadores de confianza y de empleo, con su favorable evolución en septiembre, confirman la intensidad de la actividad en el conjunto del tercer trimestre. Los indicadores de materiales utilizados en la construcción, con información hasta agosto, también apuntan hacia una evolución algo más favorable que en el trimestre anterior.

Distinguiendo por tipo de obra, la inversión en vivienda aumentó un 6,5% en el segundo trimestre, de modo que su crecimiento medio en el semestre supera al de años precedentes. De acuerdo con 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, la construcción residencial podría registrar cierta aceleración en el segundo semestre de 2006. Por el contrario, la inversión en el resto de construcciones —edificación no residencial y obra civil—

## 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.

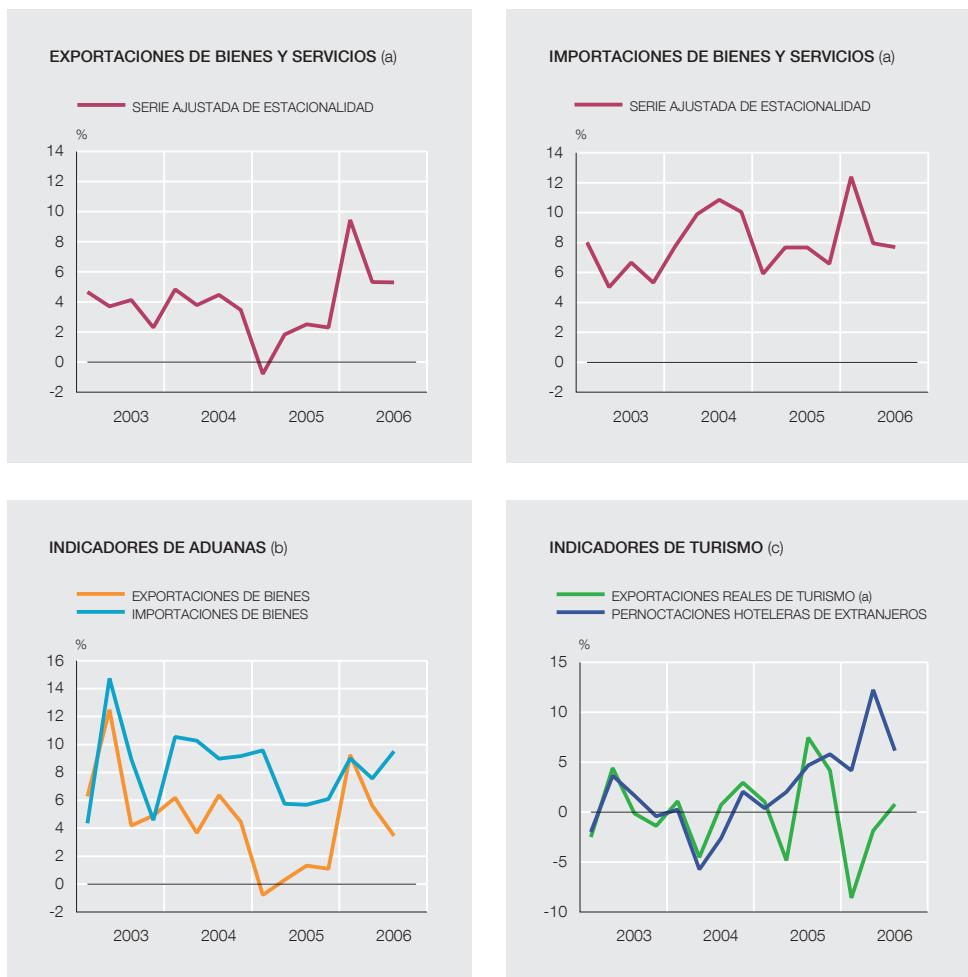
- a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.  
b. Nivel, serie original.

avanzó un 4,8% en el segundo trimestre, un crecimiento notablemente inferior al registrado en 2005. La información coyuntural es más escasa e incierta en este tipo de obra. Así, la edificación no residencial parece mostrar una cierta estabilidad, que descansa en el fuerte crecimiento de la obra ejecutada por las AAPP. Por su parte, la obra civil, a falta de información completa sobre la evolución de la obra promovida por el sector privado, también presenta un mayor vigor en la segunda mitad de 2006, de acuerdo con los datos periodificados de licitación oficial.

Respecto a la situación patrimonial de las empresas, los datos de la Central de Balances (CBT) correspondientes a los dos primeros trimestres de 2006 indican una aceleración de la actividad y el empleo de las sociedades que integran esta muestra, a la que han contribuido todos los sectores considerados, particularmente los de comercio e industria. 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, lo que incrementa el atractivo de emprender nuevas inversiones. Asimismo, los indicadores de presión financiera, calculados con datos de la CBT, mantienen niveles favorables, con una ligera mejora en el período más reciente. No obstante, estos resultados reflejan, en buena medida, la situación de empresas grandes —que son las que componen fundamentalmente la muestra de la CBT—, y es posible que la situación patrimonial de las empresas de menor dimensión esté

**COMERCIO EXTERIOR**  
Tasas de variación interanual

GRÁFICO 18



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, 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.

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 volvieron a incrementar en el segundo trimestre de 2006, apunta en ese sentido.

En el segundo trimestre de 2006, la demanda exterior neta contribuyó con tres décimas a la aceleración del PIB, si bien todavía presentó una aportación negativa al crecimiento del producto (-1,1 pp). En ese período, tuvo lugar una moderación de los flujos comerciales con el exterior respecto a las tasas inusualmente altas registradas en el primer trimestre. Las exportaciones reales de bienes y servicios continuaron mostrando una evolución favorable, con una tasa de crecimiento interanual del 5,3%, si bien su ritmo de avance se redujo respecto al 9,5% del primer trimestre. Por su parte, las importaciones reales de bienes y servicios se moderaron hasta una tasa interanual del 7,9%, frente al 12,4% del trimestre precedente, manteniéndose, no obstante, por encima del crecimiento medio del año anterior. La información, aún incompleta, correspondiente al tercer trimestre de 2006 apunta a que la demanda exterior neta puede haber continuado contribuyendo ligeramente a la aceleración del PIB, gracias al tono positivo de las exportaciones, en línea con el observado en los meses de primavera, y a una leve pérdida de dinamismo de las importaciones (véase gráfico 18).

Las exportaciones reales de bienes crecieron un 4,7% en el segundo trimestre de 2006, en ritmo interanual, tras el notable aumento del trimestre anterior (13%). Las cifras más recientes de comercio exterior de Aduanas, referidas a julio y agosto, muestran un dinamismo algo inferior al del segundo trimestre, debido a la atonía de las exportaciones reales en julio, pues en agosto las ventas al exterior retomaron ritmos de avance elevados. Por áreas geográficas, las ventas en la UE se aceleraron en los meses de verano, con un notable incremento de las ventas a algunos de nuestros principales mercados, como Italia o Francia. Con todo, las exportaciones han crecido a ritmos sustancialmente mayores en los mercados extracomunitarios, en particular, en Estados Unidos, América Latina y Rusia.

En el segundo trimestre de 2006 disminuyó el ritmo de caída interanual de las exportaciones reales de servicios turísticos, hasta el -1,8%, desde el -8,6% del trimestre precedente. En los meses de verano, los de mayor afluencia turística, los principales indicadores reales de turismo han mostrado un tono positivo. Así, en el tercer trimestre, las pernoctaciones hoteleras de viajeros extranjeros crecieron un 5,6%, al tiempo que el número de turistas aumentó un 3,7%, si bien estas cifras son algo inferiores a las observadas en el segundo trimestre. Según EGATUR, el gasto total de los turistas en términos nominales en julio y agosto se incrementó un 4,6%, con un ligero aumento del gasto medio por turista, aunque a una tasa reducida (1,4%). Esta tónica bajista del gasto medio por turista se ve afectada por los acortamientos de las estancias, pero también por el mayor uso de alojamientos no reglados o viviendas en propiedad, aunque no cabe descartar la posibilidad de que los datos de esta encuesta estén teniendo algún sesgo a la baja durante el año 2006, particularmente en los primeros meses. Respecto a nuestros principales mercados emisores de turistas, los mercados británico y alemán mostraron un comportamiento moderado en el tercer trimestre, mientras que el turismo francés disminuyó en ese período, de modo que fue el turismo italiano y el procedente de fuera de la zona del euro los que más aumentaron en los meses de verano.

Las exportaciones reales de servicios no turísticos crecieron un 14,8% en el segundo trimestre de 2006, prolongando la tónica alcista de los últimos trimestres. En este período, las ventas exteriores de servicios de transporte, así como las exportaciones de servicios prestados a las empresas, que constituyen las principales rúbricas, mantuvieron ritmos de avance elevados.

En el segundo trimestre de 2006, las importaciones reales de bienes moderaron su tasa de crecimiento interanual hasta el 7,5%, desde el 11,3% del trimestre precedente. La información de Aduanas disponible para el tercer trimestre sugiere que las compras al exterior mantendrán el vigor de los meses anteriores. Por grupos de productos, en julio y agosto destacó el elevado dinamismo de las compras exteriores de bienes intermedios, tanto energéticos como del resto, así como de bienes de equipo, en particular, de maquinaria, mientras que las importaciones de bienes de consumo presentaron un ritmo de crecimiento más modesto, inferior al observado en el primer semestre.

Por último, las importaciones reales de servicios atenuaron su avance en el segundo trimestre del año, hasta el 9,5%, desde el 16,8% del trimestre anterior, con lo que se truncó el perfil de notable aceleración que venían mostrando desde el ejercicio anterior. Este resultado fue consecuencia de la evolución más moderada tanto de los servicios turísticos como del resto de servicios.

#### **4.2 Producción y empleo**

En el segundo trimestre de 2006, la economía de mercado experimentó un nuevo impulso, de forma que su valor añadido bruto aumentó un 3,4%, una décima más que en los tres primeros meses del año. Este mayor vigor vino originado por los avances de las ramas industriales y energéticas y, en menor medida, de las agrarias, en contraste con el menor dinamismo de la

construcción y de los servicios de mercado (véase gráfico 19). De acuerdo con la información disponible, el valor añadido habría seguido acelerándose en el tercer trimestre gracias a la recuperación de las ramas agrícolas y al vigor que sigue mostrando la industria.

La presencia de condiciones climatológicas menos adversas que las del año anterior ha permitido la recuperación de la actividad de las ramas agraria y pesquera. En concreto, en el segundo trimestre del año estas ramas registraron un crecimiento interanual del -0,4%, 3,3 pp por encima del primer trimestre. Para el tercer trimestre cabe esperar que se mantenga esa tendencia, dadas las mejoras que se esperan en la mayoría de las cosechas.

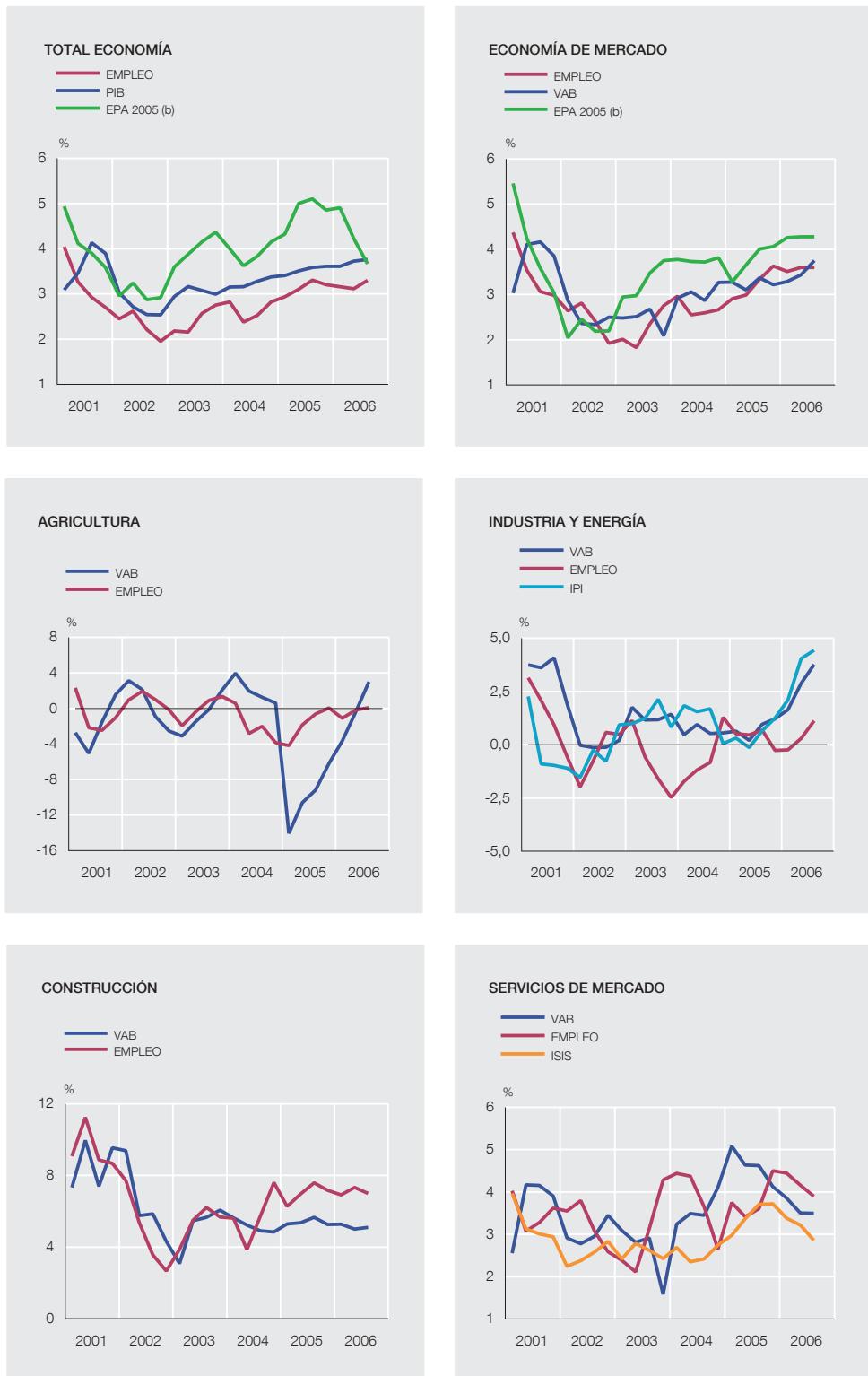
También el conjunto de las ramas industriales y energéticas continuó en el segundo trimestre la recuperación iniciada en los meses centrales de 2005. En concreto, su tasa interanual se situó en el 2,9%, 1,3 pp por encima del trimestre anterior. El avance se concentró en las ramas industriales, ya que las energéticas mantuvieron estable su ritmo de crecimiento en el 3,2%. La expansión de la producción fue generalizada, aunque fue especialmente intensa en los bienes de equipo, que se beneficiaron tanto de la elevada demanda interna como de la reactivación de las ventas al exterior. La información coyuntural disponible señala que el dinamismo de la actividad industrial ha continuado en el tercer trimestre del año. Así, el índice de producción industrial (IPI) aumentó un 4,6% en el período julio-agosto, en términos interanuales y corregidos de calendario, una tasa de avance superior a la del segundo trimestre. Los indicadores de empleo, como el número de afiliados a la Seguridad Social, mostraron en el tercer trimestre una evolución similar a la de los meses de primavera, mientras que el índice de confianza elaborado por la Comisión Europea registró un avance de un punto y el índice de directores de compras de las empresas manufactureras (PMI) apenas varió.

El elevado vigor de la construcción continuó en el segundo trimestre del año, si bien se observó cierta moderación. Así, el valor añadido bruto de esta rama aumentó un 5% en el conjunto del período entre abril y junio, 0,3 pp menos que en el primer trimestre del año. Tal y como se ha comentado en la sección anterior, esta pérdida de tono en el segundo trimestre reflejó el menor pulso de la edificación, particularmente del segmento no residencial. Respecto al tercer trimestre, el mayor vigor de la edificación residencial en los meses de verano sustentaría un mayor crecimiento del valor añadido de esta rama. En esta línea apuntarían tanto las afiliaciones a la Seguridad Social, que crecieron entre julio y septiembre a un ritmo ligeramente superior al del segundo trimestre del año —una vez corregidas las distorsiones ocasionadas por el proceso de regularización de inmigrantes—, como la información sobre la evolución de algunos *inputs* intermedios, como el consumo aparente de cemento.

Durante el segundo trimestre del año se prolongó la paulatina moderación de las actividades de las ramas de servicios. El crecimiento registrado en el segundo trimestre fue del 3,5%, tres décimas menos que en los tres primeros meses del año. Esta desaceleración se observó tanto en los servicios de mercado como en el resto. Para el tercer trimestre se aprecian indicios de estabilidad en los servicios de mercado. De acuerdo con los datos de la Agencia Tributaria, las ventas de las grandes empresas de servicios, una vez deflactadas y corregidas de efectos de calendario, mostraron en el conjunto de los meses de julio y agosto un crecimiento similar al del segundo trimestre del año, mientras que el número de afiliados a la Seguridad Social de esta rama se aceleró ligeramente en el tercer trimestre. En cuanto a los indicadores de opinión, el indicador de confianza de servicios de la Comisión Europea ha mejorado ligeramente y el índice PMI se mantuvo estable en el tercer trimestre. Entre las ramas terciarias, destaca el mayor dinamismo de las actividades de comercio y la estabilidad de las ramas de transporte y comunicaciones, mientras que la hostelería y las actividades inmobiliarias y empresariales podrían mostrar cierta moderación.

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

En el conjunto de la economía, en el segundo trimestre de 2006 se mantuvo el vigoroso proceso de creación de empleo, con un ritmo de avance interanual del 3,1%, una décima por debajo del trimestre anterior. Esta evolución, unida al mayor vigor del PIB, determinó un avance de la productividad aparente del trabajo del total de la economía, que se situó en el 0,6% en el segundo trimestre, frente al 0,4% del primero. En la economía de mercado, la tasa de crecimiento interanual del empleo se situó en el 3,6%, una décima más que en el trimestre anterior; en este caso, la evolución del valor añadido determinó un retroceso de 0,2 pp de la productividad aparente del trabajo. En cuanto al tercer trimestre, los indicadores coyunturales disponibles indican que el empleo ha repuntado de nuevo, con una mejora de la productividad en la economía de mercado.

En este sentido, la afiliación a la Seguridad Social, calculada con datos a fin de mes y una vez descontado el efecto de la regularización de inmigrantes, mostró un mayor vigor en el tercer trimestre, con una tasa interanual del 3,3%, 5 décimas superior a la del período anterior. De acuerdo con los datos de la EPA referidos al tercer trimestre del año, el empleo creció a una tasa interanual del 3,7%, cinco décimas inferior a la observada el trimestre precedente. No obstante, esta desaceleración del empleo se ha concentrado en las ramas de servicios no de mercado, mientras que el empleo en el conjunto de la economía de mercado volvió a aumentar, como en los dos trimestres anteriores, un 4,3%.

Por ramas de actividad, según las estimaciones de la CNTR relativas al segundo trimestre, destacó la pérdida de dinamismo experimentada en la creación de empleo en la rama de servicios y, especialmente, en las actividades no destinadas al mercado, que vino compensada parcialmente, por un mayor empuje en el resto de ramas. En concreto, el ritmo de avance interanual del empleo en los servicios no de mercado se redujo seis décimas, hasta el 1%. Por el contrario, en el resto de servicios, la moderación en la creación de empleo fue menos intensa, situándose la tasa interanual en el 4,2%, dos décimas por debajo de la del trimestre anterior. Por su parte, en la agricultura se atenuó el ritmo de destrucción de puestos de trabajo, mientras que, en la industria, el empleo experimentó un modesto crecimiento, tras dos trimestres de caídas. La ocupación en la construcción continuó siendo especialmente dinámica, con una tasa del 7,3% interanual. Según la EPA, en el tercer trimestre del año, el empleo se mostró bastante robusto en la construcción y en las ramas de servicios, mientras que se observaron tasas de variación negativas en la agricultura y en la industria. En concreto, el empleo de la rama agraria disminuyó un 8% en tasa interanual, intensificando así el ritmo de caída experimentado en el primer semestre del año. En la industria, por su parte, el empleo volvió a caer en términos interanuales (-0,7%), después de la suave recuperación observada en la primera parte del año. En el caso de la construcción, el empleo repuntó, hasta un crecimiento interanual del 8,1%. Finalmente, el empleo aumentó un 4,9% en las ramas de servicios, 0,1 pp menos que el trimestre pasado, fruto de la acusada desaceleración en las ramas no destinadas al mercado, donde el empleo creció un 1,9%, frente al 4,1% del trimestre pasado. En los servicios de mercado, por el contrario, el empleo se aceleró, hasta experimentar un crecimiento interanual del 6,9%, 1,2 pp por encima del trimestre precedente.

La CNTR siguió recogiendo en el segundo trimestre del año un mayor vigor para el empleo asalariado que para el empleo por cuenta propia, aunque este último colectivo experimentó una fuerte recuperación. Así, los asalariados crecieron un 3,1% en tasa interanual en el total de la economía y un 3,7% en el conjunto de ramas destinadas a la venta, lo que supuso una desaceleración de 0,4 pp en relación con el trimestre anterior. Por su parte, el empleo no asalariado creció un 3%, muy por encima del 0,9% del primer trimestre. La información más reciente procedente de la EPA para el tercer trimestre del año sigue mostrando un crecimiento superior para el colectivo de asalariados (3,9%) que el registrado en el empleo por cuenta

propia (2,8%). Esta evolución supone un nuevo incremento de la tasa de asalarización, hasta el 82,3%, 0,6 pp por encima de la registrada un año antes. En la estadística de afiliaciones a la Seguridad Social también se observó un menor avance del empleo autónomo que de los trabajadores por cuenta ajena.

Según la EPA, el colectivo de ocupados extranjeros registró en el tercer trimestre un dinamismo muy elevado, con un crecimiento interanual del 17,4%, si bien mantuvo el perfil de suave moderación que viene experimentando en los últimos trimestres. Los ocupados nacionales, por su parte, crecieron un 2%, 0,5 pp menos que en el trimestre pasado. Atendiendo a la duración de los contratos, el número de asalariados temporales creció a una tasa superior a la de los indefinidos en este trimestre, a pesar de la entrada en vigor de la reforma laboral el pasado 1 de julio. No obstante, se moderó el ritmo de expansión de los trabajadores con contrato temporal, hasta el 4,5%, frente al 7,9% del trimestre precedente, mientras que el empleo indefinido se aceleró, hasta un crecimiento interanual del 3,6%. En conjunto, esta evolución provocó un nuevo aumento de la ratio de temporalidad, como suele ser habitual en los meses de verano, hasta el 34,6%, frente al 34,4% del trimestre anterior, si bien este incremento fue inferior al registrado en este mismo trimestre en los dos últimos años. Por otra parte, la información procedente de la estadística de contratos del INEM muestra un repunte de la contratación indefinida en el período julio-septiembre, debido, sobre todo, a las conversiones de temporales —con un aumento superior al 80% entre julio y septiembre—, y es previsible que hasta final de año se mantenga el elevado dinamismo de estas conversiones, puesto que esa es la fecha límite para poder beneficiarse de las bonificaciones.

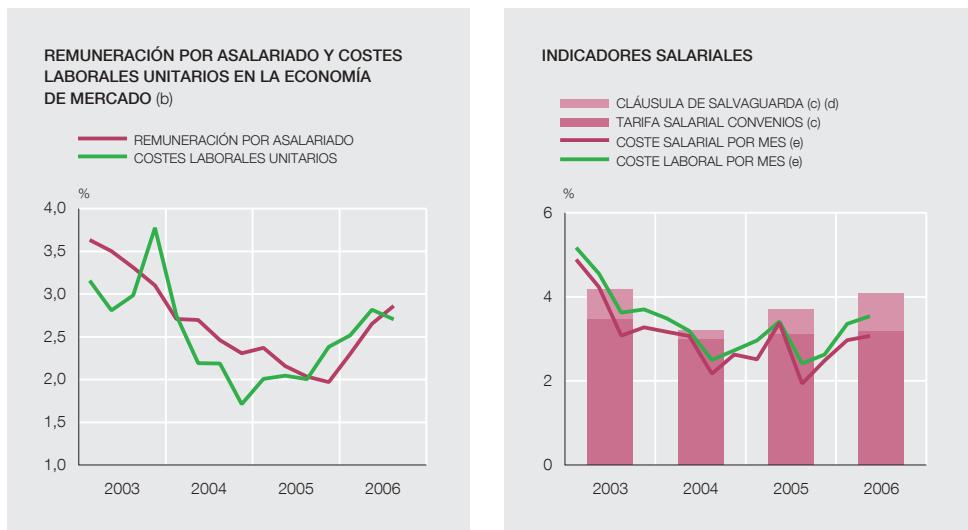
Respecto a la duración de la jornada, los trabajadores a tiempo parcial crecieron un 1,1% en el tercer trimestre, tras las altas tasas que experimentaron en 2005, mientras que los ocupados a jornada completa mantuvieron un dinamismo superior (4%). Como resultado de ello, la ratio de parcialidad se redujo en nueve décimas respecto al trimestre precedente, hasta el 11,3%.

La población activa creció un 3,4% en el tercer trimestre del año 2006, en línea con su evolución reciente (3,3% en el segundo trimestre). Esta evolución de la oferta de trabajo viene explicada por el progresivo aumento de la tasa de actividad, que se situó en el 58,4%, un punto por encima de la que se registró en el mismo período del año precedente, y por el sostenido dinamismo de la población, que volvió a crecer un 1,6%, como en el trimestre anterior. Por sexos, el aumento de la población activa fue superior entre las mujeres (4,7%, frente al 2,4% de los hombres), cuya tasa de actividad se elevó 1,5 pp respecto al mismo trimestre del año pasado, hasta 47,8%. La tasa de actividad de los hombres se situó en 69,5%, que es en 0,4 pp superior a la de hace un año.

Finalmente, los datos procedentes de la EPA indican una nueva disminución del desempleo en el tercer trimestre, con 72.000 parados menos que hace tres meses, si bien, en términos interanuales, el número de desempleados se estabilizó, tras varios trimestres de acusados descensos. La tasa de paro se redujo hasta el 8,1%, cuatro décimas menos que en el segundo trimestre. Por su parte, la información proporcionada por la estadística de paro registrado indica un descenso del 1,9% del número de parados en el tercer trimestre del año, en términos interanuales.

#### 4.3 Costes y precios

En el segundo trimestre de 2006, la remuneración por asalariado continuó la senda ascendente iniciada en la segunda mitad del ejercicio precedente (véase gráfico 20). En concreto, en el conjunto de la economía, la remuneración por asalariado aumentó tres décimas, hasta el 3,2%. En la economía de mercado, la aceleración fue más acusada (0,4 pp), situándose el ritmo de



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

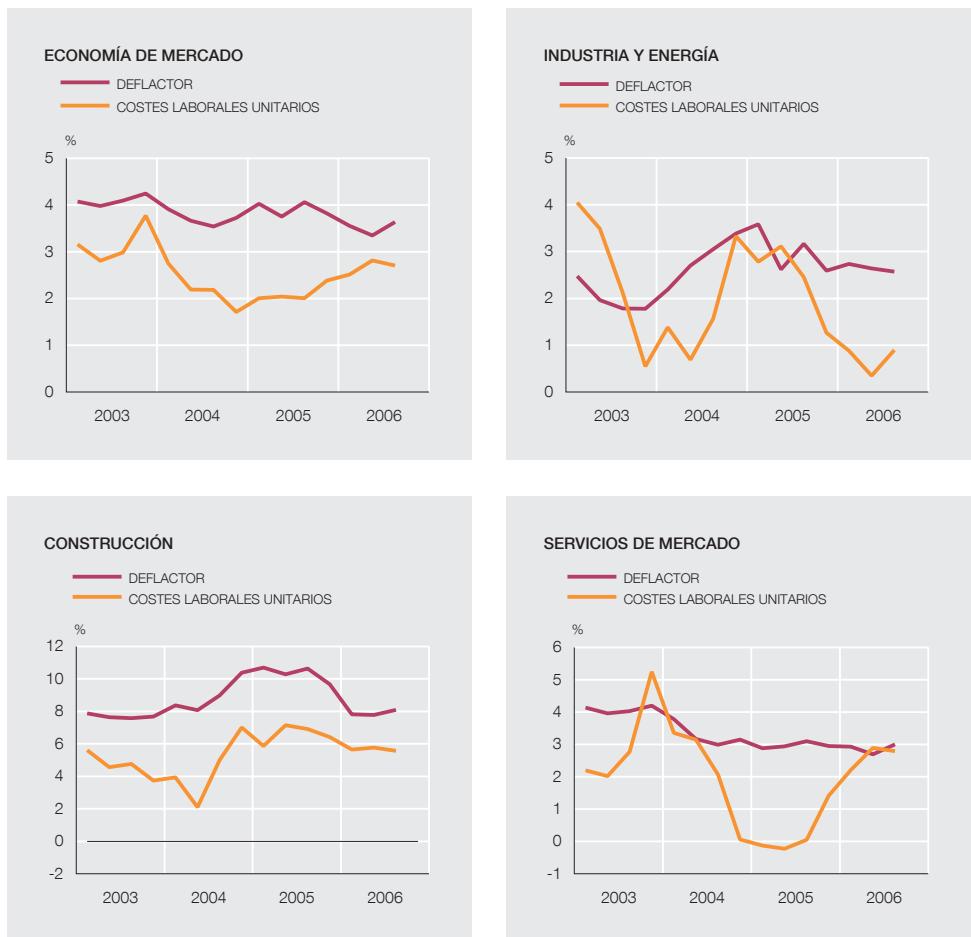
- a. Tasas de variación interanuales.
- b. Tasas calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.
- c. Información de convenios colectivos hasta septiembre de 2006.
- d. Cláusula de salvaguarda del año anterior.
- e. ETCL.

avance en el 2,7%. Por ramas de actividad se produjo un incremento generalizado del crecimiento de la remuneración media, con la excepción de la construcción, cuyo ritmo de avance interanual descendió hasta el 3,5%. El mayor repunte tuvo lugar en los servicios de mercado, que aumentaron 6 décimas, siendo los avances mucho más moderados en el resto de las ramas. La Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL) reflejó un incremento del coste laboral por trabajador y mes del 3,5% en tasa interanual, una décima por encima del período precedente. El componente salarial se aceleró también de forma modesta, al pasar del 3% al 3,1%, mientras que los costes no salariales volvieron a aumentar sustancialmente, hasta el 4,9%.

La información sobre tarifas salariales pactadas en convenios colectivos muestra un incremento de las tarifas salariales del 3,2% para el presente año, cifra algo superior a la observada en el ejercicio precedente antes de incluir el impacto de las cláusulas de salvaguarda (3,1%). En los convenios revisados, el aumento registrado hasta agosto es del 3,16%, superior al del mismo período del año anterior, mientras que en los de nueva firma se ha pactado una subida ligeramente mayor (3,27%). En el presente año, los trabajadores han percibido atrasos correspondientes a 2005, por la activación de cláusulas de salvaguarda frente a la inflación, cuyo impacto se estima que tenga un efecto sobre la remuneración por asalariado de 0,9 pp. En los convenios registrados hasta agosto, las cláusulas de salvaguarda siguen presentes de forma mayoritaria, afectando al 81% de los trabajadores.

El mayor avance de la remuneración por asalariado en el segundo trimestre de 2006 se vio solo parcialmente compensado por un mayor incremento del valor añadido por ocupado, de forma que el coste laboral por unidad de valor añadido aumentó dos décimas su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 2,6%, para el conjunto de la economía. El deflactor del valor añadido, en cambio, redujo su crecimiento dos décimas, hasta el 3,4%, en tasa interanual, reflejando un comportamiento menos expansivo del excedente.

En la economía de mercado, el menor ritmo de avance del deflactor del valor añadido en el segundo trimestre fue el resultado de una desaceleración del deflactor en todas las ramas,

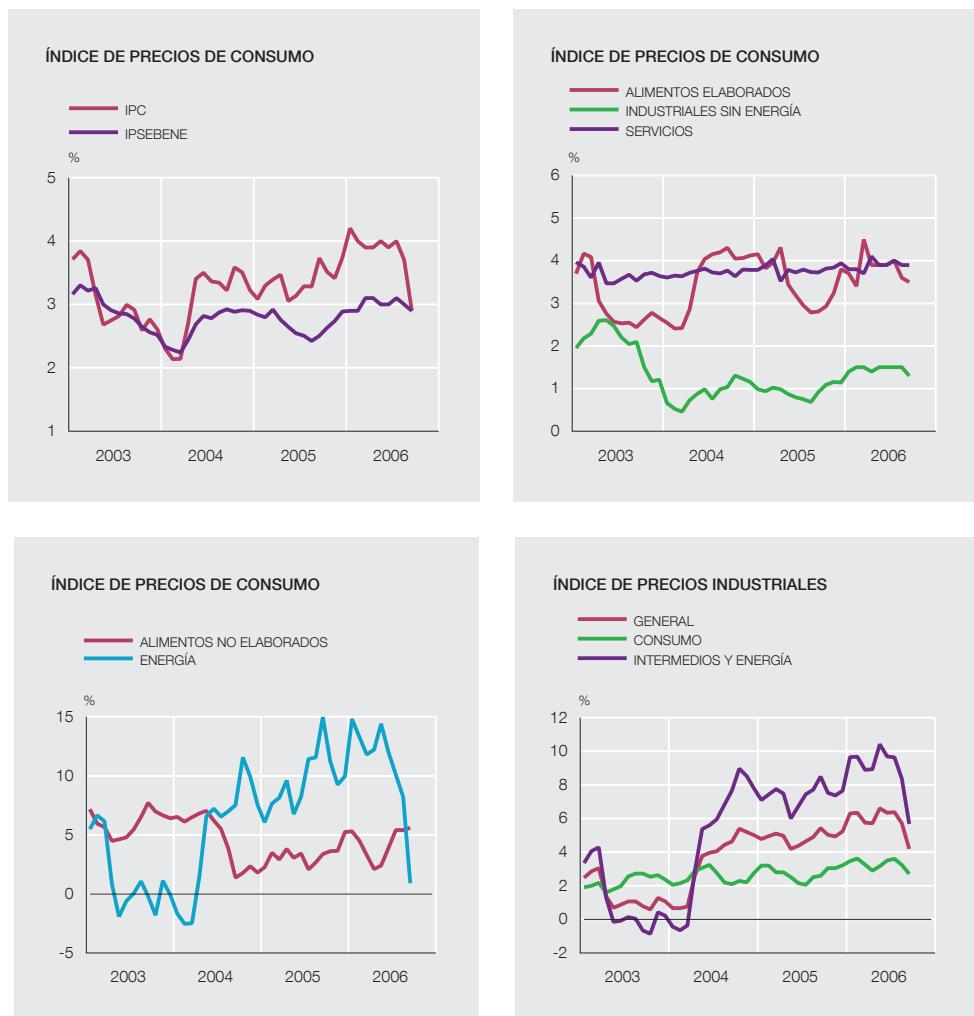


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

con la excepción de la construcción, que registró un ritmo de avance estable (véase gráfico 21). La reducción del crecimiento de los precios fue especialmente intensa en la agricultura, si bien continuó siendo la actividad con incrementos más moderados. La aceleración de los costes laborales unitarios se debió al fuerte repunte que experimentaron en los servicios de mercado y, en menor medida, en la construcción, reduciéndose la tasa de avance en las otras ramas. Como resultado de estas diferencias, los excedentes se redujeron en los servicios de mercado y en la agricultura. Los indicadores disponibles para el tercer trimestre del año apuntan a una cierta ralentización de los costes laborales unitarios, salvo en la industria, debido a la aceleración de la remuneración por ocupado en este sector, pues su productividad ha seguido avanzando a un ritmo intenso. A diferencia del trimestre anterior, el crecimiento de los deflactores de todas las ramas se ha situado por encima del de los costes laborales unitarios, con lo que la mejora del excedente ha sido generalizada, lo que puede interpretarse como un síntoma del vigor de la demanda en este período.

En el segundo trimestre de 2006, la tasa interanual del deflactor de la demanda final disminuyó una décima, hasta el 4,1%, moderándose igualmente el deflactor de las importaciones, cuya tasa alcanzó el 4,4%, frente al 4,5% del trimestre anterior. El deflactor del PIB también fue algo menos expansivo, ya que se desaceleró una décima, situando su ritmo de avance interanual en el 4,3%. Por el lado del gasto, el deflactor del consumo privado moderó su incremento, en línea con el IPC, y redujo una décima su tasa de variación respecto al mismo período del año anterior, hasta



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

el 3,9%. Por su parte, el deflactor de la formación bruta de capital fijo y el de las exportaciones mantuvieron su ritmo de variación interanual en el 5% y 3,9%, respectivamente.

El índice de precios de consumo moderó ligeramente su tasa de variación en el segundo trimestre del año, de forma que su ritmo interanual de crecimiento se situó en el 3,9%, frente al 4% de los primeros meses del año. En el tercer trimestre, los precios de consumo han intensificado esta senda de desaceleración, recortando su tasa de avance cuatro décimas adicionales, hasta el 3,5%, fundamentalmente por la evolución menos expansiva de los precios del petróleo, pero también, en menor medida, por el resto de componentes. Desde agosto, el petróleo ha registrado un abaratamiento notable, que se ha trasladado a los precios de los combustibles, de forma que el IPC en septiembre alcanzó una tasa interanual del 2,9%, un ritmo de variación que no se alcanzaba desde los meses iniciales de 2004. Por su parte, el IPSEBENE ha mantenido estable su crecimiento en el segundo y tercer trimestres en el 3%, si bien en septiembre se redujo hasta el 2,9% (véase gráfico 22).

Entre los componentes que integran el IPSEBENE, los precios de los alimentos elaborados redujeron su crecimiento interanual 2 décimas en el tercer trimestre, hasta el 3,7%. La desaceleración

iniciada en el período abril-junio en los precios del aceite se ha intensificado en los meses de agosto y septiembre, si bien el crecimiento interanual de este componente todavía supera el 23%. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos presentaron un crecimiento del 1,4% en el promedio del tercer trimestre del año, similar al del trimestre precedente. El menor avance de los precios de los automóviles se vio compensado por el dinamismo de los precios del mobiliario, manteniéndose estable el ritmo de variación de los precios de las prendas de vestir y del calzado. Por último, los precios de los servicios permanecieron en el tercer trimestre en una tasa interanual media del 4%, con un menor empuje de los precios de los servicios de transporte, reflejo del favorable comportamiento de los combustibles, pero con una ralentización en el proceso de abaratamiento de las telecomunicaciones.

En cuanto a los componentes más volátiles del IPC, los precios de los alimentos no elaborados se encarecieron notablemente en el tercer trimestre, hasta situar su tasa promedio en el 5,5%, debido, sobre todo, a las alzas de precios de carnes y frutas. En el período julio-septiembre, el componente energético moderó su ritmo interanual hasta el 6,4%, 6,5 pp por debajo del correspondiente al segundo trimestre, aunque, en septiembre, la tasa de avance interanual llegó a reducirse hasta el 0,9%.

La inflación en España, medida por el IAPC, registró un recorte de cuatro décimas durante el tercer trimestre, con lo que la tasa interanual promedio se situó en ese período en el 3,6%. El descenso fue particularmente intenso en septiembre, cuando se alcanzó una tasa interanual del 2,9%. Por su parte, en el conjunto de la UEM la inflación en el tercer trimestre también se redujo cuatro décimas, hasta el 2,1%, y, por consiguiente, el diferencial en el promedio del trimestre se mantuvo en torno a 1,5 pp. Con todo, la mayor desaceleración de los precios en España en septiembre se ha traducido en una disminución del diferencial hasta 1,2 pp en dicho mes (véase gráfico 23). Por componentes, los mayores diferenciales se han registrado en los servicios y los alimentos elaborados, que se sitúan en torno a 2 pp. En el período más reciente, se ha observado un descenso considerable en los diferenciales de los componentes más volátiles, que en septiembre se han situado en 0,1 pp para los alimentos no elaborados y -0,7 pp para la energía. Por último, el diferencial de los bienes industriales no energéticos también se ha reducido apreciablemente en septiembre, hasta 0,6 pp.

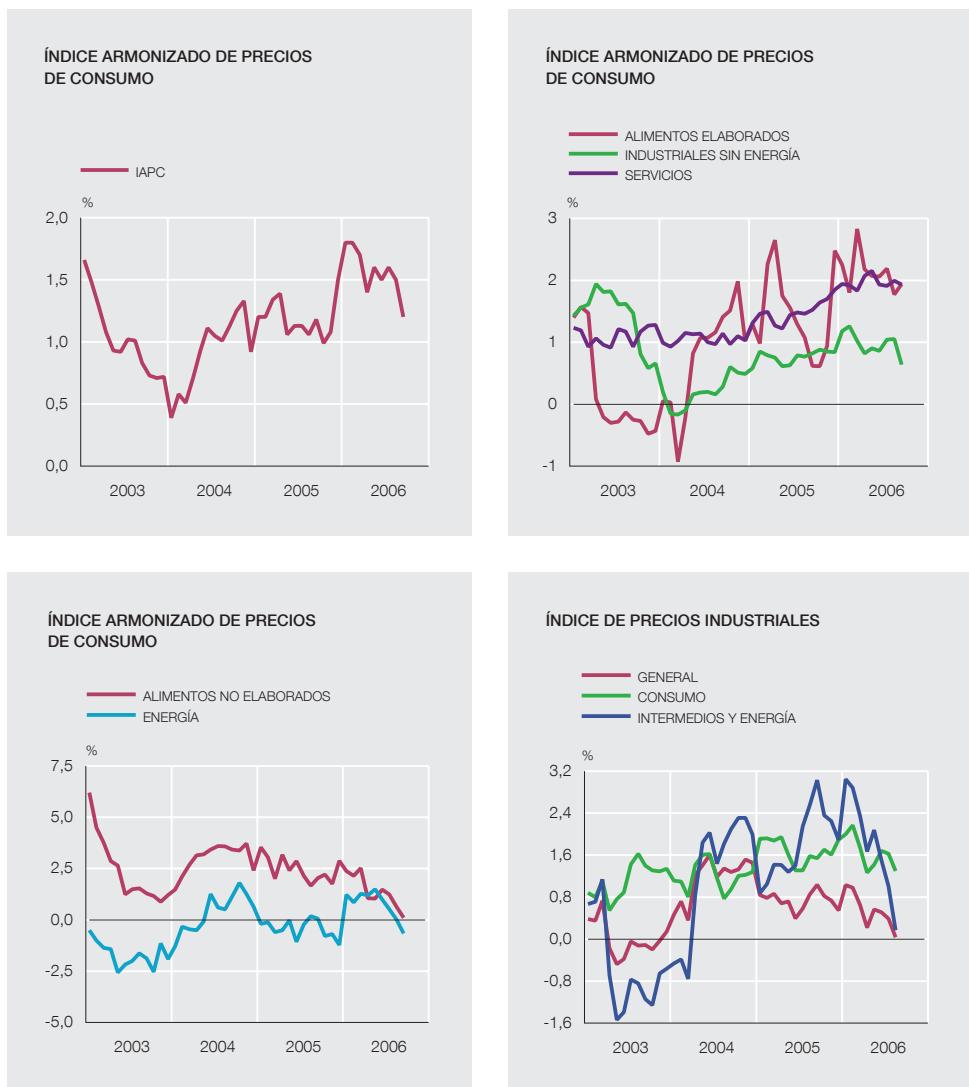
El índice de precios industriales (IPRI) interrumpió en el tercer trimestre de 2006 la senda ascendente que venía registrando desde hace algo más de dos años. Así, su tasa de crecimiento interanual en septiembre se situó en el 4,2%, 2,1 pp por debajo de la de junio. El menor dinamismo refleja, en gran medida, la menor tasa de avance de los precios de producción de la energía, que registraron un descenso de 10,5 pp respecto a junio, hasta el 4,1%. Entre los otros componentes del IPRI, los precios de bienes de consumo también se desaceleraron, de forma que su ritmo de variación en septiembre fue del 2,7%, 0,8 pp menos que en junio. Los precios de producción de bienes intermedios se mantuvieron estables, mientras que los de bienes de equipo aumentaron ligeramente su tasa de avance, hasta el 2,5%. Con información hasta agosto, la moderación de los precios de producción ha sido algo menos intensa en la zona del euro que en España, de forma que el diferencial de precios industriales fue nulo en dicho mes. Por otra parte, los precios percibidos por los agricultores intensificaron su ritmo de avance, que se situó en el 3,8% en julio. Por último, los precios hoteleros mantuvieron crecimientos interanuales muy moderados, aumentando un 2,2% en agosto.

#### **4.4 La actuación del Estado**

El pasado 22 de septiembre el Gobierno aprobó en Consejo de Ministros el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2007. En él se fija como objetivo alcanzar un superávit para el conjunto de las AAPP del 0,7% del PIB en dicho año, en línea con lo establecido en el Programa Plurianual de Estabilidad Presupuestaria 2007-2009. Asimismo, según la informa-

**INDICADORES DE PRECIOS**  
Diferenciales con la UEM (a)

GRÁFICO 23



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

ción contenida en las cifras de la Notificación del Protocolo de Déficit Excesivo de septiembre, se prevé que el saldo de Contabilidad Nacional (CN) del sector Administraciones Públicas cierre el año corriente con un superávit del 1,1% del PIB, igual al registrado en 2005. Por subsectores, la Administración Central registrará un superávit del 0,3% del PIB en 2006, mientras que las Comunidades Autónomas cerrarán el año con un déficit del 0,1% del PIB y las Corporaciones Locales mantendrán una posición de equilibrio. Por lo que respecta a la Seguridad Social, se prevé que obtenga un superávit en sus cuentas del 0,9% del PIB.

Según la metodología de la CN, las cuentas del Estado registraron un superávit acumulado hasta septiembre de 11.808 millones de euros (1,2% del PIB), saldo que resulta superior al superávit de 8.239 millones (0,9% del PIB) del mismo período del año 2005 (véase cuadro 3). El crecimiento acumulado de los recursos en el período enero-septiembre se eleva al 11,5%, mientras que los empleos aumentaron un 8,4%, cifras que, en ambos casos, resultan inferiores a la previsión para el conjunto del año ofrecida en el Avance de liquidación contenido en el Proyecto de Presupuestos del Estado, si bien es en los empleos donde la contención experi-

	m€ y %							
	Liquidación 2005	Variación porcentual 2005/2004	Avance de liquidación 2006	Variación porcentual 2006/2005	Liquidación ENE-JUN Variación porcentual 2006/2005	Liquidación		
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7	8 = 7/6
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	128.777	12,2	138.167	7,3	9,9	92.093	99.683	8,2
Impuestos directos	70.665	20,4	78.482	11,1	15,0	47.896	54.929	14,7
IRPF	35.953	18,2	38.445	6,9	12,2	27.372	30.780	12,5
Sociedades	32.496	24,9	37.478	15,3	21,3	18.888	22.280	18,0
Otros (a)	2.215	-1,3	2.559	15,5	23,3	1.636	1.869	14,2
Impuestos indirectos	44.618	7,9	47.427	6,3	12,3	34.672	36.520	5,3
IVA	32.009	10,0	34.452	7,6	15,6	25.116	27.006	7,5
Especiales	9.795	0,5	9.932	1,4	-0,5	7.456	7.251	-2,8
Otros (b)	2.813	12,9	3.043	8,2	9,7	2.100	2.264	7,8
Otros ingresos	13.494	-8,7	12.258	-9,2	-16,6	9.526	8.234	-13,6
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	122.755	7,0	130.951	6,7	1,5	88.494	92.771	4,8
Personal	20.677	6,1	22.439	8,5	7,7	14.861	15.912	7,1
Compras	3.388	-3,5	3.834	13,2	3,7	2.223	2.386	7,3
Intereses	17.831	6,4	15.520	-13,0	-19,2	15.421	13.139	-14,8
Transferencias corrientes	64.541	5,8	71.661	11,0	5,9	46.002	51.490	11,9
Fondo de contingencia	...	...	...	...	...	...	...	...
Inversiones reales	8.978	26,4	9.258	3,1	4,8	5.446	5.466	0,4
Transferencias de capital	7.341	6,8	8.238	12,2	-7,1	4.541	4.377	-3,6
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>	6.022	...	7.216	...	...	3.599	6.913	...
<b>PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL</b>								
Recursos no financieros	126.811	11,9	143.587	13,2	13,7	91.978	102.543	11,5
Empleos no financieros	123.550	0,7	140.933	14,1	6,7	83.739	90.735	8,4
<b>CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN</b>	3.261	...	2.654	...	...	8.239	11.808	...
En porcentajes del PIB	0,4		0,3			0,9	1,2	

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.

mentada hasta ahora es más acusada. El Avance de liquidación adelanta un superávit del Estado de 2.654 millones de euros (un 0,3% del PIB). En cuanto a la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social, véase recuadro 4.

En términos de caja, el Estado obtendrá en 2006 un superávit de 7.216 millones de euros según el Avance de liquidación, en marcado contraste con el déficit previsto en el documento presupuestario inicial, cifrado en 5.360 millones de euros. Esta diferencia se produce como consecuencia de los mayores ingresos en la recaudación impositiva (especialmente en los impuestos directos e IVA) y en los otros ingresos, y de unos pagos inferiores a los presupuestados, principalmente por efecto de los menores intereses y, probablemente, de la utilización solo parcial del Fondo de Contingencia.

La ejecución del Presupuesto del Estado hasta septiembre se saldó con un superávit de 6.913 millones de euros, mejorando notablemente el superávit de 3.599 millones registrado en el mismo período del año anterior. En el tercer trimestre del año se ha observado una desaceleración en los ingresos, que registraron un aumento del 8,2% en el acumulado hasta septiem-

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 8.994 millones de euros hasta julio de 2006, superior en 1.561 millones de euros (un 21%) al registrado en el mismo período del año precedente, lo que supone una ejecución más favorable que hasta abril. Los ingresos no financieros se aceleraron levemente en los últimos meses y situaron su crecimiento en el 9,5%, mientras que los pagos mantuvieron su ritmo de crecimiento en el 7,7%.

Los ingresos por cotizaciones sociales experimentaron un incremento del 9% hasta julio, por encima del 8,6% registrado hasta abril. El crecimiento del número de afiliados a la Seguridad Social se ha desacelerado en estos últimos meses, en la medida en que ya no está afectado por el calendario de regularización de extranjeros, alcanzando una tasa del 4,6% hasta septiembre de 2006. Sin embargo, está ligeramente por encima de la registrada en el conjunto del año anterior, lo que refleja el dinamismo observado en el mercado de trabajo.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas registró una tenue aceleración y se incrementó un 7,8% hasta julio, por encima del 7,2% 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 pensiones del antiguo Seguro Obrero de Vejez e Invalidez con las pensiones de viudedad<sup>1</sup>. Por su parte, el gasto en incapacidad temporal se aceleró hasta el 10,2% en julio, una tasa que todavía está por debajo de la previsión presupuestaria.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), cuya información no se recoge en el cuadro adjunto, las cotizaciones percibidas se incrementaron un 9,7% hasta mayo, por encima de lo presupuestado, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 15,6% hasta el mismo mes, también por encima de la previsión presupuestaria.

Por otra parte, el gasto del SPEE destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 6,9% hasta julio (tasa de crecimiento superior al incremento del 6,7% registrado en el conjunto del año 2005) y el número de beneficiarios creció un 3,1% (frente al 3,3% de crecimiento observado en 2005). Dicha evolución se produjo por el aumento de la tasa de cobertura, que se situó en el 62,5% hasta julio de 2006, por encima del nivel con que terminó 2005 (que fue del 60,7%), y a pesar de la caída del paro registrado, que llegó a reducirse un 1,2% en julio de 2006, frente a la caída del 1,1% en el conjunto del año anterior.

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

#### SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)

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

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

m€ y %

	Presupuesto			% variación 4	Liquidación ENE-JUL		
	2005	2006	% variación 3 = 2/1		2005	2006	% variación 7 = 6/5
	1	2	3 = 2/1		5	6	7 = 6/5
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	90.040	97.547	8,3	9,1	54.461	59.652	9,5
1.1 Cotizaciones sociales (c)	83.915	90.625	8,0	8,6	50.973	55.556	9,0
1.2 Transferencias corrientes	4.874	5.295	8,6	9,0	2.906	3.177	9,3
1.3 Otros (d)	1.251	1.628	30,1	45,7	582	920	58,1
2 PAGOS NO FINANCIEROS	84.100	90.562	7,7	8,0	47.028	50.658	7,7
2.1 Personal	1.998	2.165	8,4	4,4	1.186	1.242	4,7
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.566	1.733	10,7	16,6	857	986	15,1
2.3 Transferencias corrientes	80.060	86.133	7,6	8,0	44.883	48.277	7,6
Prestaciones	80.059	80.059	7,6	8,0	44.883	48.276	7,6
Pensiones contributivas	68.905	73.832	7,2	7,7	38.569	41.592	7,8
Incapacidad temporal	5.925	6.656	12,3	6,2	3.271	3.604	10,2
Resto	5.229	5.644	7,9	13,9	3.042	3.080	1,2
2.4 Otros (e)	476	530	11,4	-18,7	102	152	49,2
3 SALDO NO FINANCIERO	5.940	6.986	17,6	12,6	7.433	8.994	21,0

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

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

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

c. Incluye recargos y multas.

d. Excluye recargos y multas.

e. Minorados por la enajenación de inversiones.

bre, frente al 9,9% registrado hasta junio, en tanto que los pagos se aceleraron, pasando a registrar un crecimiento del 4,8%, frente al 1,5% de la primera mitad del año.

Para el análisis de los ingresos se cuenta con información sobre la recaudación de las principales figuras impositivas, tanto de la parte que se asigna al Estado, que es la única que recoge el cuadro 3, como de la parte que corresponde a las Comunidades Autónomas. Esta información agregada resulta más ilustrativa para evaluar la recaudación impositiva. Las cifras de recaudación total indican que los ingresos tributarios se ralentizaron ligeramente durante el tercer trimestre como consecuencia de la menor pujanza de los impuestos indirectos, mientras que los impuestos directos se aceleraron. Por su parte, los Otros ingresos moderaron las caídas que experimentaron durante el primer semestre. Tanto el IRPF como el impuesto sobre sociedades mantuvieron ritmos de recaudación superiores al 13%: en el primer caso, sostenidos por las retenciones sobre rentas del trabajo (con crecimientos superiores al 10%), por las retenciones sobre el capital mobiliario (que crecieron al 27,7%) y por las retenciones sobre las ganancias en fondos de inversión (con un crecimiento superior al 35% hasta septiembre), y, en el segundo caso, por los beneficios empresariales. En ambos impuestos, la recaudación debería avanzar a un ritmo sustancialmente menor en el último trimestre, si ha de cumplirse la previsión del Avance de liquidación, que apunta a crecimientos en el conjunto del año 2006 del 9,4% en el IRPF y del 15,3% en el impuesto sobre sociedades. Por lo que respecta a los impuestos indirectos, el IVA se desaceleró notablemente, hasta el 8,2%, debido a la ejecución de solicitudes de devolución. Se espera que el ritmo de crecimiento de la recaudación por IVA se mantenga estable en los últimos meses, acercándose la recaudación hacia un crecimiento del 7,7%, según lo previsto en el Avance de liquidación. Los impuestos especiales han registrado un aumento modesto en relación con el mismo período del año anterior, debido, en gran medida, a la moderación del consumo de tabaco y la evolución de los precios en el caso del impuesto sobre hidrocarburos. El Avance de liquidación, por contra, prevé un mayor vigor de la recaudación de los impuestos especiales, hasta un crecimiento del 3,5% en el conjunto del año. Finalmente, el ritmo de caída de las rúbricas agrupadas dentro de los Otros ingresos se moderó, hasta registrar una reducción del 13,6% hasta septiembre, debido a que el aumento de las transferencias corrientes, los ingresos patrimoniales y la enajenación de inversiones reales compensaron las caídas de las tasas y las transferencias de capital. En el Avance de liquidación se estima una mejora adicional en la última parte del año, debida, sobre todo, al capítulo de tasas y al de transferencias de capital.

Por lo que respecta a los pagos, la aceleración que tuvo lugar en el tercer trimestre vino marcadamente principalmente por la de los pagos corrientes. Así, mientras que los pagos de personal moderaron su ritmo de crecimiento, los intereses redujeron los ritmos de caída registrados en la primera parte del año, y las transferencias corrientes y las compras se aceleraron notablemente en estos meses, hasta casi doblar sus tasas de crecimiento. En todos los casos, salvo para el caso de los gastos de personal, que también deberían mostrar menos vigor en los últimos meses, estas mismas tendencias podrían continuar en la última parte del año, según se desprende de las cifras proporcionadas por el Avance de liquidación para el cierre del año. Por último, los pagos de capital acentuaron su caída en este trimestre, debido a la fuerte ralentización experimentada por el capítulo de inversiones reales, que permaneció prácticamente estancado. Al igual que con los pagos corrientes, el Avance de liquidación prevé una aceleración de estos pagos en la última parte del año.

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

En el conjunto de los siete primeros meses de 2006, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 50.132 millones de euros, un 42% por encima del contabilizado en el mismo período del año anterior (véase cuadro 4). En estos meses, el déficit por cuenta corriente se incrementó un 32%, hasta 52.505 millones de euros, a la vez que descendió el superávit por operaciones de capital (-45%), que se situó en 2.372 millones

		Millones de euros	
		ENERO-JULIO	
		2005	2006
INGRESOS	Cuenta corriente	155.206	173.563
	<i>Mercancías</i>	90.686	100.973
	<i>Servicios</i>	41.177	43.945
	— Turismo	20.204	19.959
	— Otros servicios	20.973	23.985
	<i>Rentas</i>	15.868	20.490
	<i>Transferencias corrientes</i>	7.476	8.155
	Cuenta de capital	4.767	3.322
	Cuentas corriente + capital	159.973	176.885
PAGOS	Cuenta corriente	194.889	226.068
	<i>Mercancías</i>	128.035	146.015
	<i>Servicios</i>	29.424	35.531
	— Turismo	6.495	7.270
	— Otros servicios	22.929	28.261
	<i>Rentas</i>	26.451	32.497
	<i>Transferencias corrientes</i>	10.978	12.025
	Cuenta de capital	491	950
	Cuentas corriente + capital	195.380	227.018
SALDOS	Cuenta corriente	-39.683	-52.505
	<i>Mercancías</i>	-37.350	-45.042
	<i>Servicios</i>	11.752	8.414
	— Turismo	13.709	12.689
	— Otros servicios	-1.956	-4.275
	<i>Rentas</i>	-10.583	-12.007
	<i>Transferencias corrientes</i>	-3.502	-3.870
	Cuenta de capital	4.276	2.372
	Cuentas corriente + capital	-35.407	-50.132

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

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 déficit comercial, el superávit de servicios y el desequilibrio de rentas, y, en menor medida, en la rubrica de transferencias corrientes netas.

En el período enero-julio, el déficit de la balanza comercial se incrementó en 7.692 millones de euros sobre idéntico período del año anterior, hasta 45.042 millones de euros; en tasa interanual, el saldo negativo aumentó un 21%, de forma que se prolonga el deterioro de los dos ejercicios anteriores. A pesar de la importante recuperación que reflejaron los flujos reales de exportación en este período, el repunte de las importaciones reales y el fuerte empeoramiento de la relación real de intercambio —por el encarecimiento del crudo— propiciaron esta desfavorable evolución del desequilibrio nominal. No obstante, desde el segundo trimestre de 2006 se ha atenuado el ritmo de avance del déficit comercial, gracias al crecimiento más moderado del desequilibrio del comercio no energético.

La balanza de servicios en los siete primeros meses de 2006 se saldó con un superávit de 8.414 millones de euros, 3.338 millones por debajo del contabilizado en los mismos meses del año anterior: este deterioro se explica tanto por el descenso de 1.019 millones de euros

que experimentó el superávit turístico como, en mayor medida, por el aumento del déficit de servicios no turísticos, que se incrementó en 2.319 millones de euros. Los ingresos turísticos descendieron un 1,2% en el período enero-julio, en términos nominales, si bien los últimos datos han marcado cierta mejora, con tasas positivas del 4,5% en junio y del 1% en julio. Por su parte, los pagos turísticos aumentaron un 11,9% hasta julio, aunque a partir del segundo trimestre se ha ralentizado el fuerte ritmo de avance que les había caracterizado en los dos ejercicios anteriores. Esta evolución de ingresos y pagos se ha traducido en un descenso del 7,4% del superávit turístico.

El saldo negativo de la balanza de rentas se amplió un 14% en el conjunto de los siete primeros meses de 2006, hasta 12.007 millones de euros, lo que supone un aumento de 1.424 millones en relación con el observado en idénticas fechas del año precedente. Los ingresos crecieron a un ritmo muy elevado en este período (29%), destacando el notable incremento que registraron los correspondientes al sector financiero, al tiempo que los pagos anotaron también un fuerte avance (23%), reflejo del dinamismo de los pagos realizados por las instituciones financieras monetarias y, en mayor medida, por el sector privado no financiero, que compensaron el descenso de los pagos efectuados por las AAPP.

El saldo de la balanza de transferencias corrientes acumuló hasta julio un déficit de 3.870 millones de euros, superior en 367 millones al déficit registrado en el mismo período del año anterior. Los ingresos se incrementaron un 9,1%, debido a la evolución favorable que mostraron los flujos procedentes de la UE en concepto de FEOGA-Garantía, una de sus principales partidas, mientras que retrocedieron las transferencias comunitarias del Fondo Social Europeo. Los pagos, por su parte, crecieron a un ritmo similar (9,5%), impulsados, de nuevo, por el fuerte incremento de los pagos por remesas de emigrantes (36,1%) y por los aumentos en los pagos destinados a las arcas comunitarias en los renglones de Recurso IVA y de Recursos propios tradicionales, que se vieron compensados por el descenso de los pagos por Recurso PNB.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 2.372 millones de euros en el conjunto de los siete primeros meses del ejercicio actual, arrojando un descenso de 1.904 millones de euros en relación con las mismas fechas del año anterior. Este deterioro se explica, en parte, por el retroceso que experimentaron los diferentes fondos estructurales, especialmente el FEDER, aunque también disminuyeron las transferencias del FEOGA-Garantía y del Fondo de Cohesión. Además, los pagos registraron un incremento muy abultado, especialmente en las rúbricas de enajenación de activos inmateriales, así como en la de transferencias de capital realizadas por el sector privado.

### 5.1 Rasgos más destacados

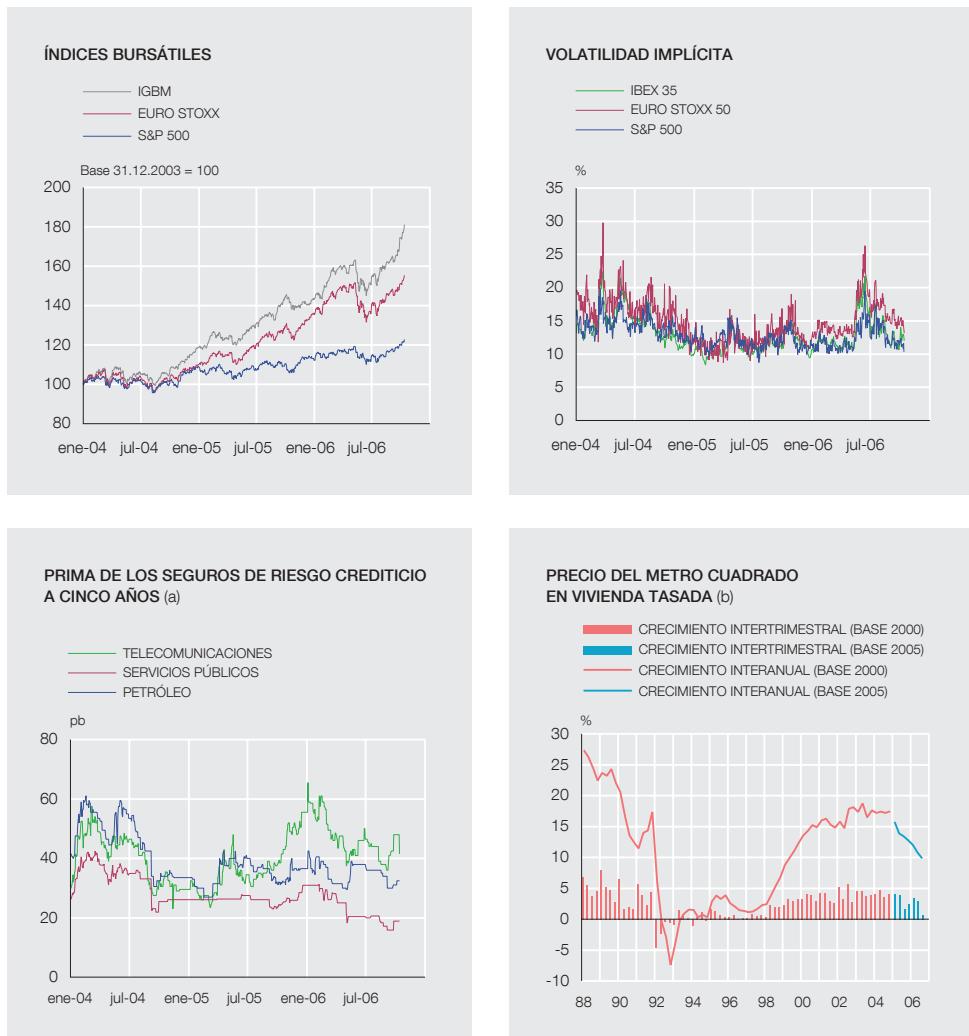
Durante el tercer trimestre de 2006 continuó la pauta de progresivos ascensos en los tipos de interés de los mercados monetarios. Así, en septiembre el nivel medio del EURIBOR a un año se situó en el 3,7%, 31 pb por encima del valor observado a finales del primer semestre. En línea con esta evolución, durante julio y agosto aumentó el coste de los préstamos bancarios a los hogares y a las sociedades. En cambio, se interrumpió la trayectoria descendente del precio de la deuda pública española a largo plazo, de forma que el rendimiento del bono a diez años alcanzó el 3,8%, 22 pb menos que el dato de junio. Este desarrollo, junto con la estabilidad de las primas de riesgo crediticio de las empresas españolas, determinó una reducción del coste medio de la financiación con valores de renta fija a largo plazo de las compañías.

En las bolsas nacionales e internacionales, el comportamiento expansivo de los resultados empresariales y los descensos del precio del petróleo durante la segunda mitad del tercer trimestre propiciaron el avance de las cotizaciones y la reducción de su volatilidad. Los índices de los mercados españoles se vieron adicionalmente beneficiados por algunas operaciones corporativas. De este modo, a finales de septiembre, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba una ganancia del 21,9% desde principios de año, evolución mucho más favorable que la del EURO STOXX amplio de las bolsas de la UEM, que se incrementó un 11,9% durante el mismo período, o la del S&P 500 de las compañías americanas, que se revalorizó un 7% (véase gráfico 24).

En el mercado inmobiliario, según los últimos datos publicados por el Ministerio de la Vivienda, durante el tercer trimestre se mantuvo la tónica de comportamiento de los precios que se viene observando desde principios del año precedente. Así, la tasa de crecimiento interanual de los correspondientes a la vivienda libre se situó en septiembre en el 9,8%, lo que supone una reducción de un punto porcentual respecto a marzo. Se confirma de este modo la tendencia a la desaceleración que refuerza la verosimilitud de un escenario de ajuste ordenado y gradual en este mercado.

A pesar del aumento de los tipos de interés, los pasivos del sector privado siguieron aumentando a una velocidad elevada entre abril y junio. En el caso de las familias, el incremento interanual fue similar al de los primeros meses del año (próximo al 21%). Por componentes, continuó la pauta de suave desaceleración que se viene apreciando desde principios del ejercicio en la deuda para adquisición de vivienda, aunque esta crecía todavía al 23%. En cambio, la financiación a los hogares para consumo y otros fines volvió a experimentar un marcado dinamismo, y se expandía en esa misma fecha cerca del 16% en relación con el mismo período de 2005. Por su parte, los recursos ajenos de las sociedades mantuvieron un ritmo de avance en el entorno del 24%, desarrollo que se explica fundamentalmente por el comportamiento de los préstamos concedidos por las entidades residentes, si bien resulta significativo el renovado auge de la emisión de valores de renta fija. El desglose por actividades productivas del crédito bancario muestra que de nuevo se registraron elevadas tasas de crecimiento en los préstamos destinados a la construcción y, sobre todo, a los servicios inmobiliarios. La información provisional disponible apunta que entre julio y septiembre se mantuvieron las mismas tendencias del trimestre anterior en lo que se refiere a la evolución de la financiación, si bien se observó cierta aceleración en el endeudamiento empresarial.

El dinamismo de los fondos recibidos por las familias, muy superior al de sus rentas, y el ascenso del coste de financiación hicieron que, durante el segundo trimestre, volviese a elevarse el grado



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

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

de presión financiera que soportan, tendencia que, según la información provisional disponible, se habría mantenido entre julio y septiembre. Así, las ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con la renta bruta disponible (RBD) siguieron aumentando, al tiempo que descendió nuevamente la capacidad de ahorro tras descontar las obligaciones financieras de la deuda y se incrementaron una vez más las necesidades de financiación de los hogares (véase cuadro 5). No obstante, la riqueza neta de estos agentes evidenció nuevos avances, gracias a la revalorización de la vivienda, lo que contribuyó a reforzar la solidez de su situación patrimonial.

En el caso de las sociedades no financieras también las ratios de endeudamiento y de carga financiera siguieron elevándose durante el segundo trimestre, al tiempo que la rentabilidad de los recursos propios se mantuvo en niveles similares a los de marzo. La información provisional de los meses posteriores apunta a una continuidad de estas mismas tendencias. Por otra parte, de acuerdo con las Cuentas Financieras, las necesidades de financiación de las empresas aumentaron nuevamente entre abril y junio. Los datos, para el mismo período, de las compañías colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, evidencian un comportamiento similar al observado a nivel del conjunto del sector en el volumen de financiación y en los pagos por intereses en relación con los beneficios.

% del PIB (a)	2001	2002	2003	2004	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
Economía nacional	-3,5	-2,7	-2,9	-4,8	-5,9	-6,1	-6,5	-7,1	-7,5
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-4,2	-3,5	-3,9	-5,3	-6,7	-7,4	-8,4	-9,5	-10,5
<i>Sociedades no financieras</i>	<i>-5,2</i>	<i>-4,2</i>	<i>-4,1</i>	<i>-4,6</i>	<i>-5,5</i>	<i>-6,3</i>	<i>-7,0</i>	<i>-8,0</i>	<i>-8,8</i>
<i>Hogares e ISFLSH</i>	<i>1,1</i>	<i>0,7</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,6</i>	<i>-1,1</i>	<i>-1,1</i>	<i>-1,3</i>	<i>-1,5</i>	<i>-1,7</i>
Instituciones financieras	1,2	1,2	1,0	0,6	0,4	0,4	0,7	0,6	0,7
Administraciones Públicas	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	0,3	0,8	1,1	1,8	2,3
<b>PRO MEMORIA:</b>									
Brecha de financiación sociedades no financieras (b)	-10,0	-8,6	-8,4	-8,9	-10,5	-11,0	-11,2	-14,4	-15,1

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.

Sin embargo, el efecto de estas variables sobre los indicadores sintéticos de presión financiera fue más que compensado por la mejoría de la rentabilidad del capital.

La nueva contracción en el ahorro financiero de las empresas y las familias no fue compensada por el incremento de los recursos financieros de las AAPP, de modo que las necesidades de financiación de la nación aumentaron hasta situarse en un nivel equivalente al 7,5% del PIB, en términos acumulados de doce meses, frente al 7,1% de marzo. Estos fondos se han seguido canalizando básicamente mediante el endeudamiento frente al resto del mundo de las instituciones financieras.

En definitiva, la situación patrimonial de las familias y las empresas continúa siendo sólida, si bien está cada vez más expuesta a variaciones adversas en algunas variables como las rentas, el precio de los activos y el coste de financiación, lo que resulta especialmente relevante en escenarios de desaceleración del valor de la vivienda y de incremento de los tipos de interés. Por tanto, se mantienen los factores de riesgo de naturaleza financiera, comentados en anteriores informes, sobre las perspectivas macroeconómicas de medio plazo.

## 5.2 El sector hogares

Durante el tercer trimestre de 2006 continuó el paulatino encarecimiento de la deuda de los hogares. Así, durante julio y agosto, los tipos de interés aplicados por la banca en las nuevas operaciones de crédito para adquisición de la vivienda y para consumo y otros fines se incrementaron en 22 pb y 63 pb, respectivamente, con lo que el coste de estos fondos acumula ascensos en el entorno del punto porcentual en relación con los valores de finales del año pasado. Por lo que se refiere a los criterios de concesión, de acuerdo con la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB), las entidades no esperaban cambios significativos durante el mismo período. Asimismo, de la evolución reciente de la relación entre los fondos recibidos y el valor de los inmuebles en los préstamos hipotecarios se infiere también un mantenimiento de las condiciones de oferta crediticia (véase recuadro 5).

El endurecimiento creciente de las condiciones de financiación que se viene observando desde finales del ejercicio pasado no ha impedido que la deuda de las familias mantenga un elevado dinamismo, similar al de los meses anteriores, con un avance en junio del 21% en rela-

La relación entre el importe de los préstamos hipotecarios y el valor del inmueble que sirve de garantía en estos créditos (RPV), habitualmente conocida por el nombre inglés de *loan-to-value* ratio, es un indicador útil para analizar los cambios en los criterios de concesión aplicados por las instituciones crediticias. Así, un incremento de la ratio reflejará, normalmente, una relajación de las condiciones de oferta, aunque hay que tener en cuenta que en la determinación de su nivel influyen también elementos de demanda (por ejemplo, si los prestatarios disponen de otros recursos acumulados previamente). La RPV es también relevante para conocer el riesgo soportado por los prestamistas en este tipo de operaciones.

La base de datos elaborada por el Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles (CRPME) en relación con los créditos hipotecarios permite analizar con bastante detalle la evolución y el nivel de la RPV, ya que en ella aparecen tanto la cuantía de los préstamos como el valor de tasación de los inmuebles para cada una de las operaciones realizadas a partir de 2004<sup>1</sup>.

En el panel izquierdo del gráfico adjunto se muestra el histograma de la RPV, calculado con todos los créditos hipotecarios concedidos a personas físicas en transacciones con vivienda libre durante el primer semestre de 2006. Durante este período, la media y la mediana de la ratio se situaron en el 63% y 65%, respectivamente. Se observa, no obstante, que, aunque la mayoría de los datos se encuentra en torno a esos valores, existe una elevada dispersión. Así, por ejemplo, algo más del 24% de las transacciones muestra una RPV por debajo del 50%. Por otra parte, destaca la concentración de operaciones en ni-

veles de la RPV en los entornos del 80% y el 100%. En el primer caso, la acumulación se explica por factores regulatorios. En concreto, conviene recordar que a partir de esa cifra las entidades se ven obligadas a incrementar las provisiones (Circular 4/2004) y a consumir más recursos propios (Circular 5/1993)<sup>2</sup>. Además, según la Ley del Mercado Hipotecario (Ley 2/1981), los préstamos con una ratio superior a esa cuantía no pueden ser usados, de forma general, como garantía en las emisiones de cédulas hipotecarias. La barrera del 100% responde, lógicamente, a motivos de prudencia en la gestión interna de los riesgos por parte de las entidades, que, de hecho, exigen habitualmente garantías complementarias para la concesión de estos créditos e, incluso, suelen asegurarlos adicionalmente.

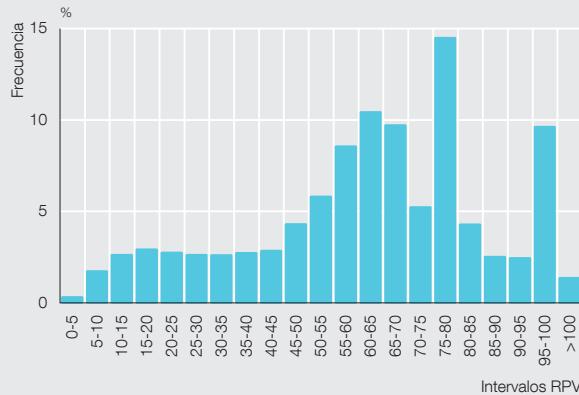
En el panel derecho del gráfico adjunto se presenta la evolución temporal de algunos percentiles relevantes de la distribución de la RPV entre enero de 2004 y junio de 2006. La característica más destacable es la estabilidad que presentan estos estadísticos a lo largo de la muestra analizada. Así, por ejemplo, el porcentaje de préstamos con una ratio superior al 80% ha oscilado en un estrecho rango alrededor del 19%. La reducida variabilidad de la distribución sugiere que durante este período no se registraron grandes cambios ni en las condiciones de demanda ni en los criterios de concesión por parte de las entidades.

La estadística del CRPME no contiene, en cambio, información sobre características relevantes que cabría esperar que afectasen a la RPV como, por ejemplo, el tipo de vivienda sobre el que se formaliza la hipoteca. En este sentido, las encuestas realizadas por la Asociación

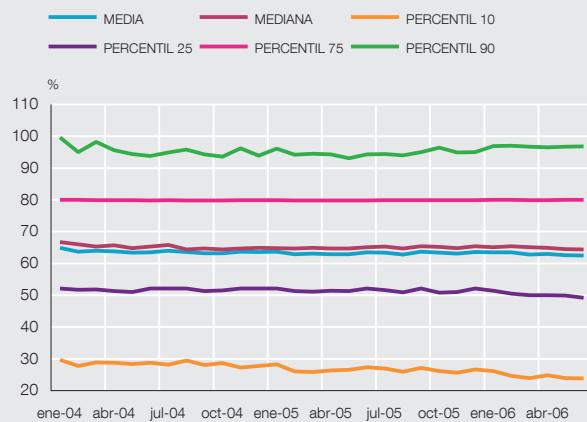
1. Concretamente, aparece el valor de tasación tras descontar los gastos asociados a una eventual subasta del inmueble.

2. En concreto, la totalidad de los préstamos que superen ese umbral se ven sometidos a este tratamiento menos favorable y no el importe que excede de dicho límite.

1 DISTRIBUCIÓN DE LA RPV DE LOS PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS (a) (b)



2 EVOLUCIÓN DE LA RPV EN LOS PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS (a)



FUENTES: Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España y Banco de España.

- a. Préstamos hipotecarios sobre viviendas libres contratados por personas físicas.  
b. Datos elaborados con los préstamos constituidos entre enero y junio de 2006.

Hipotecaria Española (AHE) entre sus asociados con datos del período 2004-2005 revelan que la RPV media es algo más elevada en el caso de las residencias habituales (72%, frente al 65% que se obtiene para las secundarias). La ratio es asimismo mayor cuando se trata de una primera adquisición de vivienda habitual (80%, frente al 55% correspondiente a la segunda y sucesivas transacciones). Es interesante señalar, además, la consistencia entre estos datos y los del CRPME, pues proporcionan un nivel medio de la RPV relativamente estable durante 2004 y 2005 en el entorno del 65%.

Es probable que la diferencia entre la RPV para las viviendas habituales y secundarias responda, fundamentalmente, a factores de oferta, habida cuenta de que los préstamos para estas últimas comportan, normalmente, mayores riesgos. Sin embargo, la discrepancia entre la ratio de la primera y la de las sucesivas adquisiciones podría explicarse en mayor medida por elementos de demanda, puesto que es previsible que quienes cambian de residencia principal dispongan de un mayor volumen de recursos acumulados.

ción con el mismo período de 2005. El crédito para la adquisición de vivienda continuó siendo la partida más expansiva de este agregado, ya que, a pesar de presentar una ligera desaceleración, su ritmo de crecimiento interanual siguió siendo alto (23%). Por su parte, los fondos destinados al consumo y otros fines mostraron una nueva aceleración y su tasa de variación se situó alrededor del 16%. Aunque la información disponible no permite identificar con mayor precisión el destino final de estos recursos, su evolución parece consistente con el repunte de la demanda de préstamos percibida durante el segundo trimestre por las entidades participantes en la EPB, ligada al gasto en bienes duraderos.

Por su parte, la inversión en activos financieros experimentó un ligero repunte entre abril y junio y representó un 10,7% del PIB en términos acumulados de doce meses, 0,1 pp más que en marzo (véase cuadro 6). Por instrumentos, estas adquisiciones continuaron concentrándose en los de menor riesgo (efectivo y depósitos). Dentro de estos, los depósitos a plazo, que están incluidos en la rúbrica de otros depósitos y valores de renta fija, experimentaron un notable dinamismo, mientras que, por el contrario, los medios de pago se desaceleraron. Al igual que en el trimestre anterior, las compras netas de acciones fueron nulas y volvió a disminuir la importancia relativa de las suscripciones netas de fondos de inversión y de los flujos materializados en reservas técnicas de seguros.

El rápido ritmo de expansión de la financiación hizo que la ratio de endeudamiento de los hogares continuara creciendo y en junio se situó en el 120% de la RBD (véase gráfico 25). Esta evolución, unida al encarecimiento de los fondos, explica que la carga financiera asociada haya vuelto a aumentar, de modo que, en la misma fecha, suponía casi el 15% de la RBD. El incremento de los pagos por amortización de la deuda asumida en relación con la RBD, junto con la estabilidad de la tasa de ahorro bruto, produjeron un retroceso adicional en la capacidad de ahorro una vez descontadas las obligaciones asociadas a los créditos contraídos. Asimismo, de acuerdo con las Cuentas Financieras, en este período la necesidad de financiación de las familias volvió a incrementarse y equivalía ya al 1,7% del PIB en términos acumulados de doce meses. No obstante, el todavía elevado dinamismo del precio de la vivienda hizo que, a pesar del ascenso de los pasivos, la riqueza neta del sector continuase avanzando, aunque a un ritmo menor que durante los últimos años, amortiguando con ello el mayor grado de presión financiera que se deriva de los indicadores anteriores.

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

En el caso de las sociedades, el coste de la deuda bancaria también continuó aumentando en el tercer trimestre. Así, el tipo de interés de los préstamos hasta un millón de euros se elevó durante julio y agosto en 27 pb, una subida similar a la observada en los de un importe supe-

% del PIB	2002	2003	2004	2005	2006	
				IV TR	I TR	II TR
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
Operaciones financieras (activos)	8,6	8,9	9,7	10,6	10,6	10,7
Medios de pago	3,5	4,1	4,0	4,4	3,8	3,6
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	2,0	-0,3	1,3	2,0	3,2	3,5
Acciones y otras participaciones (b)	0,6	0,6	0,5	0,2	0,0	0,0
Fondos de inversión	0,2	2,3	1,5	1,9	1,8	1,6
Reservas técnicas de seguros	2,5	1,8	1,8	1,8	1,7	1,5
<i>De las cuales:</i>						
De vida	1,4	0,7	0,7	0,8	0,7	0,6
De jubilación	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7
Resto	-0,3	0,5	0,7	0,4	0,1	0,4
Operaciones financieras (pasivos)	8,0	8,8	10,3	11,9	12,1	12,4
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	7,2	9,2	10,8	12,3	12,9	13,2
Créditos para adquisición de vivienda (c)	5,1	7,0	8,7	10,3	10,5	10,5
Créditos para consumo y otros fines (c)	2,1	2,2	2,1	2,2	2,4	2,8
Resto	0,7	-0,4	-0,5	-0,4	-0,8	-0,8
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
Operaciones financieras (activos)	14,6	15,9	15,6	18,5	19,7	19,3
Medios de pago	1,6	0,9	1,0	2,1	2,1	2,0
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,6	1,2	0,3	1,3	1,6	1,1
Acciones y otras participaciones	6,6	7,4	6,4	6,6	8,6	8,8
<i>De las cuales:</i>						
Frente al resto del mundo	4,6	4,5	3,8	3,8	6,2	5,7
Resto	4,7	6,4	7,9	8,5	7,5	7,4
Operaciones financieras (pasivos)	18,8	20,0	20,3	25,6	27,8	28,1
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	5,4	6,1	8,3	13,0	13,5	14,4
Préstamos exteriores	2,7	2,7	0,7	2,0	3,7	3,0
Valores de renta fija (d)	-0,4	-0,2	0,0	0,3	0,9	1,2
Acciones y otras participaciones	5,9	5,1	4,6	3,2	3,2	3,2
Resto	5,1	6,2	6,6	7,2	6,5	6,3
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
Financiación (e)	14,0	15,9	16,3	21,0	23,0	22,7
Hogares e ISFLSH	16,3	19,1	20,2	20,9	21,3	21,0
Sociedades no financieras	12,4	13,5	13,2	21,1	24,4	24,0

FUENTE: Banco de España.

- a. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto.
- b. Excluye los fondos de inversión.
- c. Incluye los créditos titulizados fuera de balance.
- d. Incluye las emisiones de filiales financieras residentes.
- 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.

rior (21 pb). Por su parte, según la EPB, las entidades no esperaban variaciones en los criterios de concesión de créditos durante dicho período. Sin embargo, este encarecimiento de la financiación no se observó ni en el caso de las emisiones de valores de renta fija a largo plazo, gracias al descenso de la rentabilidad de la deuda pública y a la estabilidad de las primas de riesgo crediticias, ni en el de la obtención de fondos en los mercados de renta variable, dada la trayectoria ascendente de las cotizaciones bursátiles y la reducción de su volatilidad.

A pesar del contexto menos favorable para la financiación con deuda, el volumen de fondos ajenos recibidos por las sociedades continuó expandiéndose a un ritmo elevado, cercano al



FUENTE: Banco de España.

- Los datos de la Contabilidad Nacional sectorial corresponden, a partir de 1999, a la CNE, base 2000. Con anterioridad, se utiliza una estimación coherente con esta base.
- Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.
- Activos 1 = Total de activos financieros menos la rubrica de «Otros».
- Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.
- Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
- 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.
- CNE, base 2000.

24% en términos interanuales en junio. Por instrumentos, el crédito de las entidades residentes continuó siendo la partida de mayor cuantía, aunque, al igual que en el trimestre anterior, las emisiones de valores de renta fija, que todavía representan un peso reducido dentro de los pasivos empresariales, mantuvieron un avance notable. En cambio, los flujos materializados en préstamos exteriores durante los últimos doce meses descendieron en relación con el PIB en 0,7 pp.

En cuanto al desglose del crédito por actividad productiva, entre abril y junio se observó de nuevo un comportamiento dispar entre las distintas ramas. Así, las tasas de variación interanuales de los recursos destinados a los servicios inmobiliarios y a la construcción se mantuvieron en registros elevados, próximos al 47% y al 30%, respectivamente. En el caso de la industria, a pesar del dinamismo de la inversión productiva, volvió a reducirse el ritmo de crecimiento de estos pasivos hasta el 10% interanual, mientras que el correspondiente a los

servicios excluidos los inmobiliarios se situó cerca del 17%, lo que supone un ascenso de casi 2 pp en relación con el trimestre anterior. Por otra parte, la información de la CBT muestra que la deuda de los grandes grupos empresariales se aceleró, de modo que el nivel alcanzado al final del primer semestre era más de un 30% superior al observado un año antes.

Por su parte, la financiación captada durante los últimos doce meses a través de las emisiones de valores de renta variable y otras participaciones se mantuvo, en términos del PIB, en los mismos niveles de los dos trimestres más recientes (3,2%).

Por el contrario, el volumen de las operaciones de activo de las sociedades mostró cierta moderación y alcanzó en junio el 19,3% del PIB, en términos acumulados de doce meses. Por instrumentos, se incrementó ligeramente la adquisición neta de acciones y otras participaciones, que ascendió a un importe equivalente al 8,8% del PIB (frente al 8,6 de marzo), mientras que el flujo materializado en activos líquidos y valores de renta fija retrocedió con respecto a la cifra del trimestre anterior.

Como resultado del descenso de los flujos de activo y del incremento de los de pasivo, las necesidades de financiación de las sociedades y la brecha de financiación, que aproxima los recursos necesarios para acometer la inversión real y financiera de carácter permanente en el exterior, aumentaron respecto al PIB en torno a 0,8 pp, hasta alcanzar el 8,8% y el 15,1% en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 5).

El dinamismo de la financiación ajena de las sociedades resultó en un nuevo avance de la ratio de endeudamiento del sector en relación con el resultado generado (véase gráfico 26). Este desarrollo, junto con el incremento del coste de los fondos, llevó a que los pagos por intereses en relación con los beneficios volvieran a crecer y se situasen en el 20%. Por otra parte, la evolución favorable de las rentas del sector durante este período hizo que la rentabilidad del capital se mantuviese en niveles similares a los observados en marzo.

Los datos provenientes de la muestra de empresas colaboradoras con la CBT, entre las que predominan las sociedades de mayor tamaño, evidencian también un ascenso en las ratios de endeudamiento y de carga financiera durante el segundo trimestre. Sin embargo, la rentabilidad ordinaria de los recursos propios de estas compañías continuó aumentando, gracias al comportamiento de los grandes grupos, lo que contribuyó a que los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo descendieran.

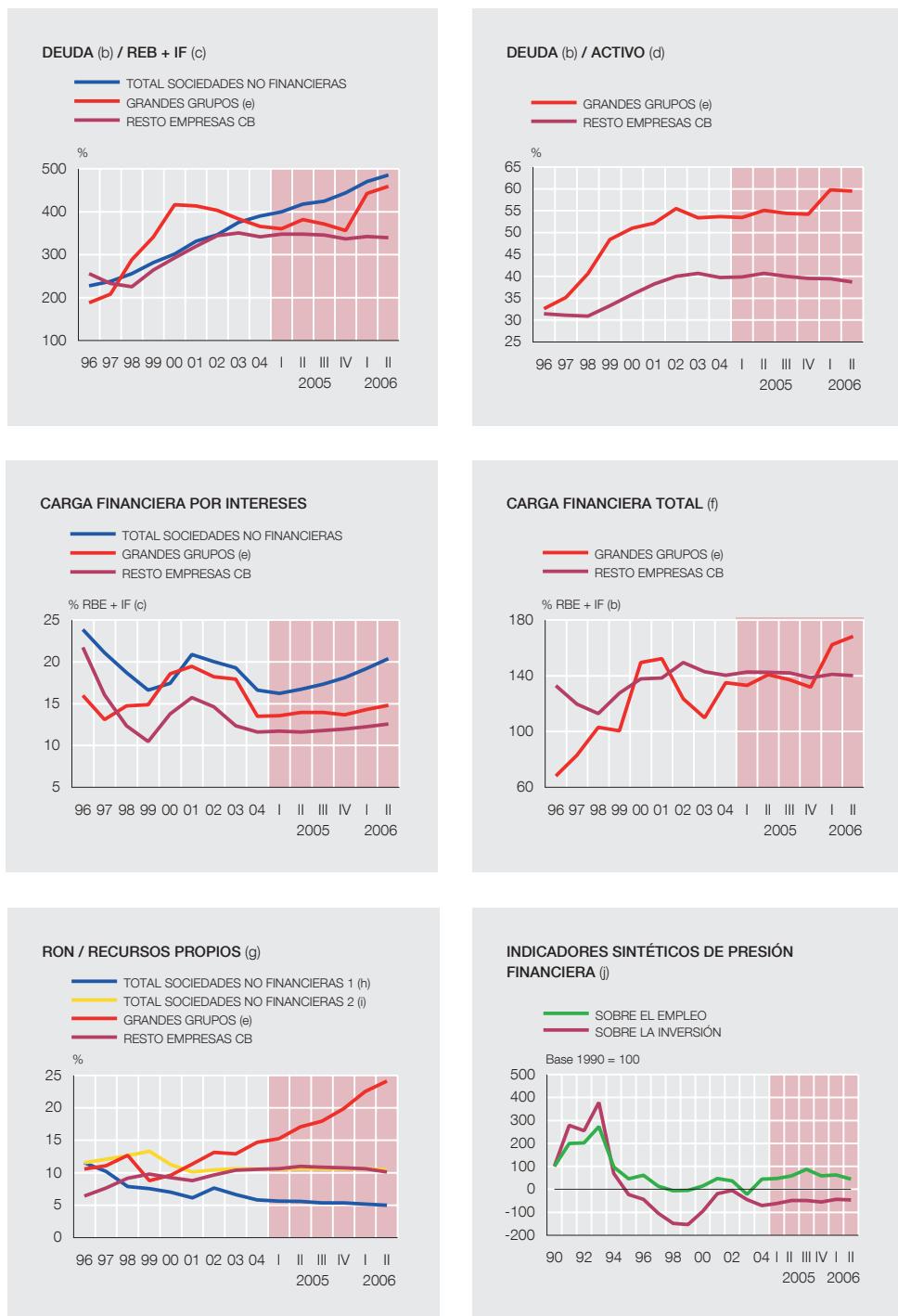
Por último, de acuerdo con las expectativas de los analistas, la favorable evolución de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas, entre las que también predominan las de mayor tamaño, se va a mantener durante los trimestres siguientes. Así, el crecimiento previsto para esta variable durante los próximos 12 meses se sitúa en un nivel en torno al 18%. Para horizontes más largos el avance estimado es lógicamente inferior, si bien resulta destacable la revisión al alza de dichas proyecciones que se ha observado durante el verano (véase gráfico 27).

#### **5.4 Las Administraciones Públicas**

Entre abril y junio, la capacidad de financiación de las AAPP volvió a aumentar, y se situó, en términos acumulados de doce meses, en el 2,3 % del PIB (véase gráfico 28). Por instrumentos, las AAPP continuaron amortizando, en términos netos, títulos a corto plazo, mientras que apenas realizaron emisiones (netas) de valores de largo plazo. Asimismo, se produjo un ascenso de los depósitos del sector y un descenso de los préstamos concedidos, con lo que la rúbrica que recoge las variaciones del saldo neto de estos dos conceptos fue positiva, aunque

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). A partir de 1999, las rentas del sector corresponden a la CNE, base 2000. Con anterioridad se utiliza una estimación coherente con esta base.
- b. Recursos ajenos con coste.
- c. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- d. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- e. 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.

## OTROS INDICADORES FINANCIEROS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

GRÁFICO 27

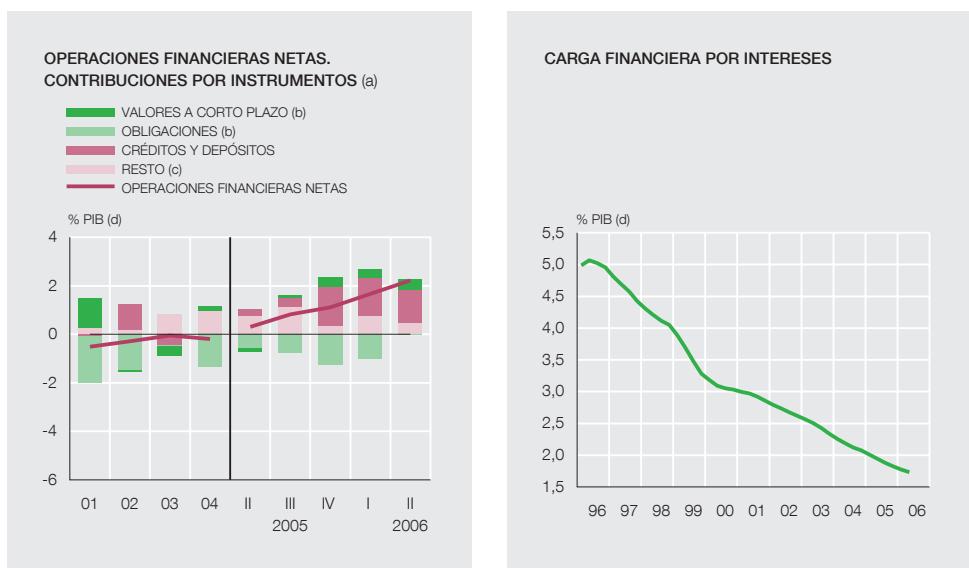


FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

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

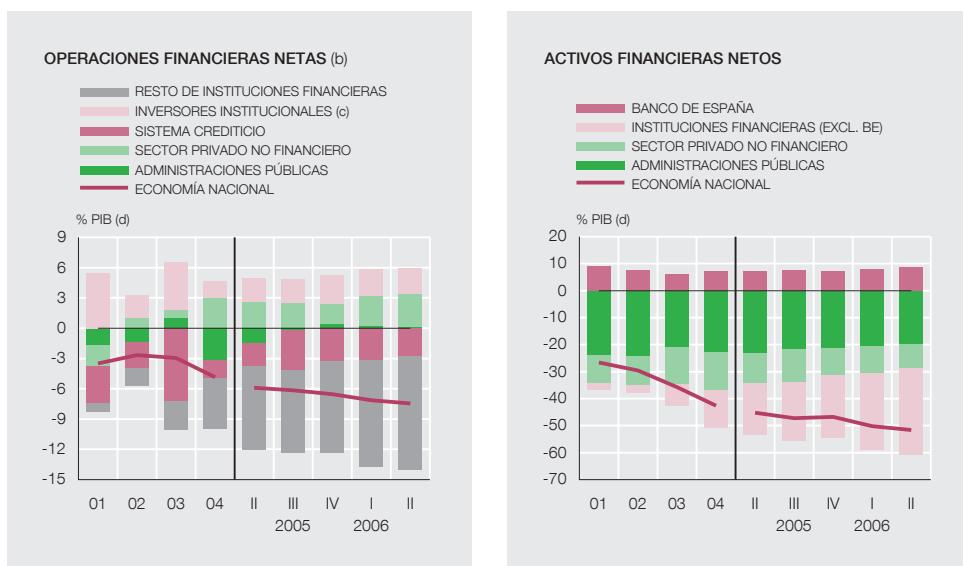
## ADMINISTRACIONES PÚBLICAS Datos acumulados de cuatro trimestres

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.



FUENTE: Banco de España.

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

por un importe inferior al del trimestre anterior. Por su parte, los pagos por intereses en relación con el PIB continuaron descendiendo, gracias a la disminución de la ratio de endeudamiento, y se situaron por debajo del 2%.

### 5.5 La posición financiera frente al exterior

Durante el segundo trimestre de 2006, el saldo neto deudor de las operaciones financieras de la nación volvió a expandirse, hasta suponer, en términos acumulados de doce meses, el 7,5% del PIB. Esta evolución resultó del incremento adicional en las necesidades de fondos de los hogares y las sociedades que no fue compensado por la mayor capacidad de financiación de las AAPP.

Las instituciones financieras siguieron desempeñando un papel central en la canalización de fondos procedentes del resto del mundo. En particular, continuó creciendo la importancia relativa de los intermediarios financieros no monetarios en la financiación del déficit exterior, de modo que en junio el saldo deudor de sus operaciones netas frente a los no residentes suponía el 11,3% del PIB, frente al 10,6% del primer trimestre (véase gráfico 29).

La inversión en activos exteriores por parte de los sectores residentes alcanzó en junio el 19,4% del PIB, en términos acumulados de doce meses, lo que supone una disminución de 3,5 pp respecto del valor de marzo de 2006 (véase cuadro 7). Por instrumentos, lo más destacable fue el retroceso de las compras netas de valores de renta fija y, en especial, de las realizadas por las entidades de crédito. Por otra parte, el principal destino de los flujos fue la adquisición de acciones y otras participaciones, que se materializó principalmente en forma de inversión directa.

También se moderaron las entradas netas de capital, que en el segundo trimestre se situaron en el 26,9% del PIB en términos acumulados de doce meses, 3,2 pp menos que el valor re-

% del PIB	2002	2003	2004	2005	2006	
				IV TR	I TR	II TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-2,7	-2,9	-4,8	-6,5	-7,1	-7,5
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	12,8	13,5	13,7	18,2	22,9	19,4
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	3,3	0,7	3,2	2,4	3,3	4,3
<i>De los cuales:</i>						
Interbancario (a)	2,3	0,5	0,7	3,2	2,3	2,6
Valores distintos de acciones	4,1	6,5	1,8	8,7	8,5	3,4
<i>De los cuales:</i>						
Entidades de crédito	0,5	3,5	1,0	6,6	6,2	1,9
Inversores institucionales (b)	2,7	3,5	0,3	2,1	2,0	1,5
Acciones y otras participaciones	5,0	4,7	6,8	4,9	8,1	8,6
<i>De las cuales:</i>						
Sociedades no financieras	4,6	4,5	3,8	3,8	6,2	5,7
Inversores institucionales (b)	-0,1	1,1	0,8	0,8	1,6	1,7
Préstamos	0,1	0,3	0,8	1,1	1,8	2,0
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	15,5	16,4	18,5	24,7	30,1	26,9
Depósitos	4,0	6,9	1,7	5,7	6,2	2,6
<i>De los cuales:</i>						
Interbancario (a)	3,1	5,3	5,0	7,2	7,5	2,8
Valores distintos de acciones	4,3	5,3	12,4	15,6	18,9	19,5
<i>De los cuales:</i>						
Administraciones Públicas	1,2	-1,0	2,7	0,1	1,0	0,8
Entidades de crédito	1,3	3,5	4,6	6,3	7,1	7,4
Otras instituciones financieras no monetarias	1,8	2,8	5,1	9,3	10,8	11,3
Acciones y otras participaciones	4,0	1,1	2,7	0,8	0,9	1,2
<i>De las cuales:</i>						
Sociedades no financieras	3,3	1,3	1,7	1,0	0,8	1,0
Préstamos	3,0	2,8	1,3	2,0	3,6	3,1
Otros neto (c)	0,0	-0,8	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7
PRO MEMORIA						
Inversión directa de España en el exterior	4,8	3,3	5,8	3,4	5,5	5,9
Inversión directa del exterior en España	5,7	2,9	2,4	2,0	1,8	1,9

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.

gistrado en marzo. A pesar de ello, los recursos captados mediante valores distintos de acciones continuaron creciendo hasta alcanzar casi el 20% del PIB. De este modo, aumentó nuevamente la relevancia de estos instrumentos, y en particular de los emitidos por las instituciones financieras, en la financiación del déficit exterior. En cambio, los flujos materializados en depósitos interbancarios se redujeron en términos netos y alcanzaron solo el 0,2% del PIB, frente al 5,2% de marzo.

Entre abril y junio se interrumpió el progresivo deterioro que venía presentando la inversión directa del exterior en España, de modo que esta supuso un 1,9% del PIB en términos acumulados de doce meses, cifra ligeramente superior a la observada en el primer trimestre. Por

su parte, la inversión directa de España en el extranjero continuó avanzando y, en el mismo período, representó casi un 6% del PIB.

Como resultado del comportamiento de los flujos financieros con el exterior y de las variaciones en el precio de los activos y en el tipo de cambio, la posición deudora de la economía continuó creciendo hasta situarse por encima del 51% 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 los cambios en el resto de agrupaciones.

27.10.2006.