

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

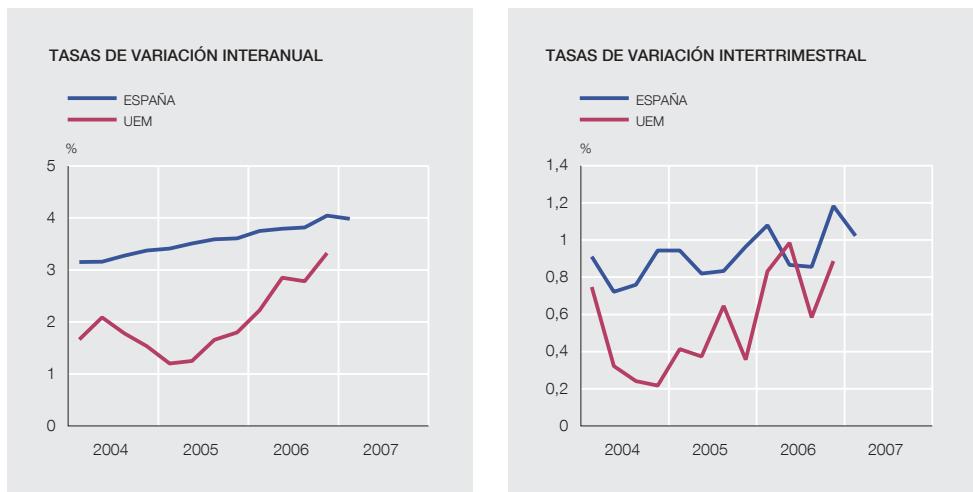


## 1 Rasgos básicos

La economía española finalizó el año 2006 con un tono de elevado dinamismo y un crecimiento ligeramente acelerado, de manera que el PIB aumentó, según las últimas estimaciones de la CNTR para el cuarto trimestre, el 4% en tasa interanual (véase gráfico 1). A este resultado contribuyeron tanto el pequeño repunte de la demanda nacional, que creció a una tasa del 4,7%, como la mejora en una décima de PIB de la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento, que se situó en -0,9 puntos porcentuales (pp).

En los primeros meses de 2007, las estimaciones realizadas a partir de información cuyuntural todavía incompleta apuntan al mantenimiento del vigor de la actividad, sin que se observen cambios apreciables en la contribución de los principales componentes del PIB a esta evolución, ya sea por el lado de la demanda o por el de la oferta. Según estas estimaciones, el PIB real habría crecido a una tasa interanual del 4% en el primer trimestre de este año —1% en términos de tasa intertrimestral—, y las aportaciones de la demanda nacional y de la demanda exterior neta se habrían estabilizado en niveles similares a los del trimestre previo. En cuanto a la demanda nacional, que habría registrado una tasa interanual del 4,7%, cabe destacar la fortaleza del consumo de los hogares, el dinamismo de la inversión en equipo y la continuidad de la suave desaceleración de la inversión en construcción, iniciada en los meses finales de 2006. Por su parte, no se produjeron mejoras adicionales en la aportación al crecimiento del sector exterior, que se habría mantenido en -0,9 pp, registrándose una pausa en el reequilibrio de la aportación de la demanda nacional y de las exportaciones netas al crecimiento del PIB. El empleo siguió dando muestras de solidez y la industria signos de pujanza. Por último, la inflación, medida por el IAPC, continuó desacelerándose en los primeros meses de 2007, alcanzando en marzo una tasa interanual del 2,5%, impulsada por la caída de los precios energéticos, mientras que la inflación subyacente, que también registró un crecimiento interanual en marzo del 2,5%, permaneció estabilizada en los niveles de diciembre de 2006. El diferencial de precios con la UEM experimentó un nuevo recorte en el primer trimestre, hasta situarse en 0,6 pp.

En el contexto exterior, la economía mundial ha comenzado el año con ritmos de crecimiento altos, que según las últimas previsiones disponibles elaboradas por el FMI apuntan hacia un avance del PIB mundial en 2007 del 4,9%. En estos primeros meses han continuado las tendencias hacia una mayor generalización del crecimiento mundial, una vez que Japón, pero sobre todo la zona del euro, se han incorporado a sendas más dinámicas y que las economías emergentes mantienen ritmos de crecimiento robustos. Por su parte, las tasas de inflación de las economías desarrolladas han mostrado cierta resistencia a la desaceleración. Solo en Estados Unidos se percibe una desaceleración del crecimiento estrechamente vinculada al ajuste en el sector inmobiliario, que se inició el año pasado, y a las incertidumbres suscitadas por algún episodio reciente de morosidad en el segmento más arriesgado del mercado hipotecario, que ha repercutido con rapidez en los mercados financieros. Se empiezan a detectar signos de debilidad en la inversión empresarial y existe el riesgo de que todo ello termine afectando al empleo y al gasto de los hogares, cuyo dinamismo ha actuado como elemento compensador durante la fase de ajuste del sector inmobiliario. Además, la moderación de la actividad no ha tenido como contrapartida un descenso importante de la inflación en Estados Unidos, que permanece en niveles relativamente elevados, por lo que los tipos de interés han permanecido estables en el 5,25%.



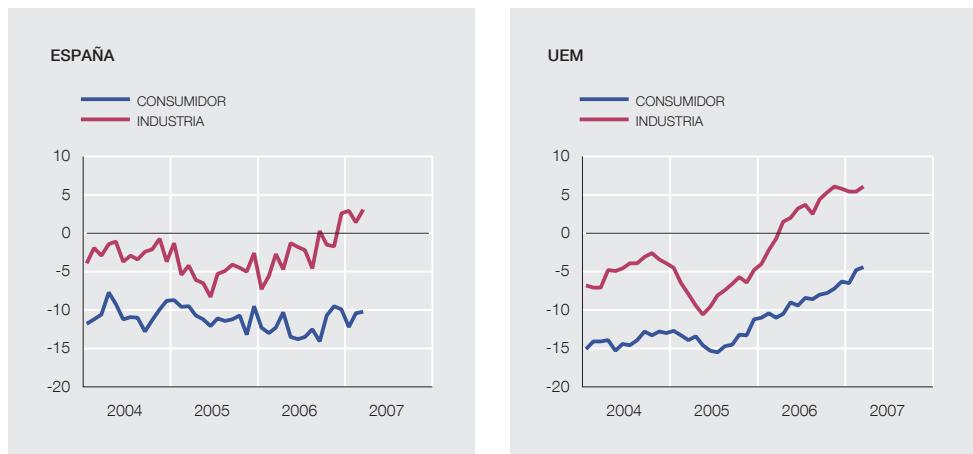
FUENTES: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

Los mercados financieros y cambiarios, por su parte, que habían empezado el año con comportamientos estables, experimentaron a finales de febrero un episodio de disminución generalizada en la valoración de los activos de más riesgo, que, sin embargo, a mediados de marzo se había corregido. En cuanto a los tipos de cambio, a lo largo de este trimestre ha continuado la depreciación del dólar frente al euro, alcanzando en los últimos días del mes de abril cotizaciones cercanas al máximo frente al dólar, en el entorno de 1,36 dólares por euro, y el yen, que había experimentado una apreciación significativa durante el episodio de turbulencia financiera, volvió a perder terreno con posterioridad. Por último, el precio del petróleo revirtió la tendencia a la baja que había mostrado a lo largo de la segunda mitad de 2006, impulsado por el rigor de los últimos meses del invierno y por un cierto recrudecimiento de las tensiones geopolíticas, de manera que el precio del barril brent a finales de abril se encontraba cercano a los 68 dólares, casi un 30% por encima de su valor a finales de año.

En la zona del euro, tras un cierre de año en 2006 que confirmaba la solidez de la recuperación económica y permitía alcanzar una tasa de crecimiento promedio del 2,8%, la información relativa a los primeros meses de este año apunta a la continuidad de este escenario. El PIB en la UEM habría mantenido un crecimiento robusto en este primer trimestre, aunque ligeramente inferior al del trimestre precedente, debido a la suave ralentización de la economía alemana como consecuencia del efecto de la elevación del IVA en enero sobre el gasto en ese país. Descontado este efecto, el dinamismo en la UEM tiene una base sólida y se sustenta tanto en la fortaleza de la demanda interna, impulsada por el vigor del empleo, como en la pujanza de la actividad exportadora.

La inflación del área del euro, medida por el IAPC, se mantuvo a lo largo del primer trimestre por debajo del 2%, registrando en marzo una tasa interanual del 1,9% (véase gráfico 3). El buen comportamiento de los precios de la energía en comparación con los registros de hace un año y la evolución de los precios de los alimentos no elaborados han compensado el efecto sobre el índice general de la elevación del IVA en Alemania a principios de año. Esto repercutió en que el IPSEBENE mostrara un perfil de aceleración a lo largo del trimestre, de manera que en marzo alcanzó una tasa interanual del 1,9%. Sin embargo, tal y como ha ido valorando el BCE en sus últimas reuniones, subsisten los riesgos para el mantenimiento de la inflación en el medio plazo, relacionados, en gran medida, con la elevada probabilidad que

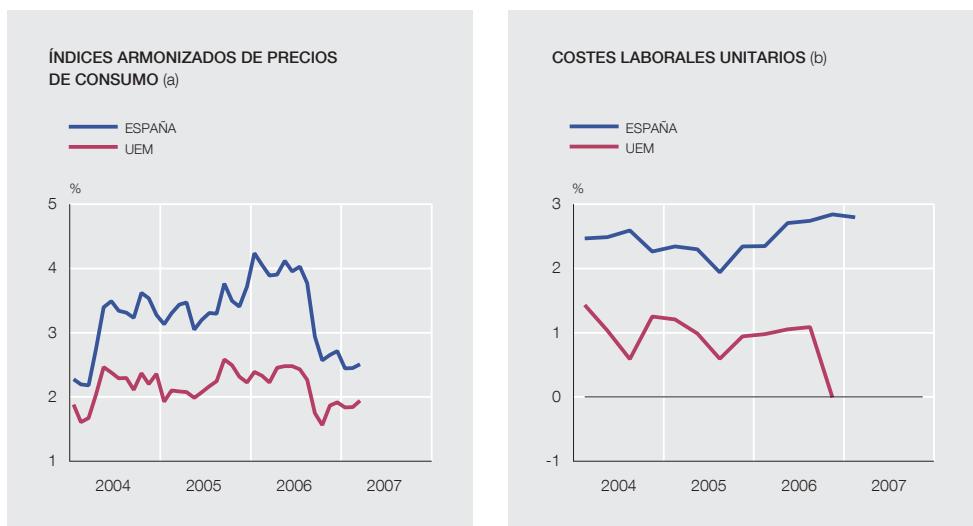


FUENTE: Comisión Europea.

se asigna a que los incrementos salariales, en la coyuntura actual de fortaleza del mercado de trabajo, sean superiores a lo previsto. En este contexto, la institución monetaria en su reunión de marzo elevó en 25 puntos básicos (pb) el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, hasta el 3,75%, y en su reunión de abril, aunque no modificó el tono de la política monetaria, alertó sobre la persistencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios.

El entorno exterior en el que se desenvuelve la economía española continuó, por tanto, favoreciendo el tono expansivo de la actividad, a través, principalmente, del dinamismo que siguieron mostrando los mercados de exportación españoles. Por su parte, el tensionamiento de las condiciones monetarias por parte del BCE se tradujo en un encarecimiento moderado del coste de financiación (véase gráfico 4), aunque su efecto sobre las decisiones de gasto de los agentes ha seguido siendo limitado. Por último, la gradual desaceleración del precio de la vivienda y los incrementos más acotados de las cotizaciones bursátiles en el promedio del trimestre, con un episodio de turbulencia al finalizar el mes de abril, vinculado a un ajuste en las cotizaciones bursátiles del sector inmobiliario, han supuesto avances más suaves de la riqueza, propiciando pautas más moderadas de la demanda.

En este contexto, el gasto de los hogares experimentó una suave desaceleración en los primeros meses de 2007, reflejando el leve recorte de la inversión residencial, dado que el consumo de las familias volvió a dar signos de vigor, estimándose para esta variable una tasa de avance del 3,7%, similar a la de finales de 2006. Detrás de la fortaleza del consumo se encuentra un comportamiento favorable de la renta disponible ante el dinamismo que siguió mostrando el empleo y los menores pagos impositivos tras la reforma del IRPF, que habrían compensado el efecto de la elevación de los tipos de interés sobre los pagos netos por este concepto. Pero, además, las decisiones de consumo se tomaron en un entorno de expectativas favorables y, como se ha señalado, de nuevos incrementos de la riqueza, aunque cada vez más moderados. Por su parte, en el caso de la inversión residencial, donde el impacto de los mayores costes de financiación es en principio más potente, habría continuado la gradual desaceleración que empezó a percibirse en los últimos meses de 2006. En este contexto, el incremento de la financiación concedida a los hogares siguió moderándose, aunque experimentó tasas todavía ligeramente superiores al 18% en febrero, reflejando la desaceleración del crédito para la adquisición de vivienda, que se había iniciado un año antes. Por su parte, el ritmo de avance de los préstamos para consumo y otros fines, que había repuntado de forma significativa en 2006, empezó a dar síntomas de estabilización.



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

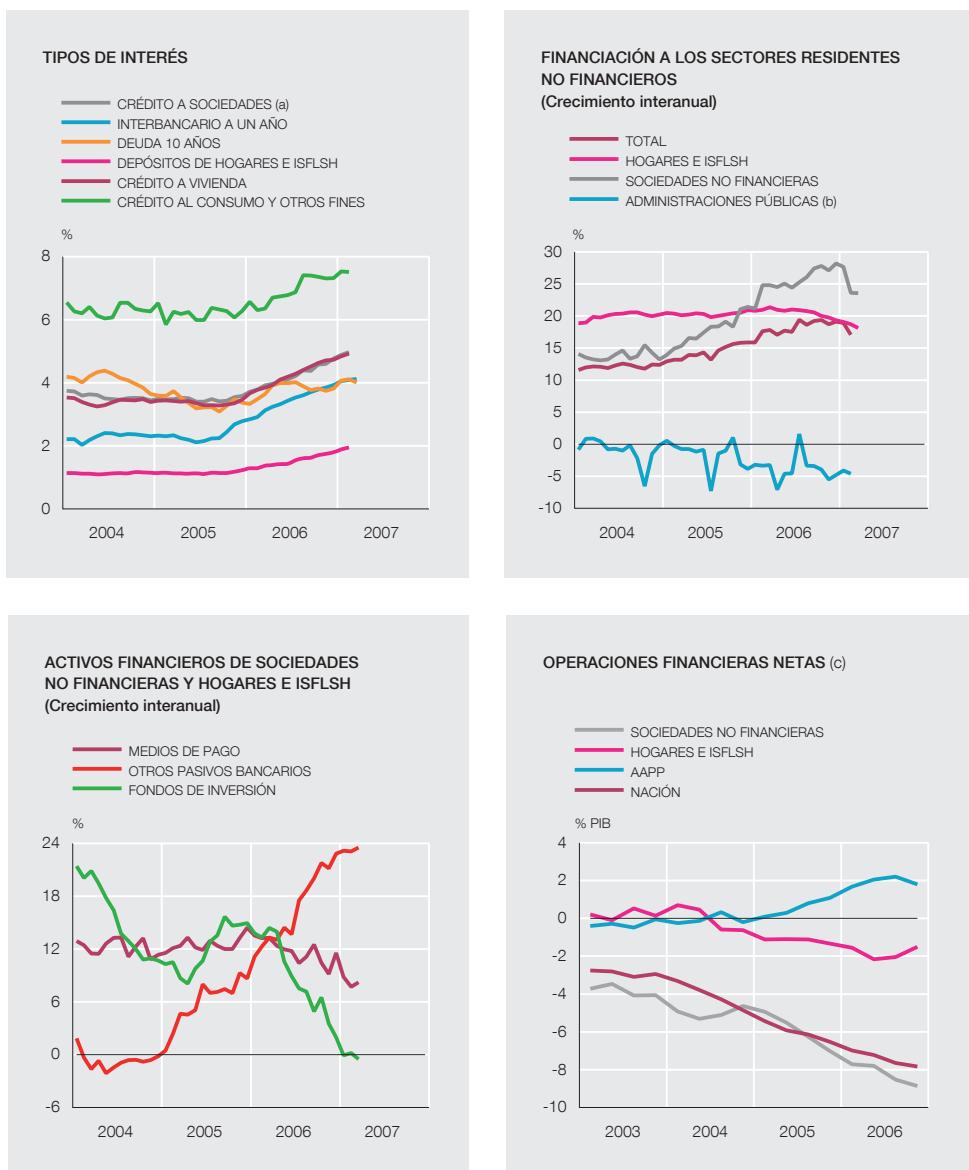
a. Tasas de variación interanual.

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

La inversión empresarial, por su parte, mantuvo un comportamiento muy expansivo en estos primeros meses de 2007, del que cabe destacar, en particular, la fortaleza de la inversión en equipo, que habría mantenido tasas de crecimiento similares a las del trimestre precedente, superiores al 11%. La pujanza de la demanda interna y, en particular, la mayor actividad exportadora —que están requiriendo ampliaciones en la capacidad instalada—, la favorable evolución de la rentabilidad de estas empresas y las expectativas de beneficios futuros son factores que jugaron a favor de la expansión de la inversión empresarial, compensando el efecto del encarecimiento de los costes de financiación. Por su parte, la inversión en construcción no residencial habría mantenido un cierto vigor, resultando, en principio, menos afectada por el endurecimiento del coste de financiación. Con todo, la elevación de los tipos de interés determinó una pequeña inflexión en la tasa de crecimiento de la financiación concedida a las sociedades no financieras, interrumpiéndose la trayectoria alcista que se había ido definiendo a lo largo del pasado ejercicio.

Las AAPP contribuyeron en los primeros meses de 2007 al sostenimiento del gasto a través, principalmente, del mantenimiento de ritmos elevados de la formación bruta de capital fijo, en un contexto de finalización de cuantiosos proyectos de obra civil. Se estima que el consumo final de las AAPP experimentó, por el contrario, una cierta desaceleración, tras el repunte de finales de 2006.

En los primeros meses de 2007, tanto las exportaciones como las importaciones, en términos reales, moderaron su ritmo de avance en comparación con los elevados registros de finales de 2006. Las ventas al exterior siguieron beneficiándose de la pujanza de nuestros mercados de exportación, si bien estos registraron una leve inflexión como consecuencia de la suave desaceleración de la economía alemana a lo largo del trimestre. Los indicadores competitividad-precio, por su parte, experimentaron un deterioro adicional, aunque de pequeña cuantía, debido a la apreciación del tipo de cambio del euro, por lo que la pérdida de competitividad fue de mayor intensidad frente a las economías que no participan en la UEM. Pese a ello, las ventas extracomunitarias de productos españoles, según la información parcial disponible, fueron relativamente voluminosas. En cuanto a las importaciones de bienes, su crecimiento



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.

estuvo muy vinculado al comportamiento de la demanda final, si bien se pudieron ver impulsadas adicionalmente por el efecto de la apreciación del euro sobre los precios de importación, que posibilitó recortes adicionales en los precios a los que se están produciendo en respuesta al proceso de transformación de la estructura del comercio mundial. Por último, el comercio de servicios moderó su ritmo de crecimiento, si bien mejoraron las exportaciones y las importaciones de servicios turísticos.

Desde el punto de vista de la actividad y el mercado de trabajo, la evolución en estos primeros meses de 2007 prolonga las tendencias que se fueron definiendo a lo largo del pasado ejercicio. Dentro del ambiente general de dinamismo en el que se desenvolvió la actividad, cabe destacar la pujanza del sector manufacturero y la ligera moderación de la actividad en el sec-

tor de la construcción, concentrada exclusivamente en la edificación residencial, dado que la obra civil y la edificación no residencial mantuvieron una gran fortaleza. El empleo, por su parte, registró un sólido avance, con tasas de crecimiento similares a las de finales de 2006. Los datos de la EPA, correspondientes al primer trimestre de 2007, confirman el dinamismo del empleo, en un contexto de incrementos significativos de la población en edad de trabajar. El número de ocupados aumentó a una tasa interanual del 3,4% en este primer trimestre, apreciándose, asimismo, un descenso de la tasa de temporalidad hasta el 32%.

Los resultados disponibles de la negociación colectiva para el año 2007 apuntan hacia incrementos de las tarifas salariales en el entorno del 3%, ligeramente inferiores a los de los dos últimos años, bajo las directrices del Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva, cuya prórroga se firmó a principios de año. Por otra parte, se estima que el impacto de la activación de las cláusulas por la desviación de la inflación en 2006 será también menos intenso, debido a la importante desaceleración de la inflación en los últimos meses del ejercicio pasado. Por ello, se espera que la remuneración por asalariado desacelere su ritmo de avance en el primer trimestre y que esta inflexión se traslade también a los costes unitarios del trabajo, en mayor medida en el caso de la industria, donde los avances de la productividad seguirán siendo comparativamente mayores, a pesar de la recuperación del empleo. De este modo se interrumplirá la trayectoria ascendente de los costes laborales observada en la segunda mitad del año pasado. Como se ha señalado en la introducción, la inflación, medida por el IAPC, ha seguido disminuyendo en los primeros meses de 2007, aunque ello se ha debido, en gran medida, al descenso en los precios del crudo con respecto a los niveles de hace un año; de hecho, la inflación subyacente ha mostrado un comportamiento más estable, a pesar de la desaceleración de los precios industriales no energéticos, debido a la resistencia al descenso de los precios de los servicios, que han mantenido sistemáticamente tasas próximas al 4%.

La economía española ha mostrado, en fin, un comportamiento muy robusto en los primeros meses de este año, con un crecimiento algo más equilibrado del gasto —con mayor protagonismo de la inversión en equipo y menor de la inversión residencial— y una elevada generación de empleo. El endurecimiento relativo de las condiciones monetarias y financieras que se ha ido produciendo a lo largo del último año y la suave desaceleración del precio de la vivienda son factores que están iniciando un proceso de normalización gradual hacia ritmos de gasto y de endeudamiento más moderados y sostenibles. Además, el buen momento que atraviesa la economía mundial y, en particular, la zona del euro, está ayudando a aumentar la aportación del sector exterior al crecimiento del producto, aunque este proceso se está desacelerando en los últimos trimestres. Para que el reequilibrio entre los factores impulsores del crecimiento continúe, es importante que siga reduciéndose la detacción de renta que se genera en el sector exterior, por lo que la moderación de costes y precios debe proseguir más allá de los episodios recientes, en gran medida vinculados a la evolución de los precios de la energía.

## 2 Entorno exterior del área del euro

La evolución de los mercados financieros internacionales atravesó tres fases claramente diferenciadas a lo largo del trimestre. Desde el inicio del año y hasta los últimos días de febrero, se observaron ganancias en las bolsas y en los precios de los activos con mayor riesgo. En una segunda etapa, como se analiza en el recuadro 1, coincidiendo con un mayor pesimismo en torno a las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos, el incremento de la aversión al riesgo se tradujo en caídas generalizadas de las cotizaciones bursátiles, así como en una ampliación de los diferenciales de los bonos soberanos de países emergentes y de los bonos corporativos de peor calificación crediticia. Al mismo tiempo, la mayor demanda de activos más seguros se manifestó en reducciones de las rentabilidades de los bonos a largo plazo, especialmente en Estados Unidos. Durante este período el yen tendió a apreciarse, lo que se explicaría por el cierre de parte de las abultadas posiciones cortas en esa divisa, asociadas al llamado *carry-trade*. Finalmente, desde mediados de marzo, los inversores retornaron a los activos más arriesgados, revirtiéndose las caídas previas en sus precios. Así, los diferenciales soberanos, medidos por el EMBI+, alcanzaron nuevos mínimos históricos, mientras que, en este período, el yen perdió gran parte de la apreciación que había experimentado durante el período de turbulencia. Por su parte, el dólar tendió a depreciarse frente al euro durante el trimestre, marcando cotizaciones que se situaron en torno a 1,36 dólares por euro. El precio del petróleo tipo Brent aumentó en el último trimestre un 20%, como consecuencia de un descenso de las temperaturas en el hemisferio norte, en la segunda parte del trimestre, y de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio.

En Estados Unidos, el dato definitivo de contabilidad nacional del cuarto trimestre de 2006 arrojó un crecimiento del PIB del 2,5% en tasa trimestral anualizada, lo que situó el crecimiento para el conjunto del año en el 3,3%, una décima más que en 2005 (véase gráfico 5). La información publicada a lo largo del primer trimestre tuvo, por lo general, un tono negativo, prolongando el ajuste del mercado inmobiliario y los síntomas de debilidad de la inversión no residencial. Así, las viviendas iniciadas se situaron en niveles inferiores a los de finales de 2006, mientras que prosiguió la reducción de las ventas de viviendas nuevas y algunas medidas de precios de la vivienda mostraron tasas de variación interanual negativas. La evolución de los pedidos de bienes duraderos fue peor de lo esperado, lo que sugiere que las empresas mantuvieron una actitud cauta respecto al gasto en inversión. Esta cautela contrasta con el acusado dinamismo de la creación de empleo, que alcanzó los 180.000 puestos de trabajo en marzo, y la reducción de la tasa de paro, que se situó en el 4,4%. La contratación en el sector de servicios y la resistencia a la baja del empleo en la construcción —apoyado en la obra no residencial— permitieron mantener ese dinamismo, pese a la disminución del empleo en las manufacturas. Los buenos resultados en el mercado laboral favorecieron al consumo, lo que se reflejó en los datos positivos de ventas al por menor durante el trimestre. En cuanto al sector exterior, la balanza comercial mostró una tendencia a la baja hasta febrero, aunque moderada y explicada, en parte, por la contracción de las importaciones. La inflación general fue en aumento a lo largo del trimestre, hasta el 2,8% en marzo (véase gráfico 6), aunque la subyacente se moderó hasta el 2,5%, tras el fuerte repunte de febrero. La Reserva Federal mantuvo el tipo de interés oficial sin cambios en el 5,25% y ratificó la importancia de las presiones inflacionistas en su valoración de riesgos.

En Japón, los indicadores del inicio del año apuntan hacia el mantenimiento del dinamismo —aunque por debajo del trimestre previo—, apoyado en un inesperado vigor del consumo privado, así como en la continuación del buen desempeño de la inversión y de las exportacio-

A finales de febrero de 2007, se inició un período de turbulencia en los mercados financieros internacionales, que afectó tanto a los mercados emergentes como a los desarrollados, y que se extendió hasta bien entrado el mes de marzo. Los precios de los activos financieros de mayor riesgo registraron una fuerte corrección y se produjo un acusado incremento de la volatilidad, en un contexto de huida hacia la calidad por parte de los inversores. Aunque estos movimientos han revertido de forma casi completa, este episodio reciente de volatilidad —tras un período de prolongada bonanza de los mercados financieros— y su comparación con episodios anteriores invitan a algunas reflexiones sobre las perspectivas y riesgos de los mercados financieros globales.

El inicio del episodio de turbulencia coincidió con la caída de la bolsa en China en un 9%, el 27 de febrero, y con la publicación de algunos datos que apuntaban a la posibilidad de que la desaceleración de la economía estadounidense alcanzase una mayor profundidad de la esperada. El aspecto más llamativo de la turbulencia financiera fue su carácter global y la rapidez con la que se produjo, lo que refleja lo ajustado de las valoraciones en los mercados y la creciente sensibilidad de los inversores ante eventos negativos. Los activos más perjudicados durante el episodio fueron los que en meses anteriores habían registrado mayores ganancias. Las bolsas en países emergentes y desarrollados cayeron fuertemente y los diferenciales de los bonos corporativos de baja calificación crediticia en Estados Unidos y los de los bonos soberanos emergentes aumentaron significativamente (véase en el gráfico 13 la incidencia del episodio en la bolsa europea). La turbulencia tuvo un menor impacto en los tipos de cambio; las divisas más afectadas fueron aquellas vinculadas a las operaciones de *carry-trade*, como el yen japonés, en el lado corto de la posición inversora, y el dólar neozelandés, en el lado largo. El incremento de la aversión al riesgo se tradujo en una huida hacia la calidad que se reflejó en una disminución de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos y, en menor medida, en Europa.

Un elemento destacado del episodio fue el fuerte aumento de la volatilidad en los mercados financieros. Por ejemplo, el índice de volatilidad implícita más seguido (el VIX S&P500), cuya evolución tiende a asociarse con la de la aversión o el apetito por el riesgo en los mercados, aumentó un 60% el 27 de febrero (véase gráfico 1). A pesar

de ello, las volatilidades permanecen en niveles muy bajos si se analiza esta variable desde una perspectiva histórica.

Tras los días de turbulencia, la recuperación ha sido muy rápida y los inversores han vuelto a demandar activos de mayor riesgo de modo intenso. Gran parte de las bolsas han recuperado los niveles anteriores al inicio del episodio. Por otro lado, los diferenciales soberanos, medidos por el EMBI+, han registrado, en algunos casos, nuevos mínimos históricos.

Cuando este episodio de turbulencia se compara con el de mayo de 2006, se observa que ambos se produjeron en períodos de expectativas de liquidez mundial a la baja y de transición, o elevada incertidumbre en torno a las políticas monetarias en Estados Unidos y Japón, si bien el episodio más reciente ha tenido unos rasgos propios bien definidos. En primer lugar, en mayo de 2006 el foco de atención fueron las presiones inflacionistas en Estados Unidos, mientras que ahora han sido las dudas en torno al crecimiento en ese país, en un contexto en el que la inflación no parece consolidarse en niveles suficientemente reducidos, las que han desencadenado el repunte de la volatilidad. Esta diferente coyuntura puede apreciarse en la comparación de previsiones que recoge el gráfico 2. Además, el deterioro en el segmento de mayor riesgo del mercado hipotecario estadounidense (*subprime lending*) planteó la cuestión de la posible transmisión a otros segmentos del mercado crediticio. En segundo lugar, el papel de China, como un posible factor desencadenante de perturbaciones financieras a nivel global en el último episodio, ha sido novedoso. Por último, la liquidación de posiciones de *carry-trade* parece haber tenido una mayor incidencia sobre los mercados cambiarios que en episodios anteriores.

La caída y posterior recuperación de los mercados financieros ha confirmado el carácter de corrección técnica del reciente episodio, que parece haber obedecido más a argumentos financieros que a un deterioro de los fundamentos económicos. Por ello, en la medida que estos movimientos corrijan posibles signos de excesiva exposición en algunos mercados, dichas correcciones deben interpretarse como saludables.

No obstante, es interesante reflexionar acerca de la evolución de la volatilidad a más largo plazo. Existen factores que apoyarían la hipó-

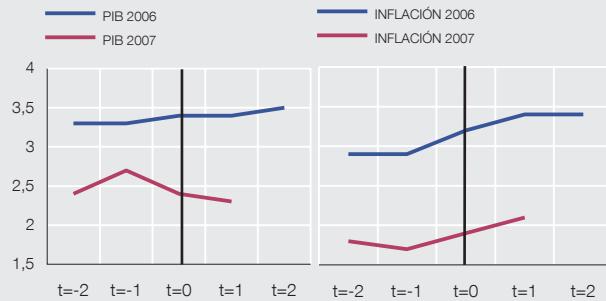
#### 1 ÍNDICE DE VOLATILIDAD VIX



FUENTES: Datastream y Consensus Forecasts.

a. t = 0, según el episodio, equivale a mayo de 2006 o a marzo de 2007.

#### 2 ESTADOS UNIDOS: PREVISIÓNES CONSENSUS (a)



tesis de la persistencia de los bajos niveles de volatilidad actuales en los mercados, mientras que habría otros que tenderían a refutarla. Entre los argumentos en apoyo del optimismo de los mercados están, por un lado, la mayor transparencia y la mejora en la comunicación de las decisiones de política monetaria por parte de los bancos centrales, que ha disminuido la incertidumbre; el desarrollo del sector financiero en numerosos ámbitos, por ejemplo, la mejora de la liquidez de los mercados, la innovación financiera o el papel de los inversores institucionales; y la mayor solidez del sector corporativo.

Por el contrario, otros elementos apoyarían la tesis de que la baja volatilidad que se ha venido observando puede ser un fenómeno de carácter transitorio. Cabe destacar, en primer lugar, el contexto actual de desaceleración económica en Estados Unidos, que puede estar incidiendo sobre la volatilidad de los precios de los activos

financieros. En segundo lugar, la reducción gradual de la actual holgura financiera y del bajo nivel de los tipos de interés puede contribuir a una corrección de la aversión al riesgo y a un aumento de la volatilidad. Por otro lado, las valoraciones cada vez más ajustadas por parte de los agentes del mercado y la incertidumbre en torno a cuándo comenzará el ciclo bajista de tipos de interés en Estados Unidos generan una mayor sensibilidad en los mercados ante las noticias adversas en el ámbito económico o financiero.

En el futuro, no se pueden descartar nuevos episodios de volatilidad, cuya frecuencia, intensidad y persistencia podrían ser superiores al observado recientemente, con efectos sobre la estabilidad financiera. Por ello, hay que subrayar la necesidad de mantener un grado suficiente de cautela por parte de los inversores, que evite un exceso de complacencia.

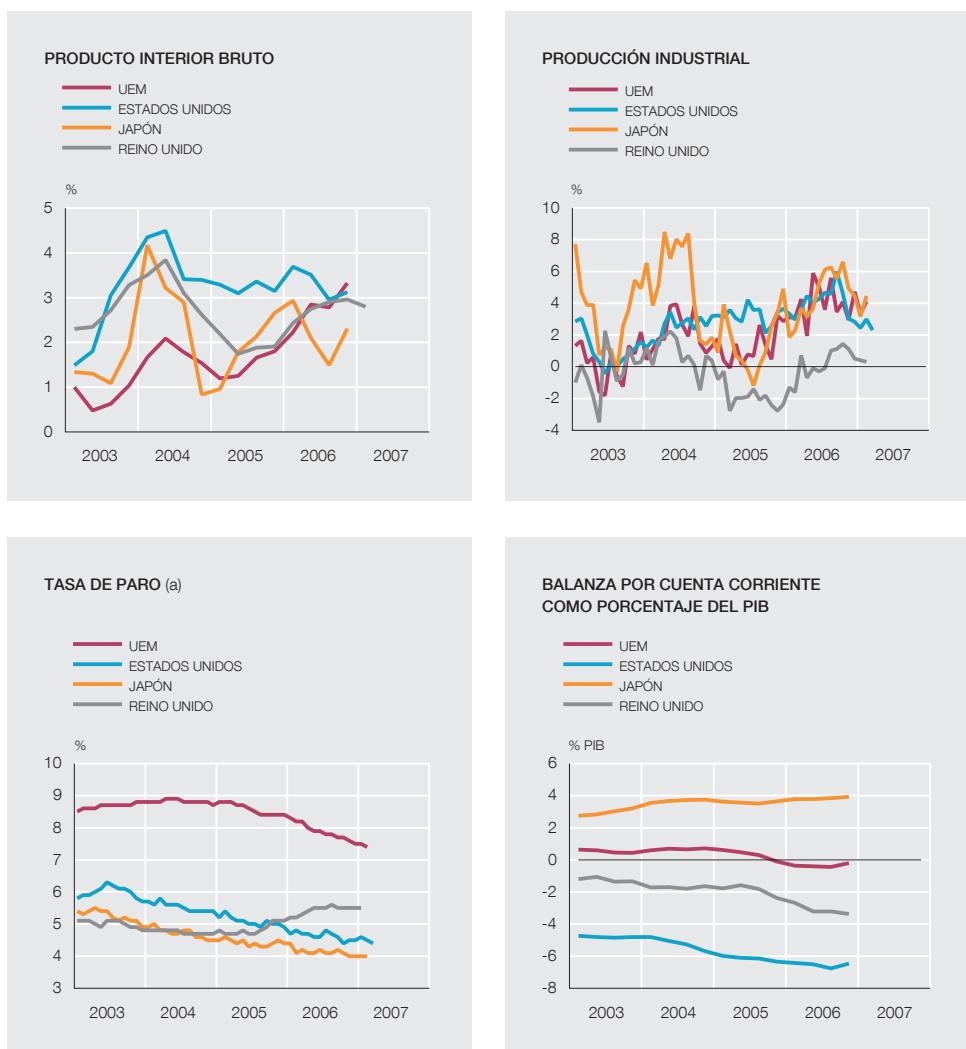
nes. Los indicadores de consumo fueron generalmente positivos, con avances significativos en las ventas al por menor y en el gasto de las familias, apoyados por el dinamismo del mercado laboral, que mantuvo la tasa de paro en el 4% en febrero, a pesar de que se profundizó la caída de los salarios. Los indicadores de oferta, sin embargo, sugieren una moderación de la actividad industrial en el trimestre, pues el índice de confianza de las grandes empresas manufactureras de la encuesta Tankan se redujo dos puntos en marzo, la producción industrial acumuló dos meses consecutivos de caídas y el índice de gestores de compras (PMI, según sus siglas en inglés) de manufacturas se contrajo en marzo hasta niveles mínimos de dos años. En cuanto al sector exterior, la fortaleza del superávit de la balanza de rentas no compensó la disminución del saldo comercial de febrero, lo que redujo el superávit por cuenta corriente. La inflación volvió al terreno negativo en febrero, debido a la reducción interanual del precio del crudo y a la rebaja de las tarifas de la telefonía móvil. Así, la tasa interanual del índice general se situó en el -0,2% y la del índice subyacente —que en Japón incluye a la energía— en el -0,1%. Por el contrario, los precios al por mayor repuntaron en marzo por primera vez en siete meses, desde el 1,7% al 2% interanual. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial inalterado en el 0,5% en su reunión de abril.

En el Reino Unido, el avance de la contabilidad nacional del primer trimestre arrojó un crecimiento del PIB del 0,7% trimestral, igual registro que en el cuarto trimestre de 2006. La tasa interanual se redujo en 2 décimas, hasta el 2,8%. La inflación experimentó un significativo repunte, alcanzando en marzo el 3,1% interanual. El gobernador del Banco de Inglaterra, obligado a enviar una carta abierta al Tesoro para explicar la superación en más de un punto porcentual del objetivo de inflación del 2%, atribuyó parte de la aceleración de la inflación a factores temporales, si bien indicó su preocupación por un incremento de las presiones sobre la capacidad productiva. El dato negativo de inflación, junto con las actas de la reunión de abril, aumentaron las expectativas de un incremento en los tipos oficiales antes del verano.

En los países que ingresaron en la UE en 2004, el PIB se aceleró en el cuarto trimestre. En el conjunto de 2006, el crecimiento del PIB se elevó hasta el 6,1%, frente al 4,9% en 2005 (véase gráfico 7). Esta expansión se sustentó en la fortaleza de la demanda interna —en especial, de la inversión y, en menor medida, del consumo privado— y, en algunos países, también en

**PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS**  
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5

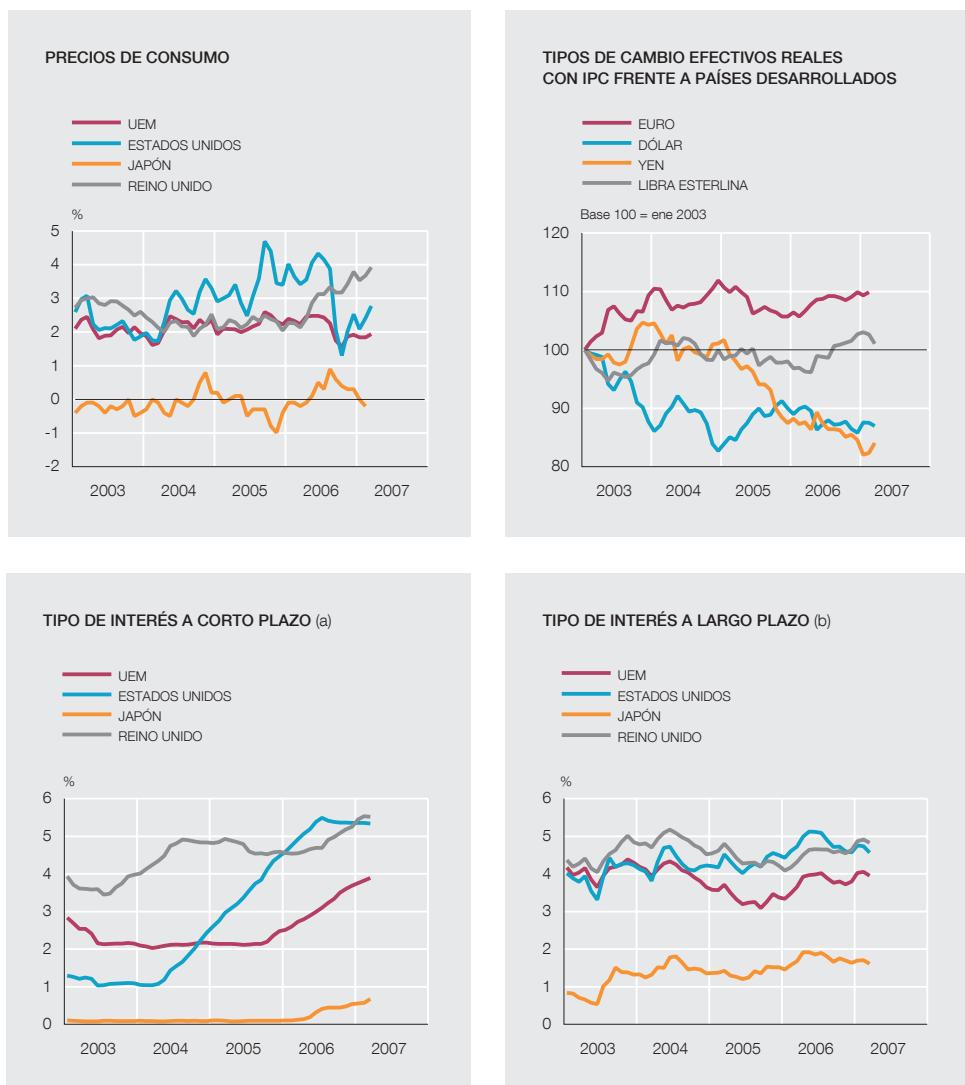


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

la demanda externa, impulsada por la recuperación económica de la zona del euro. Este contexto de intenso crecimiento, unido al aumento del precio del petróleo en el primer trimestre de 2007, provocó un repunte generalizado de la inflación, si bien con tasas muy diferentes para cada país. No obstante, los tipos de interés oficiales se mantuvieron inalterados en la mayoría de estos países durante el trimestre. Se produjeron presiones hacia la depreciación del tipo de cambio en Letonia, cuya moneda llegó a niveles cercanos al límite inferior de su banda de  $\pm 1\%$  en el Mecanismo de Tipos de Cambio (ERMII, según sus siglas en inglés), mientras que en Eslovaquia, tras intensas presiones apreciadoras, a mediados de marzo se revaluó un 8,5% la paridad central de la corona en el ERM II. En 2006 se observó una reducción generalizada de los déficits fiscales y de la deuda pública, apoyada en el dinamismo de los ingresos. En cuanto a los déficits por cuenta corriente, se ampliaron desde niveles ya muy elevados, y en algunos países se sitúan por encima del 10% del PIB.

La actividad económica de China registró un repunte notable en el primer trimestre, al crecer un 11,1% interanual, 7 décimas más que en el anterior. Coincidente con este dato, los indicadores de producción industrial, inversión en activos fijos y ventas al por menor intensificaron



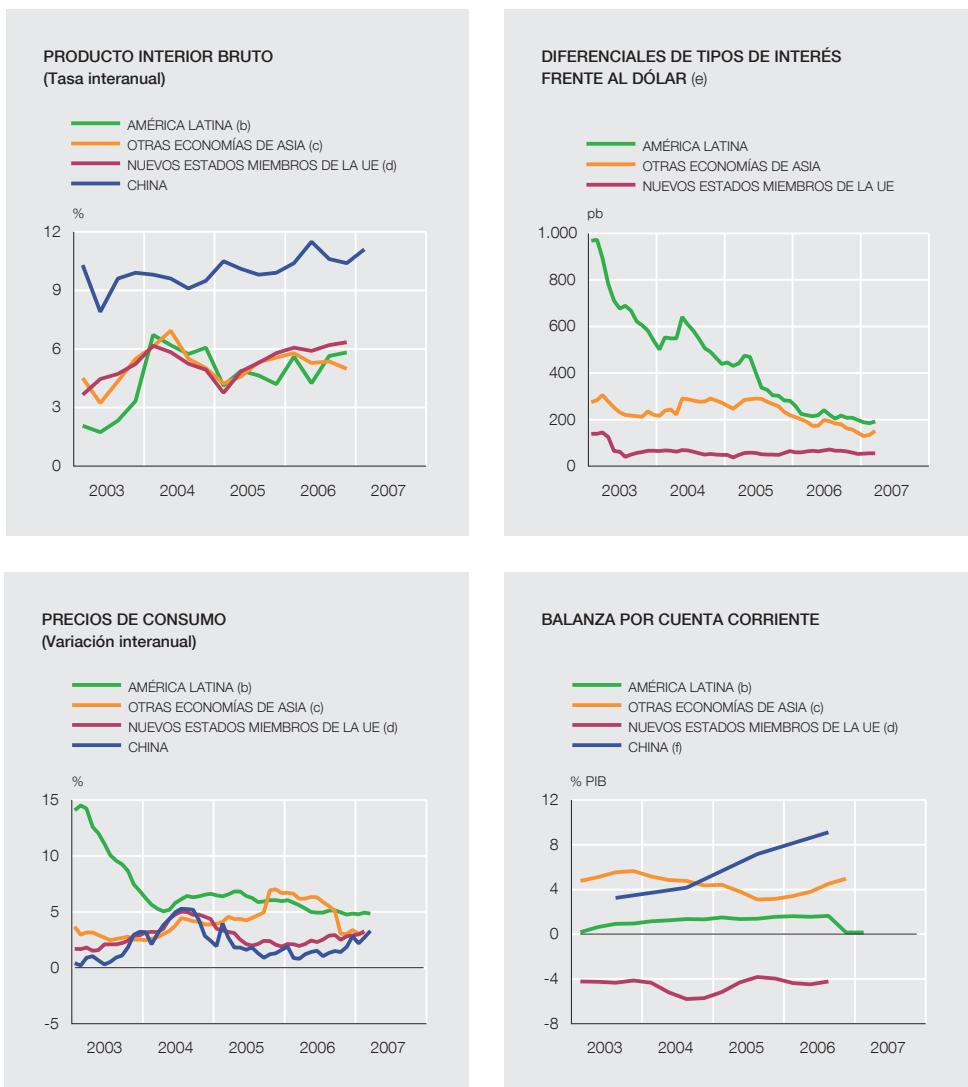
FUENTE: Banco de España.

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

ron su crecimiento en los tres primeros meses del año. La oferta monetaria y el crédito interno se aceleraron ligeramente respecto a los ya elevados ritmos de crecimiento experimentados en los últimos trimestres de 2006, lo que condujo al banco central a elevar en tres ocasiones el coeficiente de reservas —por un total de 150 pb— e incrementar en marzo en 27 pb los tipos de interés oficiales. Por otro lado, el tipo de cambio del renminbi continuó apreciándose gradualmente frente al dólar y las reservas exteriores siguieron aumentando rápidamente, hasta superar los 1,2 billones de dólares. El superávit comercial alcanzó los 46,5 mm en el trimestre, casi el doble que un año antes. En este contexto, Estados Unidos decidió imponer aranceles punitivos sobre algunas importaciones de papel chino, la primera medida de este tipo en los últimos veintitrés años. En cuanto a los precios, la inflación medida por el IPC aumentó hasta el 3,3% interanual en marzo, desde un promedio del 2% en el cuarto trimestre, si bien la tasa de crecimiento de los precios de producción se redujo levemente respecto a los niveles de finales de 2006. Respecto a las principales economías del resto de Asia, tras el robusto crecimiento experimentado en el cuarto trimestre de 2006, los indicadores más recientes mantuvieron un tono positivo, al tiempo que tendieron a moderarse las presiones inflacionistas y, en algunos países —entre ellos Tailandia—, se redujeron los tipos de interés oficiales.

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.
- Excepto Chipre, Malta, Bulgaria y Rumanía.
- 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.

En el cuarto trimestre de 2006, el crecimiento del PIB de América Latina alcanzó el 5,8% interanual, una décima por encima del registrado en el trimestre anterior. Para el conjunto del año, el crecimiento de la región se situó en el 5,3%, frente al 4,5% en 2005. En Brasil, se produjo una sustancial revisión al alza de las cifras de contabilidad nacional, incluido el PIB y sus tasas de crecimiento, entre los años 2002 a 2006. Los indicadores disponibles para el primer trimestre de 2007 apuntan a una aceleración de la actividad en Brasil, Chile, Perú y Colombia, y a una moderación adicional en México y Argentina. La inflación en el agregado de la región se situó en el 4,9% en marzo, desde el 5% de febrero. Las divergencias entre países se mantuvieron en este último mes, con un aumento de la tasa de inflación en Colombia y México, mientras en Brasil se siguió en niveles muy bajos (3%), descendiendo en el resto de países. En este contexto, Colombia elevó sus tipos de interés hasta el 8,25%, mientras que en Méxi-

co se reforzaron las expectativas de un próximo aumento, a tenor del endurecimiento del discurso del Banco Central. En Brasil, el tipo oficial fue rebajado en tres ocasiones el 12,5%. El sector exterior cerró el año con elevados superávit por cuenta corriente en todos los países, salvo México y Colombia. A principios de 2007, la balanza comercial se deterioró en Brasil, México, Colombia y Perú, y mejoró en el resto de países. En el ámbito fiscal, se registraron buenos resultados a comienzos de año en Brasil y México, país en el que, además, se aprobó la reforma del sistema de pensiones de trabajadores públicos; en Argentina, sin embargo, se produjo un sustancial incremento del gasto primario. Por último, las agencias calificadoras aumentaron el *rating* de Colombia y mejoró la perspectiva en México.

Los datos de Contabilidad Nacional del área del euro relativos al cuarto trimestre del pasado año corroboran el afianzamiento del dinamismo de la actividad en 2006. El PIB creció un 2,8%, muy por encima de la tasa observada el año anterior. La información disponible en los primeros meses de 2007 apunta a la prolongación de la fortaleza del PIB a lo largo del año, apoyada en el dinamismo de la demanda mundial y en la recuperación del empleo, en un contexto en el que el coste de la financiación es reducido. No obstante, más a medio plazo, la economía se encuentra sujeta a algunos riesgos a la baja, tales como una desaceleración más intensa de la economía norteamericana y los asociados a la persistencia de los desequilibrios globales.

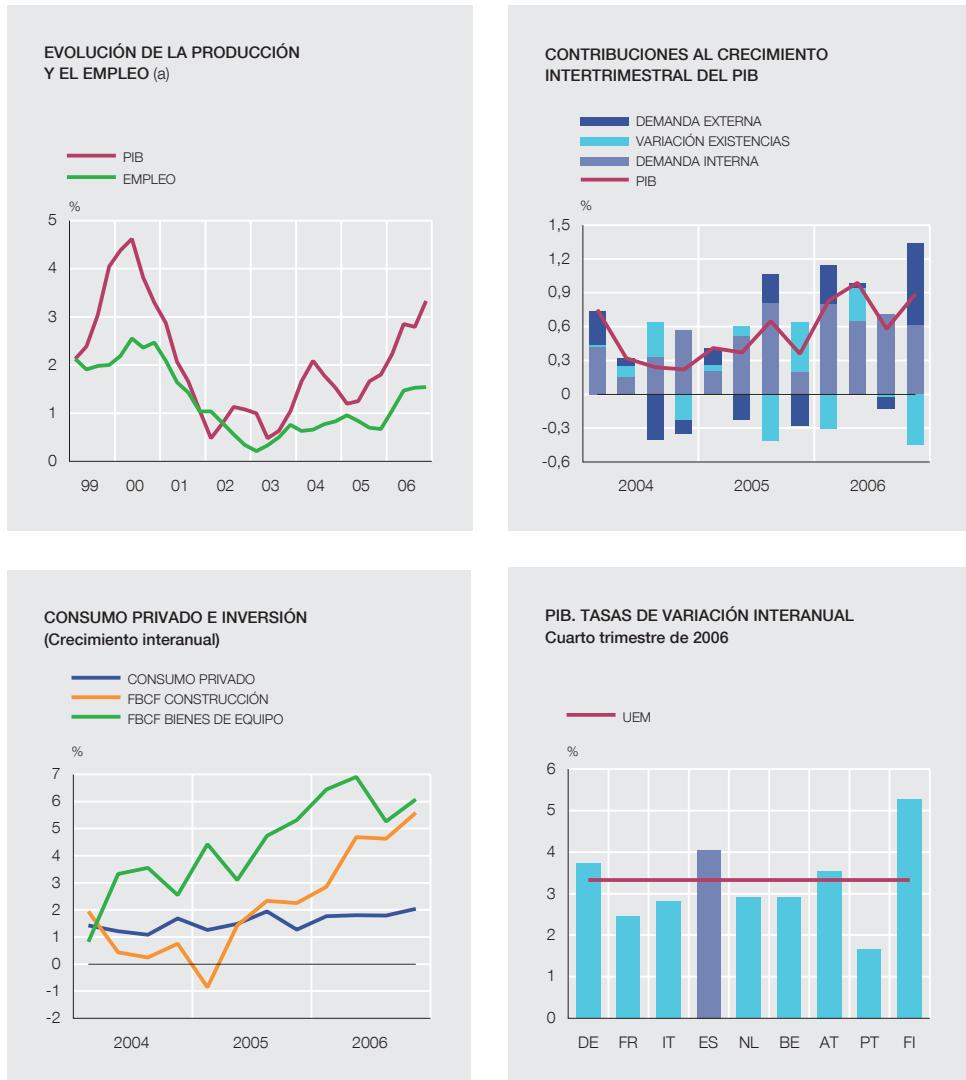
La inflación del área se situó en marzo en el 1,9%, la misma tasa que en diciembre de 2006, debido a que el buen comportamiento del componente energético, favorecido por los efectos base relacionados con su evolución un año antes, compensó el impacto de la subida del IVA en Alemania a principios de año. Dicha medida fiscal constituye, además, el principal factor explicativo del perfil ascendente de la inflación subyacente desde finales del pasado año. Más a medio plazo, predominan los riesgos al alza para la inflación por la posibilidad de que la fortaleza de la economía y la mejora del empleo puedan impulsar las demandas salariales por encima de lo esperado, pero también por la incertidumbre sobre el comportamiento futuro de los precios del petróleo.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión celebrada el 8 de marzo, constató la existencia de riesgos para el mantenimiento de la estabilidad de precios en el medio plazo y, en consecuencia, decidió subir los tipos de interés oficiales en un cuarto de punto, hasta el 3,75%. A pesar de ello, el tono de la política monetaria sigue mostrando un sesgo acomodante y, por tanto, estimulador para el crecimiento económico y la generación de empleo.

Respecto a la política fiscal, según la última información disponible en las notificaciones de los Estados miembros a la Comisión Europea en primavera, el déficit presupuestario se habría reducido en 2006 hasta el 1,6%, desde el 2,5% de 2005, lo que supone unos resultados más favorables de lo estimado por la Comisión en su informe de otoño. Por otra parte, en enero se decidió derogar el procedimiento de déficit excesivo abierto a Francia en junio de 2003.

#### 3.1 Evolución económica

Según datos provenientes de la segunda estimación de la Contabilidad Nacional, el PIB en el área del euro se expandió en los últimos tres meses de 2006 un 0,9% intertrimestral, tres décimas por encima del crecimiento registrado en el tercer trimestre, como resultado, fundamentalmente, del repunte de la demanda exterior neta. Esta contribuyó al aumento del PIB en 0,7 pp, lo que compensó el fuerte deterioro de la aportación al crecimiento de la variación de existencias, que pasó a restar 0,5 pp (véase gráfico 8). Por su parte, la fortaleza mostrada por la demanda interna excluidas las existencias en los meses anteriores se prolongó en el cuarto trimestre del año. Este componente aumentó un 0,6%, tan solo una décima por debajo de lo observado en el período julio-septiembre. Entre sus componentes, el consumo privado y el consumo público se desaceleraron, mientras que el crecimiento de la formación bruta de capital fijo repuntó. En términos interanuales, el PIB alcanzó una tasa de variación del 3,3% en el último trimestre del año, desde el 2,8% de los tres meses anteriores (véase el cuadro 1). De esta forma, en el conjunto de 2006, el producto se incrementó un 2,8% —1,3 pp por encima



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Tasas de variación interanual.

del año anterior—, gracias al afianzamiento de la demanda interna y de las exportaciones netas.

Por ramas de actividad, todos los sectores, excepto la industria, contribuyeron a la aceleración del valor añadido bruto. De acuerdo con el desglose por países de la Contabilidad Nacional, el repunte de la actividad en los últimos meses del año fue un rasgo compartido por las grandes economías del área. Así, entre estas últimas, destacan la significativa aceleración del PIB que registraron Francia e Italia, cuyas tasas de variación alcanzaron el 0,7% y 1,1% intertrimestral, respectivamente. En línea con lo observado para el conjunto de la UEM, la formación bruta de capital fijo impulsó la aportación de la demanda interna, excluidas las existencias, en ambas economías, al tiempo que las ventas al exterior, especialmente en Italia, se expandieron a un ritmo significativamente mayor que el de los tres meses anteriores. Igualmente, Alemania vio cómo la contribución del saldo neto exterior al crecimiento del PIB se incrementaba extraordinariamente, hasta los 1,9 pp. No obstante, la ralentización del consumo y la aportación muy negativa de existencias repercutieron en que el PIB, en el cuarto trimestre, solo experimentara una aceleración de una décima, hasta el 0,9% intertrimestral.

	2005		2006		2007		I TR (a)	II TR (b)
	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR		
PIB								
Crecimiento interanual	1,7	1,8	2,2	2,8	2,8	3,3		
Crecimiento intertrimestral	0,6	0,4	0,8	1,0	0,6	0,9		
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,4 ; 0,8)	(0,4 ; 0,9)
IPI (d)	1,6	2,2	3,5	4,3	4,2	3,9	3,7	
Sentimiento económico	97,5	100,1	102,6	106,8	108,2	109,9	110,0	
Confianza industrial	-7,3	-5,7	-2,3	2,3	3,7	5,7	5,3	
PMI manufacturas	51,0	53,0	54,7	57,1	56,9	56,7	55,5	
Confianza servicios	10,7	14,0	14,7	18,7	19,0	19,7	20,7	
PMI servicios	53,8	55,6	57,8	59,2	57,3	57,1	57,6	
Tasa de paro	8,4	8,4	8,2	7,9	7,8	7,6	7,4	
Confianza consumidores	-15,3	-12,3	-10,7	-9,7	-8,3	-7,0	-5,3	
IAPC (d) (e)	2,6	2,2	2,2	2,5	1,7	1,9	1,9	
IPRI (d) (e)	4,4	4,7	5,1	5,8	4,6	4,1	2,9	
Precio del petróleo en dólares (e)	62,6	56,5	61,6	68,1	61,2	62,8	62,3	68,0
Préstamos al sector privado (d) (e)	8,7	9,2	10,8	11,0	11,4	10,8	10,3	
Rendimiento bonos a diez años UEM	3,3	3,4	3,6	4,0	4,0	3,9	4,1	4,2
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,98	1,12	1,06	1,08	1,00	0,82	0,66	0,55
Tipo de cambio dólar/euro (e)	1,204	1,180	1,210	1,271	1,266	1,317	1,332	1,361
Apreciación/depreciación del dólar/euro (e)	-11,6	-13,4	2,6	7,8	7,3	11,6	1,1	3,3
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	17,7	23,0	10,3	4,2	11,9	20,3	3,4	8,3

FUENTES: Eurostat, BCE y Banco de España.

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

b. Información disponible hasta el día 20 de abril de 2007.

c. Previsiones de crecimiento intertrimestral.

d. Crecimiento interanual.

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

Por lo que respecta al mercado de trabajo, su recuperación siguió afianzándose a finales de 2006. Así, el empleo se incrementó a lo largo del cuarto trimestre de 2006 un 0,3% —lo mismo que en el trimestre anterior—, lo que supuso el mantenimiento de su tasa de crecimiento interanual en el 1,5%. Este comportamiento del empleo, unido al mayor dinamismo de la actividad económica del área en el último trimestre del pasado año, dio lugar a una notable aceleración de la productividad, cuyo ritmo de crecimiento se elevó hasta el 1,8% (1,2% en el trimestre previo). Por otra parte, la remuneración por asalariado registró un incremento interanual del 1,8%, cinco décimas inferior a la del trimestre precedente. No obstante, este dato viene muy condicionado por la caída del 1% observada en la remuneración por asalariado de Italia, puesto que, en el resto de países, esta variable se aceleró ligeramente o mantuvo estable su ritmo de avance. El incremento nulo experimentado por los costes laborales unitarios (frente al 1,1% del trimestre anterior) supuso una intensa expansión de los márgenes empresariales, ya que el deflactor del PIB aumentó un 1,7% (véase gráfico 9).

Para los primeros meses de 2007, la información más reciente avala un crecimiento del PIB robusto en el área del euro, si bien a ritmos más moderados que en el trimestre anterior como resultado, en parte, del aumento del IVA alemán en enero (véase gráfico 10). Desde el punto de vista de la oferta, tras el descenso de enero, la producción industrial volvió a expandirse en febrero, de forma que el índice recuperó el nivel registrado a finales del año pasado. Por otro lado, los indicadores cualitativos provenientes de las encuestas de confianza de la Comisión Europea y de las encuestas de los directores de compras PMI retrocedieron



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

ligeramente en media, en comparación con los últimos meses de 2006, en la industria y mejoraron en el sector de los servicios. En el sector de la construcción, el sentimiento económico, de acuerdo con las encuestas de la Comisión, empeoró notablemente en los primeros meses del año. En el ámbito laboral, las señales proporcionadas por los indicadores son en general positivas. Así, ambas encuestas reflejaron un mayor optimismo en el primer trimestre de 2007 acerca de las expectativas sobre el empleo en todos los sectores, con la única excepción de la encuesta de la Comisión en el sector servicios. Además, la tasa de paro continuó reduciéndose en enero y febrero —hasta el 7,3%, su nivel más bajo desde 1993, primer año para el que existen datos agregados para la UEM de esta variable—, prolongando una tendencia descendente que se inició hace dos años y que, según distintas estimaciones, podría corresponderse, en parte, con una caída de la tasa de paro estructural, impulsada por alguna de las reformas laborales emprendidas en algunos países del área en los últimos años (véase recuadro 2).

Por su parte, los indicadores de demanda anticipan en general una evolución favorable de la actividad en el primer trimestre del año, aunque los referidos al consumo han captado el efecto negativo del aumento del IVA en Alemania, que fue especialmente intenso en enero, si bien se ha ido mitigando a lo largo del trimestre. En concreto, las ventas minoristas —con datos hasta febrero— y, sobre todo, las matriculaciones, se desaceleraron en media en el primer trimestre del año, arrastradas por el comportamiento alemán. La información de naturaleza cualitativa proveniente de las encuestas de la Comisión Europea muestra un elevado optimismo entre los consumidores en el primer trimestre de 2007, mientras que los empresarios del comercio minorista mantuvieron su confianza en niveles elevados. Con respecto a la inversión en bienes de equipo, los indicadores permiten augurar buenas perspectivas para este componente del PIB, dadas las mejoras observadas en el grado de utilización de capacidad productiva de la encuesta trimestral de la Comisión y en la valoración de la cartera de pedidos. Asimismo, los datos publicados en enero en la encuesta semestral sobre la inversión de la Comisión muestran una aceleración del gasto en capital previsto para el conjunto del año 2007. En último lugar, las favorables expectativas de exportación, el incremento de la valora-

El modelo de mercado de trabajo tradicionalmente vigente en los países europeos en las primeras décadas, tras la segunda guerra mundial, en el que los individuos empleados eran predominantemente varones, se basaba en la generalización de los contratos de duración indefinida, elevados costes de despido y jornada laboral de duración estándar. Sin embargo, las transformaciones económicas y sociales surgidas en el último cuarto del siglo pasado fueron requiriendo una profunda adaptación de los mercados laborales. En concreto, fenómenos como la creciente globalización de la actividad económica y la aceleración de los cambios tecnológicos, o la incorporación de la mujer al mercado laboral, han ido exigiendo la aparición de formas de organización del trabajo más flexibles.

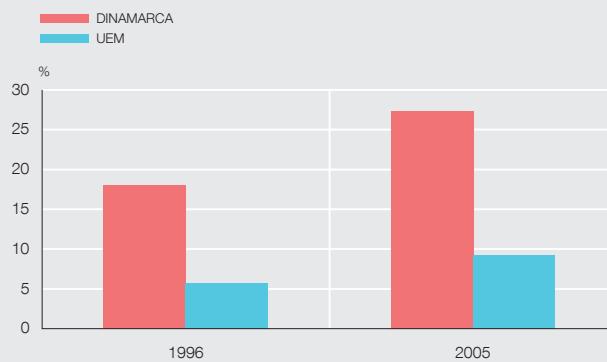
La exigencia de mayor flexibilidad en un contexto de resistencia al cambio, motivada por la percepción de que este puede traducirse en una menor seguridad, ha dado lugar a reformas parciales que no han conseguido aumentar suficientemente el grado de utilización

del factor trabajo. En este contexto, en el debate de política económica europea se ha tendido, dentro del abanico de mercados laborales existentes en los diversos países, a la búsqueda de aquellos que puedan constituir un modelo válido para el resto de Estados miembros, ejemplo que se ha creído encontrar en los países nórdicos —y, en particular, en Dinamarca—, a la luz de los buenos resultados que han cosechado en materia de empleo. En particular, el mercado laboral danés se caracteriza por la coexistencia de un grado elevado de flexibilidad, con un nivel también alto de protección social (lo que se ha dado en llamar «flexiguridad»). Los principales elementos de flexibilidad y seguridad son, respectivamente, la existencia de costes de despido relativamente reducidos y de prestaciones por desempleo elevadas (véanse gráficos 1 y 2). La percepción de estas últimas está condicionada, no obstante, a la aceptación de ofertas de empleo y a la participación en programas de formación, al objeto de proporcionar los incentivos adecuados. De este modo, se pretende facilitar el ajuste de las plantillas de las empresas al tiempo que se garantiza, a los trabajadores que pierden su puesto

1 LEGISLACIÓN DE PROTECCIÓN AL EMPLEO (a)



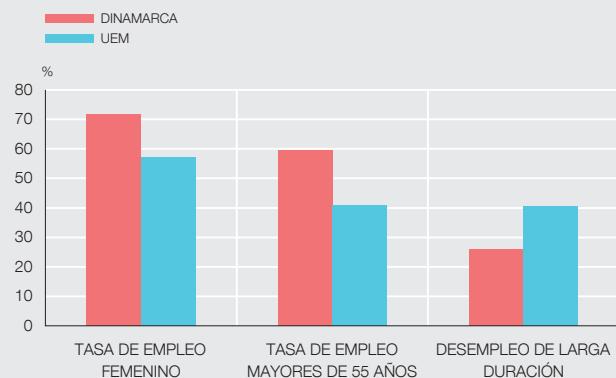
3 FORMACIÓN CONTINUA (c)



2 TASA DE REPOSICIÓN (b)



4 RESULTADOS DEL MERCADO DE TRABAJO EN 2005 (d)



FUENTES: Eurostat y OCDE.

a. Indicador sintético que mide los costes de despido y toma valores entre 0 y 6. Un valor más elevado indica una legislación más estricta.

b. Esta medida se calcula como la media entre las tasas de reposición brutas de las prestaciones por desempleo para dos niveles salariales, tres situaciones familiares y tres duraciones de desempleo.

c. Se refiere al porcentaje de la población entre 25 y 64 años que declaró haber recibido formación o educación en las cuatro semanas anteriores a la encuesta (European Union Labour Force Survey).

d. El desempleo de larga duración (superior a un año) se expresa como porcentaje del desempleo total.

de trabajo, un determinado nivel de rentas en la transición hasta un nuevo empleo.

El tercer ingrediente básico del modelo laboral danés es el énfasis en las políticas activas del mercado de trabajo, a través de las cuales se pretende mantener permanentemente actualizadas las cualificaciones profesionales de los individuos, con el fin de permitir que la transición entre empleos tenga una duración corta (véase gráfico 3). En este modelo, la seguridad no se identifica, por lo tanto, con el desempeño de un mismo puesto de trabajo a lo largo de toda la vida laboral, sino con el encadenamiento sucesivo de distintos empleos, de modo que la acumulación de conocimientos permitiría que, en cada uno de ellos, el trabajador sea al menos tan productivo como en el anterior. Por tanto, un funcionamiento correcto de este esquema debería conducir no solamente a tasas de empleo más elevadas, sino también a ritmos más altos de crecimiento de la productividad.

Los resultados alcanzados por el mercado de trabajo danés sugieren que el modelo de «flexiguridad» ha sido exitoso (véase gráfico 4). En particular, las tasas de empleo total, femenino y de los mayores de 55 años se situaron en 2005 en el 75,5%, 71,9% y 59,5%, respectivamente (esto es, 11, 15 y 19 pp por encima de los del conjunto del área del euro), en tanto que las tasas de paro total y, sobre todo, de larga duración son especialmente reducidas. Los indicios de que esta buena salud del mercado de trabajo danés pueda guardar relación con su configuración institucional han llevado a incluir la «flexiguridad» den-

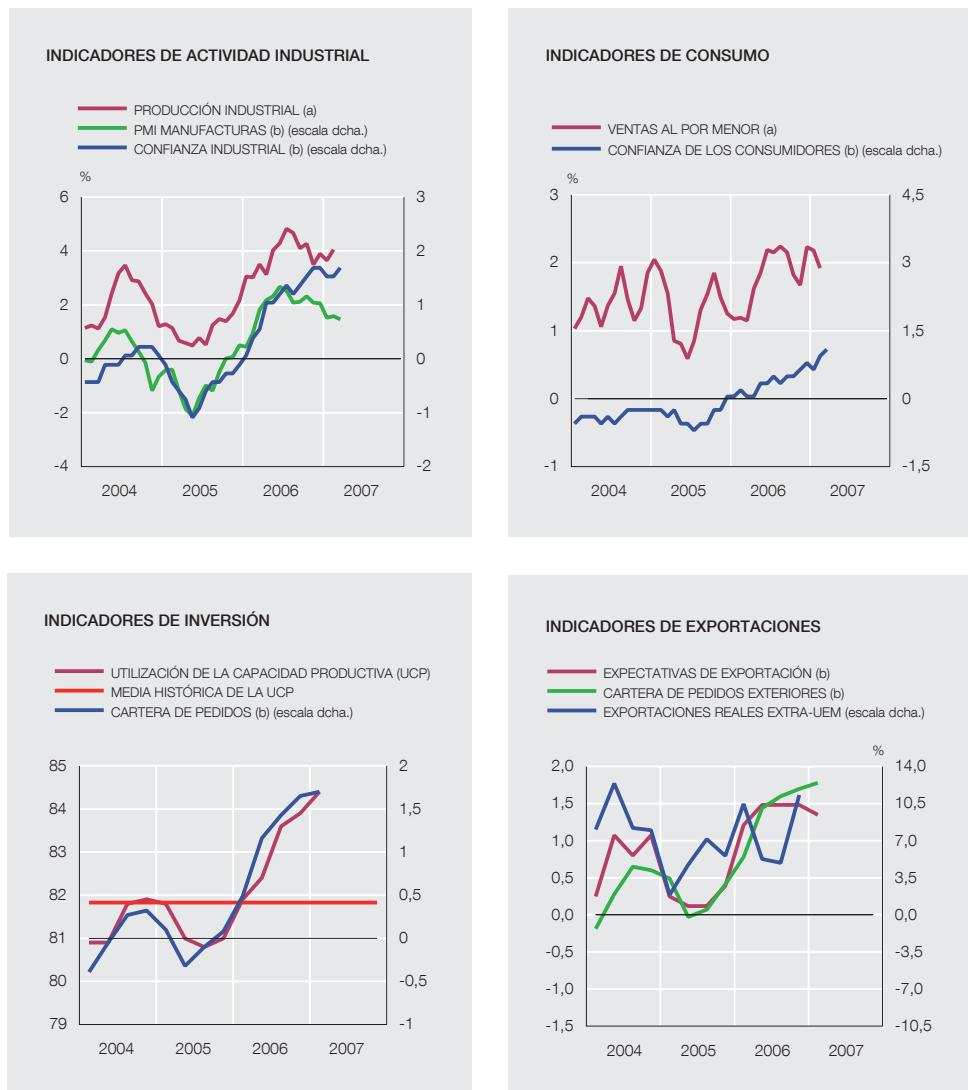
tro del debate de política económica europeo y, en particular, en las evaluaciones de los progresos en el desarrollo de la Agenda de Lisboa. Además, las Directrices para las políticas de empleo aprobadas por el Consejo Europeo en julio de 2005 propugnan «promover la flexibilidad combinada con la seguridad del empleo y reducir la segmentación del mercado de trabajo».

El modelo danés contiene elementos cuya introducción por parte de los países del área del euro merece ser considerada. Sin embargo, ello no significa necesariamente que deba ser replicado en todas sus características. En particular, los sistemas de prestaciones por desempleo y formación continua daneses son costosos para las finanzas públicas, lo que puede exigir una alta presión fiscal. De hecho, una perturbación severa en el conjunto de la economía podría traducirse en una incapacidad para absorber el paro resultante y en un cuantioso aumento del gasto público. Por ello, este modelo puede no ajustarse bien a países con un reducido tamaño del sector público y resultar inadecuado, al menos inicialmente, para países en una situación fiscal desfavorable y con un desempleo alto. Adicionalmente, la experiencia de otros países (España e Irlanda y, fuera del área del euro, el Reino Unido) muestra que es posible la reducción del desempleo a partir de modelos sociales muy diferentes del danés. Finalmente, la hipotética traslación de este modelo al resto de los países europeos puede tropezar con objeciones de los agentes sociales, lo que puede llevar a una aplicación desequilibrada de los distintos componentes del esquema, reduciendo su efectividad.

ción de la cartera de pedidos exteriores y el alto dinamismo de las exportaciones, de acuerdo con los datos de comercio exterior disponibles hasta febrero, anticipan una expansión de las ventas al resto del mundo en el primer trimestre del año.

En definitiva, es previsible que el crecimiento del producto se modere en los primeros meses de 2007, tras el excepcional dinamismo del último trimestre del pasado año —en parte afectado por la reforma fiscal en Alemania—, y que se sitúe en torno al punto medio del intervalo estimado por la Comisión Europea, del 0,4%-0,8%. En los meses siguientes, se espera que la actividad en la zona del euro prolongue su vigor, sustentada en el robusto crecimiento del comercio mundial y en la fortaleza de la demanda interna, impulsada, a su vez, por la creación de empleo y las favorables condiciones para financiar el gasto. Más a medio plazo, una desaceleración más intensa de lo esperado en Estados Unidos y la eventual repetición de las turbulencias sufridas por los mercados financieros y cambiarios internacionales a principios de marzo, en un contexto donde persisten los desequilibrios macrofinancieros globales, continúan dibujándose como riesgos a la baja sobre la actividad en la UEM.

En los primeros meses de 2007 la inflación se mantuvo por debajo de la cota del 2%, situándose en marzo en el 1,9%, el mismo nivel que en diciembre del pasado año, a pesar de la subida del IVA alemán en enero (véase gráfico 11). Esta ha tenido un impacto sobre las partidas menos volátiles del IAPC, pero su efecto sobre la inflación total fue compensado por la desaceleración del componente energético y de los alimentos no elaborados. Como conse-



FUENTES: Eurostat y Comisión Europea.

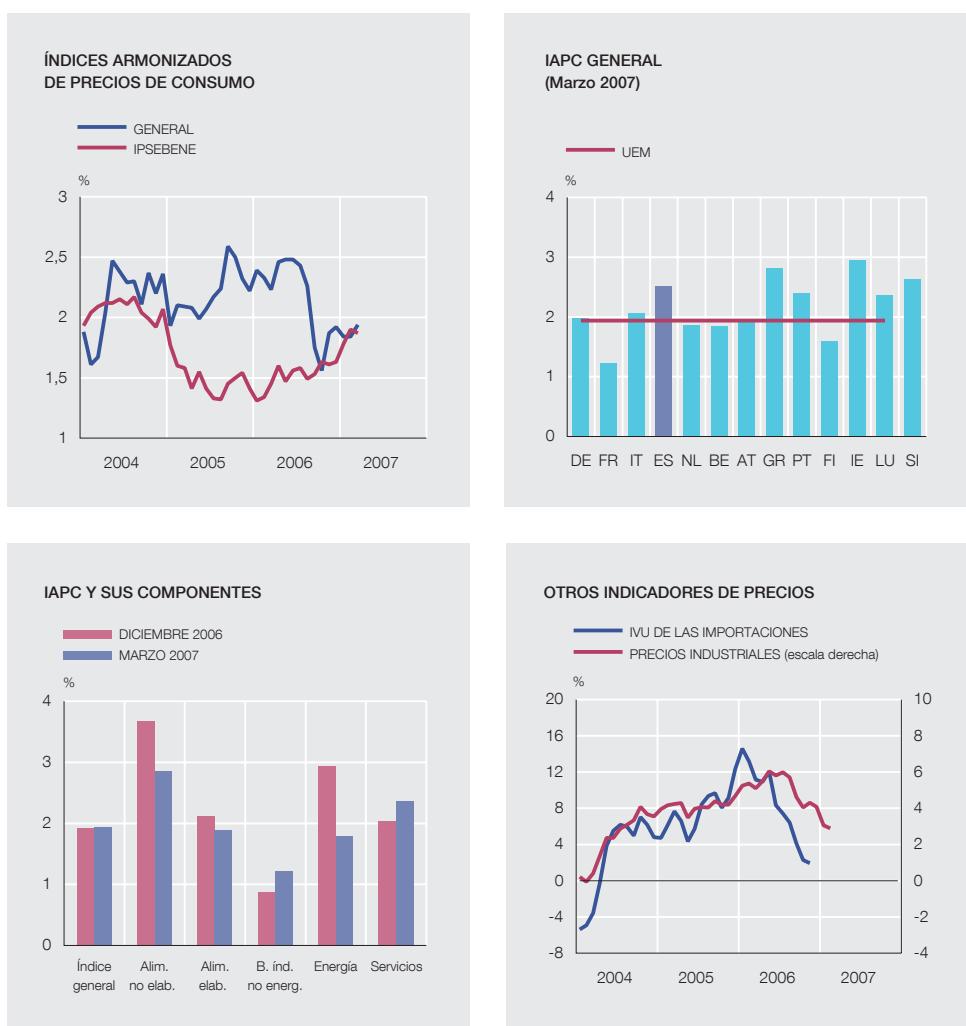
- a. Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.  
 b. Series normalizadas.

cuencia, el IPSEBENE —índice que excluye la energía y los alimentos no elaborados— mostró un perfil de aceleración desde finales de 2006 y su tasa de variación alcanza ya el 1,9% (frente al 1,6% de diciembre), su valor más alto desde diciembre de 2004. La notable ralentización de los precios energéticos también está detrás de la caída de la tasa de expansión de los precios industriales desde noviembre, si bien los precios de los bienes de consumo duradero y de capital se han acelerado, lo que puede ser un indicio de la aparición de algunos efectos indirectos de los incrementos pasados del precio del crudo.

Aunque las distintas previsiones disponibles, así como los indicadores de expectativas de inflación, apuntan al mantenimiento de la inflación en el corto y medio plazo en niveles compatibles con la estabilidad de precios, los riesgos son al alza. En primer lugar, la reaparición de las tensiones en los mercados de petróleo ha dado lugar a un significativo encarecimiento del crudo y no se pueden descartar subidas adicionales. Pero, sobre todo, existe el riesgo de que se registren incrementos salariales superiores a los previstos, en un contexto de robusto crecimiento económico y mejora continua del mercado de trabajo, que también podría favorecer

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

GRÁFICO 11



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

una mayor traslación del precio del petróleo a otros precios de consumo. La apreciación del tipo de cambio efectivo del euro en la primera parte del año, de mantenerse, tendería a mitigar estos riesgos.

Según las estimaciones publicadas por el BCE, el déficit de la balanza por cuenta corriente ascendió en enero de 2007 a 6 mm de euros, frente al saldo negativo de 10,1 mm que se registraba en el mismo mes de 2006. Esta disminución del déficit por cuenta corriente obedeció a la caída del saldo negativo tanto de la balanza de bienes —gracias a un crecimiento interanual de las exportaciones mayor que el de las importaciones— como de las transferencias. Por otra parte, en enero se produjo una importante entrada neta de capitales en forma de inversiones en cartera, de 39 mm de euros, cuantía muy superior tanto a las salidas netas en concepto de inversión directa como al déficit por cuenta corriente, de modo que, en dicho mes, la balanza básica registró un saldo positivo de 28 mm de euros, en claro contraste con el déficit acumulado de 49,4 mm que se observó en enero de 2006.

En referencia a la política fiscal, las últimas notificaciones de los Estados miembros de la UEM a la Comisión Europea en primavera indican que el déficit presupuestario del conjunto del área

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

CUADRO 2

	% del PIB	2004	2005	2006 (b)	2006 (c)	2007 (d)
Bélgica	0,0	-2,3	-0,3	0,2	0,3	
Alemania	-3,7	-3,2	-2,3	-1,7	-1,5	
Grecia	-7,9	-5,5	-2,5	-2,6	-2,4	
España	-0,2	1,1	1,5	1,8	1,0	
Francia	-3,6	-3,0	-2,8	-2,5	-2,5	
Irlanda	1,4	1,0	1,2	2,9	1,2	
Italia	-3,5	-4,2	-4,7	-4,4	-2,8	
Luxemburgo	-1,2	-0,3	-1,0	0,1	-0,9	
Holanda	-1,8	-0,3	0,0	0,6	0,2	
Austria	-1,2	-1,6	-1,4	-1,1	-0,8	
Portugal	-3,3	-6,1	-4,6	-3,9	-3,7	
Eslavonia	-2,3	-1,5	-1,6	-1,4	-1,5	
Finlandia	2,3	2,7	2,8	3,9	2,8	
<b>PRO MEMORIA: UEM (Incluyendo Eslavonia)</b>						
Saldo primario	0,3	0,5	0,9	1,4		
Saldo total	-2,8	-2,5	-2,0	-1,6	-1,4	
Deuda pública	69,7	70,5	69,4	69,0	68,0	

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. Previsiones de otoño de 2006 de la Comisión Europea.

c. Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de primavera de 2007.

d. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre finales de 2006 y principios de 2007.

en 2006 podría ser del 1,6% del PIB, 0,9 pp por debajo del registrado en 2005 (véase cuadro 2). La reducción del déficit de las Administraciones Públicas respondió a unos mayores ingresos de lo esperado y a la fortaleza de la actividad en el área. Esta estimación contrasta con la previsión más pesimista que la Comisión Europea había publicado en su informe de otoño en noviembre del pasado año, que situaba el déficit en el 2% del PIB. Con respecto a la ratio de deuda, de acuerdo con las notificaciones más recientes, esta habría disminuido desde el 70,5% en 2005 hasta el 69% en 2006.

La mejora de los saldos presupuestarios se extendió, en general, a todos los miembros de la UEM. Entre los países sujetos a un procedimiento de déficit excesivo, Italia fue el único que mostró un empeoramiento —de dos décimas— de su saldo en 2006, hasta llegar al 4,4%, debido a determinados factores excepcionales. En el resto, Alemania, Grecia y Portugal disminuyeron significativamente su déficit público, de forma que, en el caso de los dos primeros, se situó por debajo de la cota del 3% —en el 1,7% y el 2,6%, respectivamente— y en el caso del último, en el 3,9%. Finalmente, el desequilibrio presupuestario de Francia mejoró en 2006 en 0,5 pp, hasta el 2,5% y, dado que el saldo se situó por debajo del 3% por segundo año consecutivo, el Consejo ECOFIN decidió en enero derogar el correspondiente Procedimiento de Déficit Excesivo.

La Comisión no ha publicado todavía el saldo primario ajustado de ciclo basado en la nueva información procedente de las notificaciones. Estimaciones preliminares anticipan que la orientación de la política fiscal durante 2006 pudo ser neutral o contractiva (véase recuadro 3). De cara a 2007, los Programas de Estabilidad presentados entre diciembre del pasado año y enero de 2007 suponen que el déficit disminuirá hasta el 1,4% del PIB aproximadamente. No

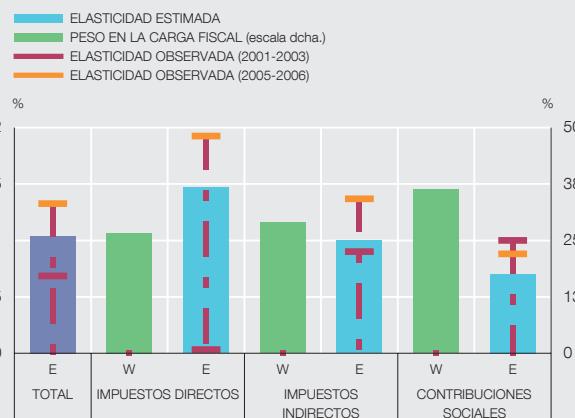
El superávit primario de las Administraciones Públicas del conjunto del área del euro en porcentaje del PIB aumentó en ocho décimas en el último ejercicio. La elevada magnitud de la mejora sugiere inmediatamente la pregunta acerca de las contribuciones respectivas del ciclo económico y de las acciones discrecionales de las autoridades, dadas las importantes implicaciones a la hora de extraer mensajes de política económica que la respuesta comporta. Esta no es, sin embargo, obvia, ya que los métodos para la obtención del componente cíclico de los saldos presupuestarios contienen ciertas dosis de imprecisión. En esencia, estas medidas se basan en el resultado de multiplicar las elasticidades ponderadas de los distintos capítulos de ingresos y gastos frente al *output gap* —como medida de la posición de la economía dentro del ciclo— por el propio *output gap*, existiendo dos características concretas de los procedimientos que pueden dar lugar a imperfecciones en los cálculos.

La primera de estas particularidades es que las elasticidades presupuestarias frente al *output gap* se estiman a partir de los datos históricos, siendo consideradas constantes para toda la muestra. Sin embargo, las elasticidades observadas, lejos de ser fijas, experimen-

tan fluctuaciones de notable intensidad. Así, la elasticidad agregada del conjunto de ingresos (cuyo valor estimado es aproximadamente igual a la unidad) se situó, en la práctica, por término medio en torno a 0,7 en el período 2001-2003 y a 1,3 entre 2005 y 2006 (véase gráfico 1). Por categorías de ingresos, las oscilaciones más intensas corresponden a los impuestos directos, cuyas elasticidades observadas en cada una de esas dos etapas fueron, respectivamente, de 0 y 1,9, de modo que este componente explica una proporción muy elevada de los cambios en la elasticidad total. Esta elasticidad observada presenta una correlación muy elevada con el propio ciclo económico, medido por los cambios en el *output gap*. Por consiguiente, el ajuste cíclico realizado por estos procedimientos puede ser incompleto, por lo que el tamaño del componente cíclico del saldo presupuestario puede estar, en el valor absoluto, infraestimado. Por ello, en las fases de expansión de la actividad, la valoración de la posición subyacente de las finanzas públicas, basada en los cálculos habituales, puede ser más favorable que la real, ocurriendo lo contrario en las etapas de menor dinamismo económico.

Para la comprensión de las causas que subyacen a las oscilaciones cíclicas de las elasticidades estimadas resulta útil tener en

#### 1 ELASTICIDADES IMPOSITIVAS RESPECTO AL PIB EN EL ÁREA DEL EURO



#### 3 REVISIÓN DE LAS ESTIMACIONES DEL SPAC (a)

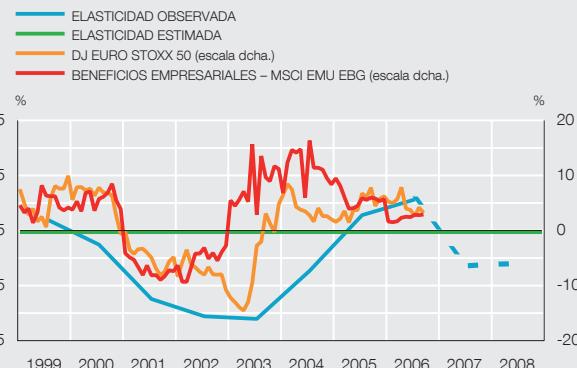


FUENTES: Thomson Financial Datastream y ejercicios de previsión de primavera y otoño de la CE (Varios números).

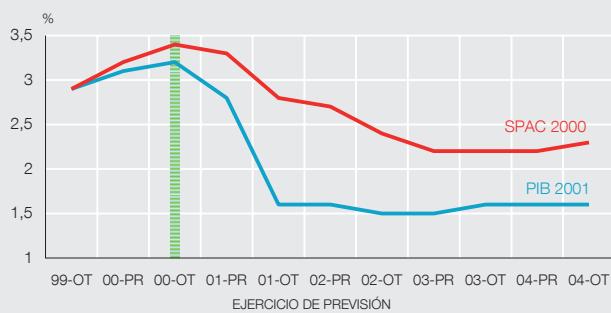
a. Para cada año  $t$  se representan tres ejercicios de previsión: los de otoño de  $t$ , primavera de  $t+1$  y otoño de  $t+1$ . La orientación de las flechas indica el sentido de las revisiones.

b. PR y OT denotan, respectivamente, los ejercicios de previsión de primavera y otoño. La línea discontinua centrada en la previsión de otoño de 2000 señala el punto a partir del cual las revisiones del SPAC 2000 no se pueden explicar por la inclusión de medidas discretionales.

#### 2 ELASTICIDADES DE LOS IMPUESTOS DIRECTOS Y LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES RESPECTO AL PIB



#### 4 EVOLUCIÓN DE LAS ESTIMACIONES DEL SPAC PARA 2000 Y EL PIB PARA 2001 (b)



cuenta que estas se calculan, en realidad, como el producto de las elasticidades de los distintos capítulos presupuestarios con respecto a sus bases y de las propias bases frente al *output gap*. El gráfico 2 ilustra dos posibles causas que explicarían las fluctuaciones cíclicas de la elasticidad estimada para el conjunto de impuestos directos. En primer lugar, en el cálculo de la elasticidad de los impuestos sobre la renta de las familias y de sociedades, las bases se aproximan, respectivamente, por las rentas salariales y el excedente bruto de explotación, sin tener en cuenta otros componentes de las mismas, como las ganancias de capital sobre los activos reales y financieros. Puesto que los precios de la vivienda y las cotizaciones bursátiles tienen un comportamiento cíclico (tal y como se ilustra en el gráfico para el segundo de estos dos casos), la elasticidad estimada tiende a infraestimar el componente cíclico de los impuestos directos que recaen sobre familias y empresas. En segundo lugar, los beneficios de las empresas del área del euro (base del impuesto sobre sociedades) experimentaron tasas negativas de crecimiento en los años 2001 y 2002, por lo que es muy probable que, en comparación con otras etapas, una proporción más elevada de empresas registrara pérdidas en este período. Dada la posibilidad de deducir de la base las pérdidas de ejercicios pasados, es posible que, en los años inmediatamente posteriores, la recaudación aumentara menos que proporcionalmente en relación con los beneficios.

La segunda particularidad está relacionada con el hecho de que, en la obtención del *output gap*, es preciso calcular el nivel del producto potencial, en cuyo cómputo intervienen medias móviles de la evolución efectiva del PIB, en las que la falta de observaciones futuras es suplida por la introducción de previsiones. Este hecho condiciona la posición cíclica estimada en los últimos años de la muestra, pues una revisión a la baja del crecimiento previsto resulta en un nivel inferior del producto potencial estimado para los períodos inmediatamente anteriores ya transcurridos y, en consecuencia, en un *output gap* y un componente cíclico del saldo presupuestario mayores y, para un saldo observado dado, un SPAC menor. En el gráfico 3 se representan, para cada ejercicio desde el inicio de la Unión Monetaria, las estimaciones del SPAC realizadas por la Comisión Europea en el otoño del año corriente y en la primavera y el otoño del siguiente, así como las previsiones de crecimiento del PIB en este último período efectuadas en cada uno de esos tres mo-

mentos del tiempo. Como se puede observar, durante el período 2000-2004 (con la excepción del año 2003), las revisiones a la baja sucesivas de las perspectivas de evolución del PIB a corto plazo condujeron a una revisión del mismo signo de la estimación del SPAC. Es importante destacar que los cambios en los SPAC calculados, que se muestran en el gráfico, no están motivados por la adopción de medidas discrecionales, ya que, para cada año, la primera de esas tres evaluaciones está realizada en octubre o noviembre, esto es, cuando prácticamente se encontraba ya cerrado el ejercicio presupuestario. En particular, la revisión del SPAC al cabo de un año supuso más de medio punto porcentual en los años 2000 y 2002.

La combinación de estas dos características proporciona una explicación plausible del episodio de empeoramiento de las cuentas públicas del área del euro en el período 2001-2003. Por un lado, el año 2000 fue de elevado dinamismo económico y, por tanto, de elasticidad observada de los ingresos por impuestos directos también relativamente alta, por lo que el SPAC tenía a estar sobreestimado. En este contexto, varios gobiernos del área pusieron en práctica rebajas de impuestos, a lo que probablemente contribuyó el que interpretaran que la situación subyacente de las finanzas públicas era lo suficientemente sólida como para permitir la adopción de tales medidas. Sin embargo, a partir de 2001 sobrevino una desaceleración del PIB intensa e inesperada —y, además, prolongada—, lo que, dado el método de cálculo de los *output gaps*, provocó sucesivas revisiones a la baja del SPAC del año 2000, de modo que la estimación actual de esta variable arroja una cifra inferior en 1,1 pp a la disponible en el otoño de aquel ejercicio (véase gráfico 4).

En todo caso, la experiencia del año 2000 resulta, en la situación actual, particularmente valiosa desde un punto de vista de política económica, pues existe el riesgo de que se interprete que la parte de la mejora del saldo primario observada en 2006 que resulta atribuible a factores discretionales sea mayor que la que verdaderamente tuvo lugar y que ello conduzca a una relajación de los esfuerzos de corrección de los desequilibrios. Las consecuencias de esta interpretación errónea serían más graves cuando cambien las favorables condiciones cíclicas actuales, por lo que es deseable que las autoridades actúen con prudencia en el diseño de la política fiscal para el próximo año.

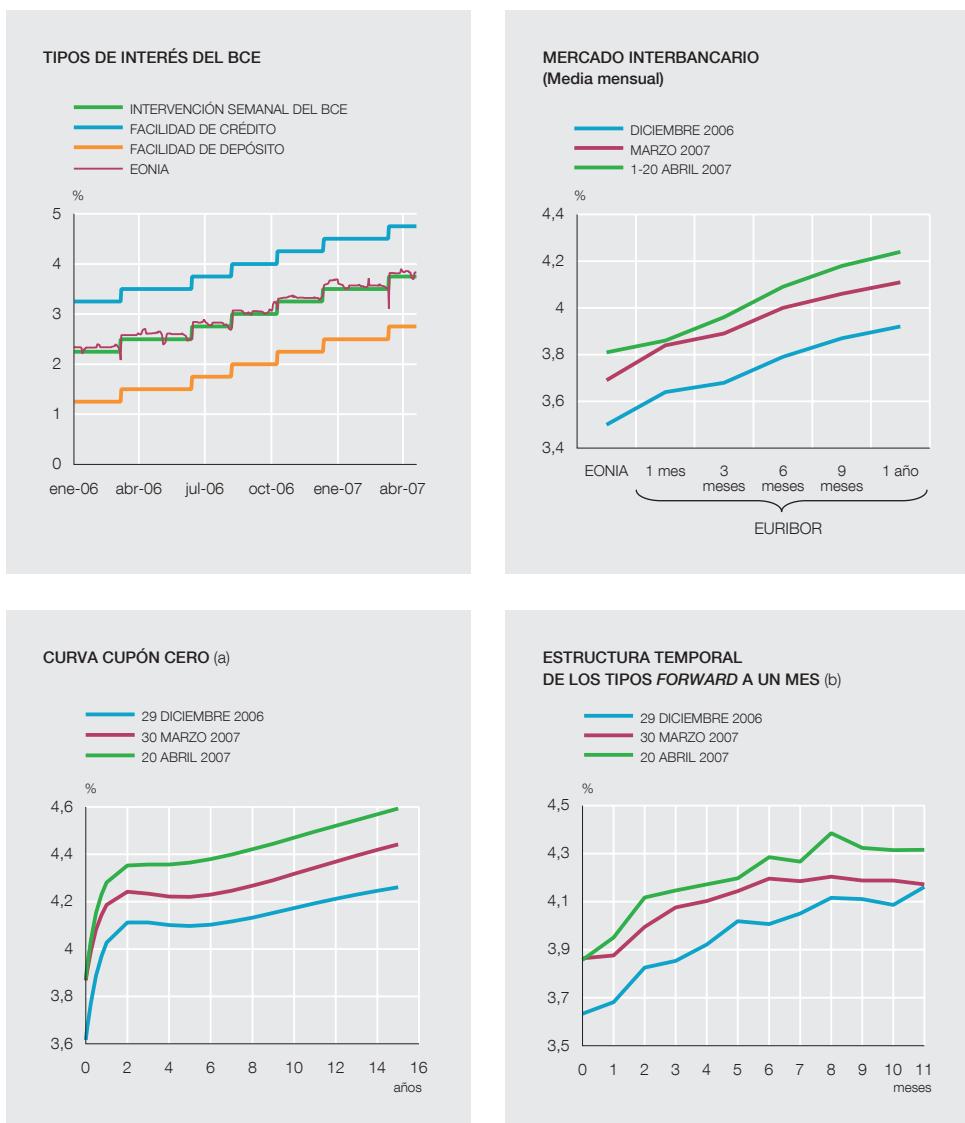
obstante, cabe señalar que, dado que la reducción del déficit en 2006 fue más acentuada que lo previsto en estos programas y que para 2007 las perspectivas sobre el crecimiento son también favorables, se podría esperar que la mejora en este año fuera más ambiciosa.

### **3.2 Evolución monetaria y financiera**

A lo largo de los tres primeros meses de 2007, el Consejo de Gobierno del BCE decidió un nuevo incremento de 25 pb de los tipos de interés oficiales en la reunión de marzo, tras identificar la existencia de riesgos al alza para el mantenimiento de la estabilidad de precios en el medio plazo, relacionados, principalmente, con la posibilidad —en el contexto actual de fuerte crecimiento de la actividad y el empleo— de unos incrementos salariales superiores a los inicialmente previstos.

## TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 12

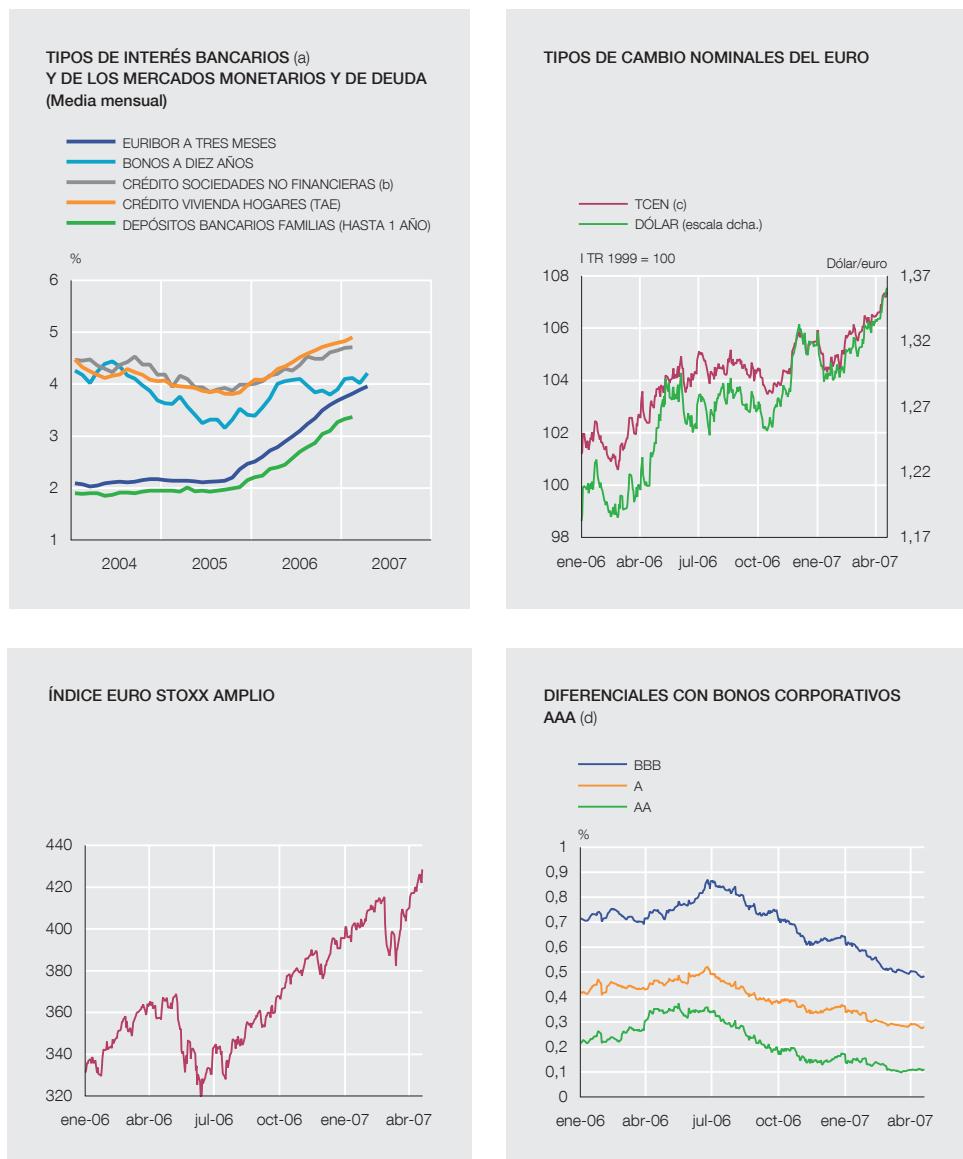


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

En su reunión de abril, el BCE decidió mantener inalterados los tipos de interés, pero confirmó la existencia de los mismos riesgos y aseguró que realizaría un seguimiento muy atento de la evolución económica y monetaria, con el objetivo de evitar que tales riesgos lleguen a materializarse. Como resultado de estas decisiones, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se sitúa en el 3,75%, y los de las facilidades marginales de depósito y crédito en el 2,75% y en el 4,75%, respectivamente (véase gráfico 12). A pesar del carácter algo más restrictivo de la política monetaria, su tono sigue teniendo un sesgo acomodante.

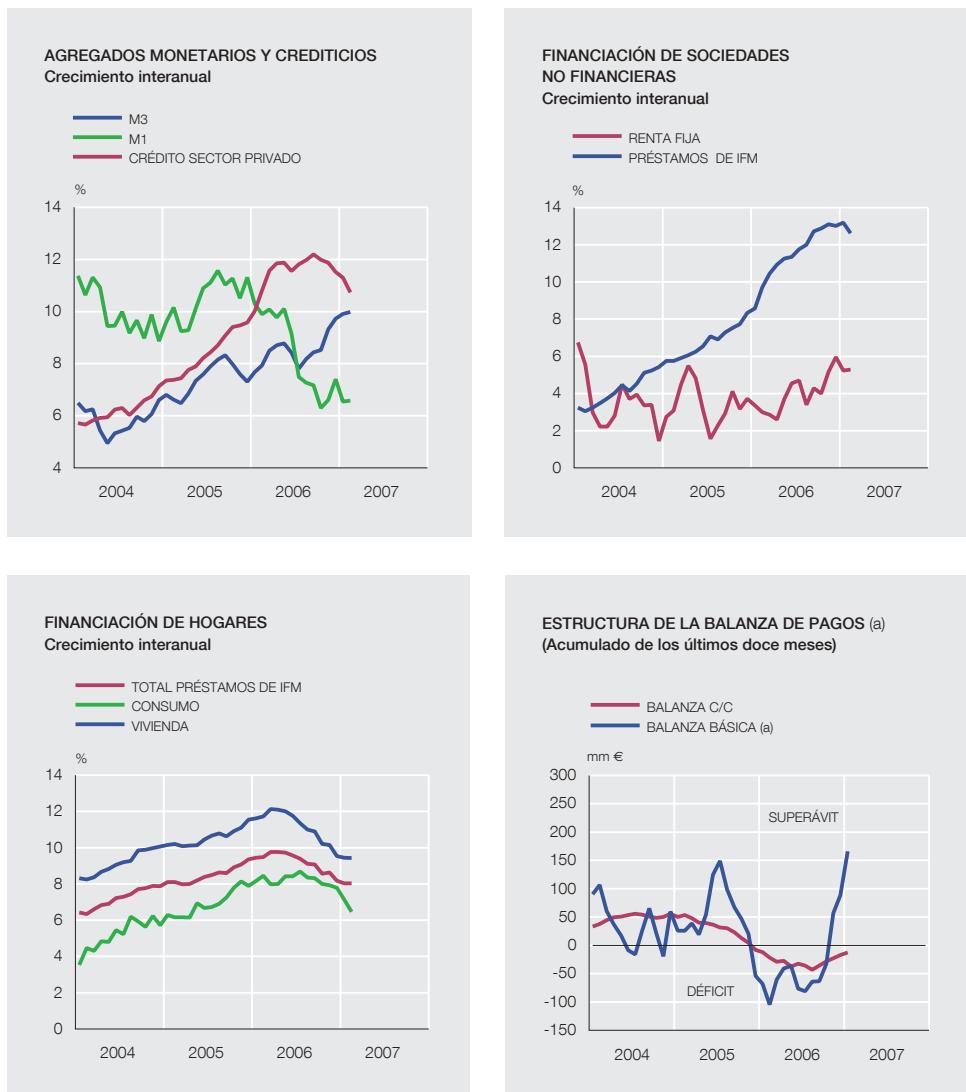
La evolución de las variables financieras en el primer trimestre de 2007 supuso una prolongación de la tendencia observada a finales del pasado año, si bien en el mes de marzo se vio interrumpida temporalmente por el episodio de turbulencias que afectó a los mercados mundiales. Este episodio evidenció el escaso nivel de aversión al riesgo que parece predominar entre los inversores, lo que plantea la posibilidad de que estas turbulencias puedan repetirse en el futuro.



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.

La curva de tipos en el mercado interbancario fue experimentando, a lo largo de los tres primeros meses del año, un gradual desplazamiento hacia niveles más altos, en consonancia con las expectativas de aumentos de los tipos oficiales. En los mercados de deuda pública, las rentabilidades a largo plazo se sitúan en la actualidad en niveles ligeramente superiores a los que mantuvieron, con ciertas oscilaciones, en los primeros dos meses del año, al haberse recuperado de la caída registrada en la primera mitad del mes de marzo. Aunque con una evolución muy similar, el mayor descenso de los tipos de los bonos en Estados Unidos dio lugar a una reducción del diferencial en abril, hasta los 50 pb. La subida de los tipos oficiales también ha continuado impulsando al alza los tipos aplicados por las entidades de créditos en los préstamos y en los depósitos (véase gráfico 13).



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- a. La balanza básica se aproxima por la suma del saldo de la balanza por cuenta corriente y las inversiones directas y en cartera.

En los primeros tres meses del año, el tipo de cambio efectivo nominal medio del euro se mantuvo en línea con su valor de diciembre, dado que la apreciación de la moneda europea en los meses de febrero y marzo permitió compensar la depreciación registrada en enero, lo que refleja, fundamentalmente, la evolución del euro frente al dólar y la libra esterlina. No obstante, en las primeras semanas del mes de abril, el euro ha intensificado su tendencia apreciadora, con una revalorización —en relación con la media del mes anterior— de casi un 1% en términos efectivos nominales y próxima al 2% con respecto al dólar.

Por lo que respecta a los mercados de renta variable, las buenas perspectivas para los beneficios empresariales —en un contexto de solidez del crecimiento económico— permitieron que los índices bursátiles continuaran con la senda alcista de los últimos meses del año 2006. Sin embargo, arrastrados por las bolsas mundiales, los mercados europeos registraron importantes pérdidas desde finales de febrero hasta mediados de marzo, si bien desde entonces han retomado la tendencia alcista. Así, la ganancia acumulada del índice EURO STOXX en el primer trimestre de 2007 fue del 3,4%, mientras que en lo que va de abril se ha revalorizado

casi un 5% adicional. No obstante, estas ganancias se han registrado en un entorno de mayor volatilidad y, según algunos analistas, de elevada asunción de riesgos. En todo caso, los diferenciales de los bonos corporativos han registrado una caída gradual en lo que va de año, que no se vio afectada por las turbulencias.

En cuanto a la evolución de los agregados monetarios, M3 se expandió en febrero al 10%, lo que supuso la prolongación de la senda alcista que viene registrando este agregado desde mediados del pasado año (véase gráfico 14). Esta fuerte expansión monetaria refleja el nivel todavía moderado de los tipos de interés y el fortalecimiento de la actividad económica en el área del euro. La ligera aceleración de M3 en febrero se extendió también a M1, debido al mayor crecimiento de los depósitos, aunque este agregado mantuvo estable su ritmo de avance con respecto a la media del último trimestre de 2006.

Por el contrario, el crédito al sector privado, así como su componente principal, los préstamos, registraron en febrero sendas caídas de su ritmo de expansión, por quinto mes consecutivo (en el segundo caso, hasta el 10,3%, desde el 10,8% del pasado diciembre). Por agentes, los préstamos concedidos a las sociedades no financieras siguieron mostrándose muy dinámicos y tan solo en febrero se desaceleraron, hasta registrar un crecimiento del 12,6%. Según la Encuesta de Préstamos Bancarios correspondiente al cuarto trimestre de 2006, este dinamismo obedeció a las elevadas necesidades de financiación asociadas a inversiones en capital fijo y existencias y al capital circulante, así como, nuevamente, a las operaciones de fusiones y adquisiciones. Por otro lado, en los primeros meses de 2007, los préstamos concedidos a los hogares continuaron el proceso de ralentización iniciado en el segundo trimestre del pasado año, gracias a la notable desaceleración de los de consumo —contrarrestada, parcialmente, por la aceleración de los destinados a otros fines— y, en menor medida, de los préstamos concedidos para la adquisición de vivienda, que, no obstante, todavía crecen a ritmos muy elevados (9,4% en febrero). En último lugar, la evolución del crédito al sector privado por países continuó siendo muy heterogénea. En todo caso, la moderación del crecimiento del crédito al sector privado es una característica compartida por los principales países del área, excepto Italia.

Según las estimaciones de la CNTR, el crecimiento interanual del PIB en el cuarto trimestre de 2006 ascendió al 4%, dos décimas más que en el trimestre anterior, como consecuencia de la aceleración en una décima de la demanda nacional, hasta alcanzar una tasa del 4,7%, y de la mejora en la misma cuantía de la aportación de la demanda exterior neta, que se situó en -0,9 pp. En términos de la tasa intertrimestral, la expansión del producto fue del 1,2%, la más alta del año. La información disponible apunta a que el ritmo de crecimiento del producto se mantendría en el 4% en el primer trimestre de 2007 —lo que supone un 1% en términos intertrimestrales—, como consecuencia de la estabilidad tanto de la demanda nacional como de la aportación del sector exterior (véase gráfico 15). La evolución de la demanda nacional en este trimestre se habría sustentado, al igual que en el período anterior, en el dinamismo de la inversión en equipo y en la fortaleza del consumo privado, al tiempo que se estima que la inversión en construcción se ha moderado ligeramente. Para este período se proyecta también una desaceleración tanto de las exportaciones como de las importaciones de bienes y servicios en comparación con las tasas observadas a finales de 2006, con lo que la aportación de la demanda exterior neta se mantendría sin cambios.

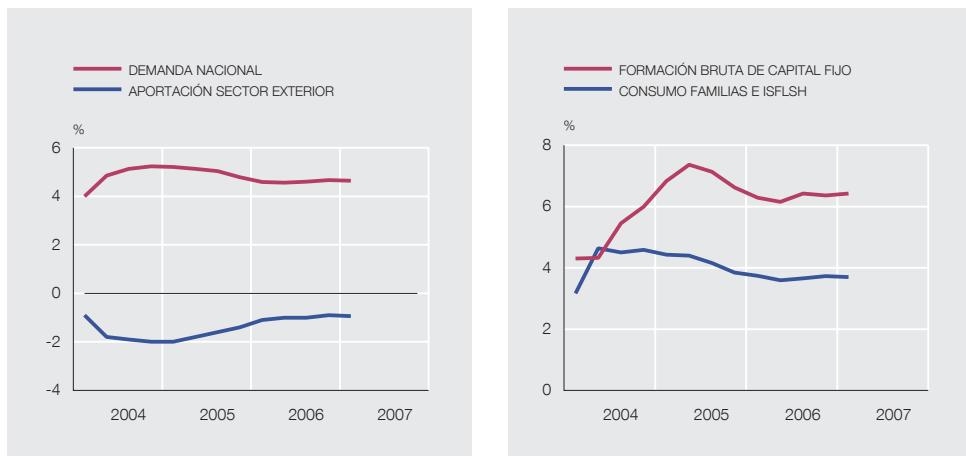
Desde la óptica del valor añadido, la estabilidad en el ritmo de expansión del producto en los primeros meses del año 2007 se reflejaría, en líneas generales, en todas las ramas de actividad, destacando la consolidación de la recuperación de la rama industrial. En cuanto al empleo, se estima que el número de ocupados ha continuado creciendo a tasas elevadas, en torno al 3%, en el primer trimestre de 2007, de forma que no se habrían producido avances adicionales en la evolución de la productividad aparente del trabajo. Se prevé que los costes laborales unitarios se hayan desacelerado ligeramente como consecuencia de la moderación en la remuneración por asalariado, que refleja un impacto reducido de la activación de las cláusulas de salvaguarda de los convenios de 2006, gracias a la menor tasa de inflación con que acabó dicho ejercicio. Por su parte, en los primeros meses del año continuó la desaceleración de la inflación, aunque con menor intensidad que en el trimestre precedente. El IPC redujo su tasa de crecimiento interanual en dos décimas, hasta alcanzar el 2,5% en marzo, debido a la caída de los precios energéticos respecto a los registrados hace un año, mientras que la inflación subyacente se situó en marzo en el mismo nivel que en diciembre de 2006 (2,5%).

### 4.1 Demanda

En el cuarto trimestre de 2006, el gasto en consumo final de los hogares mantuvo su tasa de crecimiento en el 3,7% interanual, prolongándose la senda de relativa fortaleza observada durante casi todo el año. La información coyuntural más reciente indica que en el primer trimestre de 2007 el consumo privado podría haber crecido a una tasa similar. El indicador sintético de consumo privado de bienes y servicios presenta un perfil en los primeros meses de 2007 distorsionado, ya que está afectado por un efecto de base, ligado al volumen extraordinario de importaciones registrado a comienzos de 2006; no obstante, su evolución tendencial apunta hacia una estabilización. En la misma dirección señalan los datos de ventas de grandes empresas de la Agencia Tributaria correspondientes a enero y febrero, con una suave aceleración de los servicios destinados al consumo, y el índice de comercio al por menor, que mostró un significativo aumento en el mismo período. Asimismo, la confianza de los consumidores se mantuvo prácticamente estable en el primer trimestre de 2007, tras la mejora registrada a finales del año anterior. Por su parte, las matriculaciones de automóviles descendieron en los tres primeros meses del año (véase gráfico 16).

## PRINCIPALES AGREGADOS DE LA DEMANDA (a)

GRÁFICO 15

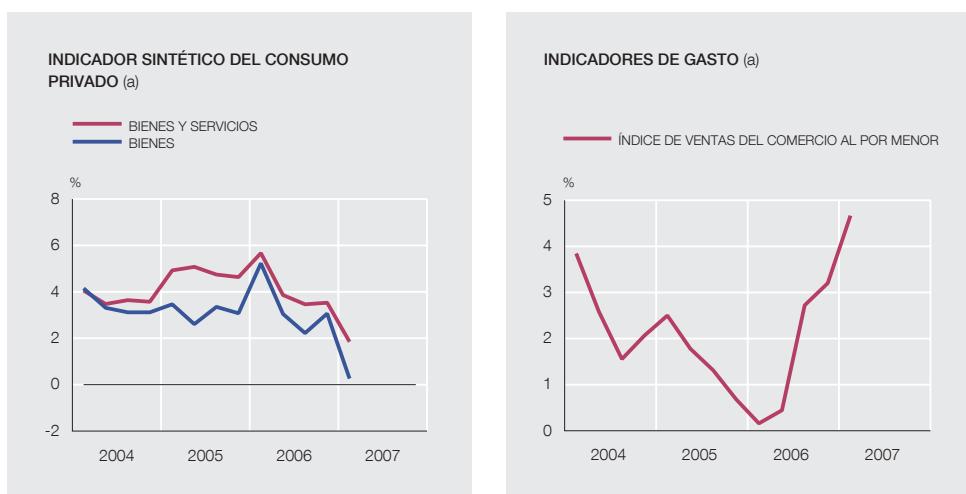


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

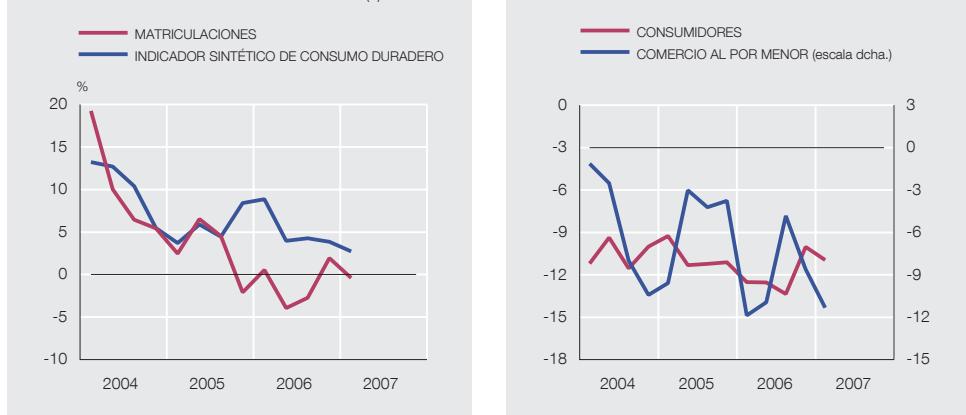
## INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO

GRÁFICO 16



## INDICADORES DE CONSUMO DURADERO (a)

## INDICADORES DE CONFIANZA



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

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

Según los datos de las cuentas no financieras de los sectores institucionales referidos al cuarto trimestre de 2006, el consumo privado creció en 2006 por encima de su renta disponible, de forma que la tasa de ahorro se redujo de nuevo, hasta situarse en el 10,1%. Para el año en curso, se espera una aceleración de la renta real disponible de los hogares, basada en la moderación de la inflación y en los menores pagos impositivos —como consecuencia de la reforma del IRPF que entró en vigor a principios del año—, que compensarían la detacción que ejercerían los pagos netos por intereses. No obstante, es previsible que en 2007 el consumo no crezca en la misma proporción que la renta y que se recupere la tasa de ahorro, en un contexto de aumentos de los tipos de interés. Por su parte, la riqueza de las familias ha continuado desacelerándose, con un menor empuje de las cotizaciones bursátiles y con una tasa de crecimiento más modesta de la riqueza inmobiliaria, dada la moderación experimentada por el precio de la vivienda, que aumentó a una tasa interanual del 7,2% en el primer trimestre de 2007, frente al 9% del cuarto trimestre de 2006.

El consumo final de las Administraciones Públicas repuntó siete décimas en el cuarto trimestre de 2006, hasta alcanzar un incremento del 4,9%. Para el primer trimestre de 2007 se prevé una desaceleración de este componente, que se basaría en un menor aumento tanto de la remuneración de asalariados como de las compras netas de bienes y servicios.

La formación bruta de capital fijo mantuvo en el cuarto trimestre de 2006 el notable ritmo de avance registrado el período anterior, un 6,4% interanual. Esta evolución fue el resultado de una aceleración en 1,8 pp de la inversión en bienes de equipo, hasta el 11,4%, y de una menor expansión de la inversión en construcción y en otros productos, que registraron tasas de variación del 5,7% y 1,7%, respectivamente. La información disponible para el primer trimestre apunta hacia un mantenimiento de la fortaleza de la inversión en capital fijo, con un crecimiento por componentes relativamente similar al registrado a finales de 2006.

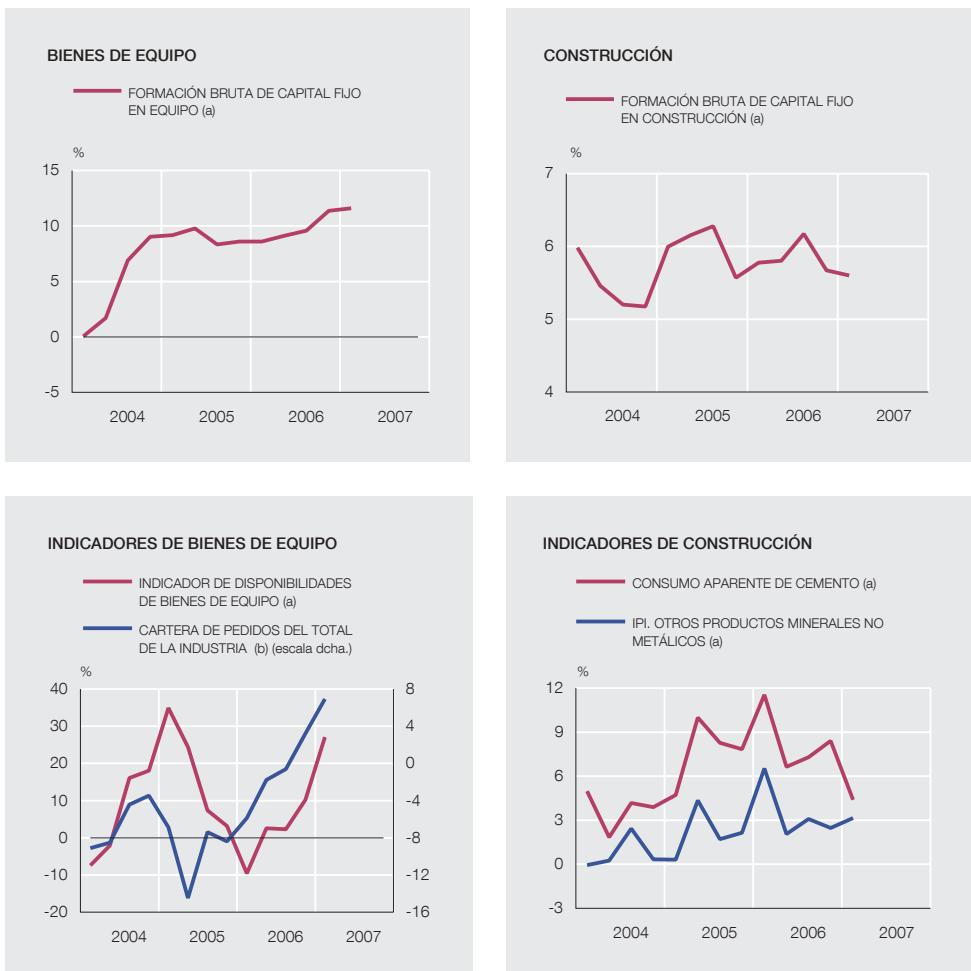
En efecto, los indicadores relativos a la inversión en bienes de equipo muestran una continuidad del dinamismo de este componente. Así, el indicador de disponibilidades, calculado con datos incompletos para el primer trimestre de 2007, mantiene un notable ritmo de crecimiento, basado en el vigor de la producción interior de este tipo de bienes. Además, el indicador de confianza del conjunto de la industria registró una mejora en el primer trimestre, acompañada por una positiva evolución de la cartera de pedidos, en concreto, la relativa a la industria de bienes de equipo (véase gráfico 17).

La evolución reciente de la inversión en equipo se sustenta en el dinamismo de la actividad empresarial, favorecida por la fortaleza de la demanda interna y por la recuperación de las exportaciones, que ha contrarrestado el efecto negativo del endurecimiento de las condiciones de financiación. Asimismo, según los datos de las cuentas no financieras trimestrales de los sectores institucionales correspondientes al cuarto trimestre de 2006, los resultados económicos de las sociedades no financieras tuvieron un comportamiento bastante favorable en ese año, con una aceleración del excedente bruto de explotación hasta el 7,5%. No obstante, también se produjo un incremento significativo de la carga financiera y de la ratio de endeudamiento, que se reflejó en un empeoramiento del indicador de presión financiera sobre la inversión en el año 2006.

La inversión en construcción aumentó un 5,7% en el cuarto trimestre de 2006, por debajo del ritmo de crecimiento del trimestre anterior. La información coyuntural disponible apunta a una ligera moderación en el primer trimestre de 2007. La producción de materiales para la construcción mostró en el conjunto de enero y febrero una tasa de expansión similar a la de los meses finales de 2006, mientras que el consumo aparente de cemento registró en ese

## FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO

GRÁFICO 17

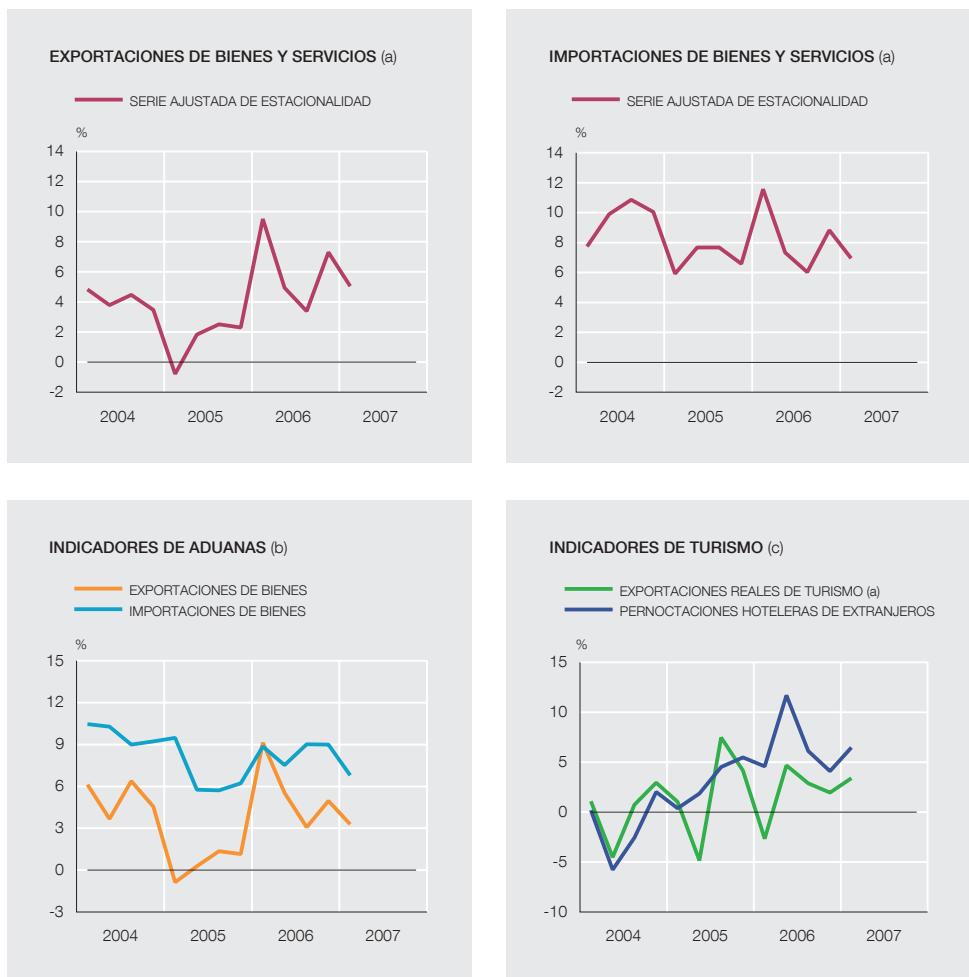


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Instituto Nacional de Empleo y Banco de España.

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

período una suave desaceleración (véase gráfico 17). El ritmo de avance de los afiliados a la Seguridad Social del sector se redujo ligeramente en el primer trimestre del año, si bien presentó una magnitud elevada, y el paro registrado cayó a una tasa parecida a la del período anterior. Por último, la confianza de las empresas constructoras se moderó en los primeros meses del año, como consecuencia de un descenso en la demanda esperada para los próximos meses.

Diferenciando por tipo de obra, la vivienda aumentó un 5% en el cuarto trimestre de 2006, claramente por debajo de los trimestres precedentes, mientras que las otras construcciones repuntaron hasta el 6,4%. Según la estadística de visados de obra nueva del Ministerio de Fomento, periodificada de acuerdo con un calendario estimado de ejecución de obra, en el primer trimestre de 2007 todavía se podrían observar ritmos de crecimiento de la construcción residencial en línea con el último trimestre de 2006, aunque existe incertidumbre sobre el ritmo al que pueden ejecutarse los proyectos visados en 2006, que se incrementaron significativamente antes de la entrada en vigor del Código Técnico de Edificación. Respecto a la edificación no residencial y la obra civil, la información coyuntural, aunque escasa e incierta, señala para los tres primeros meses de 2007 un mantenimiento del vigor del período precedente. En concreto, los datos de licitación oficial apuntan a una cierta estabilidad del creci-



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

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

miento de este tipo de obra, coherente con la finalización de algunos proyectos de inversión pública antes de las elecciones del próximo mes de mayo.

Según los últimos datos de la CNTR, en el cuarto trimestre de 2006 la demanda exterior neta mejoró una décima su contribución al crecimiento del PIB, hasta situarse en -0,9 pp, prolongando el perfil de corrección que ha mantenido desde mediados de 2005. Esta ligera recuperación de la demanda exterior neta se debió a una recuperación de las exportaciones de bienes y servicios, hasta una tasa interanual del 7,3%, y a una aceleración de las importaciones totales, hasta el 8,8%. En el conjunto de 2006 el sector exterior detrajo un punto al crecimiento del producto —siete décimas menos que en el ejercicio previo—, en un año en el que ganaron dinamismo los flujos comerciales con el exterior, reflejando una importante recuperación de las exportaciones de bienes y servicios (hasta el 6,2%), que vino acompañada, a su vez, de un repunte de las importaciones (hasta el 8,4%). La información, aún incompleta, correspondiente al primer trimestre de 2007, apunta hacia una suave desaceleración tanto de las ventas al exterior como de las compras, de forma que la aportación de la demanda exterior neta se habría mantenido estable (véase gráfico 18).

En el cuarto trimestre de 2006 las exportaciones reales de bienes incrementaron su ritmo de avance interanual hasta el 5,7%, desde el 3,4% del trimestre previo, aunque sin llegar a alcanzar las tasas de principios de ejercicio. La información más reciente de Aduanas muestra un menor crecimiento de las exportaciones reales en los dos primeros meses del año, con una tasa de variación del 3,8%, frente al 4,7% del último trimestre de 2006. Por áreas geográficas, las ventas reales de bienes a la zona del euro crecieron un 3,5% en el período enero-febrero, cifra ligeramente inferior a la observada a finales de 2006, cuando aumentaron un 4%. Las ventas reales extracomunitarias fueron más pujantes en los dos primeros meses del año, con un ritmo de expansión del 7,5%, similar al del cuarto trimestre de 2006. Por tipos de bienes, en el período enero-febrero, los componentes más dinámicos fueron las ventas de alimentos y de bienes intermedios no energéticos, con unas tasas de crecimiento real del 8,2% y 6,8%, respectivamente.

De acuerdo con la CNTR, en el cuarto trimestre de 2006 las exportaciones reales de servicios turísticos crecieron un 2% en tasa interanual, con lo que se prolongó el perfil de ligera ralentización iniciado a partir del segundo trimestre. Los últimos datos disponibles han apuntado cierta mejora. Así, en el primer trimestre, las pernoctaciones hoteleras de extranjeros elevaron su avance hasta el 6,2% —frente al 2,8% con el que cerraron el año 2006—, mientras que el número de turistas extranjeros se incrementó un 5,3%, por encima del 2,5% del trimestre previo. Los indicadores nominales de gasto turístico también han mostrado una señal más positiva en los dos primeros meses del año, con un avance del 3,6% del gasto total de los turistas, que vino acompañado, no obstante, de un descenso del 0,6% en el gasto medio por turista. Atendiendo a la procedencia de los turistas, en el primer trimestre se produjo un descenso del mercado británico (-1,9%) que se contrarrestó con la evolución positiva de los turistas procedentes de Alemania y Francia (6,1% y 8,2%, respectivamente), al tiempo que el resto del turismo de origen europeo reflejaba, en general, un tono expansivo.

Por otra parte, las exportaciones reales de servicios no turísticos repuntaron en el cuarto trimestre de 2006, hasta el 21,2%, según los datos de la CNTR, truncando el perfil de ralentización que mostraron en los trimestres centrales del año. En el conjunto de 2006 crecieron un 13,7%, duplicando prácticamente el avance registrado en el ejercicio anterior, gracias al dinamismo de algunas de sus principales partidas, como el transporte de mercancías y de viajeros o los servicios prestados a las empresas. Asimismo, otras rúbricas de menor entidad, como los servicios de construcción, financieros, servicios audiovisuales y royalties, mostraron crecimientos muy abultados.

De acuerdo con la CNTR, las importaciones reales de bienes se aceleraron en el trimestre final de 2006, hasta situar su tasa interanual en el 8,6%, desde el 7% del trimestre anterior. La información de Aduanas disponible para enero y febrero muestra una moderación en las tasas de crecimiento, hasta el 8%. Por productos destaca el dinamismo de las compras exteriores de bienes de equipo (23%, en términos reales), que, en parte, está afectado por una compra extraordinaria de material naval. En este período, continuó la fortaleza de las importaciones reales de bienes intermedios no energéticos (13,3%), por el vigor que mostraron los productos intermedios dirigidos a la industria metalúrgica, de medios de transporte, eléctrica y química. Por el contrario, las importaciones de bienes de consumo retrocedieron en los dos primeros meses del año (-3,3%, en términos reales), acusando un efecto de base, pues en los primeros meses de 2006 se registraron unos volúmenes de importaciones de estos bienes —sobre todo, textiles— anormalmente elevados.

Por último, en términos de la CNTR, las importaciones reales de servicios retomaron un comportamiento muy positivo en el último trimestre de 2006, situando su tasa de crecimiento in-

teranual en el 9,8%. Este resultado fue consecuencia del impulso de las importaciones de servicios no turísticos (10,4%), en especial las relativas a servicios prestados a las empresas y al transporte, así como de las importaciones de servicios turísticos, que crecieron un 7,3%, probablemente impulsadas por la fortaleza que adquirió el euro en este período.

#### 4.2 Producción y empleo

La economía de mercado finalizó el año 2006 con un dinamismo similar al mostrado en el tercer trimestre, de forma que el crecimiento de su valor añadido bruto se mantuvo estable en el 3,6%, según la CNTR. Por ramas productivas, destacó la fortaleza del sector manufacturero y la recuperación de las ramas agraria y pesquera, mientras que la actividad en la construcción redujo su ritmo de expansión. Los indicadores disponibles para el primer trimestre sugieren una continuidad en estas pautas, con lo que el valor añadido podría registrar una tasa de variación anual similar a la del período precedente (véase gráfico 19).

La actividad agraria y pesquera experimentó un incremento apreciable a finales de 2006, tras varios trimestres de crecimiento prácticamente nulo o negativo. Así, según la CNTR, el VAB de esta rama creció un 4,3%, frente a la contracción de 0,5 pp del tercer trimestre. Esta recuperación se debió a unas condiciones climatológicas favorables que impulsaron la producción vegetal. Por el contrario, la producción animal registró una contracción en el conjunto de 2006, tras la recuperación que había registrado en 2005. Las perspectivas para el año 2007 apuntan a una suave desaceleración, en la medida en que el régimen de precipitaciones observado durante el invierno no ha sido abundante, aunque el resultado final dependerá del comportamiento de las lluvias en primavera.

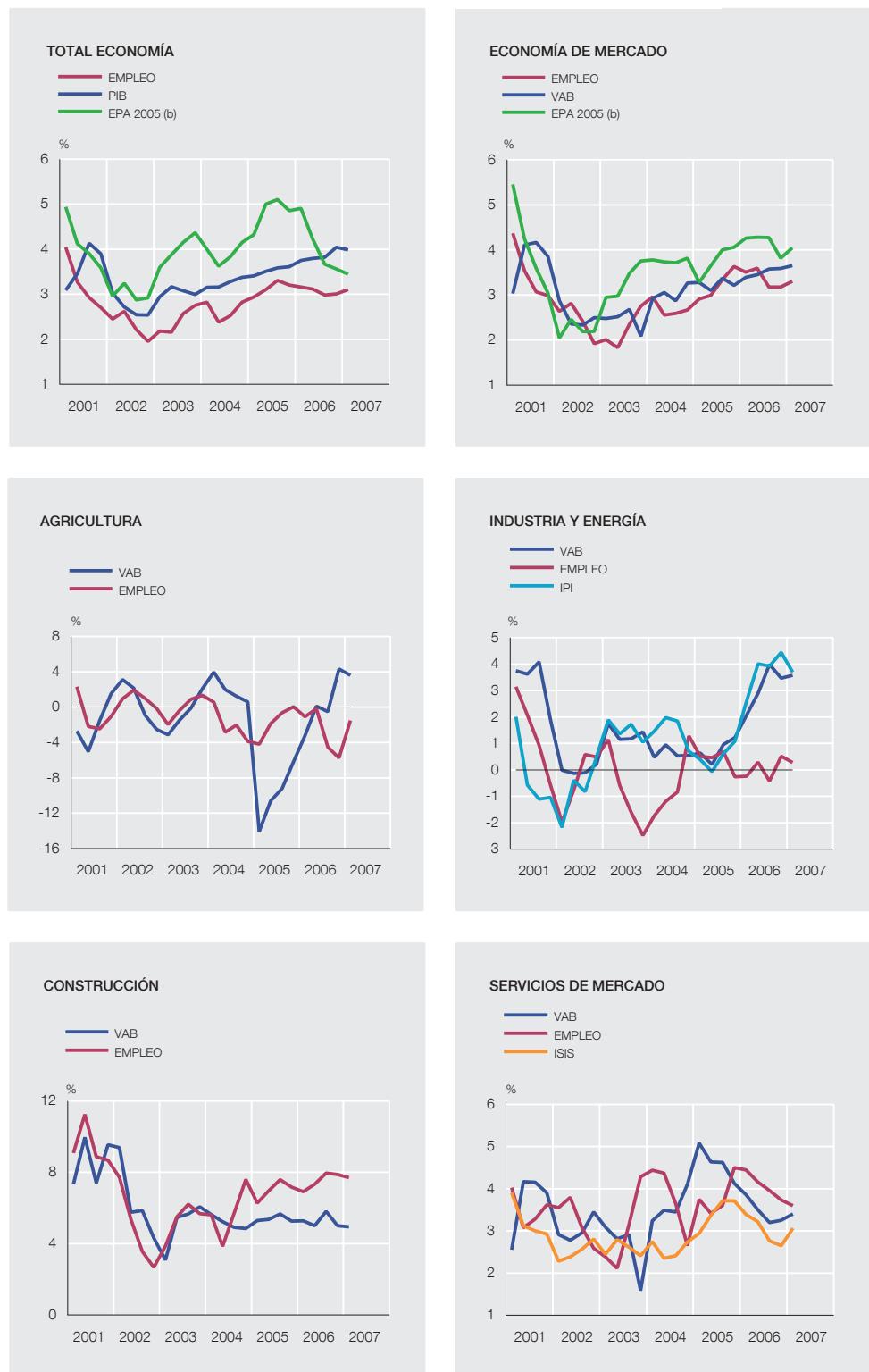
Las ramas energética e industrial registraron una desaceleración en el cuarto trimestre de 2006, con un crecimiento, según la CNTR, del 3,5%, frente al 4% observado tres meses antes. No obstante, esa pérdida de tono vino provocada por la actividad de la rama energética, la cual, ante el menor consumo de energía inducido por las moderadas temperaturas de noviembre y diciembre, se contrajo un 2,1%. Por el contrario, la actividad industrial siguió acelerándose, hasta alcanzar una tasa de crecimiento del 4,4%, 0,4 pp más que en el tercer trimestre del año, gracias al impulso de la demanda de consumos intermedios de la rama de servicios de mercado, las exportaciones y la inversión en bienes de equipo. Según la información disponible, en el primer trimestre de 2007 se mantuvo este vigor de la industria. Así, el componente no energético del índice de producción industrial (IPI) creció a un ritmo interanual del 5,7% en el período enero-febrero —en términos corregidos de calendario— y los índices de cifras de negocios mantuvieron un elevado dinamismo en ese mismo período. Los indicadores de empleo confirmaron la pujanza de esta rama, con una aceleración de las afiliaciones a la Seguridad Social y una disminución del paro registrado. Respecto a las encuestas de opinión, el indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea mejoró en el primer trimestre y el índice de directores de compras de las empresas manufactureras (PMI) continuó señalando una expansión del sector en dicho período, aunque con menor intensidad que en los meses anteriores.

Tras el repunte del tercer trimestre de 2006, la actividad constructora se desaceleró al finalizar el año, hasta alcanzar una tasa de variación similar a la del primer semestre, un 5%. Tal y como se ha comentado en la sección anterior, este menor empuje se concentró en la edificación residencial, mientras que el resto de la construcción —obra civil y edificación no residencial— mantuvo una gran fortaleza. De acuerdo con la información disponible, en el primer trimestre de 2007 esta rama se habría moderado ligeramente.

Las actividades de servicios ganaron vigor en el cuarto trimestre de 2006, con un repunte de 0,2 pp en su tasa interanual, hasta alcanzar un crecimiento del 3,5%. Este avance se produjo

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.

- 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.
- Series enlazadas en el SE en base a la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.

de forma más acentuada en los servicios no de mercado, cuya actividad se aceleró en 0,7 pp, hasta el 4,5%. En el caso de los servicios de mercado, el incremento fue mucho más moderado, 0,1 pp, hasta el 3,3%. Según la información coyuntural, este mayor dinamismo podría haber continuado en el primer trimestre de 2007. Las ventas de grandes empresas —con información hasta febrero— y las afiliaciones a la Seguridad Social de esta rama, con información hasta marzo, han incrementado su tasa de crecimiento con respecto al cuarto trimestre de 2006. No obstante, el indicador de confianza de la Comisión Europea para el sector y el índice de actividad comercial de la encuesta de directores de compras (PMI) retrocedieron en el conjunto del primer trimestre de 2007.

En el último trimestre de 2006, según la información de la CNTR, el ritmo de creación de empleo en el total de la economía mantuvo un gran dinamismo, con una tasa de avance interanual estabilizada en torno al 3%. Dado el mayor vigor de la economía en este último trimestre, se produjo una recuperación de la ganancia de productividad aparente del trabajo del total de la economía, que se situó en el 1%, dos décimas más que la alcanzada en el tercero. Los principales indicadores de empleo reflejan un panorama favorable en los primeros meses de 2007, de modo que el nivel de ocupación podría expandirse a una tasa ligeramente superior a la de finales del ejercicio anterior. Las afiliaciones a la Seguridad Social mostraron un mayor dinamismo en el primer trimestre de 2007, con un crecimiento del 3,5%, 0,3 pp por encima del cuarto trimestre. Por su parte, la contratación, tras el repunte registrado a finales de 2006, retomó la senda de suave desaceleración de dicho año, con un crecimiento en el período enero-marzo de 2007 del 5,3%, 2 pp inferior al del cuarto trimestre de 2006. Finalmente, la información de la EPA del primer trimestre del año apuntó un mantenimiento de un ritmo elevado de creación de empleo, con una tasa interanual de crecimiento del 3,4%, dos décimas por debajo de la observada un trimestre antes.

Por ramas productivas, el último trimestre del año se caracterizó por un mayor dinamismo en la creación de empleo en la industria y en los servicios no de mercado, que compensó la pérdida de vigor del resto de las ramas. De esta forma, en el cuarto trimestre de 2006 la ocupación en el conjunto de ramas de economía de mercado creció al mismo ritmo que en el período precedente, un 3,2%. Como consecuencia de ello, en la economía de mercado no se produjo una ganancia adicional de la productividad aparente del trabajo, que se estabilizó en el 0,4%, tras la significativa recuperación del tercer trimestre. En el primer trimestre de 2007, según la EPA, el empleo habría mostrado una notable recuperación en la agricultura, si bien en las ramas industriales volvió a registrarse una tasa de variación negativa, tras la tímida recuperación del trimestre anterior. Por su parte, la construcción volvió a elevar el ritmo de creación de empleo, hasta el 9,4%, mientras que en las ramas de servicios se desaceleró hasta un 3,5%, frente al 4,3% del último trimestre de 2006.

El empleo asalariado mostró en el cuarto trimestre del año un dinamismo algo mayor que el empleo total, de acuerdo con los datos de Contabilidad Nacional, con una ligera aceleración tanto en el total de la economía (de dos décimas, hasta el 3,2%) como en la economía de mercado (de una décima, hasta el 3,4%). Los datos de la EPA, referidos al primer trimestre del año, indican una estabilidad en el crecimiento de los asalariados en el 3,9%. Por su parte, la información procedente de las afiliaciones a la Seguridad Social señala un fuerte dinamismo del empleo asalariado, con una tasa de crecimiento del 4,5% en el primer trimestre, mientras que la afiliación realizada por cuenta propia mantuvo la atonía de trimestres anteriores.

Según los datos de la EPA, el número de ocupados extranjeros se incrementó en términos anuales un 15,4%, algo por debajo del aumento registrado en el período previo (18,7%). Por

su parte, el número de ocupados nacionales creció un 1,8%, dos décimas más que en los meses finales de 2006. Atendiendo a la duración de los contratos, los asalariados con contrato indefinido mostraron un notable repunte en el primer trimestre de 2007, hasta un crecimiento interanual del 6%, más de 2 pp superior al del trimestre precedente. Mientras, los trabajadores con contrato temporal pasaron a mostrar una tasa de variación negativa (-0,4%), tras los fuertes incrementos de los trimestres pasados. Esta evolución supuso un descenso trimestral de la ratio de temporalidad de casi 2 pp, hasta el 32%, que estaría reflejando el intenso repunte de las conversiones de contratos temporales en indefinidos en los últimos meses de 2006, al amparo del proceso extraordinario de bonificación de dichas conversiones que finalizaba el 31 de diciembre. Según la estadística de contratación del INEM, una vez finalizado este proceso, la contratación indefinida se ha ralentizado, aunque muestra tasas superiores a las de la contratación temporal. Así, en los meses de febrero y marzo el volumen de contratos indefinidos creció un 9,5%, tras un mes de enero en el que todavía se registró un alto crecimiento, cercano al 60%, mientras que los contratos temporales aumentaron un 2,6% en el primer trimestre.

La población activa mantuvo en el primer trimestre un notable dinamismo, si bien se desaceleró ligeramente, al aumentar un 2,8% en tasa interanual, tres décimas menos que en el trimestre anterior. Esta desaceleración de la oferta de trabajo viene explicada por una aumento algo inferior al de los últimos trimestres de la tasa de actividad, que se situó en el 58,6% —0,6 puntos más elevada que la que se registró en el mismo trimestre del año anterior—, ya que la población mantuvo un ritmo de crecimiento similar al de los últimos trimestres (1,7%). Cuando la tasa de actividad se computa respecto a la población de entre 16 y 64 años, como suele ser habitual en las comparaciones internacionales, alcanza el 72,2%. Por último, en los tres primeros meses de 2007 el número de desempleados aumentó —en torno a 45.500 personas— respecto a finales de 2006, si bien en términos interanuales se produjo un descenso del 4,1%, superior al registrado en el último semestre de 2006. Los datos de paro registrado del INEM indican también una intensificación del ritmo de caída del desempleo, con un descenso del 4,2% en los tres primeros meses de 2007, frente a un descenso del 3,4% a finales de 2006. En el primer trimestre del año, la tasa de paro se situó en el 8,5%, dos décimas por encima de la registrada tres meses antes, pero seis décimas menos que hace un año.

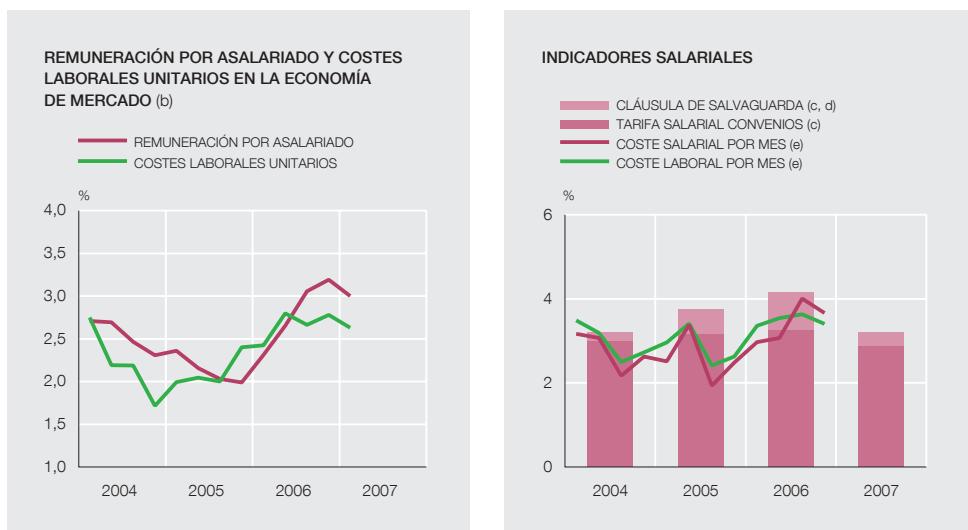
#### 4.3 Costes y precios

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, la remuneración por asalariado prolongó en el cuarto trimestre de 2006 la senda de aceleración que vino mostrando durante el año, al elevar en tres décimas su ritmo de avance en el total de la economía, hasta el 3,9%. Este repunte fue generalizado a todas las ramas de actividad, excepto en la industria, y fue especialmente intenso en los servicios no de mercado. De hecho, la remuneración por asalariado en la economía de mercado tan solo se aceleró una décima, hasta el 3,2%. Para el primer trimestre de 2007, se espera que se frene esta tendencia alcista de los salarios, en parte porque el efecto estimado de la aplicación de la cláusula de salvaguarda correspondiente al año 2006 (0,3 pp) resulta muy inferior a la del ejercicio precedente (0,9 pp), como consecuencia de la menor inflación con que acabó dicho ejercicio (2,7% en diciembre de 2006, un punto por debajo de la del año anterior) (véase gráfico 20).

El inicio de la negociación en 2007 se mantiene dentro de las coordenadas del Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva (AINC) —cuya prórroga para el presente ejercicio se firmó a principios de febrero—. La información de los convenios colectivos registrados en los tres primeros meses de 2007 recoge un ligero descenso de la tasa de avance de las tarifas salariales, que se sitúa en el 2,9%, cifra, en principio, coherente con las directrices salariales del AINC. Por ramas, los mayores incrementos de tarifas salariales se han firmado en la cons-

## EVOLUCIÓN DE LOS SALARIOS Y COSTES LABORALES (a)

GRÁFICO 20



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

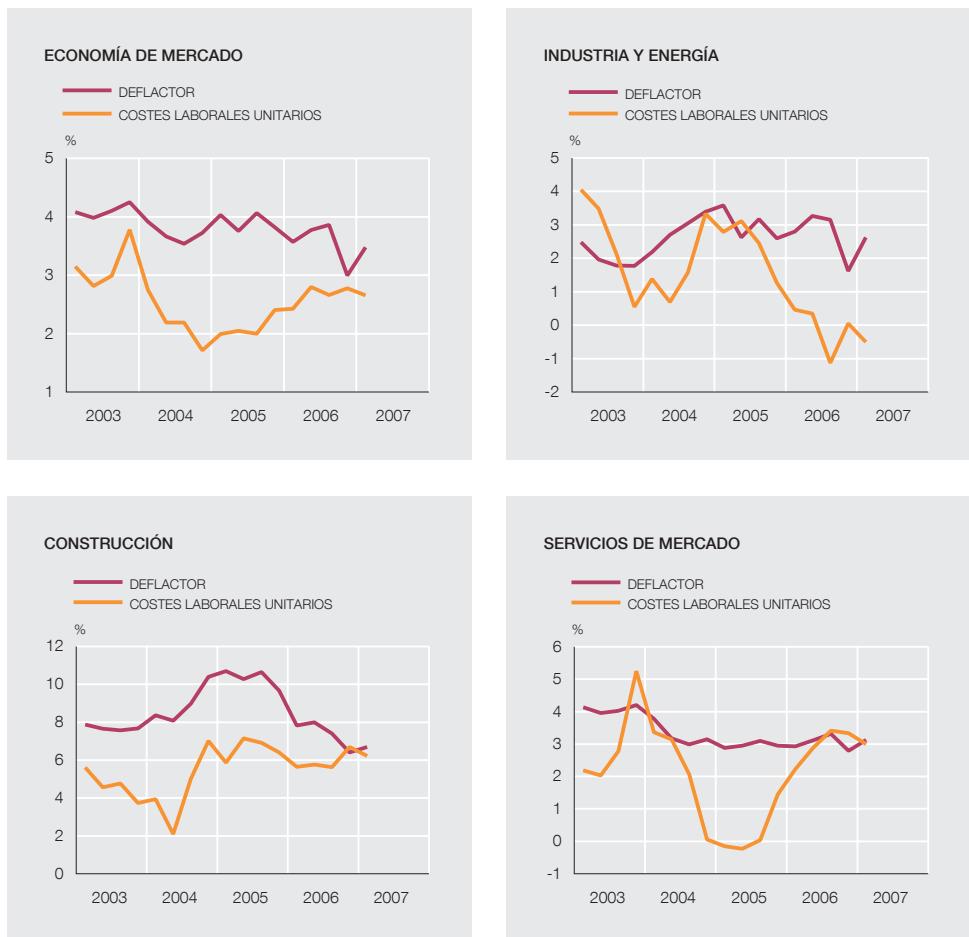
- a. Tasas de variación interanuales.
- b. Tasas calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.
- c. Información de convenios colectivos hasta marzo de 2007.
- d. Cláusula de salvaguarda del año anterior.
- e. ETCL.

trucción (cerca del 4%) y en la agricultura, mientras que en la industria y en los servicios se han desacelerado hasta el 2,8%.

La aceleración de la remuneración por asalariado registrada en el cuarto trimestre de 2006 no fue totalmente compensada por la leve mejora en la productividad aparente del trabajo, de forma que los costes laborales unitarios repuntaron tres décimas, hasta alcanzar un ritmo interanual de crecimiento del 3,2%. El deflactor del valor añadido, en cambio, redujo su tasa de crecimiento en siete décimas, hasta el 3,1%, en tasa interanual, reflejando una cierta estabilidad de los márgenes unitarios. Este mismo comportamiento se observó en la economía de mercado, aunque con menor intensidad (véase gráfico 21). Los indicadores disponibles para el primer trimestre de 2007 apuntan a una expansión más moderada de los costes laborales unitarios en el total de la economía, que podría no reflejarse en una nueva desaceleración del deflactor, sino en una recuperación del crecimiento de los márgenes.

En el cuarto trimestre del pasado año el deflactor de la demanda final redujo tres décimas su ritmo de avance interanual, hasta el 3,5%, como consecuencia de la desaceleración tanto del deflactor de las importaciones, que alcanzó una tasa interanual de 3,2%, como del deflactor del PIB, cuyo ritmo de avance descendió dos décimas, hasta el 3,6%. Desde el punto de vista del gasto, el deflactor del consumo privado redujo cinco décimas su tasa de crecimiento interanual, hasta alcanzar un 3%, mientras que el IPC se desaceleró con más intensidad.

En efecto, la tasa interanual del IPC disminuyó nueve décimas en el cuarto trimestre del pasado año, hasta alcanzar una tasa de crecimiento del 2,6%. En los tres primeros meses del presente año la desaceleración ha continuado, aunque de forma menos acusada. El crecimiento medio interanual se ha reducido en dos décimas, hasta situarse en el 2,4% en el período enero-marzo. Por componentes, se ha observado una moderación de las tasas de crecimiento de los precios de la energía, manufacturas y alimentos no elaborados, mientras que los componentes de alimentos elaborados y de servicios mostraron un leve repunte. Consecuentemente, el



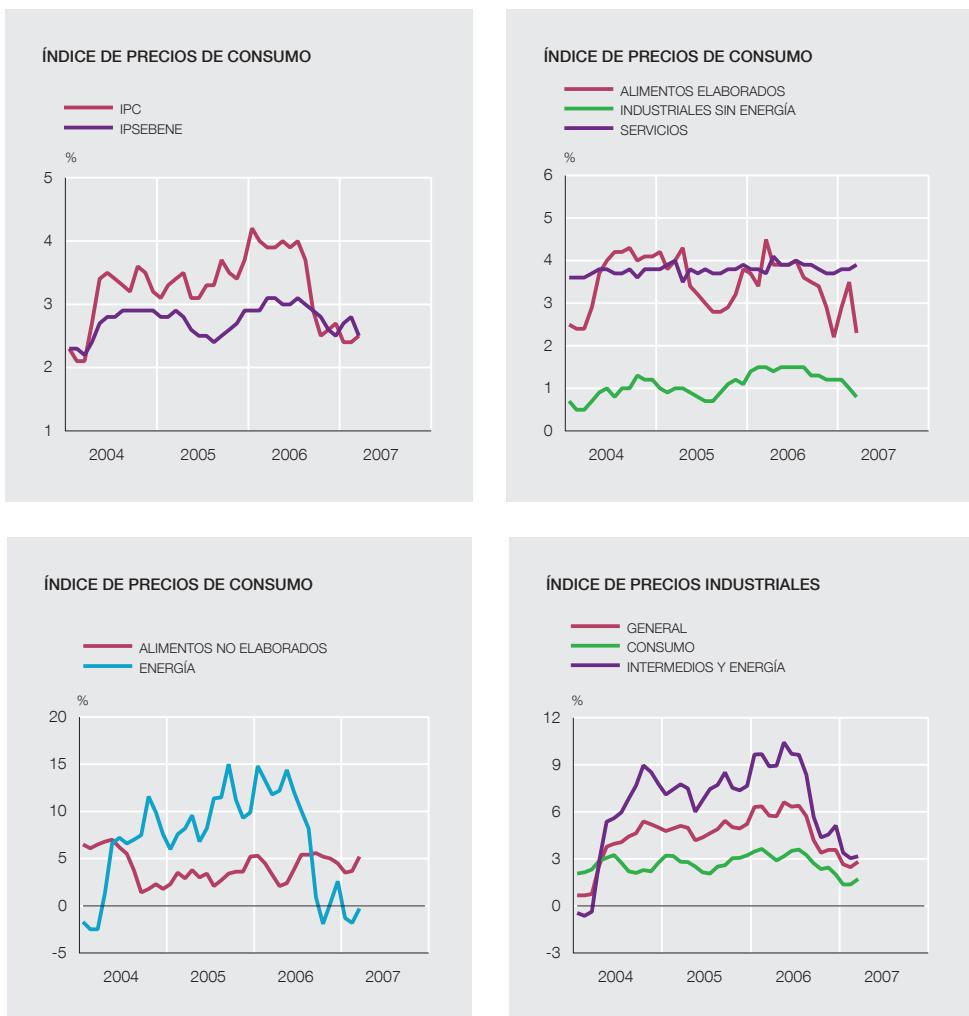
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

IPSEBENE alcanzó un crecimiento medio interanual del 2,7% en los tres primeros meses del año, una décima por encima del registrado en el trimestre anterior (véase gráfico 22).

El precio del petróleo continuó descendiendo a principios de año, para luego empezar a subir de forma intensa en marzo; no obstante, el precio medio del barril en el primer trimestre de 2007 se ha situado ligeramente por debajo del alcanzado a finales de año. Además, la apreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar ha contribuido a moderar el crecimiento de la factura energética. Los precios de alimentos no elaborados disminuyeron ocho décimas su tasa de crecimiento interanual, hasta alcanzar el 4,1% en el período enero-marzo, lo que supuso una desaceleración similar a la registrada en el trimestre anterior. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos volvieron a reducir en dos décimas su crecimiento interanual en el primer trimestre del año, hasta situarlo en el 1%, mientras que los precios de los servicios se han acelerado una décima en el primer trimestre, hasta el 3,8%, como consecuencia del incremento de los precios relacionados con la hostelería y restauración. Por último, los precios de los alimentos elaborados repuntaron dos décimas en el primer trimestre, hasta alcanzar una tasa interanual media del 3%.

La inflación en España, medida por el IAPC, se situó en el primer trimestre del año en un 2,5%, una décima menos que en el período anterior, mientras que en el conjunto de la UEM la inflación aumentó una décima, hasta el 1,9%, de forma que el diferencial volvió a reducirse, hasta situarse en 0,6 pp, una cifra no alcanzada desde el primer trimestre del año 2004 (véase gráfico 23). La



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

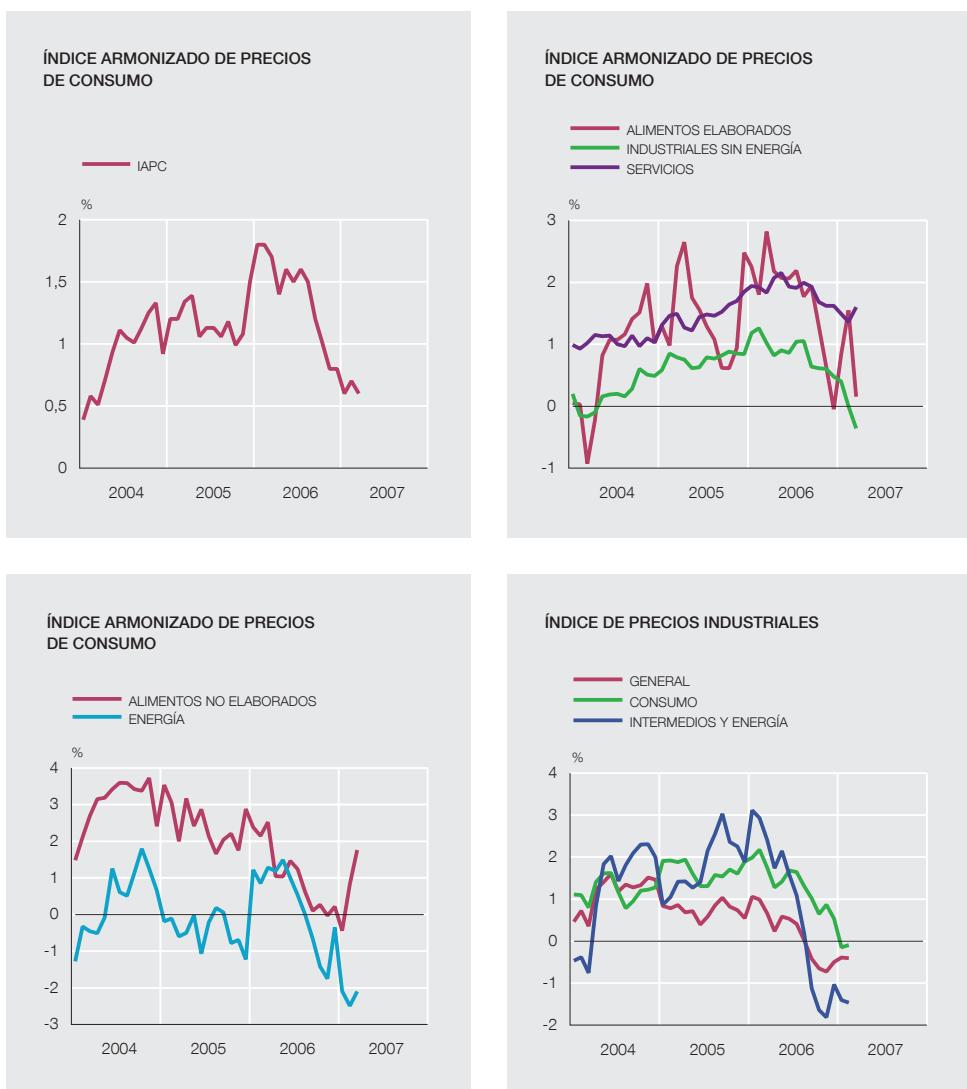
a. Tasas interanuales sobre las series originales.

mejora del diferencial ha sido generalizada por componentes, con la excepción de los alimentos, y fue especialmente intensa en los precios energéticos. En los servicios, el diferencial disminuyó una décima, por el repunte de tres décimas en la UEM, mientras que en el caso de los precios de los bienes industriales no energéticos de España, el diferencial con la UEM ha desaparecido en el primer trimestre del año 2007. Con todo, hay que tener en cuenta que el recorte del diferencial está, en parte, vinculado al efecto del aumento del IVA en Alemania, que ha incrementado los precios de consumo en ese país, con un efecto apreciable en el conjunto del área.

Por último, el índice de precios industriales (IPRI) se desaceleró de nuevo en el primer trimestre del año, continuando la senda descendente que le ha caracterizado desde el segundo semestre del año pasado. La tasa de crecimiento interanual en los tres primeros meses de 2007 fue del 2,7%, frente al 3,6% con que finalizó el año. En el conjunto de la UEM los precios industriales aumentaron en febrero un 2,9% en términos interanuales, 1,2 pp menos que en el mes de diciembre. La desaceleración del IPRI en España se debe al menor dinamismo de los precios de producción de la energía, cuya tasa de variación interanual se redujo 4 pp entre los meses de diciembre y marzo, alcanzando valores negativos. Asimismo, los precios de producción de los bienes de consumo y bienes intermedios aminoraron su ritmo de crecimiento en

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

GRÁFICO 23



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

tres y seis décimas, respectivamente, hasta alcanzar en marzo una tasa de crecimiento del 1,7% y 6,2%, respectivamente. Por último, los precios de producción de los bienes de equipo repuntaron al comienzo del año, hasta una tasa de crecimiento del 3,3% en marzo. Los precios percibidos por los agricultores continuaron desacelerándose en los últimos meses del pasado año y los precios hoteleros mantuvieron un crecimiento interanual muy moderado en los dos primeros meses de 2007, cifrado en el 2%.

#### 4.4 La actuación del Estado

Las cifras publicadas sobre la ejecución del presupuesto del Estado del primer trimestre, siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional, muestran una notable mejora del superávit, que pasó de los 4.621 millones de euros (0,5% del PIB) en marzo de 2006 a los 6.857 millones (0,7% del PIB) de este año 2007. Este resultado se debió a un aumento de los recursos de un 13,3%, frente al incremento del 7,6% en los empleos.

En términos de caja, la cuenta del Estado registró un superávit de 2.316 millones de euros en los meses transcurridos de 2007, frente al superávit de 244 millones de euros registrado en el mismo

	m€ y %						
	Liquidación 2006	Variación porcentual 2006/2005	Presupuesto inicial 2007	Variación porcentual 2007/2006	Liquidación		
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7 = 6/5
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	<b>141.846</b>	<b>10,1</b>	<b>146.547</b>	<b>3,3</b>	<b>33.260</b>	<b>37.782</b>	<b>13,6</b>
Impuestos directos	81.130	14,8	83.925	3,4	13.717	15.980	16,5
<i>IRPF</i>	<i>41.451</i>	<i>15,3</i>	<i>39.474</i>	<i>-4,8</i>	<i>12.144</i>	<i>13.896</i>	<i>14,4</i>
Sociedades	37.207	14,5	41.641	11,9	896	1.258	40,3
Otros (a)	2.472	11,5	2.810	13,7	678	826	21,9
Impuestos indirectos	48.328	8,3	50.740	5,0	17.012	18.725	10,1
<i>IVA</i>	<i>35.424</i>	<i>10,7</i>	<i>36.538</i>	<i>3,1</i>	<i>13.997</i>	<i>15.393</i>	<i>10,0</i>
Especiales	9.895	1,0	10.961	10,8	2.286	2.559	11,9
Otros (b)	3.009	7,0	3.241	7,7	729	773	6,0
Otros ingresos	12.388	-8,2	11.882	-4,1	2.531	3.077	21,6
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	<b>130.375</b>	<b>6,2</b>	<b>142.927</b>	<b>9,6</b>	<b>33.017</b>	<b>35.467</b>	<b>7,4</b>
Personal	22.209	7,4	23.686	6,7	4.962	5.223	5,3
Compras	3.799	12,1	3.431	-9,7	861	967	12,3
Intereses	15.619	-12,4	15.946	2,1	6.290	5.701	-9,4
Transferencias corrientes	72.225	11,9	77.338	7,1	17.287	18.981	9,8
Fondo de contingencia y otros imprevistos	...	...	3.028	...	...	...	...
Inversiones reales	9.037	0,7	9.956	10,2	2.155	2.579	19,6
Transferencias de capital	7.487	2,0	9.541	27,4	1.462	2.016	37,9
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1-2)</b>	<b>11.471</b>	<b>...</b>	<b>3.620</b>	<b>...</b>	<b>244</b>	<b>2.316</b>	<b>...</b>
<b>PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL</b>							
Recursos no financieros	147.205	13,1	146.328	-0,6	33.336	37.755	13,3
Empleos no financieros	140.135	10,6	144.152	2,9	28.715	30.898	7,6
<b>CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN</b>							
	7.070	...	2.176	...	4.621	6.857	...
En porcentajes del PIB	0,8		0,2		0,5	0,7	

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.

período de 2006 (véase cuadro 3). Las diferencias con los registros de Contabilidad Nacional responden, en gran parte, al distinto criterio de contabilización de los intereses. Debe recordarse, no obstante, que las cifras de los primeros meses del año son muy erráticas y escasamente representativas de la evolución presupuestaria del Estado en el resto del año. Esto es especialmente relevante en este año 2007, puesto que las reformas del IRPF y del Impuesto sobre sociedades tendrán un impacto paulatino a lo largo del año, en el sentido de moderar los ingresos.

Los ingresos de caja del Estado aumentaron en el primer trimestre un 13,6% en comparación con el mismo período del año anterior, por la fortaleza de las principales figuras impositivas (IRPF e IVA). Este resultado contrasta con la previsión presupuestaria de crecimiento débil de los ingresos<sup>1</sup> en el conjunto de 2007 (una tasa de variación del 3,3%), lo que apun-

1. Este comentario se refiere a la comparación de las cifras presupuestarias con la liquidación del año 2006. En cambio, las tasas correspondientes al Estado que se presentan en el recuadro 4 («Los presupuestos de las Comunidades Autónomas para 2007») resultan de la comparación de las cifras presupuestaria iniciales del año 2007 y del año 2006.

ta a que esta previsión podría verse superada al final del año. El dinamismo de la recaudación de los impuestos directos en estos primeros meses se explica, en parte, por los elevados crecimientos de las retenciones sobre capital mobiliario y ganancias en fondos de inversión, que alcanzaron un 39,7%. En las retenciones sobre el trabajo, por el contrario, ya ha comenzado a reflejarse la reforma del IRPF, pues pasaron de un crecimiento interanual del 14,5% en el mes de enero, a un crecimiento del 5,7% en marzo, en comparación con el mismo mes del año anterior. Entre los impuestos indirectos, cabe destacar el IVA, que registró crecimientos similares a los de 2006, al aumentar un 10%. Los Impuestos especiales, por su parte, mostraron una recuperación, debido a la evolución de la recaudación del Impuesto sobre labores del tabaco. En cuanto a los capítulos agregados en la rúbrica de Otros ingresos, registraron un elevado crecimiento, a pesar de que las Tasas y otros ingresos tuvieron tasas negativas de variación, debido al aumento de los ingresos por intereses, por beneficios del Banco de España y al fuerte aumento de las transferencias de capital de la Unión Europea, especialmente del FEDER.

Los pagos de caja, por su parte, registraron un aumento del 7,4%, algo por debajo de la previsión presupuestaria (9,6% en el conjunto del año). Con las excepciones de los gastos de personal y de intereses, los demás capítulos mostraron tasas de crecimiento por encima de las presupuestadas. Cabe destacar, en especial, los fuertes aumentos de los gastos de capital. Por su parte, el capítulo de transferencias corrientes registró un crecimiento por encima del presupuestado, debido, en parte, al crecimiento de los pagos dirigidos a otros sectores distintos de las Administraciones Públicas y al exterior.

En cuanto a la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social, solo se comentan aquellas variables de las que se dispone de información de los primeros meses del año. El número de afiliados a la Seguridad Social aumentó un 3,6% en el primer trimestre de 2007, cifra inferior al conjunto de 2006, que estuvo marcado por el proceso de regularización. El número de pensiones contributivas aumentó un 1,5% en el primer trimestre de 2007, inferior al crecimiento del 2,3% para el conjunto de 2006, que estuvo afectado por el reconocimiento de la compatibilidad de las pensiones del antiguo Seguro Obrero de Vejez e Invalidez (SOVI) con las pensiones de viudedad<sup>2</sup>. El gasto destinado a prestaciones por desempleo, según datos del Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), aumentó un 7% hasta febrero (tasa de crecimiento superior al incremento del 6,7% registrado en el conjunto de 2006), y el número de beneficiarios creció un 2,6% hasta ese mismo mes (frente al 2,7% de crecimiento observado en 2006). Dicha evolución se produjo por la aceleración de la tasa de cobertura efectiva, que alcanzó el 67,8% hasta febrero de 2007 (muy por encima del nivel del 63,6% con que terminó el 2006), y a pesar de la caída del paro registrado, que llegó a reducirse un 4,4% en febrero (frente a la caída del 1,9% en el conjunto del año anterior).

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

En enero de 2007, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 7.320 millones de euros, un 24% superior al contabilizado en igual mes del año anterior (véase cuadro 4). El saldo negativo por cuenta corriente se amplió un 37% en este mes, hasta situarse en 8.622 millones de euros, mientras que mejoró notablemente el superávit por operaciones de capital, que alcanzó la cifra de 1.301 millones de euros. Los principales saldos de la cuenta corriente se deterioraron en enero, a excepción del déficit por servicios no turísticos, que mostró una importante corrección.

En el primer mes de 2007 el déficit de la balanza comercial se incrementó en 572 millones de euros sobre el nivel registrado en el mismo mes del año anterior, hasta alcanzar la cifra de

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

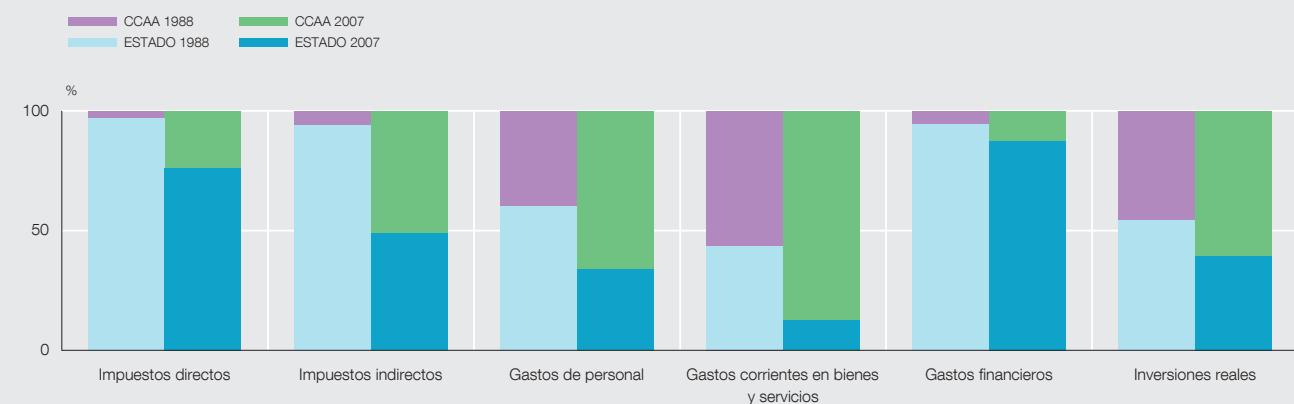
La configuración del Estado de las Autonomías ha supuesto un proceso de descentralización de las competencias presupuestarias hacia las Comunidades Autónomas (CCAA), de manera que estas administraciones han ido ganando participación tanto en la recaudación de impuestos como en la gestión de gastos (véase gráfico adjunto<sup>1</sup>). Por la

**1.** A modo de ilustración, en el gráfico se puede observar la variación de los pesos relativos entre Estado y las Comunidades Autónomas en algunos capítulos de ingresos y de gastos entre los años 1988 y 2007, tomando como índice 100 la suma de lo presupuestado por ambas administraciones.

parte de los ingresos, cabe destacar que el peso de las CCAA ha llegado a superar ligeramente al del Estado en la recaudación de impuestos indirectos. Respecto a los gastos, la participación del Estado solo es mayoritaria en la partida de los pagos de intereses, mientras que en el resto de capítulos el peso de las CCAA ha pasado a superar ampliamente el 50%, llegando a alcanzar el 88% en el caso de los gastos corrientes en bienes y servicios.

Estas transformaciones subrayan la necesidad de prestar atención a la actividad de las CCAA para el análisis de las variables fiscales y, en

#### PRESUPUESTOS DEL ESTADO Y COMUNIDADES AUTÓNOMAS



FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda, Comunidades Autónomas y Banco de España.

#### PRESUPUESTOS INICIALES DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

	Comunidades Autónomas				Estado			07/06	
	Millones de euros	2004	2005	2006	2007	05/04	06/05	07/06	
INGRESOS NO FINANCIEROS	115.590	126.475	140.662	154.770		9,4	11,2	10,0	14,0
Ingresos corrientes	107.358	118.147	132.093	145.978		10,0	11,8	10,5	14,0
– Impuestos directos	19.589	21.590	24.396	27.215		10,2	13,0	11,6	16,5
– Impuestos indirectos	38.060	42.753	47.765	54.692		12,3	11,7	14,5	12,0
– Tasas, precios y otros ingresos	3.637	3.723	3.852	4.220		2,4	3,5	9,6	8,2
– Transferencias corrientes	45.629	49.655	55.671	59.454		8,8	12,1	6,8	2,7
– Ingresos patrimoniales	444	425	409	396		-4,3	-3,7	-3,1	5,2
Ingresos de capital	8.232	8.328	8.569	8.792		1,2	2,9	2,6	12,8
– Enejención de inversiones reales	705	651	678	717		-7,7	4,2	5,7	10,9
– Transferencias de capital	7.527	7.677	7.891	8.075		2,0	2,8	2,3	13,0
PAGOS NO FINANCIEROS	116.040	127.882	141.540	154.891		10,2	10,7	9,4	6,7
Pagos corrientes	94.711	103.301	113.951	124.830		9,1	10,3	9,5	6,2
– Gastos de personal	36.761	40.300	43.576	47.442		9,6	8,1	8,9	7,1
– Gastos corrientes en bienes y servicios	17.452	19.490	22.047	24.834		11,7	13,1	12,6	11,8
– Gastos financieros	2.073	2.171	2.269	2.376		4,7	4,5	4,7	-8,6
– Transferencias corrientes	38.387	41.289	45.910	50.021		7,6	11,2	9,0	8,8
– Fondo de contingencia y otros imprevistos	38	51	150	157		34,4	194,4	4,6	18,0
Pagos de capital	21.329	24.582	27.589	30.061		15,2	12,2	9,0	10,2
– Inversiones reales	10.742	12.563	13.787	15.337		16,9	9,7	11,2	7,0
– Transferencias de capital	10.587	12.019	13.802	14.724		13,5	14,8	6,7	13,8
SALDO NO FINANCIERO	-451	-1.408	-879	-120		...	...	...	...

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda, Comunidades Autónomas y Banco de España.

particular, la importancia de estas administraciones para garantizar el objetivo de mantener unas finanzas públicas saneadas. En este sentido, el 27 de junio de 2006, el Consejo de Política Fiscal y Financiera aprobó el reparto individualizado del objetivo de estabilidad presupuestaria para las CCAA para el trienio 2007-2009. La última actualización del Programa de Estabilidad recogió este acuerdo, que se concreta en una previsión de déficit del 0,1% del PIB para el conjunto de las CCAA tanto para el cierre del año 2006 como de 2007. No obstante, según la primera estimación de cierre de 2006, las CCAA habrían alcanzado un ligero superávit. Por su parte, las cinco Comunidades que presentaron planes de saneamiento podrán registrar déficits<sup>2</sup> en 2007. En términos presupuestarios, todas ellas prevén mejorar sus saldos en 2007 con respecto a 2006.

Las principales cifras derivadas de los presupuestos de las CCAA para 2007 muestran que el conjunto de las CCAA<sup>3</sup> presupuesta una mejora en el saldo agregado cuando se compara con el presupuesto inicial de 2006 (véase cuadro adjunto), que resulta de una previsión de crecimiento de los ingresos superior al de los gastos. En todo caso, y al igual que en los últimos años, ambas partidas muestran elevadas tasas de variación, por encima del crecimiento del PIB nominal observado o previsto.

Los presupuestos de las CCAA prevén un mantenimiento del dinamismo de los ingresos impositivos (directos e indirectos). Debe tenerse en cuenta, no obstante, que la comparación se efectúa entre presupuestos iniciales y que las previsiones de 2007 ya tienen en cuenta los fuer-

tes incrementos de la recaudación que se registraron en 2006. En el caso de los impuestos indirectos, por ejemplo, la tasa de crecimiento presupuestada por las CCAA se encuentra por encima de la del Estado, lo cual podría deberse a que el Impuesto sobre Transmisiones y Actos Jurídicos Documentados, que se encuentra totalmente cedido a las CCAA, tiene un peso muy considerable en estas administraciones y su recaudación creció un 21% en 2006. Respecto al resto de los ingresos, cabe mencionar, por el volumen que representa, la desaceleración que se presupuesta en el capítulo de los ingresos por transferencias corrientes, que se encuentra en línea con lo previsto para el Fondo de suficiencia procedente del Estado. Esto se debe, en parte, al aumento del 98% al 100% en los pagos a cuenta a las CCAA en 2006, lo que exagera la tasa de crecimiento de dicho año.

En relación con las distintas partidas de gasto, la tasa de crecimiento presupuestada para los gastos de personal es superior a la del Estado, confirmando la pauta observada en los últimos años, que se justificaría solo en parte por los sucesivos traspasos de competencias. En el caso de los gastos de compras y de transferencias corrientes, que se encuentran muy ligados en las CCAA a las competencias de sanidad y educación, se han presupuestado crecimientos elevados. Por el contrario, los pagos de intereses crecen moderadamente, aunque su tasa de variación positiva contrasta con la caída presupuestada en el Estado. En este sentido, debe tenerse en cuenta que la mayor parte de la reducción de la deuda pública observada en los últimos años se ha centrado en el Estado. Finalmente, los gastos de capital registran un fuerte aumento, aunque inferior al presupuestado por el Estado. Además, en las CCAA, el mayor avance de esta partida se centra en las inversiones reales (con un crecimiento del 11,2%, frente al aumento del 6,7% en las transferencias de capital), mientras que en el Estado, el mayor incremento se canaliza a través de las transferencias de capital.

**2.** Recuérdese que el objetivo se evalúa en términos de Contabilidad Nacional. Las cinco Comunidades son: Baleares, Canarias, Castilla-La Mancha, Cataluña y la Comunidad Valenciana. **3.** No se toman en consideración las ciudades de Ceuta y Melilla.

6.452 millones de euros; en tasas interanuales, el saldo negativo aumentó un 9,7%, prolongando la tónica de deterioro que le ha caracterizado en los últimos ejercicios. La factura energética continuó desacelerándose en este mes, en consonancia con la moderación de los precios del crudo en los mercados internacionales y de la apreciación del euro frente al dólar; sin embargo, el desequilibrio del comercio no energético aumentó su ritmo de ampliación.

La balanza de servicios arrojó en enero de 2007 un superávit de 952 millones de euros, 177 millones superior al contabilizado en igual fecha del año anterior: esta mejora se explica por el descenso que experimentó el déficit de servicios no turísticos, mientras que el superávit turístico reflejó un leve deterioro, situándose en 1.560 millones de euros. Los ingresos turísticos aumentaron un 5,3% en enero, en términos nominales, ligeramente por encima del avance observado en los meses finales del año previo. Los pagos turísticos, por su parte, aumentaron un 15,2% en el primer mes de 2007, superando el incremento medio observado en 2006. En cuanto al resto de servicios, tanto los ingresos como, en menor medida, los pagos mantuvieron un elevado dinamismo en enero (con tasas de crecimiento del 22% y 12%, respectivamente). El saldo negativo de la balanza de rentas registró una notable ampliación en enero, hasta situarse en 1.949 millones de euros, mientras que el saldo de la balanza de transfe-

			Millones de euros	
			ENERO	
			2005	2006
INGRESOS	Cuenta corriente		23.230	25.436
	<i>Mercancías</i>		12.957	14.205
	<i>Servicios</i>		5.628	6.434
	– Turismo		2.539	2.673
	– Otros servicios		3.089	3.761
	<i>Rentas</i>		3.786	3.808
	<i>Transferencias corrientes</i>		858	988
	Cuenta de capital		490	1.444
	Cuentas corriente + capital		23.720	26.880
PAGOS	Cuenta corriente		29.516	34.058
	<i>Mercancías</i>		18.837	20.657
	<i>Servicios</i>		4.853	5.483
	– Turismo		967	1.114
	– Otros servicios		3.887	4.369
	<i>Rentas</i>		4.350	5.757
	<i>Transferencias corrientes</i>		1.477	2.160
	Cuenta de capital		124	143
	Cuentas corriente + capital		29.640	34.201
SALDOS	Cuenta corriente		-6.286	-8.622
	<i>Mercancías</i>		-5.879	-6.452
	<i>Servicios</i>		775	952
	– Turismo		1.573	1.560
	– Otros servicios		-798	-608
	<i>Rentas</i>		-563	-1.949
	<i>Transferencias corrientes</i>		-618	-1.172
	Cuenta de capital		366	1.301
	Cuentas corriente + capital		-5.920	-7.320

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

cias corrientes acumuló un déficit de 1.172 millones de euros en enero de 2007, el doble que el registrado en el mismo mes del año precedente. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 1.301 millones de euros en enero, cifra muy superior a la del mismo mes del año anterior: esta mejora se explica, fundamentalmente, por el comportamiento tan expansivo que experimentaron los fondos estructurales recibidos en concepto de FEDER, que, no obstante, en los primeros meses del año suelen ser muy erráticos.

### 5.1 Rasgos más destacados

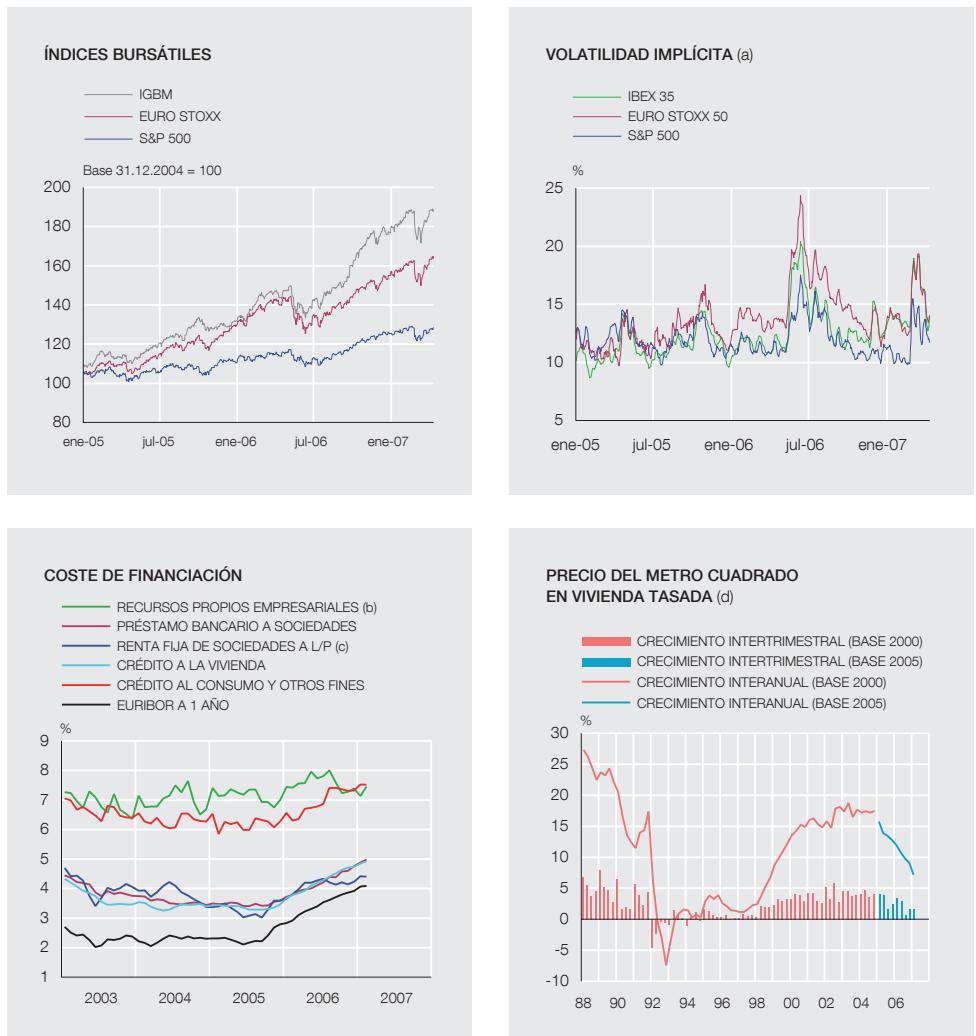
Las condiciones de financiación para hogares y sociedades se volvieron a hacer algo más restrictivas durante los primeros meses de 2007. Así, se elevó el coste del crédito bancario, en consonancia con el aumento de los tipos de interés en los mercados monetarios (el EURIBOR a un año se situó en marzo en el 4,11%, 18 pb por encima del nivel de diciembre de 2006). También avanzó (16 pb) el del recurso a la emisión de renta fija por parte de las empresas. En cambio, el coste de obtención de los recursos propios empresariales se mantuvo relativamente estable (véase gráfico 24).

La evolución de los mercados bursátiles nacionales e internacionales vino marcada por el episodio de inestabilidad que comenzó a finales de febrero y que interrumpió el perfil ascendente de las cotizaciones observado en meses anteriores. Durante este período se produjeron caídas bruscas de los precios negociados, que vinieron acompañadas por un repunte de la volatilidad. Estos desarrollos parecieron reflejar, principalmente, un aumento en la incertidumbre sobre las perspectivas macroeconómicas de Estados Unidos, en un entorno caracterizado, en ese país, por un incremento de la morosidad de los créditos hipotecarios de más alto riesgo. Así, el Índice General de la Bolsa de Madrid llegó a perder en pocos días un 9%, pero posteriormente se recuperó, con lo que en la fecha de cierre del informe acumulaba unas ganancias, en relación con los niveles de finales de 2006, del 6,8%, comportamiento similar al del EURO STOXX de las bolsas de la UEM (7,7%), y algo más favorable que el del S&P 500 de Estados Unidos, que durante el mismo lapso temporal se revalorizó un 3,8%. Posteriormente, en los días de abril ha tenido lugar otro episodio de turbulencia en las bolsas españolas, asociado a la evolución de las cotizaciones de algunas compañías ligadas al sector inmobiliario.

En el mercado de la vivienda, según los últimos datos publicados por el Ministerio de Vivienda, durante el primer trimestre de 2007 continuó la desaceleración de los precios. Así, el crecimiento interanual se situó en el 7,2%, lo que supone una reducción de casi 2 pp en relación con el registro de diciembre de 2006. Prosigue, pues, el proceso de normalización gradual de la situación en este mercado.

La desaceleración del precio de la vivienda y el encarecimiento de la financiación han contribuido a moderar el incremento de la deuda de los hogares, aunque sigue avanzando a una tasa elevada. Así, durante el cuarto trimestre del pasado año el ritmo de expansión de los pasivos se redujo en algo más de 1 pp, hasta situarse en el entorno del 19%, tendencia que, de acuerdo con la información provisional disponible, habría continuado en la parte transcurrida de 2007. El detalle por componentes muestra que durante los últimos meses se ha prolongado la pauta de ralentización del crédito para adquisición de vivienda, mientras que la tasa de variación de los fondos para consumo y otros fines no ha experimentado cambios significativos. En el recuadro 5 se analiza la contribución de la población extranjera residente al comportamiento de las deudas familiares en estos últimos años, que, aunque creciente, ha sido menos dinámica que el peso relativo de este segmento en el total de la población.

En el caso de las sociedades, en cambio, la deuda continuó acelerándose durante el cuarto trimestre de 2006, de modo que el ritmo de crecimiento superó el 28%, en términos interanuales. Los datos provisionales de los primeros meses de 2007 apuntan a un descenso significativo de esta tasa, como reflejo, fundamentalmente, de un efecto base, si bien la financiación concedida por las entidades financieras, que no está afectada por este fenómeno, dio



FUENTES: Bloomberg, Credit Trade, Datastream, MSCI Blue Book, Ministerio de la Vivienda y Banco de España.

- Medias móviles de cinco días.
- El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.
- El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo swap del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.
- Nueva estadística a partir de 2005.

también algunas señales de moderación. La información más reciente del desglose del crédito bancario por actividades productivas, correspondiente a diciembre del pasado año, evidencia que los fondos destinados a los servicios inmobiliarios y a la construcción continuaron liderando la expansión de estos pasivos, si bien se apreció un mayor dinamismo de los recursos captados por la industria y por el resto de servicios.

El todavía elevado ritmo de expansión del crédito a hogares se ha traducido en nuevos aumentos en las ratios de endeudamiento y de carga financiera durante los últimos meses de 2006 y los primeros de 2007, al tiempo que el ahorro no destinado al servicio de la deuda se ha mantenido en valores negativos. No obstante, de acuerdo con las Cuentas Financieras, en el cuarto trimestre del ejercicio anterior sus necesidades de financiación se redujeron en relación con el PIB en términos acumulados anuales. Asimismo, el avance de la riqueza neta de las familias ha seguido contribuyendo a atenuar el impacto sobre la posición financiera del sector de los cambios en los indicadores anteriores, aunque los datos más recientes, corres-

Durante los últimos diez años el flujo de inmigración hacia nuestro país ha avanzado a un ritmo elevado. Así, según la EPA, el número de extranjeros residentes de más de 16 años se multiplicó por diez durante este período, de modo que este colectivo representaba a finales de 2006 el 10,3% de la población en España en ese mismo rango de edades. En este recuadro se analiza el papel de este fenómeno en el curso del crédito concedido por las entidades financieras a las personas físicas. Para ello, se explotan los datos de la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIR), un registro que contiene información a nivel individual sobre todos los préstamos vivos que superan los 6.000 euros<sup>1</sup>.

Tal como se aprecia en el gráfico 1, la deuda de los extranjeros residentes ha avanzado a una velocidad muy elevada durante los últimos años, superior al 40% desde 2002, en consonancia con el destacado crecimiento de este grupo de población. Se aprecia, asimismo,

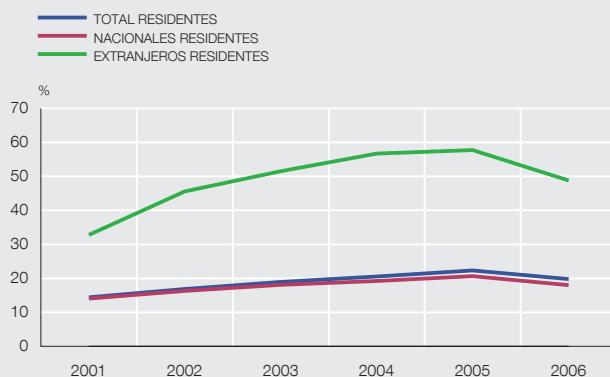
1. Dada esta característica, los datos de crédito que se muestran en este recuadro no coinciden exactamente con los que se obtienen de la información regular que publica el Banco de España, aunque la discrepancia entre ambas fuentes es muy pequeña.

cómo el perfil temporal de esta tasa es similar al que se observa para los residentes nacionales. Así, entre 2001 y 2005 se produjo una pauta de aceleración, mientras que en 2006 se redujo el ritmo de expansión de estos pasivos. Este notable dinamismo de los fondos obtenidos se ha traducido en un ascenso sostenido de su contribución al avance del crédito (véase gráfico 2), hasta representar casi 3 pp del mismo el pasado año.

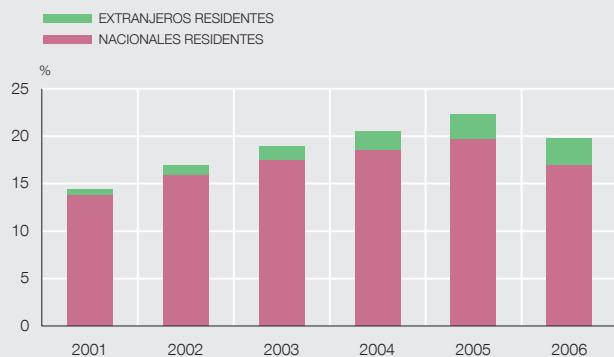
No obstante, la proporción de los extranjeros residentes que recurren a la financiación ajena, aunque ha aumentado en los últimos años, es todavía muy inferior a la de los nacionales (véase gráfico 3). El saldo medio de sus deudas pendientes, sin embargo, es algo superior, lo que seguramente responda al hecho de que el peso relativo de los préstamos hipotecarios es más elevado entre la población de origen foráneo.

En términos de saldos, los extranjeros residentes acumulaban, en diciembre de 2006, el 7,1% del total de la deuda de la población española, y el 7,4% de la respaldada con garantía hipotecaria. En todo caso, debe tenerse en cuenta que estas cifras incluyen los pasivos asociados a dos tipos distintos de prestamistas con ca-

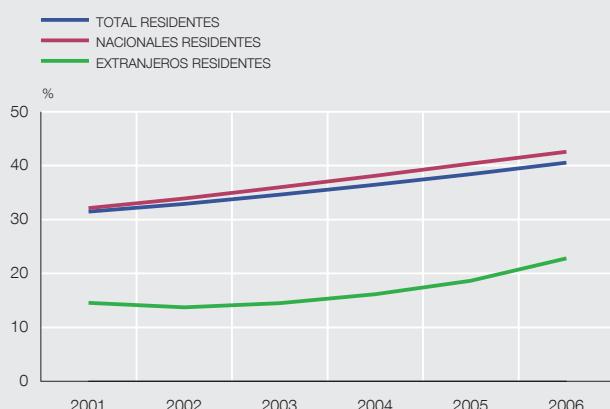
1 CRECIMIENTO ANUAL DEL CRÉDITO A PERSONAS FÍSICAS



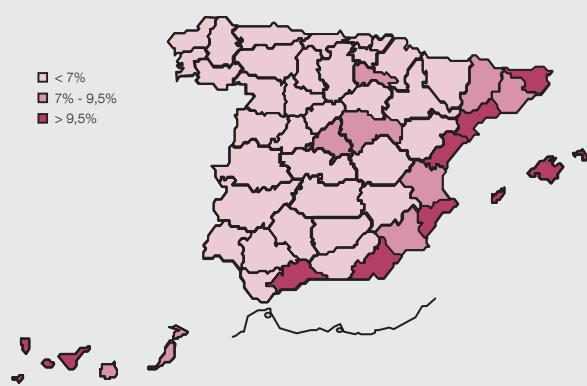
2 CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO A PERSONAS FÍSICAS



3 PROPORCIÓN DE PERSONAS FÍSICAS CON DEUDAS (a)



4 PESO DEL CRÉDITO A EXTRANJEROS RESIDENTES SOBRE EL TOTAL DEL CRÉDITO A PERSONAS FÍSICAS (2006)



FUENTES: Banco de España (CIR) e INE (EPA).

a. Población mayor de 16 años.

racterísticas diferenciadas. Por una parte, recogen los créditos solicitados por trabajadores inmigrantes y, por otra, los destinados a la adquisición de viviendas en la costa, ligados al turismo residencial, fundamentalmente de ciudadanos del norte de Europa. Aunque con la información disponible no es posible separar entre ambas modalidades, la distribución geográfica de la proporción de los préstamos vivos en manos de personas físicas de origen foráneo puede ser útil para aproximar la importancia relativa de cada una de ellas. En este sentido, el gráfico 4 ilustra cómo los porcentajes más elevados de este indicador se obtienen en la zona del arco mediterráneo y en las islas, circunstancia que sugiere que la

segunda finalidad tiene un impacto no despreciable en los datos agregados.

En definitiva, los extranjeros residentes están teniendo un papel creciente en el avance del crédito de los hogares, como cabría esperar habida cuenta de la continua expansión de este grupo de población. Su propensión a endeudarse, sin embargo, es inferior a la de las familias españolas, sus pasivos están, comparativamente, más respaldados por garantías reales, y una parte significativa de los mismos está ligada a la adquisición de inmuebles, previsiblemente asociada al turismo residencial, en provincias costeras.

pondientes a diciembre del pasado año, evidencian un crecimiento más moderado de esta variable, en consonancia con la desaceleración del precio de la vivienda.

En el caso de las sociedades no financieras, las ratios agregadas de endeudamiento y de carga financiera también mantuvieron una trayectoria ascendente durante los últimos tres meses de 2006 y los primeros de 2007. Por otra parte, el ascenso de los pagos por intereses está restando dinamismo al avance de los resultados económicos, lo que se ha reflejado en un cierto retroceso de la rentabilidad de los recursos propios. La información de la Central de Balances Trimestral (CBT) también evidencia que entre septiembre y diciembre del pasado ejercicio se produjo un ascenso de la proporción de los beneficios que se destina a cubrir los gastos financieros. Sin embargo, la ratio de endeudamiento para esta muestra se redujo ligeramente, desarrollo que estuvo condicionado por el comportamiento de los grandes grupos, ya que para el resto de compañías se observó un incremento en esta variable. Esta evolución, junto con el comportamiento de la rentabilidad de estas empresas, que continuó en valores elevados, determinó un ligero descenso de los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo.

De acuerdo con las Cuentas Financieras, las necesidades netas de recursos de la nación volvieron a aumentar durante el cuarto trimestre del pasado año, hasta situarse en el 7,8% del PIB, en términos acumulados de doce meses, evolución que resultó del nuevo incremento en el déficit de fondos de las sociedades y de una reducción del superávit financiero de las AAPP, que no fueron compensados por la recuperación del ahorro de los hogares (véase cuadro 5). Las instituciones financieras han continuado canalizando el grueso de la captación de fondos del resto mundo, fundamentalmente a través de la emisión de valores de renta fija, para cubrir tanto la diferencia entre el gasto y la renta de la economía española como las inversiones en el exterior de los otros sectores residentes.

En definitiva, el todavía elevado dinamismo de la deuda y el ascenso de los tipos de interés están contribuyendo a moderar el incremento de las rentas, especialmente en el caso de las sociedades, y han seguido elevando la exposición del sector privado a cambios adversos en el contexto macroeconómico o en el coste de financiación. Por tanto, aunque ni las empresas ni las familias se encuentran en una situación de debilidad financiera, durante el último trimestre no se han producido avances significativos en la contención de los riesgos de naturaleza financiera sobre las perspectivas de crecimiento económico a medio plazo, comentados en anteriores informes.

	% del PIB								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006			
					IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Economía nacional	-3,5	-2,7	-2,9	-4,8	-6,5	-7,0	-7,2	-7,6	-7,8
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-4,2	-3,5	-3,9	-5,3	-8,4	-9,3	-10,0	-10,6	-10,4
<i>Sociedades no financieras</i>	<i>-5,2</i>	<i>-4,2</i>	<i>-4,1</i>	<i>-4,6</i>	<i>-7,0</i>	<i>-7,7</i>	<i>-7,8</i>	<i>-8,5</i>	<i>-8,9</i>
<i>Hogares e ISFLSH</i>	<i>1,1</i>	<i>0,7</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,6</i>	<i>-1,3</i>	<i>-1,6</i>	<i>-2,2</i>	<i>-2,0</i>	<i>-1,5</i>
Instituciones financieras	1,2	1,2	1,0	0,6	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7
Administraciones Públicas	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	1,1	1,7	2,1	2,2	1,8
<b>PRO MEMORIA:</b>									
Brecha de financiación sociedades no financieras (a)	-9,9	-8,6	-8,3	-8,9	-11,3	-14,0	-14,7	-15,8	-15,9

FUENTE: Banco de España.

a. Recursos financieros que cubren el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada (inversión real más financiera permanente) y el ahorro bruto.

## 5.2 El sector hogares

Durante el primer trimestre de 2007 continuó reduciéndose la holgura de las condiciones de financiación a los hogares. Así, entre diciembre y febrero, los tipos de interés aplicados por las entidades en las nuevas operaciones se incrementaron 18 pb, en el caso del crédito para vivienda, y 20 pb, en el de los destinados a consumo y otros fines, siendo la subida acumulada desde los niveles mínimos alcanzados en octubre de 2005 de 161 pb y 124 pb, respectivamente. Por otra parte, de acuerdo con la última Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB), las entidades anticipaban para los primeros meses del año en curso un ligero tensionamiento de las condiciones generales de oferta de los préstamos.

Estos cambios, junto con la desaceleración del precio de la vivienda, están contribuyendo a moderar el incremento de la tasa de crecimiento de la deuda de las familias, que se redujo en más de un punto porcentual entre septiembre y diciembre de 2006. De acuerdo con la información provisional disponible, esta trayectoria habría continuado durante los primeros meses de 2007. No obstante, la velocidad a la que se expanden estos pasivos continúa siendo elevada (por encima del 18%). El desglose por finalidades evidencia que durante este período continuó el descenso del ritmo de avance del crédito para la adquisición de vivienda, que se situó en febrero en el 19%, mientras que el correspondiente a los destinados a consumo y otros fines ha mostrado cierta tendencia a estabilizarse, tras el perfil ascendente que se observó hasta finales del verano.

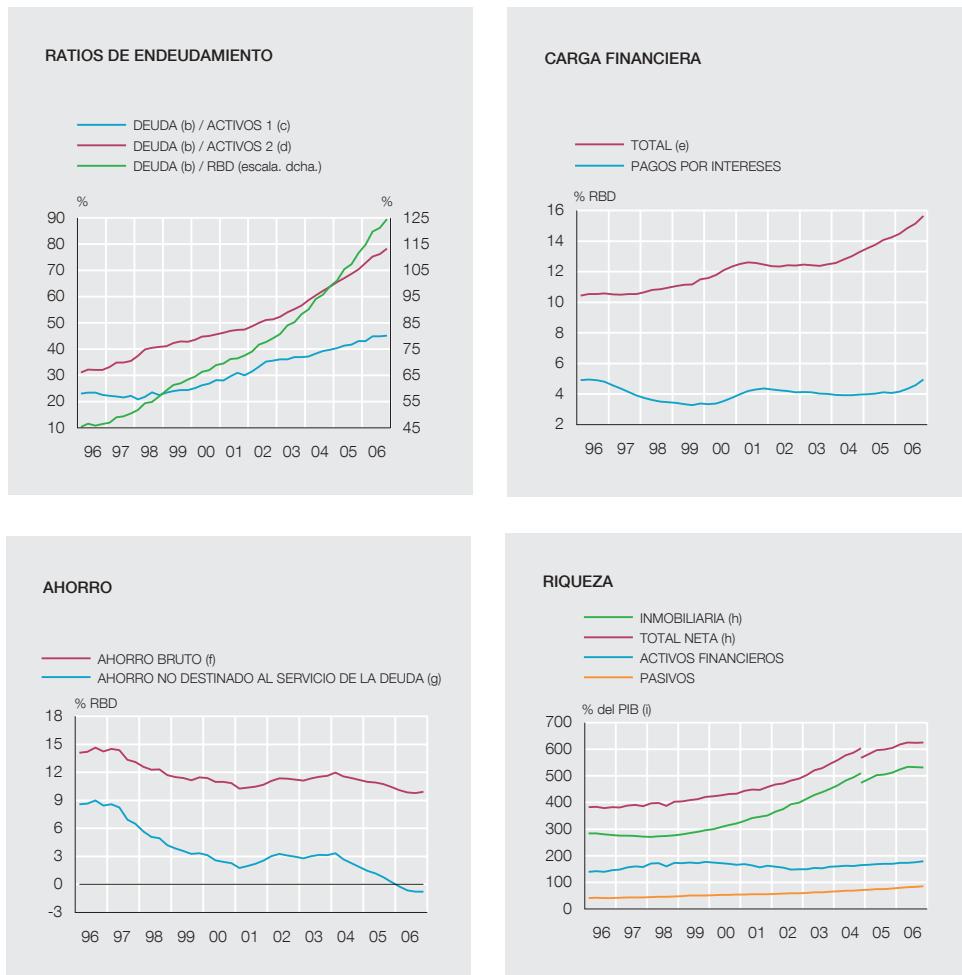
Por su parte, la adquisición de activos financieros alcanzó en el cuarto trimestre del pasado año un importe equivalente al 11,4% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,7 pp por encima del registro de septiembre (véase cuadro 6). Por instrumentos, los de menor riesgo (efectivo y depósitos) se mantuvieron como el principal componente de la inversión financiera. Dentro de estos, destacaron los depósitos a plazo, incluidos en la rúbrica de otros depósitos y valores de renta fija, que volvieron a acelerarse, de modo que sus flujos asociados representaron un 5,2% del PIB. Nuevamente, este desarrollo parece reflejar una mayor preferencia por estos productos, en detrimento de las participaciones en fondos de inversión, cuyas suscripciones netas siguieron reduciéndose, hasta suponer en 2006 solamente el 0,2% del PIB. Por su parte, los hogares siguieron vendiendo acciones en términos netos, al tiempo que el ahorro materializado en reservas técnicas de seguros se situó en niveles similares a los de tres meses antes.

% del PIB	2003	2004	2005	2006		
				II TR	III TR	IV TR
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
Operaciones financieras (activos)	8,7	9,6	10,2	10,2	10,7	11,4
Medios de pago	4,1	3,9	4,0	3,4	3,2	3,2
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	-0,3	1,2	1,9	3,4	4,7	6,0
Acciones y otras participaciones (b)	0,6	0,5	0,0	-0,3	-0,4	-0,8
Fondos de inversión	2,3	1,5	1,9	1,7	0,8	0,2
Reservas técnicas de seguros	1,8	1,8	1,9	1,5	1,5	1,6
<i>De las cuales:</i>						
De vida	0,7	0,7	0,8	0,6	0,6	0,6
De jubilación	0,9	0,8	1,0	0,8	0,7	0,8
Resto	0,2	0,6	0,4	0,4	0,8	1,1
Operaciones financieras (pasivos)	8,5	10,2	11,6	12,3	12,7	12,9
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	9,2	10,8	12,3	13,3	13,2	12,9
Créditos para adquisición de vivienda (c)	7,0	8,7	10,3	10,5	10,2	9,7
Créditos para consumo y otros fines (c)	2,2	2,1	2,2	2,8	3,0	3,2
Resto	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9	-0,5	0,0
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
Operaciones financieras (activos)	12,1	12,3	17,0	18,4	21,8	22,9
Medios de pago	0,9	1,0	2,3	2,1	2,5	2,2
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,2	0,3	1,0	1,1	2,6	3,3
Acciones y otras participaciones	7,4	6,4	7,1	10,3	10,7	10,2
<i>De las cuales:</i>						
Frente al resto del mundo	4,5	3,8	3,9	6,8	7,4	6,9
Resto	2,6	4,6	6,6	5,0	6,0	7,2
Operaciones financieras (pasivos)	16,2	16,9	24,0	26,2	30,4	31,8
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	6,1	8,3	12,9	14,4	16,5	18,0
Préstamos exteriores	2,6	0,7	2,1	3,2	3,5	3,3
Valores de renta fija (d)	-0,2	0,0	0,3	1,3	1,6	1,8
Acciones y otras participaciones	5,1	4,6	3,2	3,2	3,3	2,3
Resto	2,5	3,3	5,5	4,1	5,5	6,3
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
Financiación (e)	15,8	16,3	21,2	22,9	24,3	24,2
Hogares e ISFLSH	19,1	20,2	20,9	21,0	20,6	19,3
Sociedades no financieras	13,4	13,2	21,4	24,4	27,4	28,2

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.

El elevado dinamismo del crédito, junto con el ascenso de los costes de financiación, continuaron alimentando la trayectoria ascendente de las ratios de endeudamiento y de carga financiera de los hogares, que se situaron, al cierre del pasado ejercicio, en torno al 125% y 16% de la RBD del sector, respectivamente (véase gráfico 25). De acuerdo con la información provisional disponible, esta tendencia se habría prolongado al comienzo de 2007. No obstante, la recuperación del ahorro bruto durante el cuarto trimestre de 2006 permitió que, a pesar de la expansión de los pasivos, el sector mantuviera estable su capacidad de ahorro, una vez descontadas las obligaciones financieras. Asimismo, según las Cuentas Financieras, durante el mismo período se redujeron las necesidades de financiación de las familias, situándose en el 1,5% del



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 rúbrica 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.

PIB, en términos acumulados anuales. Por otra parte, el aumento de la riqueza neta siguió contribuyendo a reforzar la solidez de su posición financiera, aunque el avance de esta variable se está moderando, en consonancia con la desaceleración del precio de la vivienda.

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

Las condiciones de financiación de las sociedades también fueron algo más restrictivas durante el primer trimestre de 2007. Así, el indicador sintético que aproxima el coste marginal de los nuevos fondos recibidos<sup>3</sup> aumentó 25 pb hasta febrero (último dato disponible). Esta subida fue, fundamentalmente, consecuencia de la elevación de los tipos de interés bancarios en 21 pb (156 pb por encima de los mínimos de septiembre de 2005). Este incremento refleja,

3. El método de cálculo de este indicador sintético puede verse en el artículo «Un indicador del coste de financiación de las sociedades no financieras españolas», del Boletín Económico de diciembre de 2006.

probablemente, no solo el curso de las rentabilidades de mercado, sino también un cierto avance de los márgenes, como evidencia la EPB. En el caso de los valores de renta fija, también se produjo un ascenso, tanto a largo como a corto plazo (en torno a 16 pb), mientras que el coste de los recursos propios creció más moderadamente (6 pb).

El aumento del coste de financiación no impidió un notable dinamismo de la deuda, que, entre septiembre y diciembre, volvió a acelerarse hasta alcanzar su ritmo de avance a niveles superiores al 28%. Los datos provisionales de los primeros meses de 2007 apuntan a un descenso de más de 4 pp en esta tasa, como reflejo, fundamentalmente, de un efecto base ligado a un flujo excepcionalmente elevado en el mismo período del ejercicio precedente (asociado a la financiación de una adquisición corporativa de gran tamaño). En todo caso, el crédito concedido por las entidades financieras, que no está afectado por este fenómeno, dio también señales de una ligera moderación.

La información más reciente del desglose del crédito por actividades productivas, correspondiente a diciembre de 2006, muestra que los sectores más expansivos en la demanda de fondos fueron nuevamente los servicios inmobiliarios y la construcción, con tasas de crecimiento del 50% y el 33%, respectivamente. Por su parte, los recursos captados por la industria y por el resto de servicios se aceleraron, de modo que su ritmo de avance se situó en el 14% y 21%, respectivamente.

En contraste con la expansión de la financiación ajena, las sociedades redujeron la emisión de acciones y otras participaciones, de tal forma que en diciembre esta representaba el 2,3% del PIB, en términos acumulados anuales, lo que supone 1 pp menos que en el trimestre precedente.

Por su parte, el volumen de las operaciones de activo de las sociedades creció nuevamente, alcanzando, en diciembre de 2006, un importe próximo al 23% del PIB (1 pp más que en el trimestre anterior). Por instrumentos, el grueso de las adquisiciones continuó dirigiéndose a valores de renta variable, aunque siguió aumentando la importancia relativa de las inversiones netas materializadas en tesorería y deuda.

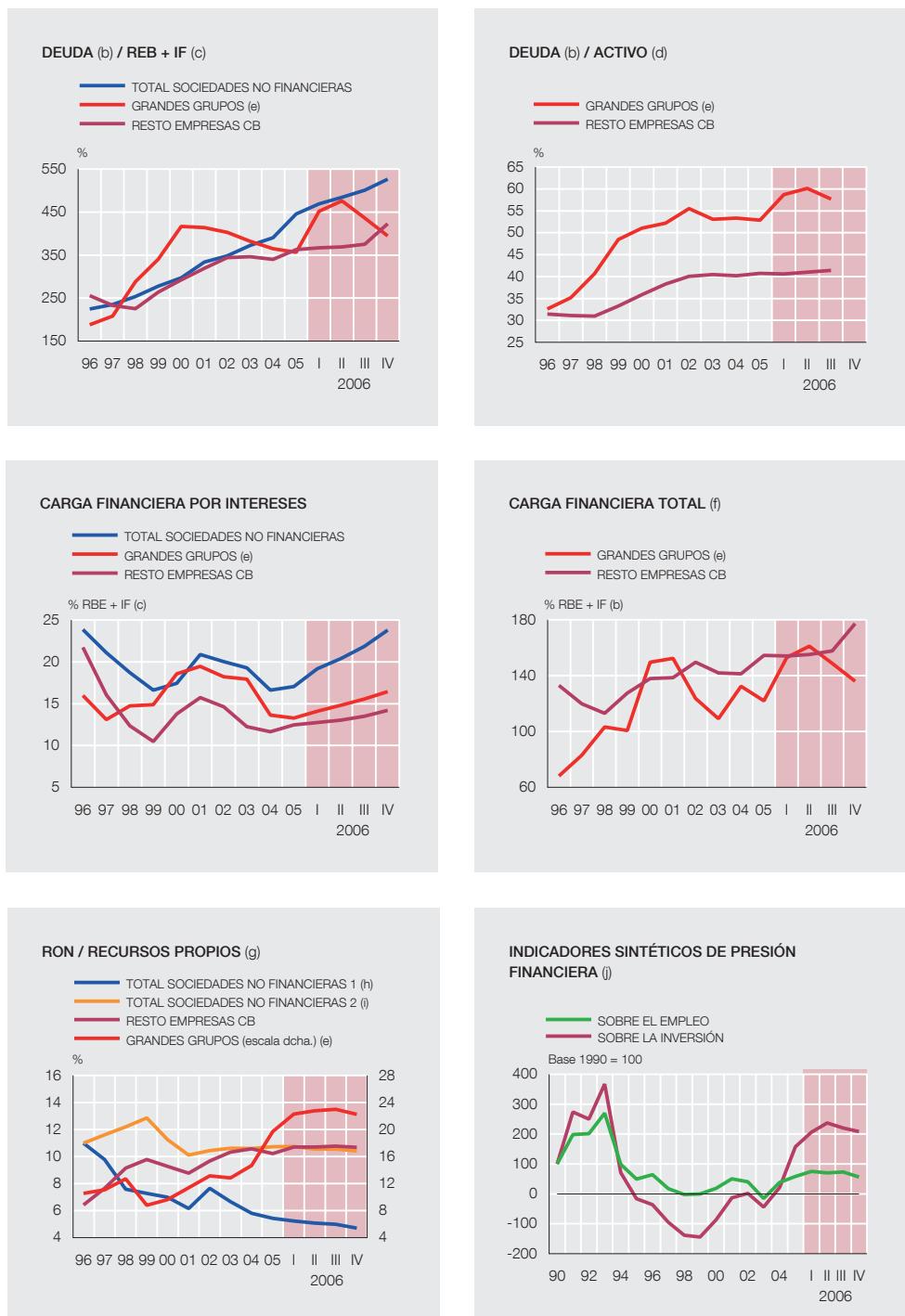
La información más reciente de las Cuentas Financieras, correspondiente al cuarto trimestre de 2006, muestra un nuevo aumento de las necesidades de financiación de las sociedades, que se situaron cerca del 9% del PIB, en términos acumulados de doce meses. Por su parte, la brecha de financiación, que aproxima los recursos necesarios para acometer la inversión real y financiera de carácter permanente en el exterior, también se incrementó, aunque en menor medida, hasta alcanzar prácticamente el 16% del PIB (véase cuadro 5).

El aumento del recurso a los fondos ajenos y su encarecimiento se tradujeron en nuevas elevaronciones de las ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con los resultados generados, tendencia que se habría prolongado durante los primeros meses de 2007 (véase gráfico 26). El ascenso de los pagos por intereses limitó el avance del resultado ordinario neto, que en 2006 se mantuvo, de hecho, en el mismo nivel del año precedente, lo que determinó un ligero descenso de la rentabilidad de los recursos propios.

Para las empresas colaboradoras con la CBT, en la que tienen un peso elevado las sociedades grandes, la última información disponible, correspondiente al cuarto trimestre de 2006, muestra también un ascenso de la proporción de los ingresos que se destinan al pago de intereses. Por el contrario, la ratio de endeudamiento para este conjunto de empresas descendió, como consecuencia del comportamiento de los grandes grupos, porque para el resto de

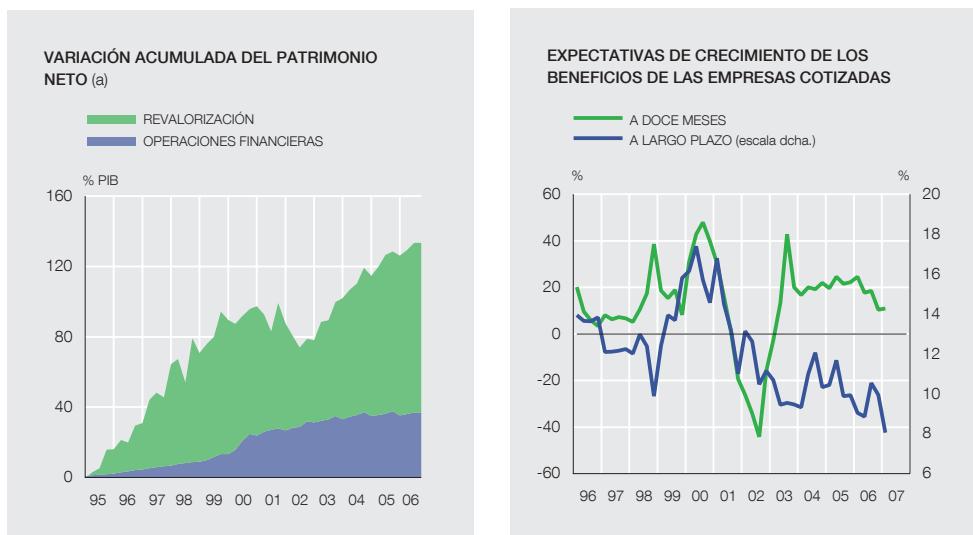
INDICADORES DE POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)

GRÁFICO 26



FUENTE: Banco de España.

- 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.
- Recursos ajenos con coste.
- Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- 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.
- Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- Para el total de las sociedades no financieras  $RON = EBE + \text{intereses y dividendos recibidos} - \text{intereses pagados} - \text{consumo de capital fijo}$ .
- Recursos propios valorados a precios de mercado.
- Indicadores estimados a partir de la CBA y CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.



FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

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

compañías se observó un incremento apreciable de esta variable. Por su parte, la rentabilidad de los recursos propios se mantuvo en niveles elevados (14%). Por sectores, la rama industrial registró el mayor aumento de los beneficios, lo que contribuyó a reducir su ratio de endeudamiento. Como resultado conjunto de todos estos cambios, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo se redujeron ligeramente.

Por último, las previsiones de los analistas sobre el crecimiento a largo plazo de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas descendieron al 8% en el primer trimestre de 2007 (10% a finales de 2006), mientras que las expectativas de avance a corto plazo experimentaron escasas variaciones y se situaron en el entorno del 10% (véase gráfico 27).

#### 5.4 Las Administraciones Públicas

La capacidad de financiación de las AAPP se situó al cierre de 2006, en términos acumulados de doce meses, en el 1,8% del PIB, cifra que, no obstante, es inferior al 2,2% registrado en el tercer trimestre del año (véase gráfico 28). Por instrumentos, el sector realizó amortizaciones netas de títulos tanto a corto como, a diferencia de lo ocurrido en la primera parte del ejercicio, a largo plazo, aunque por un importe reducido, por lo que el saldo de depósitos, neto de crédito, continuó aumentando. La disminución de la ratio de endeudamiento determinó que, en un contexto de subidas de los costes de financiación, continuara la reducción de los pagos por intereses en relación con el PIB, hasta alcanzar el 1,7%.

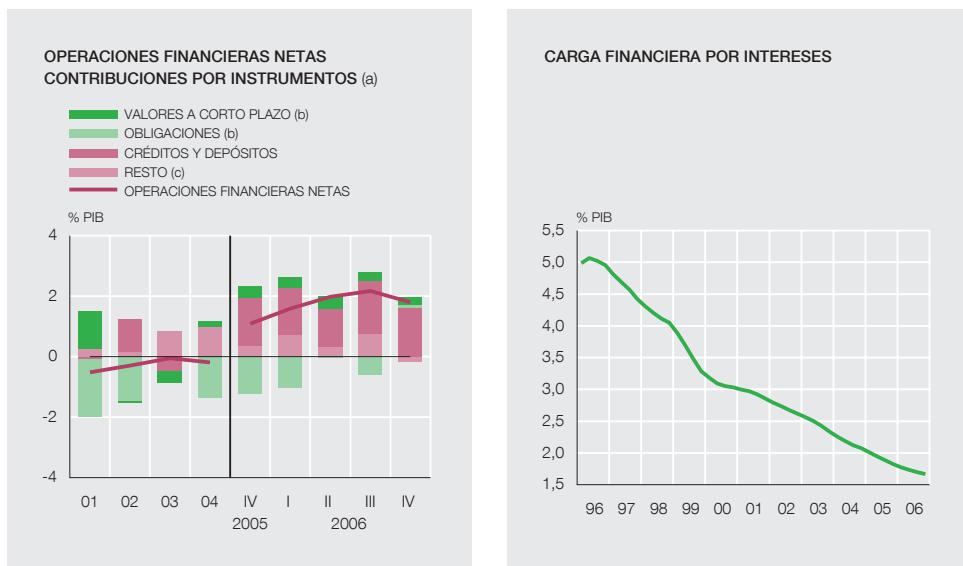
#### 5.5 La posición financiera frente al exterior

En los últimos meses de 2006, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación continuó aumentando, hasta situarse, en términos acumulados de cuatro trimestres, en el 7,8% del PIB, frente al 7,6% observado en septiembre. Por sectores, las mayores necesidades de fondos resultaron del aumento del déficit de las sociedades y del menor superávit financiero de las AAPP, que no fueron compensados por la recuperación del ahorro de los hogares.

Las instituciones financieras (excluidos los inversores institucionales) han seguido canalizando el grueso de los fondos procedentes del exterior, y en particular, las distintas de las entidades de crédito (los fondos de titulización y las filiales de empresas financieras y no financieras espe-

**ADMINISTRACIONES PÚBLICAS**  
Datos acumulados de cuatro trimestres

GRÁFICO 28

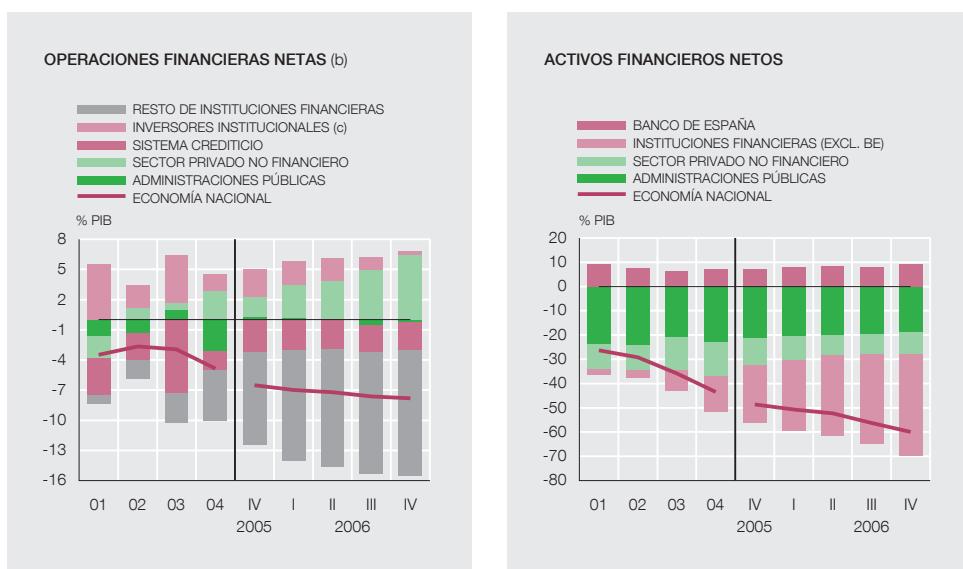


FUENTE: Banco de España.

- 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.

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

GRÁFICO 29



FUENTE: Banco de España.

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

% del PIB	2003	2004	2005	2006		
				II TR	III TR	IV TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-2,9	-4,8	-6,5	-7,2	-7,6	-7,8
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	13,1	13,3	18,2	20,2	19,0	16,8
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	0,7	3,2	2,2	4,3	4,8	5,6
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	0,5	0,7	3,2	2,6	3,5	3,4
Valores distintos de acciones	6,5	1,8	8,8	3,5	0,8	-1,2
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	3,5	1,0	6,6	1,9	-0,3	-2,0
<i>Inversores institucionales (b)</i>	3,5	0,3	2,0	1,3	0,7	0,4
Acciones y otras participaciones	4,7	6,8	5,2	9,7	10,2	9,4
<i>De las cuales:</i>						
Sociedades no financieras	4,5	3,8	3,9	6,8	7,4	6,9
<i>Inversores institucionales (b)</i>	1,1	0,8	0,9	1,8	1,7	1,2
Préstamos	0,3	0,8	1,1	1,6	1,7	2,1
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	16,0	18,2	24,8	27,4	26,6	24,6
Depósitos	6,9	1,7	5,7	2,6	0,8	0,3
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	5,3	5,0	7,2	2,8	1,3	0,6
Valores distintos de acciones	5,3	12,4	15,8	20,0	21,7	21,5
<i>De los cuales:</i>						
Administraciones Públicas	-1,0	2,7	0,2	0,8	1,6	1,3
<i>Entidades de crédito</i>	3,5	4,6	6,3	7,5	8,1	7,8
Otras instituciones financieras no monetarias	2,8	5,1	9,3	11,7	12,0	12,4
Acciones y otras participaciones	1,1	2,7	0,7	1,2	0,2	-0,9
<i>De las cuales:</i>						
Sociedades no financieras	1,3	1,7	0,8	1,0	0,2	-1,3
Préstamos	2,8	1,3	2,3	3,4	3,7	3,5
Otros neto (c)	-0,9	-0,6	-0,7	-1,0	-1,3	-0,8
<b>PRO MEMORIA:</b>						
Inversión directa de España en el exterior	3,3	5,8	3,4	5,9	6,3	6,3
Inversión directa del exterior en España	2,9	2,4	2,0	1,9	1,8	1,4

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.

cializadas en la emisión de valores). En conjunto, los nuevos pasivos netos captados por este sector supusieron el 17% del PIB, 2,1 pp más que en septiembre de 2006 (véase gráfico 29).

A pesar de ello, se redujeron las entradas de capital por segundo trimestre consecutivo, situándose a finales de 2006 en el 24,6% del PIB (en términos acumulados de doce meses, véase cuadro 7). El grueso de estos fondos continuó materializándose en valores distintos de acciones, de modo que estos títulos y, en concreto, los emitidos por las instituciones financieras, se mantuvieron como la principal vía por la que se canaliza el ahorro del exterior necesario para cubrir las necesidades de recursos de nuestra economía. La variación más destacable fue el descenso de las adquisiciones de acciones y participaciones por parte de los no

residentes, cuyo flujo alcanzó un valor ligeramente negativo, que resultó, en parte, de la reducción en la inversión directa del exterior en España. Asimismo, se contrajo la financiación captada a través del mercado interbancario, de manera que se mantuvo un signo neto acreedor.

La adquisición de activos exteriores también se redujo, aunque en menor medida, y supuso el 16,8% del PIB, en términos acumulados de doce meses. Por instrumentos, las variaciones más significativas fueron los descensos de los importes asociados a las compras netas de valores de renta fija, cuyo flujo fue negativo, y de acciones y participaciones. Esta evolución fue, no obstante, compatible con el mantenimiento del volumen de fondos materializado en forma de inversión directa en el resto del mundo en los mismos niveles del trimestre anterior.

Como resultado de la evolución de los flujos financieros con el exterior y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, la economía continuó acumulando pasivos netos frente al exterior (véase gráfico 29). Por sectores, este desarrollo fue, fundamentalmente, consecuencia del aumento en el saldo deudor de las instituciones financieras (excluidos los inversores institucionales), que en el último año ha pasado del 24% al 42% del PIB, lo que confirma el protagonismo creciente de este sector en la canalización del ahorro del resto del mundo hacia nuestra economía.

27.4.2007