

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

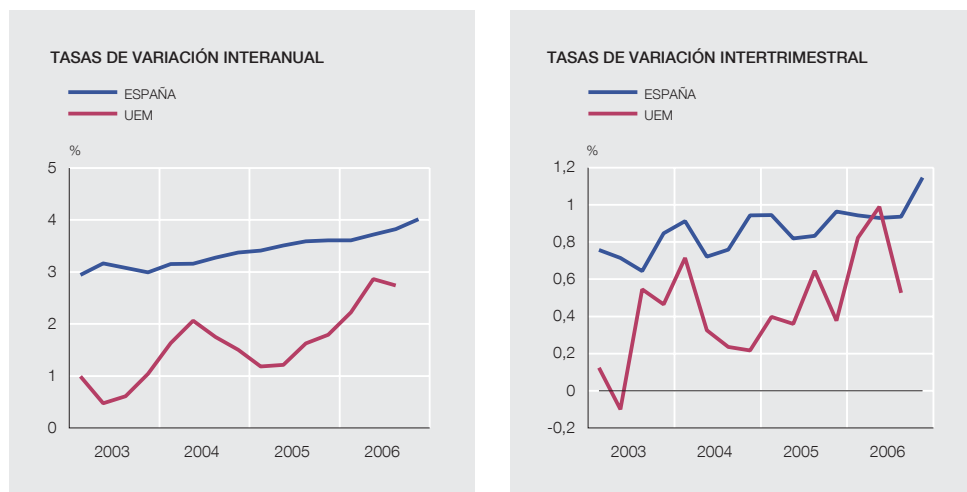
1 Rasgos básicos

A lo largo de los tres primeros trimestres de 2006, la economía española experimentó un crecimiento muy dinámico y ligeramente ascendente, alcanzando una tasa de variación interanual del 3,8% en el tercer trimestre. Según la información disponible para los últimos meses del año, esta tónica de fortaleza y de aceleración se mantuvo en el cuarto trimestre, para el que se estima un avance interanual del PIB del 4%, que se corresponde con una tasa intertrimestral del 1,1%, dos décimas superior a la del trimestre precedente (véase gráfico 1). Detrás de este repunte de la actividad se encuentran la aceleración de la demanda nacional y una mejora de la aportación de la demanda exterior neta, que se situó en -0,9 puntos porcentuales (pp).

Las estimaciones del cuarto trimestre sitúan el crecimiento del PIB, en el conjunto del año 2006, en el 3,8%, por encima del 3,5% de 2005, como resultado de un menor crecimiento de la demanda nacional y de una corrección significativa de la aportación negativa de la demanda exterior neta, que se situaría en -1,1 pp. En cuanto a las razones que subyacen a este fuerte dinamismo, hay que recordar que la atenuación de algunos de los factores que han actuado en estos últimos años —el cambio de tono de la política monetaria o la pequeña moderación en los incrementos en la riqueza— se ha visto compensada por el dinamismo del sector exterior, y en particular por la recuperación de la zona del euro. No obstante, en la segunda parte del año el reequilibrio de la aportación de la demanda nacional y de las exportaciones al crecimiento del producto habría perdido impulso. La generación de empleo siguió siendo elevada en 2006 —el número de puestos de trabajo creados aumentó por encima del 3%—, en un contexto demográfico en el que, un año más, se produjeron incrementos apreciables de la población activa, y la tasa de paro cayó hasta el 8,3% al finalizar el año. El alto contenido de empleo de la presente fase de crecimiento determinó que en 2006 los incrementos de la productividad agregada volvieran a ser reducidos, solo ligeramente superiores a los del año anterior. En cuanto a la inflación, la tasa de crecimiento del IPC en el promedio del año se situó en el 3,5%, una décima por encima de la de 2005, si bien mostró un perfil desigual a lo largo del año, como consecuencia de la evolución de los precios del crudo. En julio, el IPC empezó a desacelerarse, desde tasas del 4% en las que había permanecido en la primera parte de 2006, terminando el ejercicio con un ritmo de avance del 2,7% y un diferencial de inflación con la UEM de 0,8 pp.

El buen comportamiento de la economía mundial a lo largo de 2006 se confirmó en los últimos meses del año, en los que se produjo, en general, una cierta mejora respecto al trimestre previo. El precio del crudo continuó descendiendo desde los niveles máximos alcanzados en agosto (ligeramente superiores a 78 dólares por barril) hasta situarse a finales de enero en 51 dólares por barril, mientras que los mercados bursátiles registraban nuevas subidas y los mercados de renta fija mantenían cotizaciones elevadas y reducidas primas de riesgo. El descenso en los precios del crudo impulsó un recorte generalizado en las tasas de inflación de las principales economías desarrolladas, en las que, por otra parte, el crecimiento económico continuó siendo elevado, aunque algo más equilibrado, debido a la desaceleración de la economía estadounidense, originada por el ajuste en el mercado inmobiliario. La orientación de las políticas monetarias se tornó más restrictiva en algunos países.

En Estados Unidos, el alcance de la desaceleración de la actividad fue relativamente moderado, debido tanto a la limitada magnitud del ajuste en los sectores más afectados —la construcción residencial y la industria— como a su escasa propagación hacia otras ramas de actividad. La capacidad de la economía estadounidense para mantener ritmos de crecimiento



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

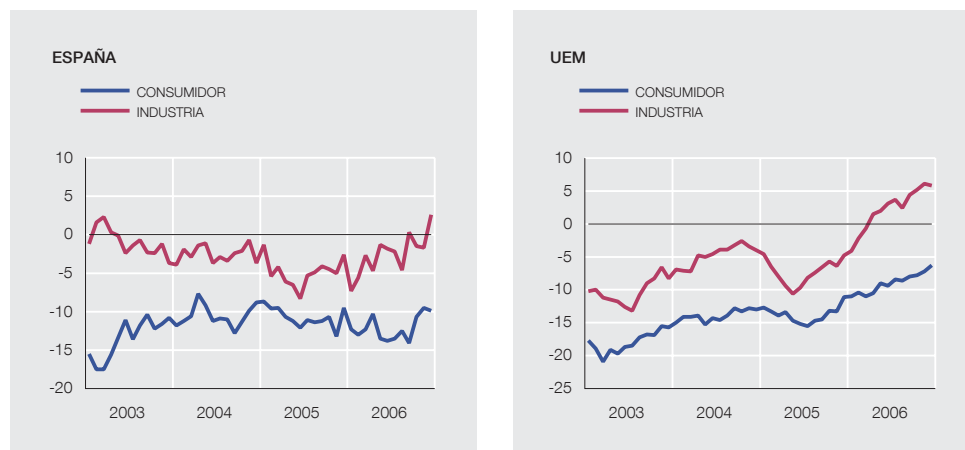
a. Series ajustadas de estacionalidad.

elevados refleja, en buena medida, el continuado dinamismo del gasto de los hogares, al que contribuyó principalmente la situación favorable en el mercado laboral, en particular el empleo en las actividades de servicios. A pesar del descenso en la tasa de avance del índice de precios de consumo, que concluyó el año con un incremento del 2,5%, la inflación subyacente permaneció algo por encima de ese nivel y el déficit comercial experimentó una pequeña mejoría. En este contexto, el riesgo de inflación siguió constituyendo el motivo principal de preocupación de la Reserva Federal, que mantuvo el tipo de interés objetivo de los fondos federales en el 5,25%. El dólar se depreció notablemente frente a las principales monedas —en particular, el euro y la libra—, aunque no frente al yen.

En Japón, la actividad económica recuperó un mejor tono en los meses finales del año, tras el receso del tercer trimestre; y en el Reino Unido los indicadores de los últimos meses confirmaron la continuidad del dinamismo en la actividad económica, que se manifestó en una aceleración de la tasa de inflación que alcanzó un máximo histórico en diciembre, con un 3% de crecimiento interanual. El Banco de Inglaterra, tras la subida aprobada en noviembre, aumentó el tipo de interés de intervención en su reunión de enero, hasta situarlo en el 5,25%. Por su parte, la actividad en las principales zonas emergentes —Asia, nuevos miembros de la UE y América Latina— siguió mostrando un dinamismo notable y los mercados financieros mantuvieron la favorable evolución de meses anteriores, en particular los de renta variable.

Las perspectivas de crecimiento de la economía mundial en 2007 son positivas, aunque apuntan a un crecimiento algo inferior al de 2006, con tasas que podrían situarse ligeramente por debajo del 5%. No obstante, persisten las principales incertidumbres que han marcado la evolución económica internacional el pasado año y que están relacionadas con las dudas sobre la evolución futura del mercado del petróleo y el nivel de precios del crudo a medio plazo, con la intensidad de la desaceleración de la economía norteamericana y su posible transmisión hacia otras regiones y, por último, con el efecto sobre los mercados financieros de una eventual corrección desordenada de los desequilibrios exteriores globales, que se siguen ampliando.

En la zona del euro prosiguió la recuperación económica que se inició en 2005, aunque con menor intensidad en la segunda parte del año. En el tercer trimestre, el PIB de la zona del euro



FUENTE: Comisión Europea.

creció a una tasa interanual del 2,7% (0,5% en términos de tasa intertrimestral), dos décimas por debajo de la registrada en el segundo trimestre; y, para el cuarto trimestre, la información disponible apunta hacia el mantenimiento del dinamismo económico, basado, como en los trimestres precedentes, en la demanda interna y en el buen comportamiento de las exportaciones.

La inflación de la zona del euro continuó reflejando el impacto de los movimientos de los precios de la energía, de manera que la tasa de crecimiento interanual en diciembre se situó en el 1,9%. No obstante, la inflación subyacente siguió en el 1,6% y los salarios mantuvieron un ritmo de avance moderado, tal y como refleja el crecimiento del 0,8% de los costes unitarios del trabajo, lo que permitió una nueva ampliación de los márgenes empresariales. Sin embargo, tal como valoró el BCE en sus últimas reuniones, subsisten los riesgos para el mantenimiento de la estabilidad de precios en el medio plazo, relacionados, en gran medida, con la posibilidad de que las mayores presiones de demanda y el crecimiento del empleo interrumpieran el clima actual de contención salarial. En este contexto, el BCE continuó retirando el estímulo de la política monetaria y elevó en dos ocasiones (en octubre y diciembre) 25 puntos básicos (pb) los tipos oficiales, hasta situarlos en el 3,5%. Estas acciones de política monetaria han venido acompañadas de un pequeño incremento de los tipos a largo plazo en los mercados de deuda pública, una reducción del diferencial de las rentabilidades con Estados Unidos y una revalorización del euro, cuyo tipo de cambio efectivo nominal se apreció un 1,3% en el último trimestre. Este movimiento, sin embargo, se invirtió parcialmente en los primeros días de enero.

La situación presupuestaria de los países de la UEM mejoró a lo largo de 2006, a lo que contribuyó de forma decidida el incremento de los ingresos, que superó las proyecciones presupuestarias en la mayoría de los países. Según la información proporcionada en la última ola de programas de estabilidad, el déficit de la UEM descendió hasta el 1,9% del PIB, desde el 2,5% del año anterior, y la orientación de la política fiscal fue solo ligeramente contractiva. Llama la atención, en particular, la reducción de los déficits en Grecia y Alemania, que se situarán, con gran probabilidad, por debajo del 3% ya en 2006. Para 2007, si se cumplen los planes presupuestarios de Alemania, Francia e Italia, que contemplan medidas de contención del gasto público y de aumentos en los ingresos, la política fiscal en la UEM podría adquirir un tono contractivo.

La economía española, con un crecimiento estimado del 4% en el último trimestre de 2006 y del 3,8% en el promedio del año, vuelve a encontrarse entre las economías más dinámicas de

la UEM. Por otra parte, como resultado de esta evolución, el PIB se situaría por encima del producto potencial, con lo que la brecha de producción se mantendría, por sexto año consecutivo, en niveles positivos, indicando la persistencia de una posición cíclica alcista.

Dentro de este panorama general, el último trimestre presenta algunas características que merece la pena destacar. De una parte, el ritmo de crecimiento estimado para el PIB en este período define una segunda parte del año más dinámica que la primera, al tiempo que se aprecian una ligera aceleración de la demanda nacional y una ralentización en la mejora de la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del producto. Todos los componentes de la demanda interna —con la única excepción de la inversión en otros productos— habrían contribuido a su pujanza en el último trimestre, a pesar del suave endurecimiento de las condiciones de financiación para familias y empresas. El consumo de los hogares y la inversión en bienes de equipo habrían registrado tasas de avance similares a las del trimestre precedente, mientras que la inversión en construcción habría seguido la trayectoria ascendente que marcó su evolución a lo largo de 2006, apoyada tanto en la inversión residencial como en la obra civil y en la inversión no residencial.

Para explicar la estabilidad del consumo de los hogares en el último trimestre hay que acudir al dinamismo de la renta disponible, impulsada por la fortaleza del empleo y por el descenso en la inflación en los últimos meses del año, así como a un efecto riqueza que continuó siendo de magnitud importante. En este sentido, cabe destacar que, si bien la revalorización de la riqueza inmobiliaria fue algo inferior a la de trimestres previos (el precio de la vivienda terminó el año registrando un incremento del 9,1%, frente al 12,8% del año anterior), las cotizaciones bursátiles experimentaron un fuerte ascenso, en consonancia con el comportamiento expansivo de los resultados empresariales y con las buenas perspectivas económicas. La pujanza del gasto de los hogares, tanto en consumo como en inversión residencial, se financió en buena medida con recurso al crédito bancario, que mantuvo tasas elevadas también en el último trimestre, aunque empezó a notarse una suave inflexión, posiblemente en respuesta al endurecimiento de las condiciones de financiación. En su conjunto, 2006 se cerró con un nuevo retroceso del ahorro de los hogares, una ampliación significativa de sus necesidades de financiación y un incremento adicional de su ratio de endeudamiento, que se ha podido situar en el 125% de la RBD al concluir el año.

La inversión empresarial, por su parte, continuó avanzando a buen ritmo en el último trimestre, como se desprende tanto de la evolución expansiva del gasto en bienes de equipo —que sigue siendo el componente más dinámico de la demanda interna— como de la construcción no residencial. En el conjunto de 2006, el importante incremento de la inversión empresarial, por segundo año consecutivo, estuvo determinado por la expansión de la demanda y, en particular, por la mayor actividad exportadora, la situación saneada de las empresas y las buenas expectativas de beneficios empresariales. Como en el caso de los hogares, la actividad empresarial se financió en 2006 con un recurso creciente a la financiación ajena, variable que mostró un perfil ligeramente de aceleración a lo largo del año, hasta alcanzar en noviembre una tasa del 27%. El intenso crecimiento de los fondos captados por las empresas (sobre todo, por parte de las de servicios inmobiliarios y de las integradas en el sector de la construcción, inmersas, en algunos casos, en operaciones corporativas singulares) y el ascenso del coste de financiación incrementaron el grado de presión financiera que soportan estas a la hora de tomar sus decisiones de contratación e inversión, si bien la positiva evolución de los resultados empresariales operó en la dirección contraria.

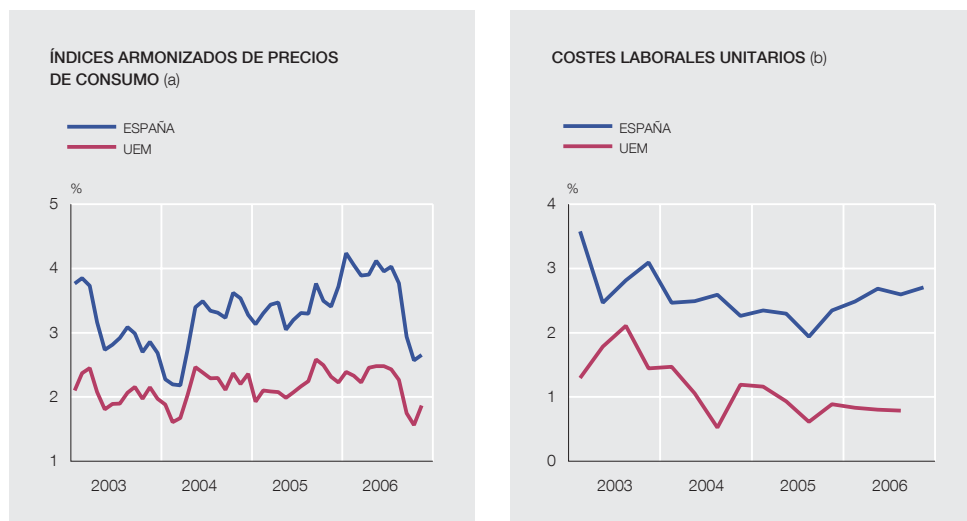
Las AAPP contribuyeron también en 2006 a la expansión del gasto, principalmente a través del componente de inversión y, en particular, de la construcción de obra civil, que superó los

ya elevados ritmos de aumento de 2005, ya que el consumo público tuvo un comportamiento algo más moderado. Con todo, la pujanza de la actividad económica se reflejó también en un incremento muy importante de la recaudación impositiva a lo largo del ejercicio, con lo que en 2006 el saldo de las AAPP alcanzó, según las últimas cifras oficiales, un superávit del 1,4%, muy por encima del presupuestado; y la orientación de la política fiscal, atendiendo a la evolución del saldo estructural primario, terminó siendo moderadamente contractiva. Los planes fiscales del Gobierno, avanzados en la última actualización del Programa de Estabilidad que se aprobó a finales del pasado año, proyectan la consecución de superávits fiscales a lo largo de todo el horizonte de previsión (2006-2009), aunque con un perfil decreciente.

Por su parte, los flujos de comercio exterior a lo largo de 2006 reflejaron el comportamiento más expansivo de los mercados exteriores y de la demanda final, en un contexto en que la competitividad-precio, según la evolución de los índices habituales de competitividad, experimentó un nuevo deterioro, aunque de menor intensidad que en años anteriores. En conjunto, en 2006 se recuperaron las exportaciones, que tuvieron un comportamiento más acorde con nuestros mercados de exportación, al tiempo que se produjo un incremento muy intenso de las importaciones, superior al del año precedente.

La recuperación de las exportaciones a lo largo de 2006, que en todo caso fue más intensa en la primera parte del año, ha sido relativamente generalizada por áreas geográficas y por productos. Puede destacarse, no obstante, la expansión de las ventas de bienes de equipo y de bienes de consumo, excepto de automóviles, cuya producción se está viendo afectada por presiones competitivas crecientes, provenientes de terceros países, que están alterando la estructura del comercio mundial de este tipo de bienes. Los indicadores del sector turístico mostraron en 2006 un comportamiento muy poco expansivo, si bien en los dos últimos trimestres los ingresos por turismo experimentaron una cierta recuperación. Por su parte, las importaciones en términos reales mostraron crecimientos elevados a lo largo de 2006 en respuesta a la pujanza de la demanda final, el elevado contenido importador de las exportaciones de bienes de equipo y la favorable evolución de los precios de importación en euros. Por productos, destaca, sobre todo, la pujanza de las compras al exterior de productos intermedios no energéticos. El comportamiento de los flujos con el exterior se ha traducido en una nueva ampliación de la necesidad de financiación de la nación, que se habría situado en el 7,9% del PIB hasta el tercer trimestre.

En consonancia con el dinamismo de la demanda, la actividad en las ramas productivas no agrícolas mostró una gran fortaleza, cabiendo destacar, en particular, la pujanza del sector de la construcción, que registró crecimientos del valor añadido superiores al 5% durante todo el año, y la importante recuperación de la actividad industrial, que terminó 2006 con tasas de avance también próximas al 5%. La base de la recuperación industrial está siendo muy amplia, si bien cabe destacar el fuerte incremento de la producción que se destina a los mercados de exportación y, dentro de la que se destina al mercado interior, de la que se dirige a abastecer la demanda de bienes de equipo y de bienes intermedios vinculados al sector de la construcción y de la energía. Los servicios de mercado, por su parte, mantuvieron en 2006 tasas de crecimiento elevadas, con un ligero repunte en la segunda mitad del año, de manera que al finalizar el ejercicio crecían a tasas del 4%. La intensidad del proceso de generación del empleo fue muy elevada en 2006 y siguió un patrón similar al del valor añadido, de manera que los incrementos de productividad aparente del trabajo fueron, en conjunto, moderados. Por ramas productivas, continuaron las divergencias en la intensidad de creación de empleo entre la construcción y los servicios, de una parte, y la industria, de otra, donde la ocupación solo empezó a repuntar en la última parte del año. Este comportamiento se reflejó, naturalmente, en crecimientos diferenciados de la productividad aparente entre las distintas ramas productivas.



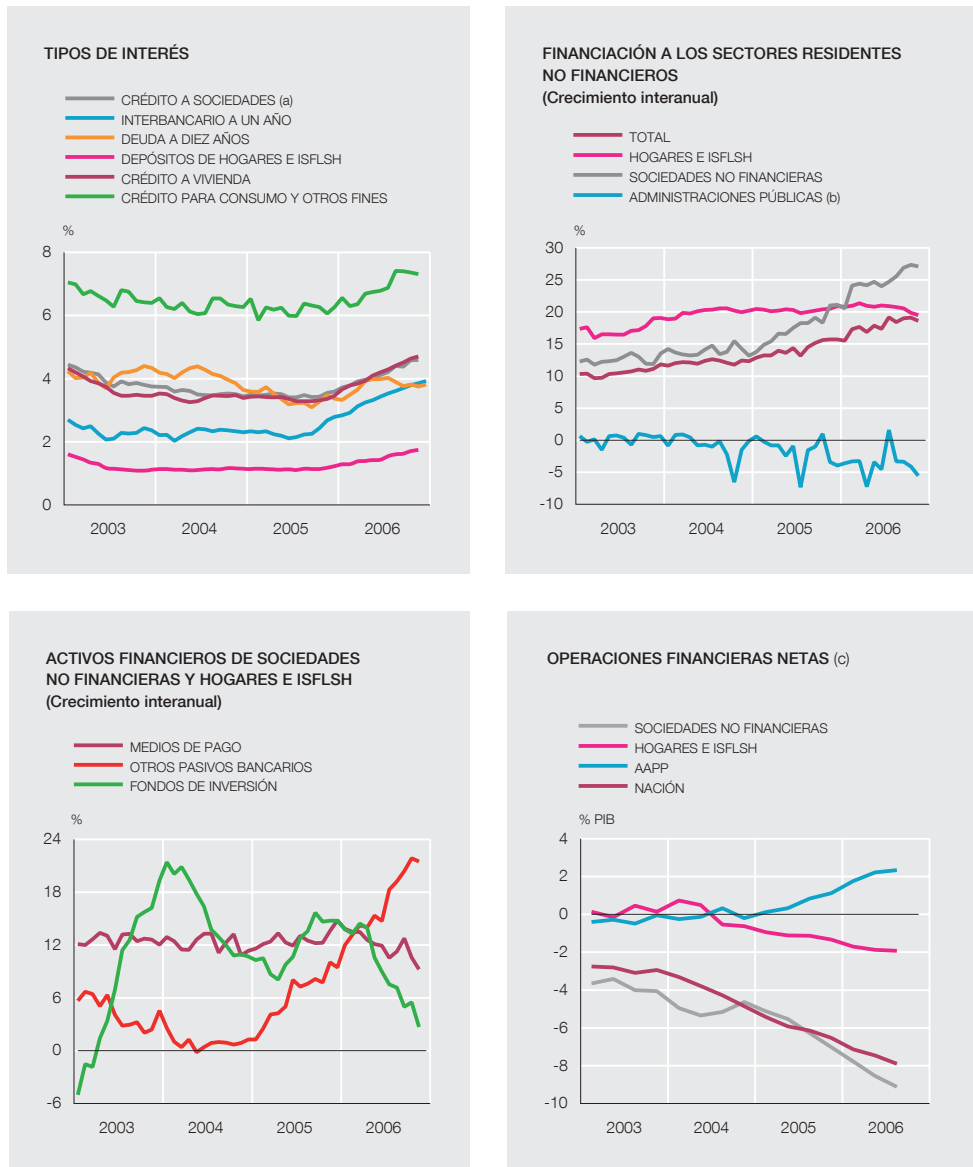
FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo e Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas de variación interanual.

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

La evolución de los costes laborales determinó un ligero repunte de la remuneración por asalariado de la economía de mercado, que siguió un perfil de aceleración a lo largo del año, creciendo a una tasa del 2,8% en 2006, frente al 2,1% en 2005. Al igual que en los tres últimos años, el aumento de la remuneración por ocupado fue inferior al de los salarios de convenio, que se elevó hasta el 4% —un 3,2% de aumento pactado para el año y 0,9 pp más por aplicación de las cláusulas de salvaguarda—. Esta brecha puede estar indicando la existencia de factores de flexibilización del mercado de trabajo que impulsan la moderación salarial y que cabría atribuir a los cambios en la composición en la oferta de trabajo ante la intensidad de los flujos migratorios y el fuerte incremento de la participación femenina. La aceleración de la remuneración por asalariado, impulsada sobre todo por el repunte de los servicios de mercado y, en menor medida, por la industria, se ha trasladado, en un contexto de avances muy reducidos de la productividad, a los costes unitarios del trabajo de la economía de mercado, que repuntaron hasta el 2,6% en 2006 (2,1% en 2005), por encima de los crecimientos de costes que registran los países con los que España compite internacionalmente, como se observa en el gráfico 3. Cabe destacar, sin embargo, el mejor comportamiento relativo de los costes unitarios de la industria, que es la rama más expuesta a la competencia exterior, debido a los fuertes incrementos de productividad que se han originado en 2006. La persistencia de crecimientos elevados en los costes, junto con la continuación en la ampliación de márgenes, ha determinado que en 2006 no se produjeran correcciones apreciables en la inflación subyacente, que permaneció en el promedio del año en tasas del 2,9%, y que el diferencial de inflación con los países de la UEM siguiera aumentando, aunque los datos correspondientes a los últimos meses del año dibujan un panorama más favorable, que debería tratar de consolidarse en 2007, internalizándose en los procesos de formación de costes y precios que ahora comienzan.

La economía española termina el año 2006, en fin, con un crecimiento suavemente acelerado, que contiene elementos de inercia suficientes para trasladarse a los primeros meses de 2007. Destaca como aspecto más favorable en el año que termina el reequilibrio de la demanda interna y externa en su contribución al crecimiento del producto, aunque se observa una ralentización en este proceso en la última parte del ejercicio. Por otra parte, en el lado financiero,



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.

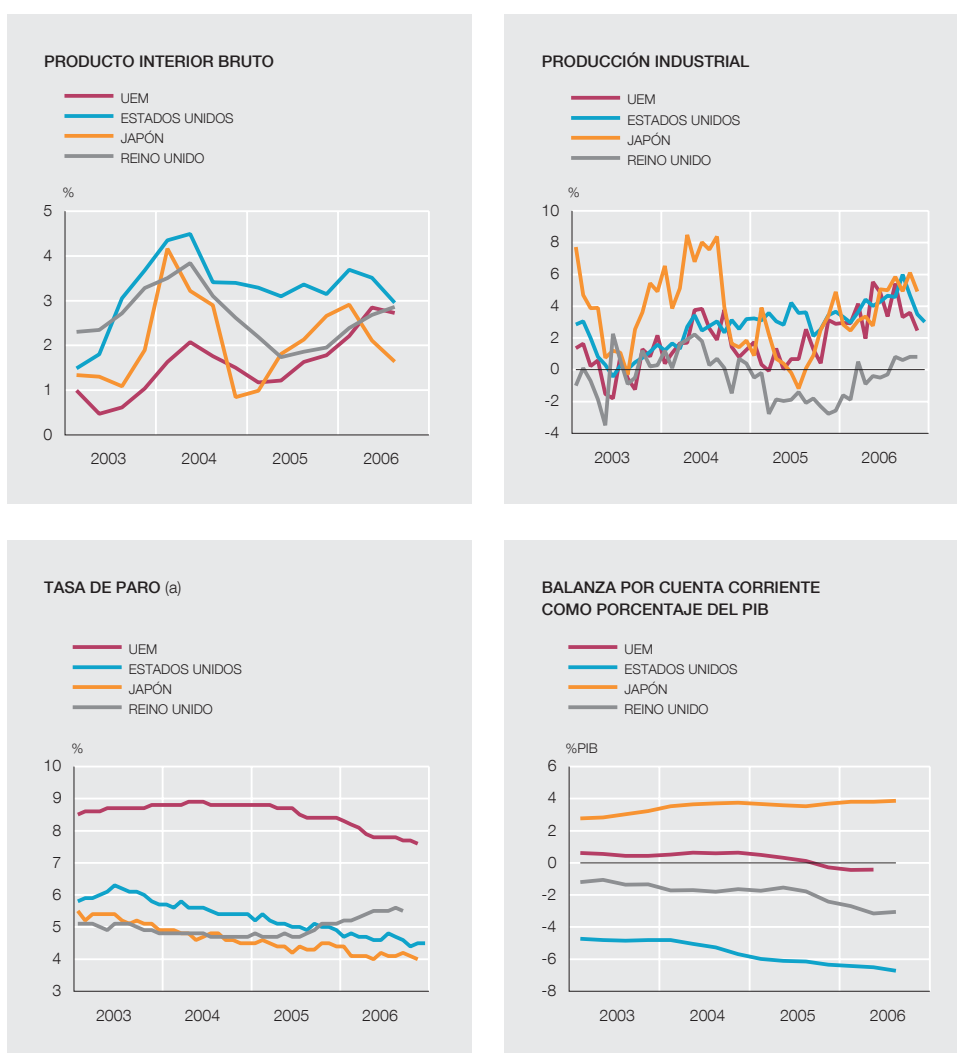
la desaceleración suave del precio de la vivienda y la elevación de los tipos de interés están contribuyendo a atenuar el ritmo de aumento del crédito de las familias, pero no el de las empresas, cuyo creciente endeudamiento responde, en algunos casos, a estrategias de diversificación ante la maduración de determinadas actividades productivas, no exentas de las incertidumbres que siempre acompañan a la entrada en nuevas áreas de negocio.

2 Entorno exterior del área del euro

En el último trimestre, la evolución en el entorno exterior del área del euro vino marcada, fundamentalmente, por el mantenimiento de un elevado dinamismo, al que han contribuido un cierto freno a la desaceleración económica en Estados Unidos y un repunte en Japón, al tiempo que en el resto de las economías desarrolladas y emergentes el comportamiento ha seguido siendo, en general, expansivo. La evolución financiera en los mercados desarrollados vino condicionada por el ciclo económico estadounidense, aunque el comportamiento fue positivo en el conjunto del trimestre. Cabe destacar el descenso experimentado por el precio del petróleo —y otras materias primas industriales— y la debilidad del yen. En los mercados emergentes se mantuvo la evolución favorable de meses anteriores, con algunos episodios de tensión en algunos mercados aislados, que no tuvieron efectos de contagio relevantes.

A principios del trimestre, al hilo del deterioro de las condiciones del mercado de la vivienda en Estados Unidos, se acentuaron las expectativas de descensos tempranos de las tasas de interés oficiales de la Reserva Federal. Los tipos de interés a largo plazo registraron un descenso —aunque moderado— tanto en Estados Unidos como en otras economías desarrolladas, y el dólar se depreció notablemente frente a algunas monedas, en particular el euro y la libra esterlina. No obstante, tanto las bolsas como los diferenciales de crédito corporativo mantuvieron un comportamiento positivo. Desde principios de diciembre, a medida que se fueron publicando indicadores favorables en Estados Unidos, aumentando la atención hacia los riesgos inflacionistas, se corrigieron las expectativas de descenso de tipos de interés oficiales, los tipos de interés a largo plazo repuntaron y el dólar se estabilizó en torno a 1,30 frente al euro. En los mercados emergentes, los mercados de renta variable continuaron acumulando ganancias y los diferenciales soberanos alcanzaron mínimos históricos en todas las regiones. Solo algunos episodios puntuales de volatilidad financiera en Tailandia, Ecuador y Venezuela impidieron que la tónica positiva se extendiera a todos los mercados. El petróleo tipo Brent disminuyó en el último trimestre en torno a un 15%, y su cotización llegó a caer por debajo de los 52 dólares por barril al comienzo de 2007, los niveles más bajos desde junio de 2005. Este descenso de los precios coincidió con factores temporales, como un invierno benigno en el hemisferio norte, unos datos de inventarios favorables en Estados Unidos y con revisiones a la baja de la demanda de petróleo para este año. Todos estos factores han contrarrestado otras noticias de carácter negativo por el lado de la oferta, que en otro contexto hubiesen afectado al alza el precio del petróleo, como el acuerdo de la OPEP de retirar 500.000 barriles diarios a partir de febrero, así como las tensiones en algunos países productores.

En Estados Unidos, gran parte de los indicadores aparecidos a lo largo del trimestre tuvieron un tono más positivo que en el trimestre previo y reforzaron la impresión de que la debilidad de sectores específicos —como la construcción residencial y las manufacturas— no se ha propagado a otras ramas productivas. El mantenimiento de un ritmo de crecimiento elevado fuera de estas actividades refleja, en gran medida, el continuado dinamismo del gasto de los hogares. A su sostenimiento contribuyeron la evolución benigna del precio de la gasolina y la continuidad de una situación favorable en el mercado laboral, que permitió asimilar un crecimiento significativo de la población activa y mantener constante la tasa de desempleo en el 4,5%. La construcción y las manufacturas redujeron su nivel total de empleo, pero la creación de nuevos puestos de trabajo en los servicios fue excepcionalmente dinámica. La evolución de la inversión a lo largo del trimestre no fue, sin embargo, tan favorable ni en el caso de los bienes de equipo, como corroboraron los datos de gasto empresarial, ni en el de la construcción. Sin embargo, los últimos indicadores relativos al sector inmobiliario han mostrado indicios coherentes con una estabilización de la inversión residencial, aunque al menos parte de este buen

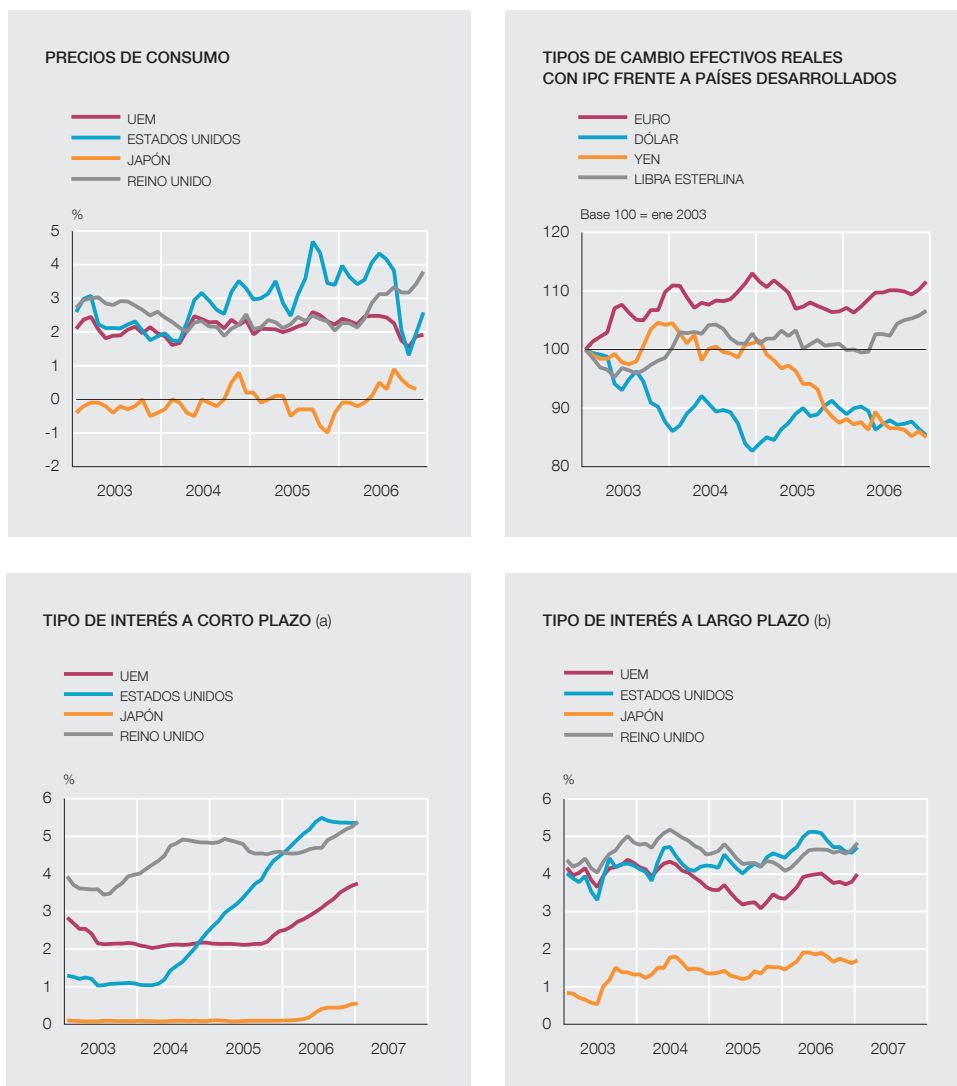


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

comportamiento relativo sería atribuible a las temperaturas excepcionalmente elevadas registradas durante el invierno. En cuanto al sector exterior, los datos de balanza comercial reflejaron una moderación significativa en el déficit, como consecuencia del abaratamiento del petróleo y la moderación de las cantidades importadas. La tasa de inflación disminuyó, si bien de forma más acusada en el índice general. El IPC de diciembre creció un 2,5% interanual, significativamente por debajo del promedio del tercer trimestre (3,3%). La tasa subyacente fue del 2,6% interanual, dos décimas por debajo del promedio del trimestre anterior. No obstante, la Reserva Federal, pese a reconocer una preocupación algo superior por la posible debilidad del crecimiento, ratificó que el riesgo de inflación constituye aún su principal preocupación.

En Japón, tras la atonía del tercer trimestre, la actividad económica parece haber recuperado un cierto empuje en el cuarto, como apuntan los principales indicadores de oferta. También hay que destacar el rebote del consumo privado, tras su notable caída en el tercer trimestre, sustentado en el repunte de la confianza del consumidor, la holgura de las condiciones financieras y el dinamismo del mercado laboral, donde la tasa de paro del mes de noviembre se situó en el 4%, el menor nivel desde abril de 1998, aunque se mantuvo el estancamiento de los salarios. Por el lado negativo, el

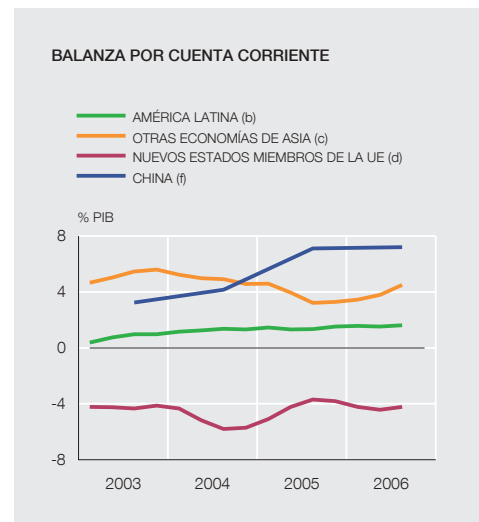
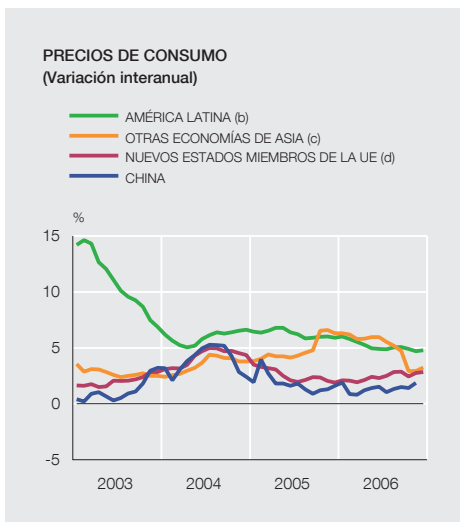
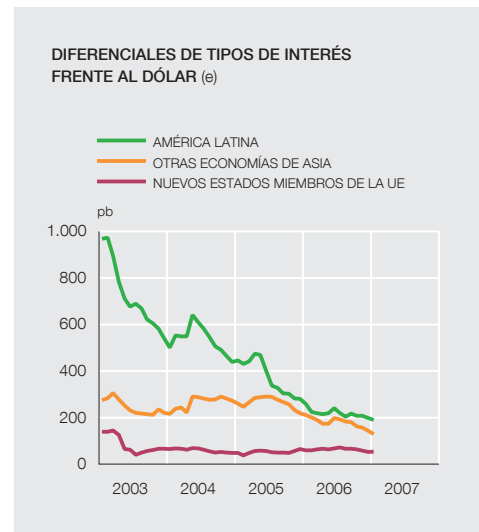
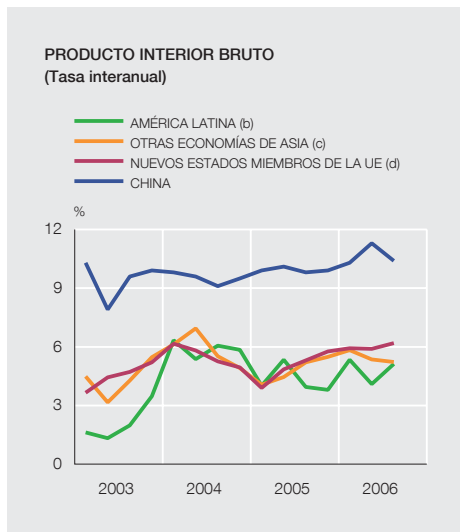


FUENTE: Banco de España.

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

PMI de manufacturas de diciembre se situó en su menor nivel en más de año y medio, lo que podría anticipar menores ritmos de expansión de la producción industrial en los próximos meses. En el ámbito externo, se produjo un repunte en el superávit comercial del mes de noviembre. Las exportaciones todavía mantuvieron notables ritmos de expansión y las importaciones se desaceleraron acusadamente, debido al impacto de la caída en los precios de los combustibles. En cuanto a los indicadores de inflación, cabe destacar la desaceleración de los precios de consumo y de los precios al por mayor durante el trimestre, en ambos casos debida a la moderación de los precios de los combustibles. Por último, el Banco de Japón decidió, en contra de las expectativas previas, mantener inalterado el tipo de interés oficial en el 0,25% en su reunión de enero.

En el Reino Unido, el primer avance del PIB para el cuarto trimestre situó el crecimiento en el 0,8% en tasa trimestral (una décima más que en trimestres anteriores) y en un 3% en tasa interanual, confirmando la continuidad del momento favorable en la actividad económica, aunque se mantuvo la debilidad de los datos referidos al sector de manufacturas. Por el lado de la demanda, los indicadores apuntaron a un crecimiento robusto del consumo privado y de la inversión



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

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

empresarial. La tasa de paro se mantuvo en el 5,5% en el trimestre que finalizó en noviembre, y el empleo continuó creciendo de forma robusta. La inflación mostró una significativa tendencia al alza, de tal modo que el IPC de diciembre se situó en el límite superior del intervalo objetivo del Banco de Inglaterra (3%). Este aumentó 25 pb el tipo de interés oficial en su reuniones de noviembre y enero, en este caso antes de lo esperado, situándolo en el 5,25%.

En los nuevos Estados miembros de la UE, el PIB se aceleró en el tercer trimestre, al registrar, en promedio, una tasa del 6,1% interanual, frente al 5,8% del trimestre anterior. Esta expansión se apoyó, en general, en la fortaleza de la demanda interna, tanto del consumo privado como, especialmente, de la inversión. Destacó el dinamismo de Eslovaquia, cuya moneda se

ha ido apreciando hasta acercarse al límite superior de fluctuación en el ERM-II. En este contexto de fuerte dinamismo en el último trimestre se produjo un repunte generalizado de la inflación, aunque se mantuvo una notable variabilidad en las tasas de inflación entre países, destacando Hungría, donde el año terminó en el 6,6%. Por ello, mientras que los tipos de interés oficiales se mantuvieron inalterados durante el trimestre en la mayoría de los países, en Hungría aumentaron en 25 pb en octubre, hasta el 8%. En Turquía, el PIB se desaceleró notablemente, del 7,8% al 3,4%, debido a la ralentización del consumo privado, como consecuencia del endurecimiento del tono de la política monetaria tras las turbulencias financieras de mayo y junio. En el ámbito político, el Consejo Europeo decidió suspender en varias áreas las negociaciones para el ingreso de Turquía en la UE. Por último, el 1 de enero se produjo la entrada en la UE de Bulgaria y de Rumanía, y la incorporación de Eslovenia al área del euro.

El PIB real de China en el cuarto trimestre creció un 10,4% interanual, dos décimas menos que en el tercero, con lo que en 2006 el crecimiento fue de un 10,7%, la mayor cifra de la última década. Además, se revisó al alza, en dos décimas de media, el crecimiento de los dos últimos años. En ese contexto, la inversión en activos fijos y la producción industrial, tras el repunte de noviembre, se desaceleraron en diciembre. La oferta monetaria volvió a crecer por encima del objetivo oficial, lo que llevó al banco central a elevar en dos ocasiones el coeficiente de reservas (en noviembre y en enero). Por otro lado, el tipo de cambio del renminbi continuó apreciándose frente al dólar (un 1,7% desde finales de septiembre), lo que no impidió que las reservas exteriores superaran el billón de dólares en diciembre. El superávit comercial registró un nuevo récord en el trimestre, siendo en el conjunto de 2006 un 74% mayor que en 2005. La inversión extranjera directa acabó el año acelerándose, y alcanzó los 69,5 mm de dólares en el conjunto de 2006. En cuanto a los precios, la tasa de inflación del IPC aumentó progresivamente en el trimestre, hasta el 2,8% interanual en diciembre, desde el 1,3% registrado como promedio en el trimestre previo. Por otro lado, tal y como establecían los acuerdos de China con la Organización Mundial del Comercio, en diciembre se liberalizaron las actividades de la banca extranjera en el país. Respecto a los principales países del resto de Asia, en el tercer trimestre de 2006 la mayoría prosiguió una senda de moderada desaceleración de su crecimiento económico, lastrados por los menores avances de las exportaciones. La principal excepción en este contexto fue la India, donde el PIB se aceleró hasta un 9,2%. Los datos del último trimestre apuntan al mantenimiento de un tono positivo en el área. La inflación se mantuvo estable o se redujo ligeramente, como resultado del favorable comportamiento de los precios de la energía. Finalmente, los tipos de interés oficiales apenas registraron cambios significativos, aunque en Indonesia siguieron reduciéndose y en Tailandia se produjo una bajada en enero, tras las turbulencias financieras de las semanas anteriores en este país, que habían estado relacionadas con la imposición de controles de capital.

En el tercer trimestre, el crecimiento del PIB en el conjunto de América Latina se incrementó hasta el 5,2% interanual. Los indicadores de actividad del cuarto trimestre apuntan a una ligera aceleración de la actividad en Argentina, Brasil y Chile, y a un mantenimiento del dinamismo en Colombia, México y Perú. La inflación del conjunto de la región alcanzó en 2006 un mínimo histórico, al situarse, en media, en un 5,3%. Respecto a los tipos de interés oficiales, además de nuevas elevaciones en Argentina y Colombia y de los recortes introducidos en Brasil, destacó el primer movimiento a la baja en Chile, en este ciclo monetario. La calificación de la deuda soberana de Uruguay se revisó al alza en diciembre, tras realizar este país el pago anticipado de la totalidad de su deuda pendiente con el FMI. Por el contrario, las propuestas de reestructuración de la deuda y de renacionalizaciones en Ecuador y Venezuela, respectivamente, propiciaron una revisión a la baja de las perspectivas sobre su calificación crediticia y dieron lugar a episodios de volatilidad financiera en estos países. La Corte Suprema de Argentina determinó, a finales de diciembre, la no inconstitucionalidad de la pesificación de principios de 2002, que, aunque impone ciertos costes de difícil cuantificación para los bancos, despeja un importante elemento de incertidumbre que pendía sobre el sistema financiero.

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

A pesar de la desaceleración del PIB observada en el tercer trimestre, la actividad económica en el área del euro mantiene un tono de dinamismo sostenido. De hecho, en el conjunto de 2006 es previsible que el crecimiento haya alcanzado una tasa superior al 2,5%, según sugieren las estimaciones más recientes de algunas instituciones internacionales, y que mantenga un ritmo de avance elevado a lo largo de 2007. En todo caso, el análisis de la evolución de la situación económica en torno al cambio de año se ve dificultada por el impacto temporal de la elevación del tipo principal del IVA en Alemania a comienzos de 2007, aunque los favorables signos provenientes del mercado de trabajo, y en particular del empleo, podrían propiciar un impulso adicional al consumo privado en los próximos trimestres. Más a medio plazo, sin embargo, persisten los riesgos externos de naturaleza macrofinanciera que se han venido reseñando en boletines anteriores.

Por lo que respecta a la inflación, su evolución en los últimos meses de 2006 vino condicionada por la de sus componentes más volátiles, y en particular del precio del petróleo. En todo caso, la inflación subyacente se mantuvo estable en el 1,6%, en un contexto en el que la moderación salarial predomina en el conjunto del área. Más allá del repunte esperado del IAPC en los primeros meses de 2007 debido al aumento del IVA en Alemania, el principal factor de riesgo para la estabilidad de precios a medio plazo está relacionado con la posible interrupción de la pauta actual de moderación salarial, en un entorno caracterizado por el dinamismo de la demanda interna y la recuperación del mercado de trabajo. El abaratamiento reciente del crudo y la apreciación del tipo de cambio en 2006 son factores que, de mantenerse, tenderían a mitigar esos riesgos.

En el año 2006, las condiciones monetarias y presupuestarias experimentaron una reducción de su grado de holgura (véase recuadro 1). Así, a lo largo de los tres últimos meses de 2006 el Consejo de Gobierno del BCE continuó retirando el estímulo de la política monetaria, con nuevos incrementos de 25 pb en cada una de sus reuniones de octubre y diciembre, ya que valoró que existían riesgos al alza para el mantenimiento de la estabilidad de precios. En el ámbito de la política fiscal, el déficit de las Administraciones Públicas se redujo, en 2006, en cinco décimas, hasta el 1,9%, de acuerdo con la agregación de los déficits presentados entre finales de año y comienzos de 2007 en los programas de estabilidad. Asimismo, se estima que tan solo Italia y Portugal tengan un déficit presupuestario por encima del 3% en 2006.

El pasado 1 de enero de 2007, Eslovenia entró a formar parte de la Unión Monetaria. La adopción del euro en sustitución del tólar, organizada por las autoridades eslovenas, se completó con éxito en las dos primeras semanas del año.

3.1 Evolución económica

De acuerdo con la segunda estimación de la Contabilidad Nacional, el PIB en el área del euro se expandió un 0,5% intertrimestral en el tercer trimestre de 2006, muy por debajo del crecimiento medio, cercano al 1%, observado en la primera mitad del año. No obstante, esta ralentización de la actividad obedeció a la disminución del impulso de la variación de existencias y del saldo neto exterior, ya que la demanda interna mantuvo su dinamismo, con una aportación de 0,6 pp al producto, solo ligeramente por debajo de la observada en la primera parte del año (véase gráfico 8). Por componentes, mientras que el consumo privado y el público mostraron un mayor vigor que en meses anteriores, la formación bruta de capital fijo se desaceleró como resultado de la ralentización de la inversión tanto en bienes de equipo como en construcción, tras el excepcional comportamiento observado en el período abril-junio. Por su

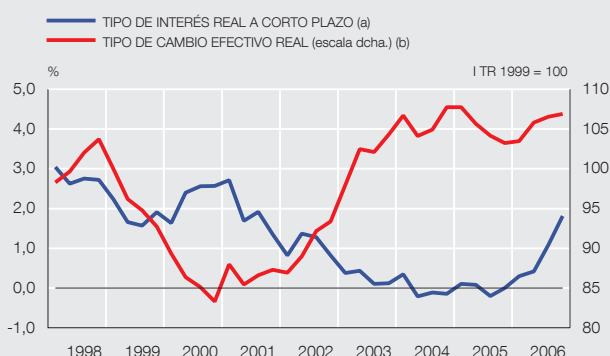
En 2006, las condiciones monetarias y presupuestarias de la economía del área del euro disminuyeron su grado de holgura, con el consiguiente efecto restrictivo sobre la demanda agregada. En primer lugar, desde diciembre de 2005 y a lo largo de todo el año 2006 la política monetaria del Eurosistema redujo de forma gradual su tono acomodaticio, a medida que se consolidaba la recuperación de la actividad del área y se incrementaban los riesgos inflacionistas. Así, en dicho período el BCE elevó paulatinamente el tipo de interés oficial en 150 pb, hasta situarlo en el 3,5% en diciembre de 2006. Asimismo, el pasado año el euro mostró una tendencia apreciativa, tanto frente al dólar como frente al conjunto de monedas de sus principales socios comerciales. En particular, el tipo de cambio efectivo nominal del euro tuvo una apreciación acumulada en el año del 5%, mientras que en términos reales la apreciación fue del 4,7% (véase gráfico 1). Por su parte, la evolución de la política fiscal reflejó no solo el efecto positivo que el mayor crecimiento económico tiene en términos de reducción del déficit público —el cual, de acuerdo con las estimaciones incluidas en los programas de estabilidad presentados recientemente por los diferentes países del área, se situó en el 1,9%

en 2006 para el conjunto de la UEM, frente al 2,4% de 2005—, sino también una cierta corrección estructural de los desequilibrios fiscales llevada a cabo en gran parte de los países miembros, como indica el incremento observado —de 0,2 pp— en el saldo primario ajustado de ciclo (véase gráfico 2).

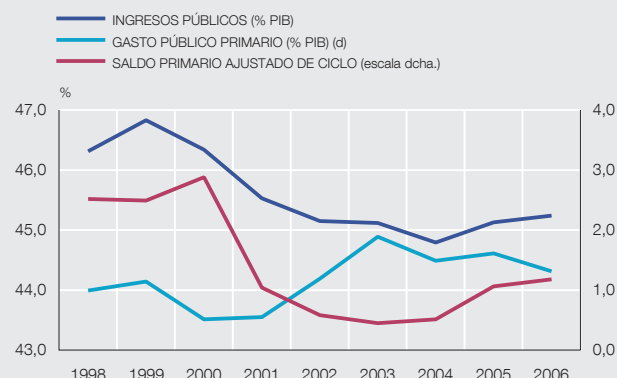
Una forma de analizar y evaluar conjuntamente la evolución del tono de dichas condiciones monetarias y fiscales es a través de la obtención de un indicador sintético que refleje la orientación de la combinación de políticas económicas prevaleciente en un país. Este indicador no puede aspirar a condensar toda la compleja información relativa a los efectos de las políticas públicas sobre la actividad económica, si bien puede resultar ilustrativo de su tono general.

Este índice de condiciones monetarias y presupuestarias (ICMP) se calcula como la suma ponderada de los movimientos (con respecto a un período base) de las variables que permiten caracterizar el tono de las políticas monetaria y fiscal, donde las ponderaciones son estimaciones de los efectos sobre la actividad económica de perturba-

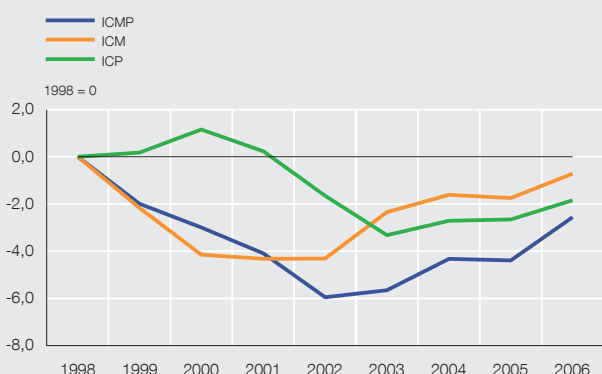
1 CONDICIONES MONETARIAS EN LA UEM



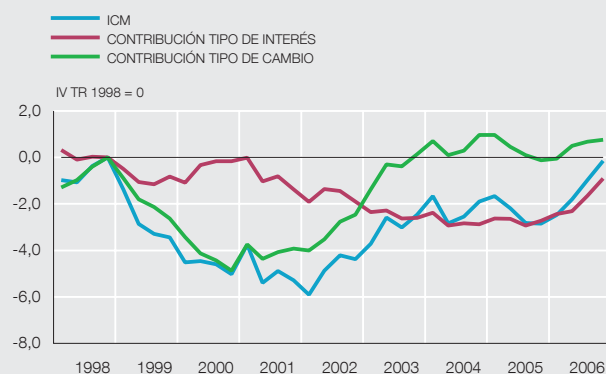
2 CONDICIONES PRESUPUESTARIAS EN LA UEM (c)



3 CONTRIBUCIONES AL ICMP (e)



4 CONTRIBUCIONES AL ICM (e)



FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea y Banco de España.

- a. Tipo de interés interbancario a tres meses menos tasa de inflación corriente.
- b. Se calcula utilizando como deflactor el índice de precios de consumo.
- c. El dato de 2006 corresponde a las previsiones de otoño de la Comisión Europea.
- d. Corregido del dato de ingresos por UMTS del año 2000 (que se contabilizaron como una reducción del gasto).
- e. ICMP(P): Índice de condiciones monetarias (y/o presupuestarias). Un aumento (disminución) del índice indica un mayor (menor) grado de restricción de las condiciones monetarias (y/o presupuestarias).

ciones a cada una de dichas variables por separado, que, para la UEM, se han obtenido a partir de una serie de simulaciones realizadas con el modelo NiGEM¹. Las variables que entran en el cálculo del índice son, por un lado, el tipo de interés real a corto plazo y el tipo de cambio efectivo real —para caracterizar la evolución de las condiciones monetarias— y, por otro, los ingresos públicos y el gasto público primario (en porcentaje del PIB).

El gráfico 3 muestra la evolución del ICMP correspondiente a la UEM desde 1998. Asimismo, el gráfico 4 presenta la contribución a la evolución de las condiciones monetarias de sus dos componen-

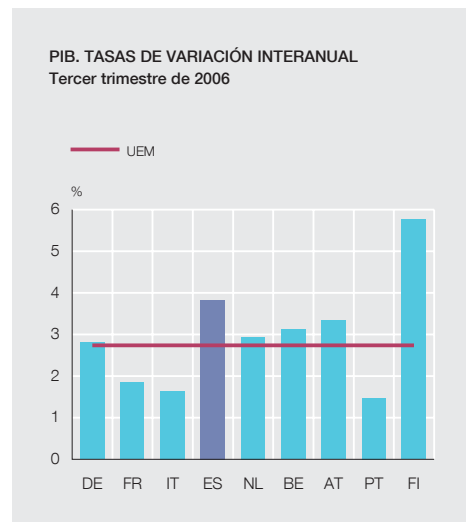
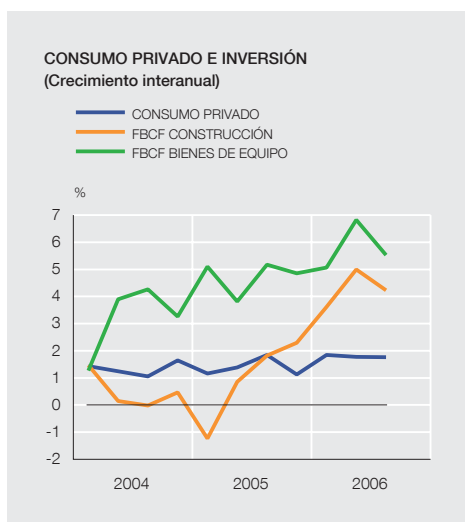
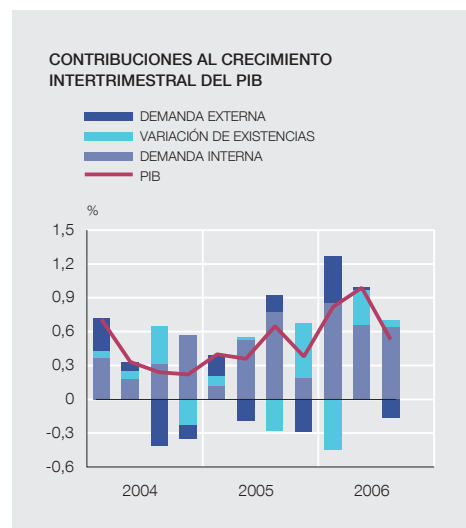
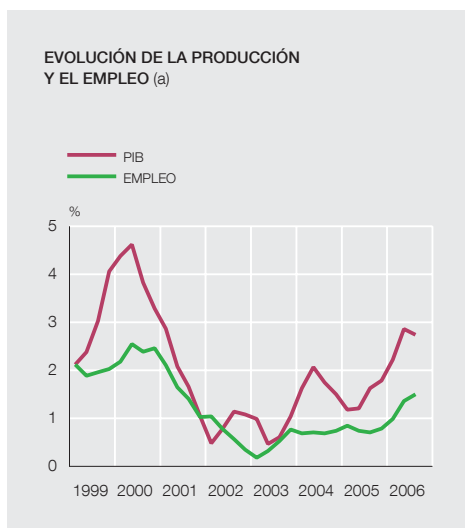
tes: el tipo de interés real y el tipo de cambio efectivo real. Como puede observarse, la combinación de políticas de la UEM registró en una primera etapa (hasta 2002) un aumento de su grado de holgura, como consecuencia tanto de la relajación de las condiciones monetarias como, en mayor medida, del comportamiento de la política fiscal. Esto último obedeció a la elevada laxitud de las políticas fiscales llevadas a cabo por gran parte de los gobiernos europeos en los primeros años de funcionamiento de la UEM, que, de hecho, llevó más adelante la crisis del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. A partir de 2002, la evolución del ICMP muestra una orientación progresivamente más restrictiva del conjunto de políticas económicas del área, pero de forma especialmente notable en 2006, cuando todos los componentes —política fiscal, tipo de interés y tipo de cambio— contribuyeron a dicha orientación. No obstante, tanto las condiciones monetarias como las presupuestarias mantienen un tono más relajado que el prevaleciente al comienzo de la UEM.

1. El NiGEM es un modelo macroeconómico de carácter global elaborado por el NIESR (National Institute of Economic and Social Research). Para un análisis más detallado de la elaboración del índice, véase el artículo «Un índice de condiciones monetarias y presupuestarias» publicado en el *Boletín Económico* de julio-agosto de 2006, Banco de España.

parte, las aportaciones a la expansión del producto de la variación de existencias y de la demanda exterior neta se redujeron en dos décimas, hasta los 0,1 pp y -0,2 pp, respectivamente. La desaceleración de este último componente fue el reflejo de la mayor aceleración de las importaciones que de las exportaciones. En términos interanuales, el PIB de la UEM aumentó en el tercer trimestre un 2,7%, dos décimas por debajo de la tasa del trimestre anterior (véase cuadro 1).

Casi la totalidad de las ramas de actividad contribuyeron a la desaceleración del valor añadido en el tercer trimestre, si bien las de agricultura y construcción lo hicieron con mayor intensidad. La Contabilidad Nacional por países también muestra que la ralentización de la actividad en la UEM en el tercer trimestre del año fue compartida por todos sus miembros, con la excepción de España y Austria, que mantuvieron su ritmo de expansión en el 0,9%. Por componentes, mientras que la fortaleza del consumo fue un rasgo común a la mayor parte de los países, la evolución de la inversión fue más heterogénea. Entre las economías de mayor tamaño, Francia y Alemania registraron una notable desaceleración, en la medida en que su producto se expandió a un ritmo nulo y del 0,6%, respectivamente, muy por debajo del 1,1% observado en ambos países en los tres meses anteriores. En ambos casos, la fuerte desaceleración obedeció a la reducción de la aportación al crecimiento de la variación de existencias, acrecentado en el caso francés por un ritmo de avance más tenue de la inversión, ya que la contribución de la demanda externa mejoró. En Italia, no obstante, la caída de las aportaciones del saldo neto exterior y de la demanda interna solo fueron parcialmente compensadas por la mayor contribución de la variación de existencias, con lo que el PIB registró un crecimiento intertrimestral del 0,3%, tres décimas por debajo de lo observado en el trimestre precedente.

En el ámbito laboral, la última información disponible es coherente con una mejora gradual de las condiciones en los mercados de trabajo del área del euro. Así, en el tercer trimestre del año pasado el empleo volvió a experimentar una tasa de crecimiento intertrimestral del 0,4%, lo que supuso una leve mejora en términos interanuales, hasta el 1,5%. Esta suave aceleración, junto con la moderación del pulso de la actividad económica en el área en el mismo período, concluyó con una ralentización del crecimiento interanual de la productividad, hasta



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Tasas de variación interanual.

situarse en el 1,2%. Según un estudio reciente de la Comisión Europea, este descenso puntual de la productividad se enmarcaría, no obstante, dentro de un proceso de suave recuperación de su componente tendencial, en el que destacan las ganancias en el sector servicios. Por otro lado, en el tercer trimestre se prolongó la etapa de moderación salarial, en la medida en que la remuneración por asalariado creció un 2%, tres décimas por debajo del ritmo observado en el segundo trimestre, lo que ha supuesto el mantenimiento de la tasa de variación de los costes laborales unitarios en el 0,8% (véase gráfico 9). El moderado crecimiento de los costes en el área del euro continúa siendo explicado por su contracción en Alemania y Holanda, que compensa la expansión observada en el resto de países para los que se dispone de información. Por último, el aumento del deflactor del PIB (1,8%) en el tercer trimestre volvió a superar al de los costes laborales unitarios, lo que ha supuesto una ampliación adicional de los márgenes empresariales.

La información coyuntural más reciente referida al cuarto trimestre del año 2006 apunta, en general, al mantenimiento o a una ligera mejora del ritmo de actividad en el área del euro (véase gráfico 10). Entre los indicadores de oferta, la producción industrial se desaceleró en los

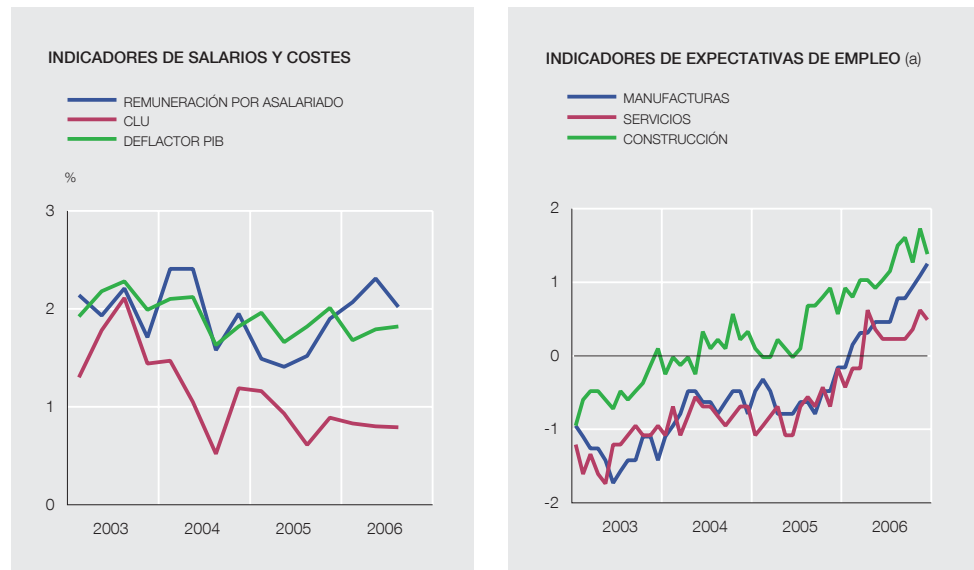
	2005				2006			2007
	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR (a)	I TR (b)
PIB								
Crecimiento interanual	1,2	1,6	1,8	2,2	2,9	2,7		
Crecimiento intertrimestral	0,4	0,6	0,4	0,8	1,0	0,5		
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,3 ; 0,7)	(0,4 ; 0,8)
IPI (d)	0,7	1,5	2,1	3,4	4,1	4,0	3,0	
Sentimiento económico	96,2	98,0	100,6	103,0	107,2	108,6	110,3	
Confianza industrial	-10,0	-7,3	-5,7	-2,3	2,3	3,3	5,7	
PMI manufacturas	49,3	51,0	53,0	54,7	57,1	56,9	56,7	
Confianza servicios	8,7	10,7	14,0	14,7	18,7	19,0	19,7	
PMI servicios	53,1	53,8	55,6	57,8	59,2	57,3	57,1	
Tasa de paro	8,7	8,5	8,5	8,2	7,9	7,8	7,7	
Confianza consumidores	-14,3	-15,3	-12,3	-10,7	-9,7	-8,3	-7,0	
IAPC (d) (e)	2,1	2,6	2,2	2,2	2,5	1,7	1,9	
IPRI (d) (e)	4,0	4,4	4,7	5,1	5,8	4,6	4,3	
Precio del petróleo en dólares (e)	54,0	62,6	56,5	61,6	68,1	61,2	62,8	52,7
Préstamos al sector privado (d) (e)	8,1	8,8	9,2	10,9	11,0	11,5	11,2	
Rendimiento bonos a diez años UEM	3,4	3,3	3,4	3,6	4,0	4,0	3,9	4,1
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,80	0,98	1,12	1,06	1,08	1,00	0,82	0,66
Tipo de cambio dólar/euro (e)	1,209	1,204	1,180	1,210	1,271	1,266	1,317	1,304
Apreciación/depreciación del dólar/euro (e)	-11,2	-11,6	-13,4	2,6	7,8	7,3	11,6	-1,0
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	8,9	17,7	23,0	10,3	4,2	11,9	20,3	1,2

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

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

meses de octubre y noviembre, si bien el IPI mantiene un incremento medio cercano al 3% interanual. Los indicadores cualitativos, por su parte, se mantuvieron en niveles elevados en la última parte del año. De un lado, los indicadores de confianza de la Comisión Europea se situaron, en media en los últimos tres meses del año, por encima de los niveles del tercer trimestre en los sectores industrial y de servicios, al tiempo que se mantenían constantes en la construcción. De otra parte, las encuestas realizadas a los directores de compras PMI en el sector manufacturero y de servicios mostraron un leve retroceso en media en el cuarto trimestre, si bien se mantienen en niveles consistentes con la expansión robusta de la actividad. Las expectativas sobre el empleo procedentes de ambas encuestas de opinión aumentaron en todos los sectores —industrial, de servicios y construcción— en el último trimestre de 2006. Adicionalmente, la tasa paro de noviembre se contrajo una décima, hasta el 7,6% —la más reducida desde el comienzo de la UEM—, lo que supone la prolongación del proceso de progresiva reducción del desempleo comenzada a mitad de 2004.

Desde la perspectiva de la demanda, los indicadores también anticipan la fortaleza del producto en los últimos meses de 2006, si bien la evolución de algunos está distorsionada por el adelanto del consumo que supuso la subida del IVA en Alemania a comienzos de 2007. Así, las matriculaciones se incrementaron notablemente en noviembre —debido, fundamentalmente, a la amplia expansión observada en el país germano— y los indicadores de naturaleza cualitativa del consumidor y del comercio minorista elaborados por la Comisión Europea aumentaron en el último trimestre del año pasado. En sentido contrario evolucionaron las ventas minoristas, que en los meses de octubre y noviembre mostraron un avance muy leve. Con



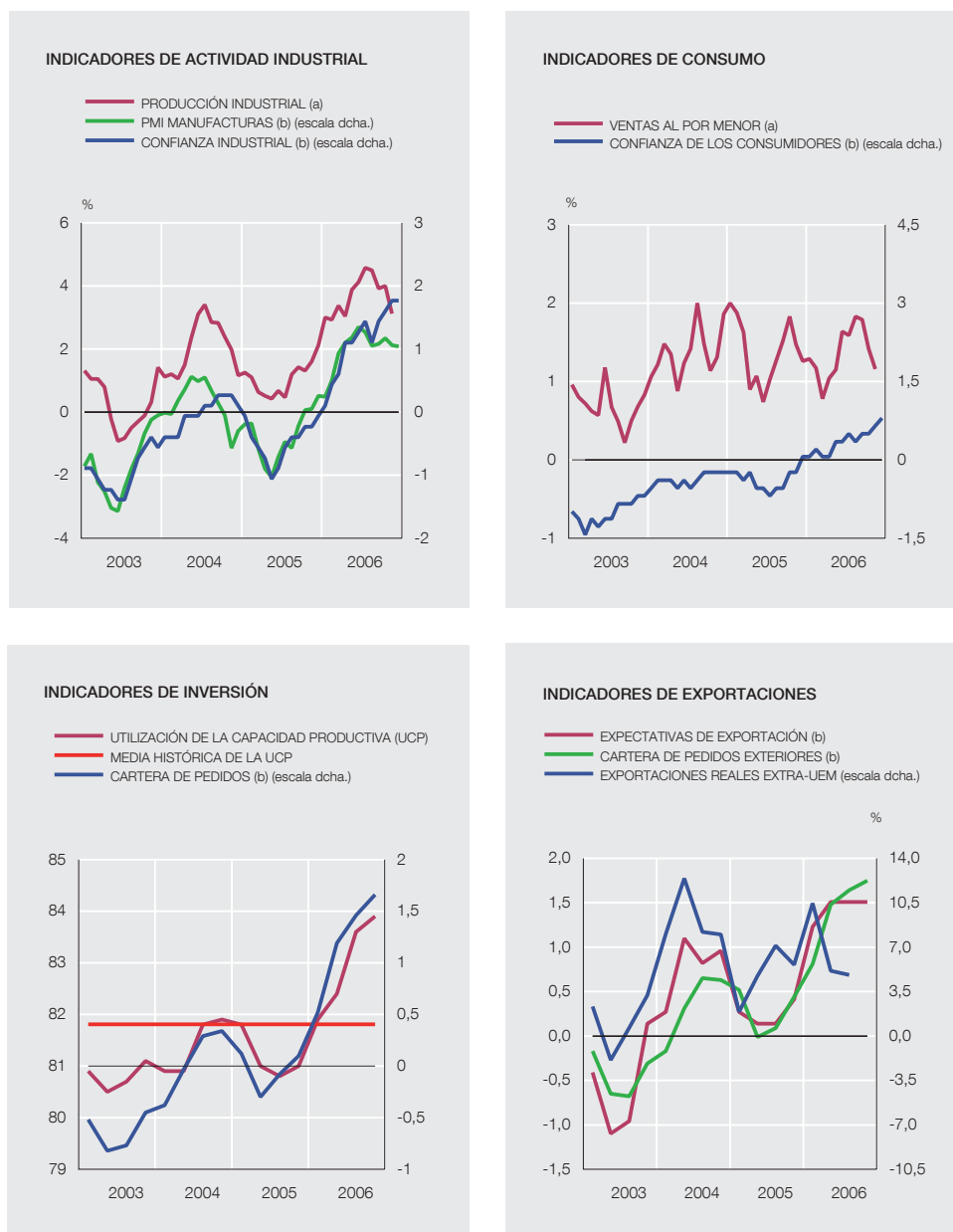
FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

respecto a la inversión en bienes de equipo, las mejoras en el cuarto trimestre de los indicadores sobre el grado de utilización de la capacidad productiva y la valoración de la cartera de pedidos permiten pronosticar buenas perspectivas para este componente del PIB. Por último, y en relación con la demanda externa, la valoración de la industria de la cartera de pedidos exteriores experimentó un notable incremento en el cuarto trimestre de 2006, en tanto que las expectativas de exportación de la encuesta trimestral de la Comisión Europea se mantuvieron inalteradas en el mismo período. Por último, los datos de comercio exterior de la UEM en términos nominales referidos a octubre y noviembre muestran una elevada expansión de las exportaciones y, en menor medida, de las importaciones.

Como resultado de todo lo anterior, es previsible que el crecimiento del PIB en la UEM en el último trimestre del año se mantenga o experimente una ligera subida, pudiéndose situar en la parte superior del intervalo propuesto por la Comisión Europea, del 0,3% al 0,7%. Para el conjunto de 2006, por tanto, el avance del producto del área podría superar el 2,5%, en consonancia con las previsiones más recientes de algunos organismos internacionales. En los primeros meses de 2007 se espera que el pulso de la actividad no se modifique sustancialmente y que el aumento del PIB alcance una cifra contenida en el intervalo ofrecido por la Comisión, entre el 0,4% y el 0,8%. No obstante, este escenario está sujeto a algunas incertidumbres. Por un lado, mientras que el dinamismo del empleo y la desaceleración del precio del petróleo pueden traducirse en una mayor fortaleza del consumo, no está clara la magnitud del efecto sobre el gasto de las reformas impositivas que entraron en vigor a principios de 2007 en Alemania y en Italia. A más largo plazo, continúa existiendo el riesgo de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Con respecto a la inflación, en los dos últimos meses de 2006 se interrumpió la tendencia bajista de los precios que se venía observando desde la parte central del año, debido a la evolución del componente energético —y, en menor medida, de los alimentos no elaborados—, como resultado de un efecto base positivo relacionado con el favorable comportamien-

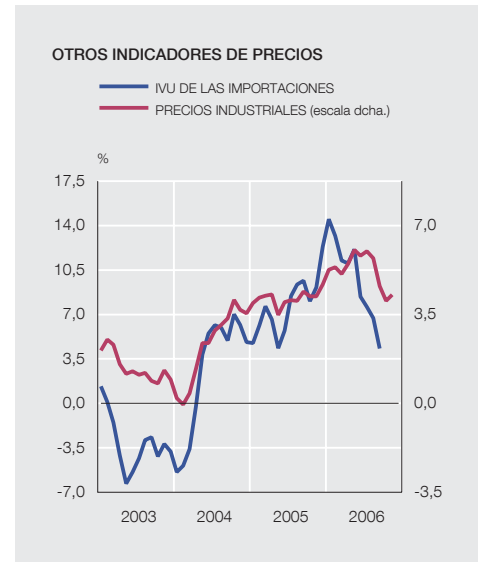
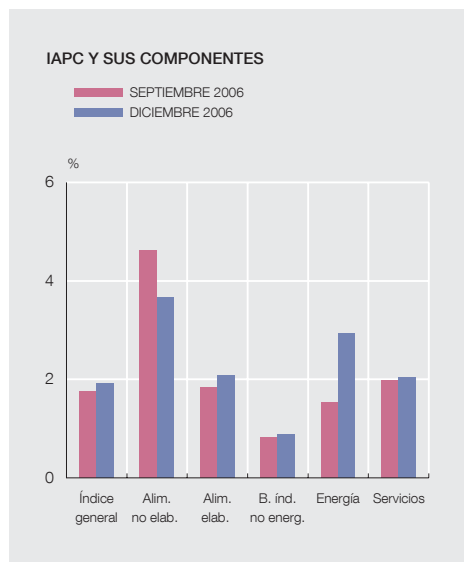
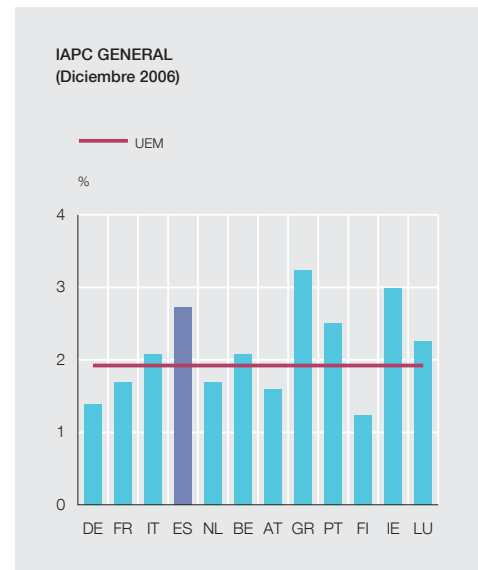
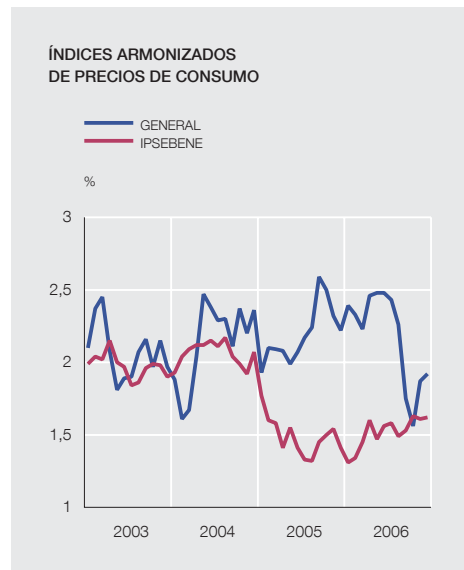


FUENTES: Eurostat y Comisión Europea.

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

b. Series normalizadas.

to de este grupo en los mismos meses de 2005. De esta forma, la expansión del índice general IAPC fue del 1,9% en diciembre, tres décimas superior al mínimo anual del 1,6% alcanzado en octubre (véase gráfico 11). Por su parte, el IPSEBENE, índice que excluye los componentes más volátiles, se mantuvo estable a lo largo del trimestre en el 1,6%, tan solo una décima por encima de lo registrado en septiembre. En el conjunto del año 2006, la inflación se situó, por tanto, en el 2,2%, la misma tasa que en 2005, por lo que se ha vuelto a superar la referencia numérica del 2% utilizada en la definición del objetivo de estabilidad de precios del Eurosistema. El encarecimiento de los precios energéticos en la parte final del año también condicionó la evolución de los precios industriales. Así, la aceleración de los precios de la energía y, en menor medida, de los bienes de equipo provocó un repunte en noviembre



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

en el índice general, mientras que el resto de componentes moderó o mantuvo su ritmo de expansión.

En términos generales, a pesar de la aceleración de los precios en los últimos meses del año 2006, el moderado crecimiento de los salarios y de la inflación subyacente, el abaratamiento reciente de los precios del petróleo y la apreciación pasada del tipo de cambio han podido mitigar ligeramente los riesgos inflacionistas en el corto plazo. Con mayor perspectiva, sin embargo, el dinamismo de la demanda interna y la recuperación del mercado de trabajo pueden intensificar las demandas salariales. En cualquier caso, de cara a los próximos meses, la mayor incertidumbre provendrá de la evolución de los precios del petróleo y del impacto de la reforma fiscal en Alemania.

Según las estimaciones del BCE, el déficit acumulado de la balanza por cuenta corriente en el período enero-octubre se situó en los 20 mm de euros, muy por encima del saldo negativo de

ADMINISTRACIONES PÚBLICAS DEL ÁREA DEL EURO
SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)

CUADRO 2

% del PIB					
	2005	2006 (b)	2006 (c)	2007(d)	2007(c)
Bélgica	-2,3	0,0	0,0	-0,5	0,3
Alemania	-3,2	-3,3	-2,1	-1,6	-1,5
Grecia	-5,2	-2,6	-2,6	-2,6	-2,4
España	1,1	0,9	1,4	1,1	1,0
Francia	-2,9	-2,9	-2,7	-2,6	-2,5
Irlanda	1,1	-0,6	2,3	0,9	1,2
Italia	-4,1	-3,5	-4,8	-2,9	-2,8
Luxemburgo	-1,0	-1,8	-1,5	-0,5	-0,9
Holanda	-0,3	-1,5	0,1	0,1	0,2
Austria	-1,5	-1,7		-1,2	
Portugal	-6,0	-4,6	-4,6	-4,0	-3,7
Eslovenia	-1,4	-1,7	-1,6	-1,6	-1,5
Finlandia	2,7	1,6	2,9	2,9	2,8
PRO MEMORIA: UEM (incluyendo Eslovenia)					
Saldo primario	0,5	0,7		1,4	
Saldo total	-2,4	-2,3	-1,9	-1,5	-1,4
Deuda pública	70,6	70,6	69,6	68,0	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. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre finales de 2005 y principios de 2006.

c. Programas de estabilidad presentados entre finales de 2006 y principios de 2007: estimaciones para el cierre de 2006/objetivos para 2007.

d. Previsiones de otoño de 2006 de la Comisión Europea.

6,3 mm alcanzado en el mismo período de 2005. Este empeoramiento fue consecuencia del deterioro del superávit de la balanza de bienes y, en menor medida, del aumento del déficit de la balanza de transferencias, que compensaron la reducción del saldo negativo de la balanza de rentas. Por otro lado, la balanza básica, que aún la balanza por cuenta corriente y las inversiones netas directas y de cartera, aumentó su superávit hasta los 52,9 mm de euros en los diez primeros meses de 2006, desde los 18,7 mm en el mismo período del año anterior. Esta mejora se basó en la reducción del déficit de la inversión directa, cuyas salidas netas de capital pasaron de 178,7 mm en 2005 a 94,7 mm hasta octubre de 2006. En cambio, las inversiones netas de cartera se contrajeron con respecto al mismo período del año anterior en 36,1 mm, hasta los 167,6 mm de euros.

En el ámbito de las políticas fiscales, la mayor parte de los países presentó a la Comisión Europea, entre finales de 2006 y principios de 2007, la actualización de sus programas de estabilidad (véase cuadro 2). De acuerdo con su agregación, el déficit de las Administraciones Públicas en el área del euro se redujo hasta el 1,9% en 2006, desde el 2,4% del año anterior, como resultado fundamentalmente de unos ingresos mayores de lo esperado. Esta estimación se situaría tan solo una décima por debajo de lo considerado por la Comisión Europea en su informe de otoño. Por países, las previsiones sobre el saldo de las finanzas públicas en 2006 del informe de otoño de la Comisión Europea coinciden también, en términos generales, con los presentados más recientemente en los programas de estabilidad. Así, de acuerdo con estos últimos, tan solo Italia y Portugal habrían experimentado un déficit presupuestario mayor del 3% en 2006 —del 4,8% y 4,6%, frente al 4,1% y 6% en 2005, respectivamente—. El agra-

vamiento de los resultados de las cuentas públicas italianas se debe fundamentalmente a la devolución imperativa de los ingresos que había percibido el Estado por concepto del IVA aplicado en algunos productos. En cambio, las medidas adoptadas por Grecia y Alemania a lo largo de 2006 han derivado en un notable descenso de sus déficits, hasta el 2,6% y 2,1%, respectivamente (5,2% y 3,2% en 2005). Por ello, el Consejo Europeo determinó en octubre que, en línea con la visión de la Comisión Europea, y de conformidad con las acciones llevadas a cabo por las autoridades alemanas para corregir el déficit excesivo, no serían necesarias medidas adicionales dentro del contexto de los procedimientos de déficit excesivo. Por último, Francia y España prevén en sus programas una reducción del déficit y un incremento del superávit en 2006, respectivamente.

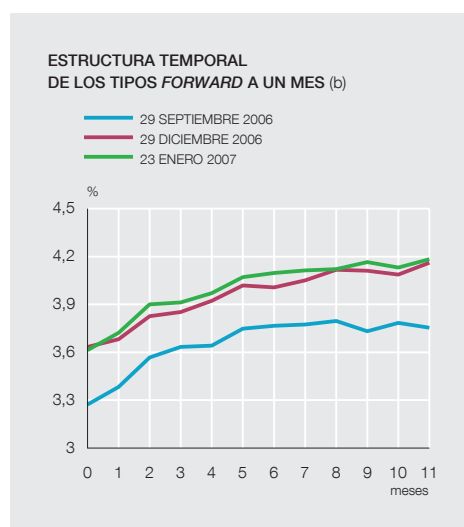
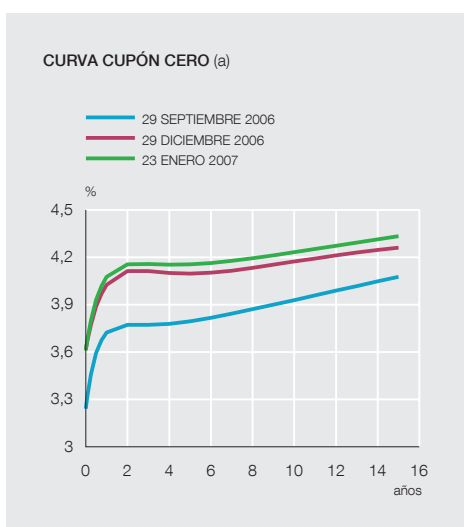
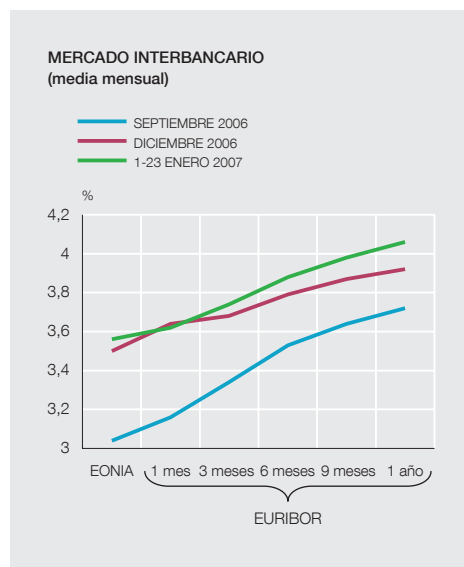
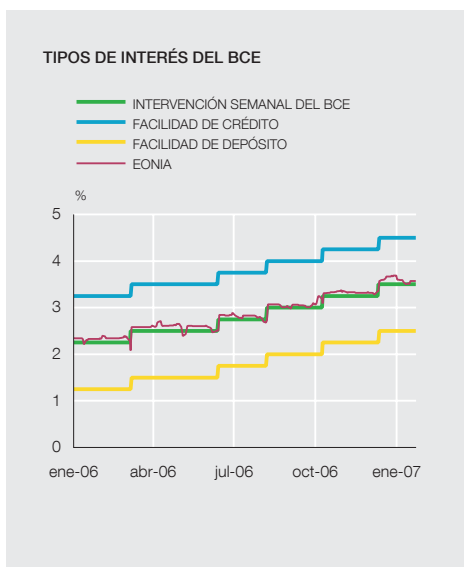
En conjunto, la escasa mejora del saldo primario ajustado de ciclo estimado de acuerdo con los resultados de las previsiones de otoño de la Comisión Europea apunta a que el tono de las finanzas públicas en el año 2006 habría sido solo ligeramente contractiva. Sin embargo, para este año se espera que la política fiscal adopte un tono contractivo más claro. En concreto, es previsible que el déficit en el área del euro se contraiga en 2007 hasta el 1,5% o el 1,4%, de acuerdo con el informe de otoño de la Comisión o la agregación de la actualización de los programas de estabilidad, respectivamente. Ello sería, en gran parte, el resultado de las medidas de contención del gasto público en Alemania, Francia e Italia, y también de las medidas discrecionales de carácter permanente por el lado de los ingresos relacionadas con la elevación de tipos impositivos en Alemania y el incremento de los impuestos directos y las contribuciones sociales en Italia. En 2007, tanto la Comisión como los informes de estabilidad estiman que tan solo Portugal se encontrará en una situación de déficit excesivo.

3.2 Evolución monetaria y financiera

A lo largo de los tres últimos meses de 2006, el Consejo de Gobierno del BCE volvió a moderar el carácter expansivo de las condiciones monetarias con nuevos incrementos de 25 pb de los tipos de interés oficiales en las reuniones de octubre y diciembre. Valoró que existían riesgos al alza para el mantenimiento de la estabilidad de precios relacionados con el encarecimiento del petróleo, la posible introducción de nuevas medidas fiscales y mayores demandas salariales. En su primera reunión del año, el BCE decidió mantener inalterados sus tipos de interés, pero confirmó la existencia de los mismos riesgos para la estabilidad de precios y aseguró que realizaría un seguimiento muy atento de la evolución económica, con el objetivo de evitar que tales riesgos se materialicen. Como resultado de estas decisiones, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se sitúa en el 3,5% y los de las facilidades marginales de depósito y crédito en el 2,5% y en el 4,5%, respectivamente (véase gráfico 12). A pesar del tono más restrictivo de la política monetaria, esta continúa siendo acomodaticia.

A lo largo del último trimestre del año, la curva de tipos en el mercado interbancario fue experimentando un gradual desplazamiento hacia niveles más altos, en consonancia con las expectativas de aumento de los tipos oficiales. En los mercados de deuda pública, las rentabilidades a largo plazo también se incrementaron en los últimos dos meses, tras el comportamiento errático observado en octubre y noviembre. Esta evolución, combinada con el menor descenso de los tipos de los bonos en Estados Unidos, dio lugar a una reducción continua del diferencial hasta los 0,7 pp en enero. Igualmente, la subida de los tipos oficiales impulsó al alza los tipos aplicados por las entidades de crédito en los préstamos y en los depósitos (véase gráfico 13).

En los últimos tres meses del año, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se apreció un 1,4% en relación con septiembre, como resultado de la apreciación nominal con respecto al dólar y al yen japonés, que fue solo parcialmente compensada por el debilitamiento de la

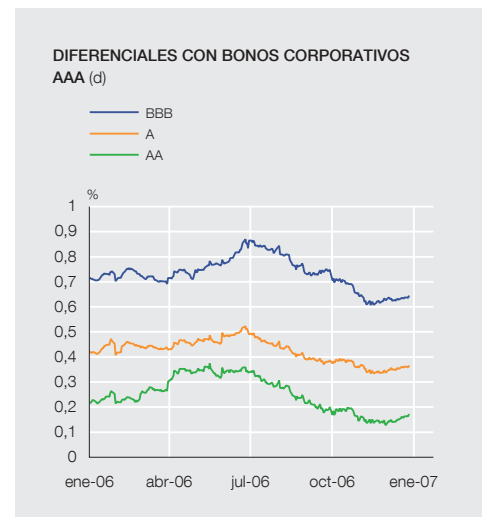
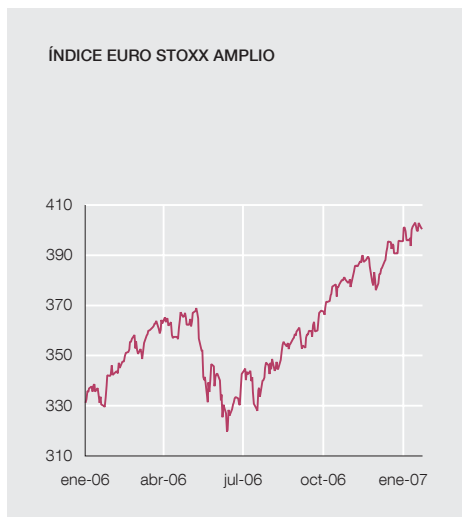
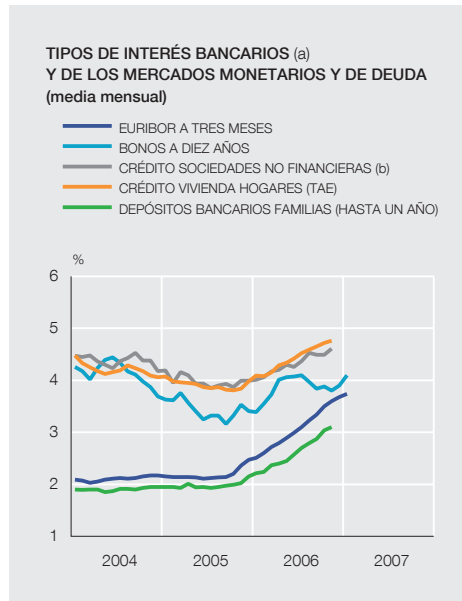


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

moneda única frente a la libra esterlina y a otras divisas de los países europeos. En las primeras semanas del año, no obstante, el euro invirtió esta tendencia y, en media, se ha depreciado alrededor del 0,6% en términos efectivos nominales y en torno al 1% con respecto al dólar. En los mercados de renta variable, las buenas perspectivas para los beneficios empresariales, junto con determinadas operaciones de fusión y adquisición, impulsaron los índices bursátiles en los últimos meses del año. Así, la ganancia acumulada del índice EURO STOXX en el último trimestre del año superó el 7%, de forma que, en el conjunto de 2006, la revalorización se situó en el 20,3%. En las primeras semanas de enero del presente año, el índice acumuló una ganancia en torno al 1%.

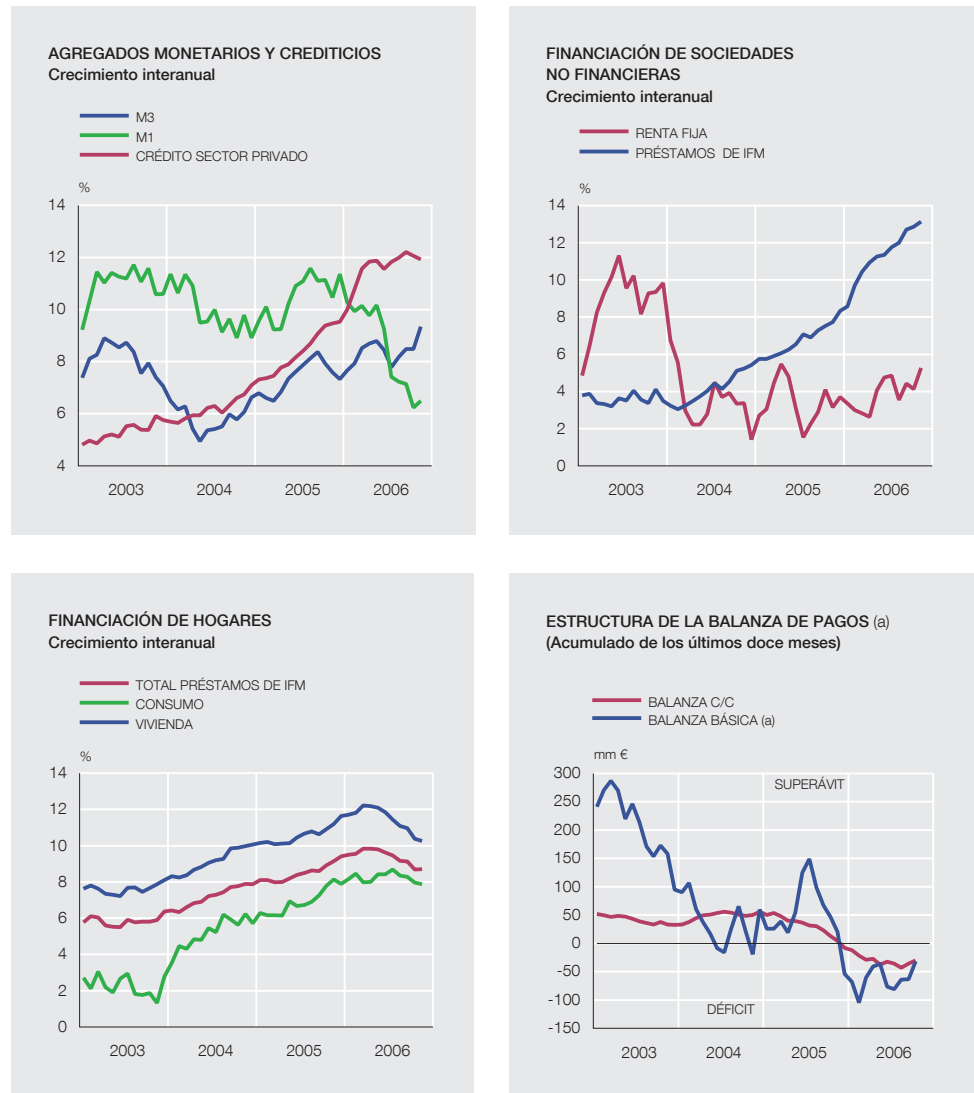
Con respecto a la evolución de los agregados monetarios, M3 se expandió en noviembre al 9,3%, una tasa superior en ocho décimas a las registradas en los dos meses anteriores (véase gráfico 14). La fortaleza de la actividad, los bajos niveles de los tipos de interés en el área del euro y el aplanamiento de la curva de rendimientos impulsaron el crecimiento de este



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

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

agregado a cotas que no se registraban desde 1990. Por componentes, mientras que el efectivo redujo su tasa de avance, los depósitos — tanto a la vista como el resto — y los instrumentos negociables se aceleraron. En cuanto a los activos bancarios, los préstamos otorgados por las instituciones financieras y monetarias al sector privado mantuvieron su dinamismo en la última parte del año y registraron una tasa de variación en noviembre del 11,2%. Por agentes, la elevada tasa de crecimiento de los préstamos concedidos a las empresas no financieras, que se situó en noviembre en el 13,1%, obedeció, de acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del tercer trimestre del año, a la fortaleza de la inversión en existencias y capital fijo, a las operaciones de fusiones y adquisiciones y a la reestructuración de la deuda, en un contexto de favorables condiciones de financiación. Por otro lado, los préstamos concedidos a los hogares mantuvieron su tasa de avance en el 8,7%, ya que tanto el destinado a



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.

consumo como el destinado a vivienda redujeron su dinamismo solo levemente, hasta el 7,9% y 10,2%, respectivamente. La evolución de los últimos está en línea con las expectativas para el último trimestre del año recogidas en la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, que contemplan una gradual ralentización de la demanda de préstamos para la compra de vivienda, en consonancia con las expectativas de desaceleración de los precios y la actividad del sector inmobiliario. En último lugar, la evolución del crédito al sector privado por países continuó siendo heterogénea: en España registró tasas muy elevadas, casi doblando las de la UEM; y en Alemania experimentó un ritmo muy inferior a la media europea. Los préstamos en Francia e Italia, por el contrario, se mantuvieron en tasas más próximas a la del conjunto de la zona del euro.

4 La economía española

Según las estimaciones de la CNTR, el crecimiento interanual del PIB en el tercer trimestre de 2006 ascendió al 3,8%, una décima más que en el trimestre anterior, como consecuencia del mantenimiento de la tasa de expansión de la demanda nacional y de una ligera mejora de la aportación al producto de la demanda exterior neta. En términos de la tasa intertrimestral, la expansión del producto fue del 0,9%, cifra que coincide con la de los dos primeros trimestres del año. La información disponible para el cuarto trimestre sugiere que la tasa interanual de crecimiento del PIB ha vuelto a incrementarse hasta el 4% —lo que supone un 1,1% en términos intertrimestrales—, como consecuencia de la aceleración de la demanda nacional, hasta el 4,7%, y de la aportación de la demanda exterior neta, que mejoró en una décima, hasta -0,9 pp (véase gráfico 15). El mayor vigor de la demanda nacional se sustentó en el dinamismo de la inversión tanto en bienes de equipo como en construcción.

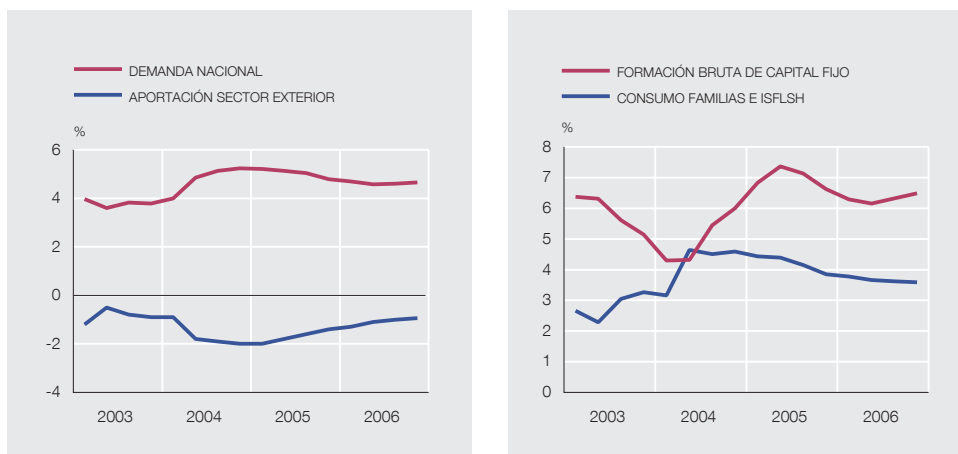
Con esta estimación para el cuarto trimestre, el crecimiento del PIB para el conjunto de 2006 alcanzaría el 3,8%, tres décimas más que el registrado en 2005. El rasgo más favorable de esta expansión es que ha sido compatible con un reequilibrio de las contribuciones de la demanda nacional y de la demanda exterior neta al crecimiento. En efecto, la demanda nacional se desaceleró cuatro décimas en 2006, aunque todavía presenta una tasa interanual de avance bastante intensa, del 4,6%, mientras que la aportación de la demanda exterior neta a la expansión del producto mejoró seis décimas. Dentro de la demanda nacional, el componente donde la ralentización se hizo algo más evidente fue el consumo privado, mientras que la inversión en construcción mantuvo el dinamismo del año anterior y la inversión en bienes de equipo, incluso, ganó vigor respecto al ritmo de crecimiento de 2005. En cuanto al sector exterior, las ventas de bienes se recuperaron de forma significativa, después del estancamiento que experimentaron en 2005, si bien siguieron creciendo a un ritmo inferior al de los mercados de exportación españoles.

La información desagregada por ramas de actividad muestra que el repunte del PIB en el cuarto trimestre ha sido generalizado. Como en el tercer trimestre, la industria manufacturera fue la rama que mostró una aceleración más pronunciada, si bien tanto la construcción como los servicios de mercado experimentaron un ritmo de expansión significativo, algo superior al estimado para el trimestre anterior.

Los indicadores del cuarto trimestre sugieren que el empleo ha continuado creciendo a tasas elevadas, por encima del 3%, de forma que la productividad aparente del trabajo del total de la economía repuntó solo ligeramente en ese período. Esto permitió que los costes laborales unitarios se estabilizaran en el cuarto trimestre, compensando la leve aceleración de la remuneración por asalariado. Por su parte, la tasa de inflación continuó disminuyendo en el cuarto trimestre, desde una media del 3,5% en el tercer trimestre en el caso del IPC, hasta un 2,7% en diciembre. La caída de los precios del petróleo desde los meses de verano es responsable, en gran medida, de esta desaceleración, aunque también se observa un cierto descenso de la inflación subyacente, ya que la tasa de crecimiento del IPSEBENE se redujo desde el 3% en media del tercer trimestre al 2,5% en diciembre.

4.1 Demanda

En el tercer trimestre de 2006, el gasto en consumo final de los hogares españoles creció un 3,6% en términos interanuales, una décima menos que en el trimestre anterior. La información coyuntural más reciente apunta a que en el cuarto trimestre el consumo privado presentará una tasa similar. En concreto, el indicador sintético del consumo privado apunta hacia una ligera aceleración del consumo de bienes en los meses finales del año, que incluye el repunte



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

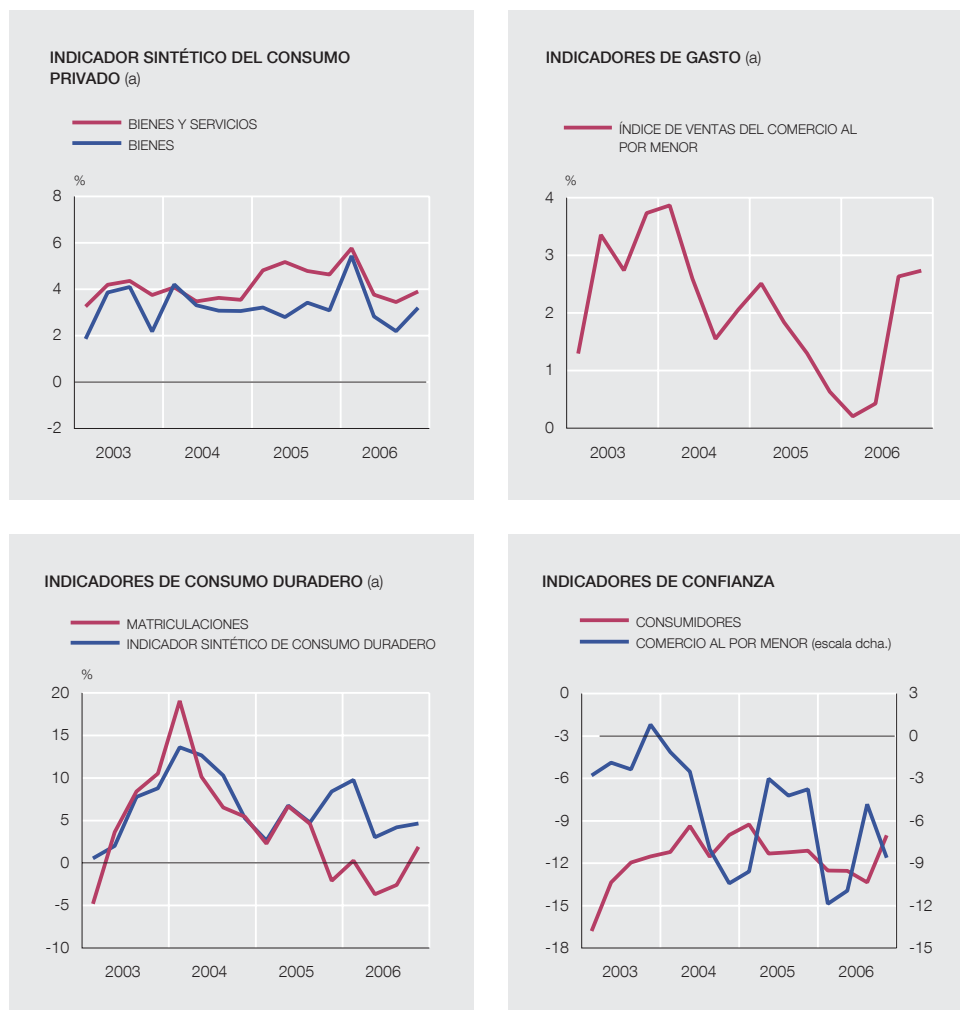
a. Tasas de variación interanual calculadas sobre datos ajustados de estacionalidad.

de las matriculaciones que tuvo lugar en ese período, si bien, de acuerdo con los datos de la Agencia Tributaria sobre grandes empresas, el consumo de servicios podría mantenerse o perder algo de fuerza en el cuarto trimestre (véase gráfico 16). Por último, cabe señalar que el indicador de confianza del consumidor mostró una significativa mejora en los últimos tres meses del año, mientras que la confianza del comercio minorista se movió en sentido contrario, deteriorándose respecto al trimestre anterior.

En el conjunto del año se estima que el consumo privado ha crecido un 3,7%, un ritmo todavía intenso, aunque cinco décimas por debajo del observado en 2005. En cualquier caso, el consumo de los hogares siguió creciendo en 2006 a un ritmo superior al de su renta disponible, de forma que la tasa de ahorro ha continuado reduciéndose, tal como muestran las cuentas no financieras de los sectores institucionales, que se encuentran disponibles hasta el tercer trimestre, y ello pese al aumento de los tipos de interés, que debería haber impulsado el ahorro. Uno de los factores explicativos de esta evolución podría ser el hecho de que la riqueza de las familias ha continuado avanzando a ritmos elevados en 2006, por la notable revalorización de las cotizaciones bursátiles —el Índice General de la Bolsa de Madrid creció casi un 35% en el conjunto del año— y por el incremento de la riqueza inmobiliaria, aunque el precio de la vivienda siguió desacelerándose gradualmente. El mantenimiento de la generación de empleo a tasas relativamente altas, además de hacer que la remuneración de asalariados haya seguido siendo pujante, también ha podido mejorar las expectativas futuras de renta de las familias, incentivando el consumo.

En el tercer trimestre de 2006, el consumo final de las Administraciones Públicas registró un incremento del 4,2%, igual que en el segundo trimestre. La información disponible apunta hacia una cierta aceleración de este agregado en el cuarto trimestre, sobre la base de los datos de compras procedentes de la ejecución presupuestaria del Estado y de las remuneraciones de asalariados, principalmente en las Administraciones Territoriales.

La formación bruta de capital fijo mostró un notable ritmo de avance en el tercer trimestre, con un incremento del 6,8% interanual, dos décimas por encima de la tasa del segundo trimestre. Esta aceleración se basó en un mayor crecimiento tanto de la inversión en bienes de equipo como de la inversión en construcción, que aumentaron un 9,5% y un 6,1%, respectivamente, cuatro y tres décimas más que en el período anterior. Por el contrario, la inversión en otros



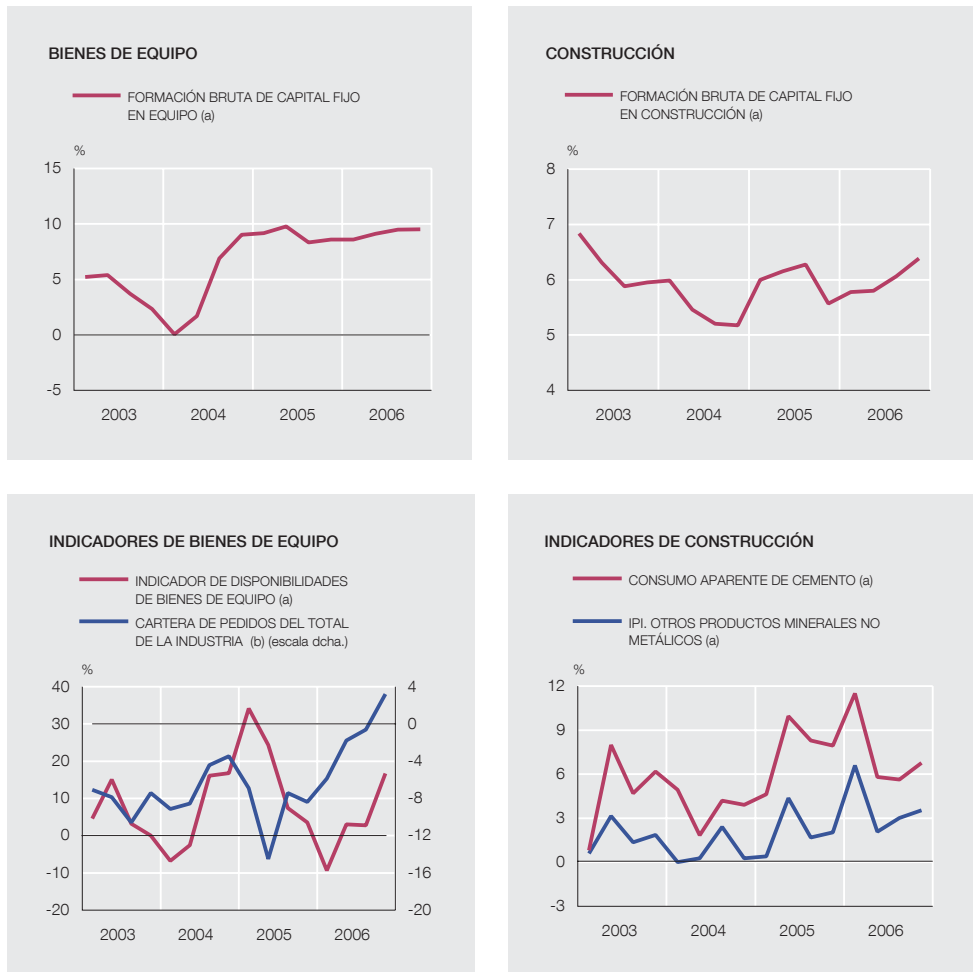
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

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

productos experimentó una cierta ralentización, al pasar del 3,3% al 2,9%. De acuerdo con la información proporcionada por los indicadores correspondientes al cuarto trimestre, la formación bruta de capital fijo continuó expandiéndose a un ritmo intenso en este período, como resultado de la gran fortaleza que siguieron mostrando tanto el gasto en bienes de equipo —que se mantiene como el componente más dinámico de la demanda interna— como la inversión en construcción (véase gráfico 17).

En efecto, los indicadores relativos a la inversión en bienes de equipo muestran una continuidad de la evolución tan favorable registrada a lo largo del año. Así, el indicador de disponibilidades, calculado con datos incompletos para el último trimestre de 2006, señala un nuevo repunte de la adquisición de bienes de equipo, basado principalmente en la fortaleza de la producción interior de estos bienes. Además, tanto el indicador de clima de la industria de bienes de equipo como el de confianza del conjunto de la industria registraron una apreciable mejora en el cuarto trimestre, acompañada por una positiva evolución de la cartera de pedidos y por un aumento en el nivel de utilización de la capacidad productiva.

La inversión en construcción, por su parte, aumentó un 6,1% en el tercer trimestre de 2006, en línea con el elevado ritmo de crecimiento observado los trimestres precedentes. A tenor de



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

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

la información coyuntural más reciente, este dinamismo podría continuar en el cuarto trimestre. En este sentido, entre los indicadores de carácter contemporáneo, el consumo aparente de cemento muestra una apreciable aceleración en el conjunto de los meses de octubre y noviembre, al igual que la fabricación de productos industriales para la construcción. El número de afiliados a la Seguridad Social de esta rama ha perdido algo de ritmo en el cuarto trimestre del año, aunque sigue creciendo a tasas elevadas.

Distinguiendo por tipo de obra, la inversión en vivienda aumentó un 6,6% en el tercer trimestre, de modo que el crecimiento acumulado en el año superó al del mismo período de años precedentes. De acuerdo con la información de carácter adelantado que proporciona la estadística de visados de obra nueva para vivienda del Ministerio de Fomento, periodificada de acuerdo con un calendario de ejecución de obra, la construcción residencial podría mantener esa fortaleza en el último trimestre de 2006. La inversión en el resto de construcciones —edificación no residencial y obra civil— avanzó un 5,5% en el tercer trimestre, por encima de las tasas estimadas en el primer semestre. Aunque la información coyuntural es más escasa e incierta en relación con este tipo de obra, la edificación no residencial sigue sustentada por el fuerte crecimiento de la obra ejecutada por las AAPP. Por su parte, la obra civil, a falta de información completa sobre la evolución de la obra promovida por el sector privado, también

parece presentar un mayor vigor a finales de 2006, de acuerdo con los datos periodificados de licitación oficial.

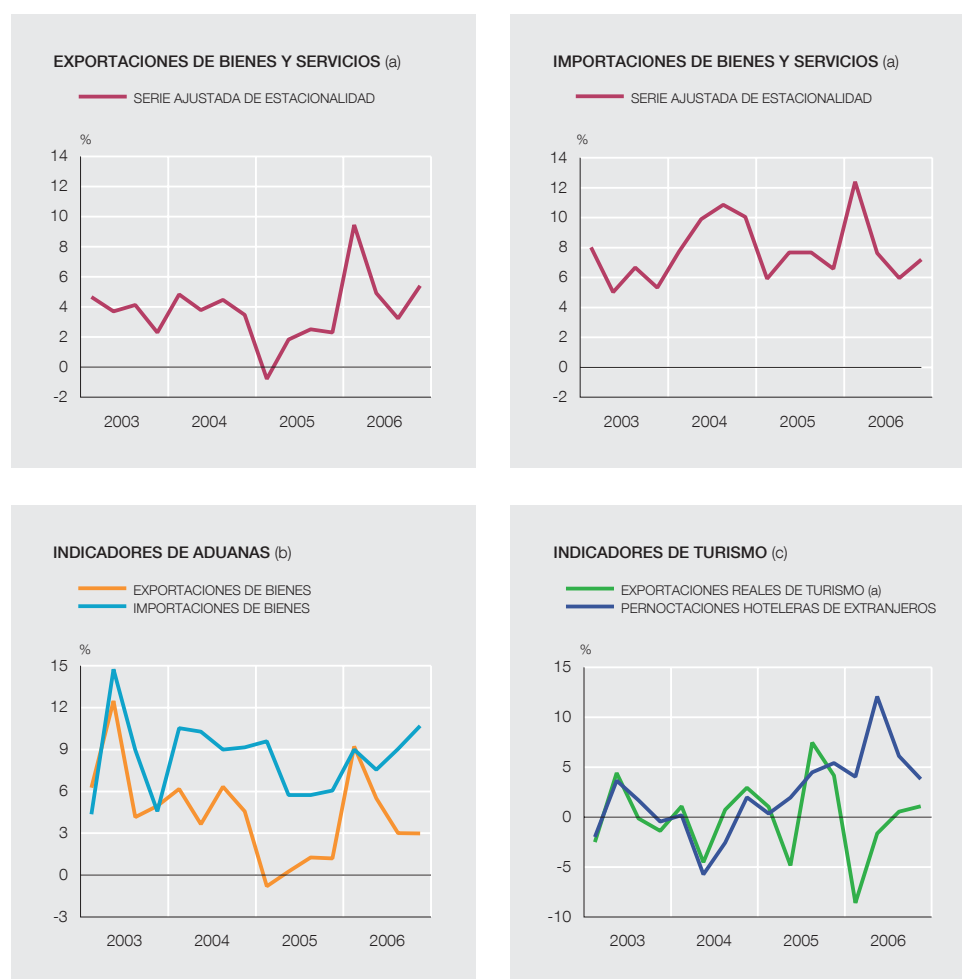
La información sobre sociedades no financieras, recopilada por la Central de Balances, que se refiere a los nueve primeros meses de 2006, muestra un crecimiento notable de la actividad y una consolidación del proceso de creación de empleo, gracias a la fortaleza de la demanda interna y a la mejoría de la demanda exterior. Este impulso de la actividad ha venido a compensar el aumento de la carga financiera, con lo que la rentabilidad ordinaria del activo neto ha seguido evolucionando favorablemente. Esto, unido a los niveles todavía relativamente moderados de los tipos de interés, ha mantenido el atractivo para emprender nuevas inversiones.

Según los últimos datos de la CNTR, en el tercer trimestre de 2006 la demanda exterior neta mejoró una décima su contribución al crecimiento del PIB, hasta situarse en un punto porcentual negativo, con lo que se prolongó el perfil de corrección gradual que presenta desde el segundo trimestre de 2005. Además, frente a la atonía en las ventas exteriores y a la ralentización de las importaciones que se observaron en 2005, los tres primeros trimestres de 2006 presentaron en promedio unos flujos comerciales con el exterior más dinámicos, con una apreciable recuperación de las exportaciones y un repunte de las importaciones, aunque en ambos casos el perfil dentro del año ha sido de desaceleración. Esta recuperación de las ventas exteriores se ha producido en un contexto internacional más expansivo que el observado en 2005, en el que destaca la mayor pujanza que ha adquirido la zona del euro.

La información, aún incompleta, correspondiente al cuarto trimestre de 2006 apunta a que la tasa de avance de las exportaciones se incrementó ligeramente, en línea con la consolidación de la recuperación en los países de la zona del euro (véase gráfico 18). Para el conjunto de 2006, sin embargo, el avance de las exportaciones es inferior al de sus mercados, de modo que las ventas al exterior siguieron perdiendo cuota. Por su parte, las importaciones reales de bienes y servicios parecen haberse fortalecido en los últimos meses del año, sostenidas por el dinamismo de la demanda final, la mejora de las exportaciones, el impulso de la actividad industrial y el abaratamiento de sus precios en euros. Por ello, se estima que en el cuarto trimestre ha mejorado la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento, en una décima.

Según la CNTR, en el tercer trimestre de 2006 las exportaciones reales de bienes continuaron ralentizando su ritmo de avance interanual, hasta el 3%, tras el 4,7% del segundo trimestre y el 13% del primero. Para el cuarto trimestre, la información procedente de Aduanas correspondiente a los meses de octubre y noviembre muestra un ligero repunte respecto a la tasa estimada el trimestre anterior. En el conjunto de los once primeros meses del año las exportaciones reales de bienes han acumulado un avance del 5,7%, con un comportamiento muy dinámico de las ventas al exterior de bienes de equipo, que aumentaron un 14,6% en ese período. Por áreas geográficas, las ventas reales de bienes a la zona del euro, que habían disminuido un 1,3% en 2005, se incrementaron un 3,5% en los once primeros meses de 2006, mientras que las exportaciones al resto del mundo mantuvieron su pujanza, con una tasa de avance del 11,1% en ese período.

Las exportaciones reales de servicios turísticos alcanzaron en el tercer trimestre de 2006 una tasa ligeramente positiva, del 0,6% según la CNTR, por encima de las tasas del primer semestre de 2006. Los últimos indicadores disponibles sobre pernoctaciones hoteleras de extranjeros y el número de turistas extranjeros apuntan hacia una cierta moderación en el cuarto



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerios de Economía y Hacienda, y Banco de España.

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

trimestre. Los indicadores nominales de gasto turístico también han empeorado en los últimos meses, con una caída del gasto total de los turistas en octubre y un crecimiento nulo en noviembre. En cualquier caso, en el conjunto de 2006 las pernoctaciones hoteleras de viajeros extranjeros crecieron a un ritmo notable, el 6,5%, más del doble que el registrado en el promedio del ejercicio anterior, al tiempo que el número de turistas aumentó un 4,5%, en línea con el crecimiento previsto del turismo mundial según la OMT. Sin embargo, de acuerdo con EGATUR, el gasto total realizado por los turistas siguió dando muestras de debilidad, ya que continuó reduciéndose el gasto medio por turista, como consecuencia del acortamiento de la estancia media en nuestro país, aunque, como se señaló en el anterior informe, es posible que los datos de esta encuesta tengan algún sesgo a la baja en 2006.

Por otra parte, las exportaciones reales de servicios no turísticos, según la CNTR, crecieron un 7% en el tercer trimestre de 2006, con lo que se prolongó el perfil de moderación del trimestre anterior. En este período se ralentizaron las ventas exteriores de servicios de transporte, al tiempo que descendieron otras rúbricas de menor entidad, como los servicios informáticos y los seguros. No obstante, los servicios prestados a las empresas, que representan una de las principales partidas, mostraron un comportamiento expansivo.

De acuerdo con la CNTR, en el tercer trimestre de 2006 las importaciones reales de bienes estabilizaron su tasa de crecimiento interanual en el 7,3%. La información de Aduanas disponible para octubre y noviembre apunta a que las importaciones también se mantendrán fuertes en el conjunto del cuarto trimestre, en tasas ligeramente superiores a las del período julio-septiembre. En los once primeros meses del año, el crecimiento de las importaciones en términos reales se elevó al 9,3%, con tasas de expansión en torno al 11% tanto de las compras de bienes intermedios no energéticos como de bienes de consumo no alimenticio.

Por último, las importaciones reales de servicios, según la CNTR, prácticamente se estancaron en el tercer trimestre del año, con una tasa interanual del 0,6%, frente al 9% del trimestre anterior, truncando la tónica expansiva que habían mantenido durante 2005 y comienzos de 2006. Este resultado fue consecuencia del menor empuje tanto del turismo como de los servicios no turísticos —donde la desaceleración fue más acusada—.

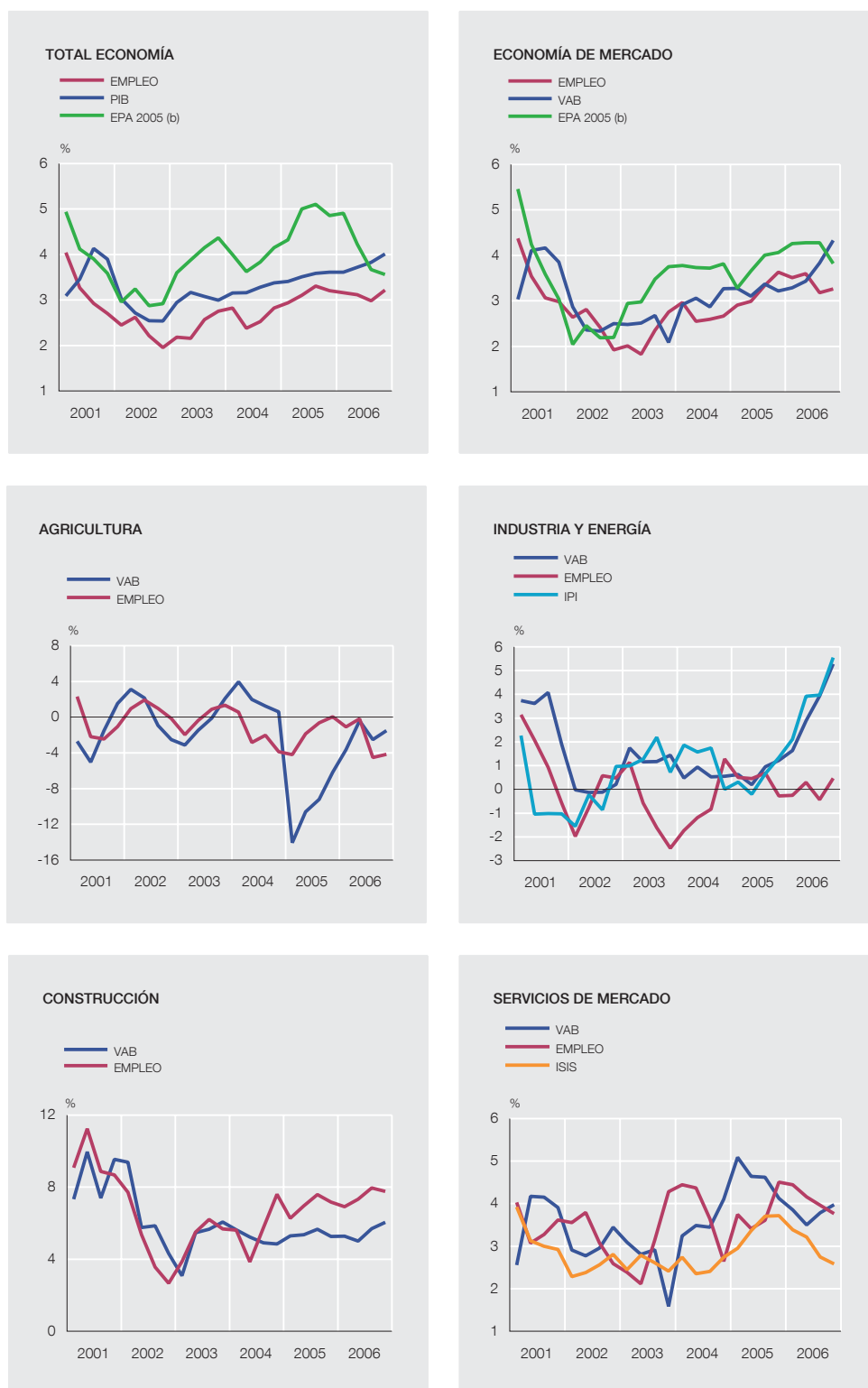
4.2 Producción y empleo

El dinamismo observado en la economía de mercado en el primer semestre del año cobró vigor en el tercer trimestre de 2006 según la CNTR, con un crecimiento interanual del valor añadido de esas ramas del 3,8%, cuatro décimas más que en el trimestre previo. Esta aceleración fue generalizada por ramas de actividad, con la excepción de la agraria y pesquera. Los indicadores disponibles sugieren que esta pujanza ha continuado en el cuarto trimestre, con lo que en el conjunto de 2006 se habría alcanzado un crecimiento anual del valor añadido de esas ramas en medio punto porcentual superior al del año anterior, con una mejora de las tasas de expansión de todas las ramas, salvo la de servicios de mercado (véase gráfico 19).

En el tercer trimestre de 2006, la actividad agraria y pesquera se contrajo con más intensidad que en trimestres anteriores. Así, según la CNTR, el VAB de esta rama retrocedió 2,5 pp, frente a un descenso de 0,4 pp en el segundo trimestre del año. No obstante, esta caída de la actividad se produjo paralelamente a fuertes incrementos en la producción de algunos cultivos, como los cereales, las leguminosas o el olivar.

Las ramas energética e industrial continuaron, en los meses de julio a septiembre, inmersas en la fase de aceleración iniciada un año antes. El impulso experimentado en ese trimestre fue de un punto porcentual, situándose su ritmo de crecimiento en el 3,9%, según la CNTR. El principal avance se registró en la rama industrial, que creció a un ritmo 1,2 pp por encima del del segundo trimestre, alcanzando el 4%, tasa no registrada desde el año 2001. La exportación, los consumos intermedios de la rama de construcción y, sobre todo, la inversión en bienes de equipo fueron los elementos que permitieron el mayor dinamismo del tercer trimestre. La información coyuntural disponible para el trimestre final del año muestra que la actividad industrial ha seguido acelerándose. El índice de producción industrial (IPI) aumentó un 5,7%, en tasa interanual y en términos corregidos de calendario, en el período octubre-noviembre, superando en 1,5 pp el crecimiento del tercer trimestre del año; los índices de cifras de negocios, por su parte, mejoraron en octubre y noviembre los resultados obtenidos en el trimestre precedente. Finalmente, los indicadores de opinión también mostraron una evolución favorable: el indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea aumentó en un par de puntos, sorteando los valores negativos de trimestres previos, y el índice de directores de compras de las empresas manufactureras (PMI) se incrementó en tres puntos y medio con respecto al tercer trimestre del año.

Tras una ligera pérdida de dinamismo en el segundo trimestre de 2006, la actividad constructora volvió a tomar impulso en los meses de verano, alcanzando una tasa de variación del 5,7%. Este dato prolongó la fase de crecimiento relativamente estable que viene experimen-



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

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

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

tando la construcción desde el segundo trimestre de 2003 y que, a la vista de la información coyuntural disponible, tendría continuidad en el trimestre final del año.

Por su parte, las actividades de servicios participaron del tono general expansivo de la economía española en el tercer trimestre de 2006, ya que, según la CNTR, los servicios experimentaron un crecimiento del 3,8%, superando en tres décimas el registro del trimestre anterior. Además, este impulso en la actividad de los servicios fue común a los de mercado y al resto, con una tasa de expansión similar en ambos casos. En el último trimestre de 2006, los servicios de mercado han seguido mostrando un comportamiento expansivo, según se desprende de la información coyuntural disponible. Así, con información hasta noviembre, tanto las ventas de las grandes empresas del sector servicios, como las cifras de negocios de los indicadores de actividad del sector se han acelerado en la parte final del año, en términos reales y corregidos de los efectos de calendario. A su vez, el índice de actividad comercial derivado de la encuesta a directores de compras (PMI) ha cerrado un cuarto trimestre en clara expansión. Por el contrario, tanto el indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea como el número de afiliados a la Seguridad Social del sector presentaron una evolución más moderada en los meses finales de 2006. Dentro de las actividades que componen los servicios de mercado, las más dinámicas parecen ser el comercio y, sobre todo, el transporte y comunicaciones, considerando los indicadores de empleo y la estadística de transporte de viajeros con información también hasta noviembre. En contraposición, las actividades que han tenido un crecimiento más modesto han sido la hostelería, con pérdidas de vigor en las pernoctaciones y en sus afiliados a la Seguridad Social, y las actividades inmobiliarias y empresariales, cuyos datos de afiliación a la Seguridad Social también se han desacelerado en el cuarto trimestre del año.

En el tercer trimestre de 2006, según la información de la CNTR, el ritmo de creación de empleo en el total de la economía se volvió a moderar ligeramente: su tasa de avance interanual se redujo en una décima, hasta el 3%. Dado el dinamismo observado en la evolución del PIB, que en ese trimestre se aceleró en una décima, la productividad aparente del trabajo del total de la economía se recuperó levemente, situándose en el 0,8%, frente al 0,6% del trimestre anterior. Los principales indicadores de empleo reflejan un panorama favorable en el último trimestre del año, de modo que el empleo podría expandirse a una tasa al menos tan robusta como la del tercero. El crecimiento interanual de la afiliación a la Seguridad Social, descontando el efecto de la regularización de inmigrantes, se mantuvo en el último trimestre en el 3,3%, tasa similar a la del período julio-septiembre. La contratación también mostró un crecimiento sostenido en el cuarto trimestre, del 7,3%, con lo que el año 2006 se cierra con un incremento del número de contratos de casi el 8%, por encima de la tasa de incremento del 5% que se observó en 2005. Finalmente, la información de la EPA del cuarto trimestre del año apuntó un mantenimiento del ritmo de crecimiento del empleo, con una tasa interanual de crecimiento del 3,6%, solo una décima por debajo de la observada un trimestre antes.

En el tercer trimestre, la ligera pérdida de vigor del empleo fue el resultado de combinar la desaceleración en la agricultura, la industria y los servicios de mercado, con los mejores registros en la construcción y en los servicios no de mercado. El perfil de ralentización del empleo que mostraron el conjunto de las ramas de mercado fue, por tanto, bastante más acusado que en el total de la economía, con una tasa de crecimiento interanual del 3,2%, cuatro décimas menos que en el trimestre anterior. Como consecuencia de ello, la recuperación de la productividad aparente del trabajo fue para la economía de mercado de mayor entidad, al experimentar una ganancia del 0,6%, que permitió abandonar la senda de retrocesos de trimestres anteriores. En el cuarto trimestre, según la EPA, el empleo habría continuado su senda descendente en la agricultura, pero, sin embargo, mostró una recuperación en las ramas indus-

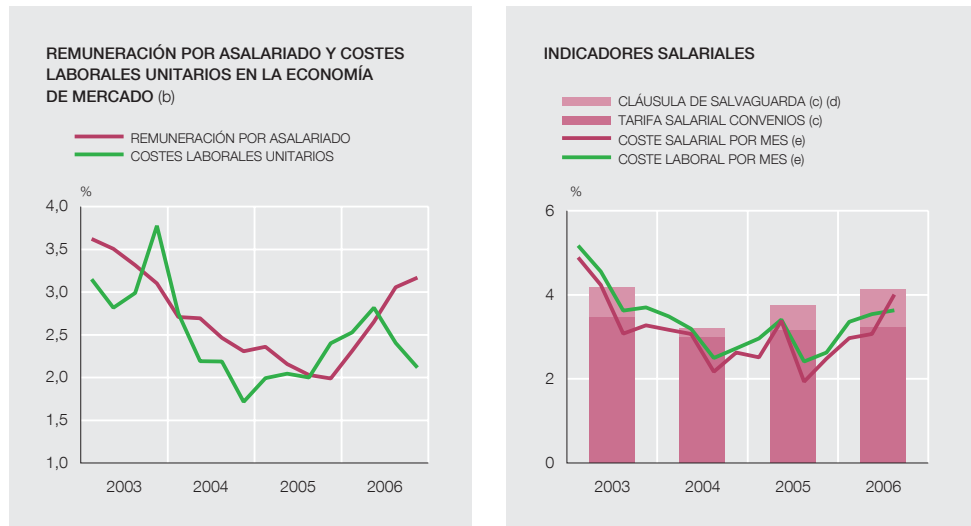
triales, con un crecimiento interanual del 1% después de las pérdidas de empleo del tercer trimestre. Por su parte, la construcción volvió a elevar el ritmo de creación de empleo, hasta el 8,3%, mientras que en las ramas de servicios el empleo se desaceleró hasta un 4,3%, frente al 4,9% del tercer trimestre.

En cuanto al crecimiento del empleo asalariado, los datos de Contabilidad Nacional muestran una cierta ralentización, con crecimientos interanuales para el tercer trimestre del 3% en el total de la economía y del 3,3% en el conjunto de las ramas destinadas a la venta, una y cuatro décimas menos, respectivamente, que en el trimestre anterior. Los datos de la EPA, referidos al cuarto trimestre, indican una estabilidad en el crecimiento de los asalariados en el 3,9%, mientras que el empleo no asalariado mostró una cierta desaceleración, hasta mostrar un crecimiento interanual del 2,3%. Esta evolución implica que la tasa de asalarización de la economía se situó en el 82,3%, tres décimas por encima de su nivel hace un año. La información procedente de las afiliaciones a la Seguridad Social indica, por su parte, que la moderación en la creación de empleo autónomo continuó en los últimos meses del año, una vez agotados los efectos del proceso de regularización de inmigrantes, de modo que en los tres últimos meses los afiliados autónomos crecieron a una tasa interanual del 0,4%, frente a un 1,7% en el tercer trimestre. Por el contrario, la afiliación mantuvo un elevado dinamismo en el empleo asalariado, con una tasa de crecimiento del 4% en el cuarto trimestre de 2006.

Según los datos de la EPA, el número de ocupados extranjeros se incrementó en términos anuales un 18,7%, algo por encima del incremento registrado en el período previo (17,4%). Por su parte, el número de ocupados nacionales creció un 1,6%, tres décimas menos que en los meses de verano. Atendiendo a la duración de los contratos, en términos interanuales los asalariados con contrato temporal mantuvieron un crecimiento levemente superior al de los indefinidos. No obstante, los trabajadores con contrato temporal moderaron su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 4,1%, frente al 4,5% del trimestre precedente, mientras que el empleo indefinido se aceleró en 0,3 pp, hasta un crecimiento interanual del 3,9%. Esta evolución supuso un descenso trimestral de la ratio de temporalidad de solo ocho décimas, hasta el 33,8%, su nivel de hace un año, a pesar del proceso extraordinario de bonificación de las conversiones de contratos temporales en indefinidos que finalizó el pasado 31 de diciembre. Según la estadística de contratación del INEM, este proceso provocó un fuerte repunte de la contratación indefinida en el último trimestre del año, que elevó el porcentaje de contratos indefinidos hasta el 14,7%, más de cinco puntos porcentuales por encima de su nivel en 2005. A este repunte contribuyó también la contratación indefinida inicial, sobre todo en el caso de la de fomento.

Según la duración de la jornada, los ocupados a tiempo completo mantuvieron, como en el resto del año, un mayor dinamismo que los de jornada parcial, si bien los primeros se desaceleraron ligeramente, hasta mostrar un crecimiento del 3,7% (4% en el tercer trimestre). Por su parte, los ocupados a tiempo parcial repuntaron en el último trimestre del año, con un crecimiento interanual del 2,5%, frente al 1,1% del tercer trimestre. En conjunto, la ratio de parcialidad se elevó hasta el 11,9%, seis décimas por encima de la del tercer trimestre, pero una décima por debajo de su nivel de hace un año.

La población activa mantuvo en el cuarto trimestre un notable dinamismo, si bien se desaceleró ligeramente, al aumentar un 3,1% en tasa interanual, tres décimas menos que en el trimestre anterior. Esta evolución de la oferta de trabajo viene explicada por el progresivo aumento que mantiene la tasa de actividad, que se situó en el 58,6% —0,9 puntos más elevada que la que se registró en el mismo trimestre del año anterior—, y por el sostenido aumento de la población, que volvió a crecer un 1,6%, como en los últimos trimestres.



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 diciembre de 2006.
 d. Cláusula de salvaguarda del año anterior.
 e. ETCL.

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 el cuarto trimestre, el número de desempleados aumentó —en torno a 45.000 personas— respecto del tercero, si bien en términos interanuales el número de desempleados descendió en unas 30.000 personas, un 1,7%, después de la estabilidad registrada en el tercer trimestre. Los datos de paro registrado del INEM indican también una intensificación del ritmo de caída interanual del desempleo, con un descenso del 3,4% en el cuarto trimestre. En el cuarto trimestre del año, la tasa de paro se situó en el 8,3%, cuatro décimas menos que hace un año, aunque en dos décimas superior a la del tercer trimestre.

4.3 Costes y precios

De acuerdo con las estimaciones de la Contabilidad Nacional, la remuneración por asalariado prolongó en el tercer trimestre el perfil de aceleración que viene mostrando desde finales de 2005, al elevar en una décima su ritmo de avance en el total de la economía, hasta el 3,4%. Esto se debió a la aceleración registrada en la industria y en los servicios de mercado, con un repunte en ambas de cuatro décimas, situando sus tasas de crecimiento interanual en el 3,3% y 2,6%, respectivamente. Debe destacarse también que en los servicios no de mercado la remuneración siguió mostrando un elevado ritmo de crecimiento interanual, del 4,8% en el tercer trimestre. La Encuesta Trimestral de Coste Laboral apunta en la misma línea, pues señala una aceleración en el tercer trimestre, hasta el 3,6%, que se explica por el dinamismo del coste salarial, que pasó del 3,1% del segundo trimestre al 4% del tercero, como consecuencia del fuerte repunte del salario ordinario, ya que la tasa de incremento de los otros costes se ralentizó en más de dos puntos, situándose en el 2,6%. Para el último trimestre del año se espera que continúe la aceleración de la remuneración por asalariado, con lo que en el conjunto de 2006 el incremento salarial podría ser en torno a siete décimas superior al del año anterior, tanto para el total de la economía como para la economía de mercado (véase gráfico 20).

Según los convenios colectivos registrados en 2006, el aumento de las tarifas salariales, antes de incluir el impacto de las cláusulas de salvaguarda, se situaría en el 3,2%, una décima más que en el ejercicio precedente. En los convenios revisados, con datos hasta noviembre, el

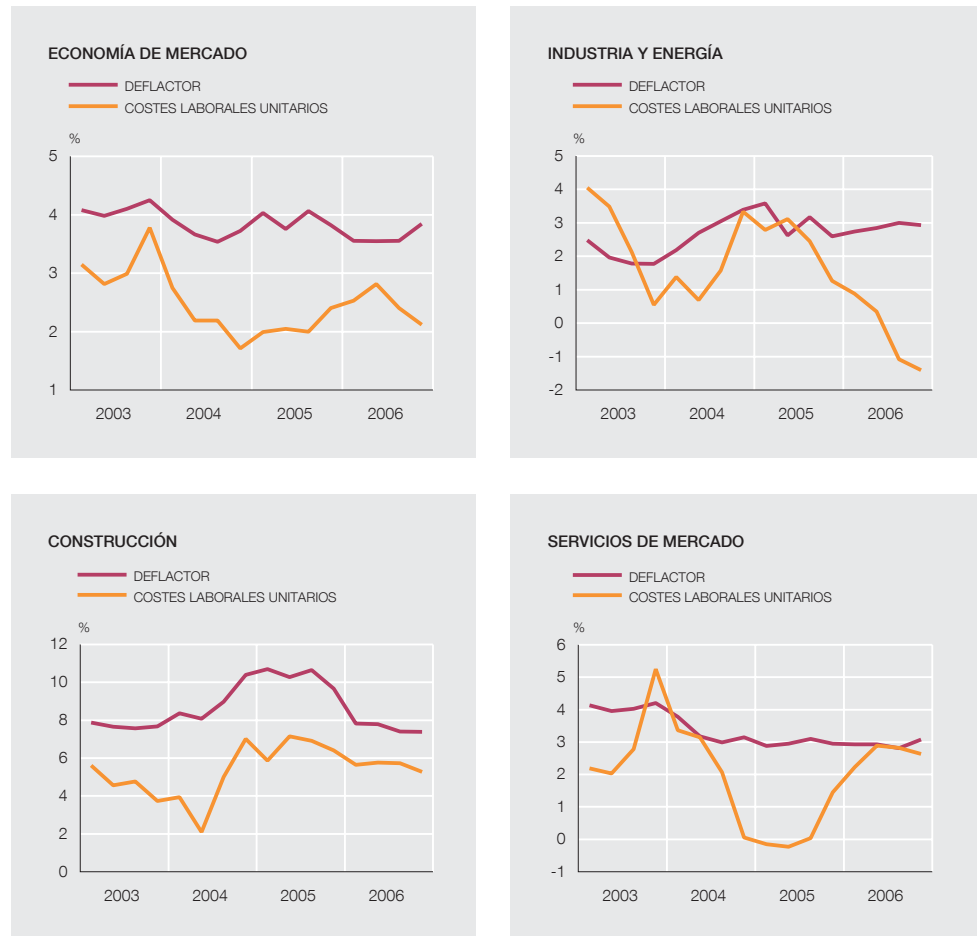
incremento registrado fue también del 3,2%, mientras que en los de nueva firma la subida pactada fue algo mayor, del 3,4%. Esta última cifra resulta algo alejada de las directrices salariales implícitas en el Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva (AINC), probablemente debido a que la elevada inflación de la primera mitad del año pudo reflejarse en un menor grado de seguimiento de las pautas de negociación recomendadas en el AINC. El número de trabajadores con convenio registrado hasta diciembre fue de casi nueve millones, de los cuales, con datos hasta noviembre, casi un 79% tenía convenio revisado. Se estima que la cláusula de salvaguarda correspondiente a 2005, que se percibió en 2006, supuso un incremento salarial de 0,9 pp, tres décimas más que en el ejercicio precedente. La presencia de estas cláusulas volvió a ser muy importante en la negociación colectiva de 2006, pues afectó a un 78,6% de trabajadores en los convenios registrados hasta noviembre. Dado que la tasa de crecimiento del IPC ha ido disminuyendo en la segunda mitad de 2006, hasta el 2,7% en diciembre —tasa sustancialmente menor que la observada hace un año—, cabe esperar que las cláusulas tengan un impacto sobre los costes laborales de 2007 inferior al del año precedente.

Pese al leve repunte de la remuneración por asalariado en el tercer trimestre de 2006, la mayor aceleración de la productividad aparente del trabajo permitió reducir ligeramente la tasa de expansión de los costes laborales unitarios para el conjunto de la economía. El deflactor del valor añadido, en cambio, mantuvo su crecimiento en los niveles del trimestre anterior, por lo que los márgenes unitarios se ampliaron. Una evolución similar se observó en el caso de la economía de mercado.

El repunte en el crecimiento de la remuneración por asalariado en el tercer trimestre fue mayor —de cuatro décimas— en el conjunto de la economía de mercado, donde el ritmo de crecimiento interanual se situó en el 3,1%. Sin embargo, el avance de la productividad también fue más significativo en esas ramas, con lo que los costes laborales unitarios en el tercer trimestre de 2006 se mantuvieron estables en algunos casos, como en la construcción o los servicios de mercado, o se redujeron sustancialmente, como en la industria, donde la mejora de la productividad aparente del trabajo fue especialmente intensa (véase gráfico 21). Para el cuarto trimestre se estima un nuevo repunte de la remuneración por asalariado, que se compensaría con un incremento similar de la productividad, con lo que los costes laborales unitarios seguirían creciendo al mismo ritmo. En la economía de mercado, el mayor aumento de la productividad esperado permitiría, en cambio, que los costes laborales unitarios se desaceleraran, lo que implicaría una mejora de los márgenes unitarios.

En el tercer trimestre del año, el deflactor de la demanda final redujo su ritmo de avance interanual en tres décimas, hasta el 3,8%, como consecuencia de la desaceleración tanto del deflactor de las importaciones, que pasó a una tasa interanual del 3,6%, frente al 4,4% del trimestre anterior, como del deflactor del PIB, cuyo ritmo de avance también disminuyó dos décimas, hasta el 3,8%. Por el lado del gasto, el deflactor del consumo privado, igual que el IPC, redujo cuatro décimas su tasa de crecimiento interanual, hasta el 3,5%. Por su parte, el deflactor de la formación bruta de capital fijo disminuyó su crecimiento interanual hasta el 4,6%, tras mantener una tasa del 5% en los trimestres anteriores, mientras que el deflactor de las exportaciones situó su tasa de crecimiento interanual en el 4,3%, una décima menos que en el trimestre anterior.

El IPC ha mostrado un crecimiento medio en 2006 del 3,5%, en una décima superior al de 2005. Sin embargo, ese dato es el resultado de una evolución desigual, con tasas en torno al 4% en el primer semestre, que se han reducido hasta el 2,6% en el cuarto trimestre, una cifra no alcanzada desde el primer trimestre de 2004 (véase gráfico 22). En diciembre, la tasa interanual fue del 2,7%. Los principales componentes del IPC redujeron su ritmo de variación in-

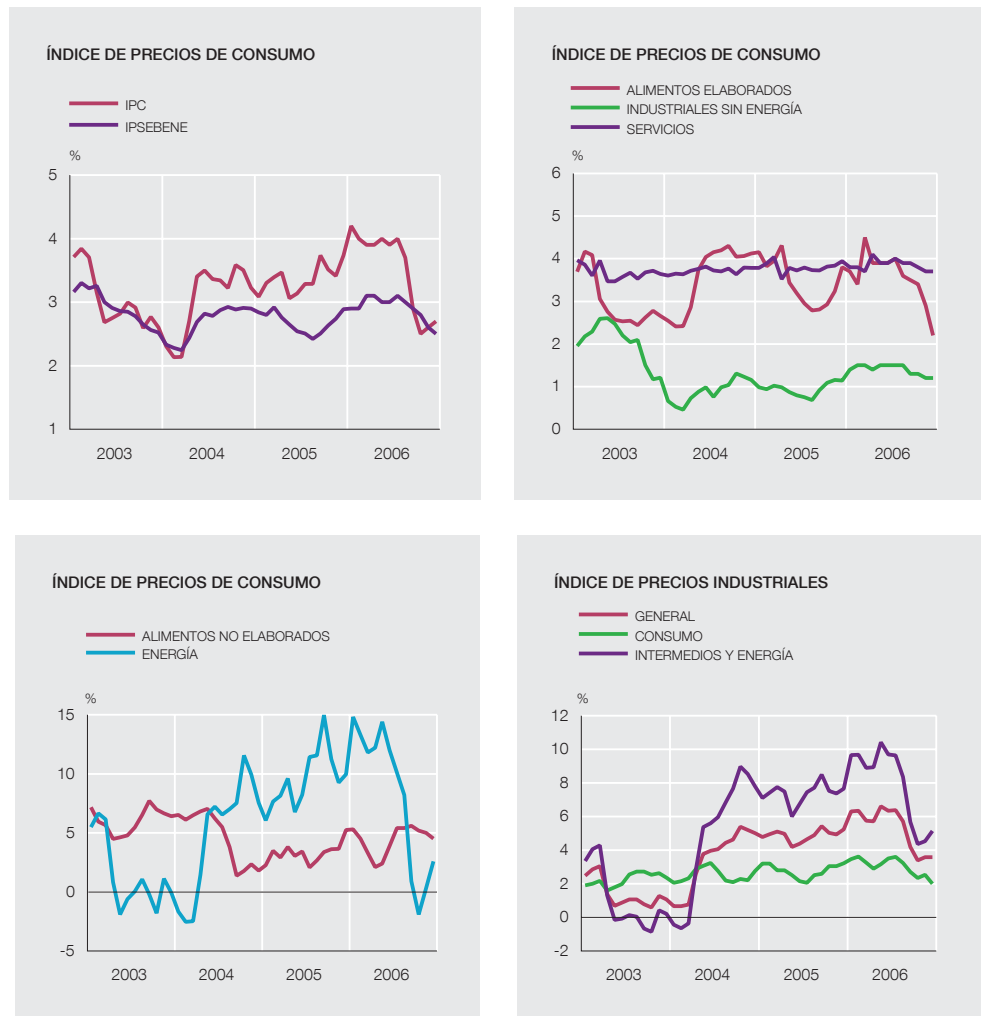


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

teranual en el cuarto trimestre del año, aunque con diferente intensidad. La desaceleración más destacada fue la protagonizada por los precios energéticos, cuya tasa de crecimiento interanual se redujo 6 pp entre el tercer y el cuarto trimestre del pasado año, pasando del 6,3% al 0,3%. El precio del petróleo descendió notablemente desde el mes de agosto, de forma que el precio medio del barril se ha situado en el cuarto trimestre diez dólares por debajo del correspondiente al trimestre anterior, mientras que la apreciación del euro frente al dólar registrada en los dos últimos meses de 2006 contribuyó también a un menor crecimiento de la factura energética. Los precios de los alimentos no elaborados se ralentizaron en el cuarto trimestre, hasta el 4,9%, seis décimas por debajo de la tasa registrada el trimestre anterior.

También disminuyó la tasa de variación del IPSEBENE, hasta el 2,6% en el último trimestre, frente al 3% alcanzado en los tres trimestres anteriores. El crecimiento interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se redujo dos décimas en el cuarto trimestre, hasta situarlo en el 1,2%, mientras que los precios de los servicios crecieron a una tasa del 3,7%, también con una desaceleración de dos décimas, gracias al comportamiento de los precios relacionados con el turismo y el transporte aéreo. Asimismo, los precios de los alimentos elaborados mostraron un menor ritmo de avance en el cuarto trimestre, un 2,8%, frente al 3,7% del trimestre anterior, gracias, en particular, a los precios del aceite —que se han desacelerado notablemente, desde tasas interanuales superiores al 30% en los meses estivales, hasta finalizar el año con un crecimiento inferior al 10%—.

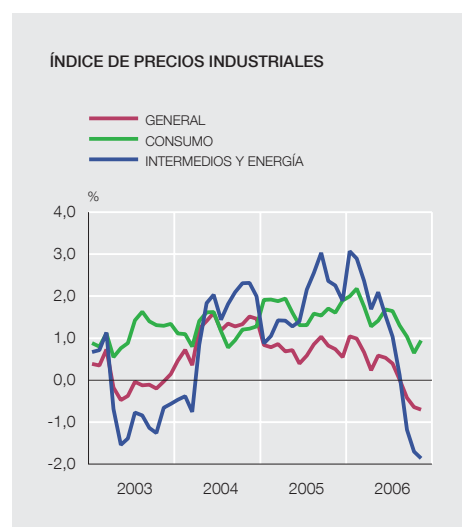
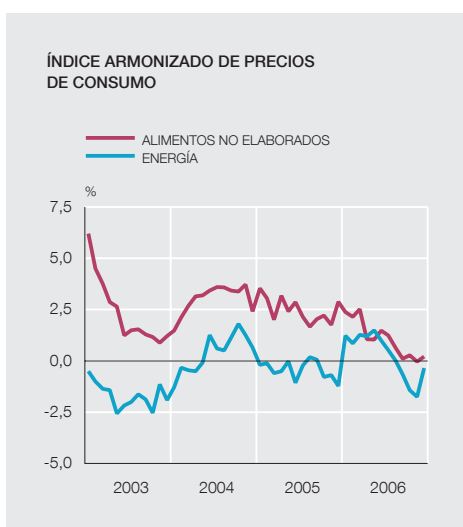
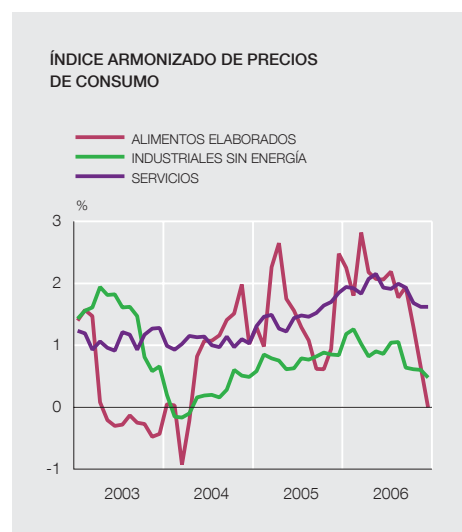
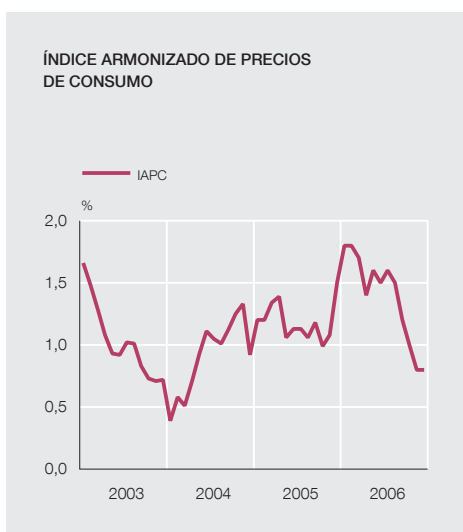


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

El crecimiento del IAPC en España se redujo un punto porcentual entre el tercer y el cuarto trimestre del año, hasta una tasa del 2,6%, mientras que en el conjunto de la UEM el descenso en el cuarto trimestre fue de tres décimas, hasta el 1,8%, de forma que el diferencial con la zona del euro disminuyó, por primera vez desde el segundo trimestre del año 2004, por debajo de un punto porcentual (véase gráfico 23). La mejora del diferencial de inflación ha sido generalizada por componentes, bien porque la desaceleración ha sido mayor en España que en la UEM (como en la energía, donde el diferencial resultó de hecho ser favorable para España en el último trimestre, y los servicios), o bien porque en la UEM los precios han mantenido su crecimiento (como en los alimentos elaborados) o han repuntado (como en los alimentos no elaborados y los bienes industriales no energéticos) (véase recuadro 2).

Por último, el índice de precios industriales (IPRI) continuó desacelerándose hasta el mes de octubre, pero repuntó ligeramente en noviembre y diciembre. La tasa de crecimiento interanual alcanzada en este último mes fue del 3,6%, frente al 4,2% de septiembre. En el conjunto de la UEM los precios industriales aumentaron en noviembre un 4,3% en términos interanuales, tres décimas menos que en el mes de septiembre. La desaceleración del IPRI en



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

España se debe, en buena medida, al menor dinamismo de los precios de producción de la energía, cuya tasa de crecimiento interanual se redujo en 3 pp entre los meses de septiembre y noviembre. Asimismo, los precios de producción de los bienes de consumo aminoraron su ritmo de crecimiento, aunque tan solo dos décimas, hasta alcanzar una tasa de crecimiento del 2,5% en noviembre. En el caso de los bienes de equipo y de los bienes intermedios, los precios de producción mantienen un ritmo estable de crecimiento, del 2,5% y del 6,8%, respectivamente. Los precios percibidos por los agricultores se desaceleraron de forma intensa en los meses de julio y agosto, repuntando posteriormente. Por último, los precios hoteleros mantuvieron crecimientos interanuales muy moderados y repuntaron ligeramente en noviembre, hasta una tasa de crecimiento del 2,4%.

4.4 La actuación del Estado

El Gobierno presentó la octava Actualización del Programa de Estabilidad a finales del pasado mes de diciembre de 2006, con estimaciones y proyecciones macroeconómicas y fiscales para el período 2006-2009. En esta Actualización se ha revisado significativamente al alza el crecimiento del PIB real estimado para el año 2006, hasta un 3,8%, respecto

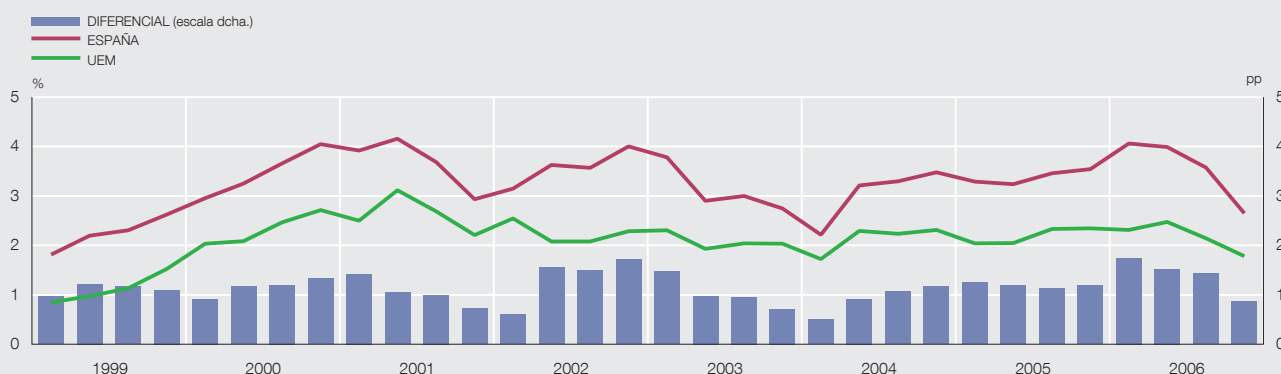
Desde el comienzo de la unión monetaria, la economía española ha venido manteniendo una tasa de inflación, en términos del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), que ha superado persistentemente la del conjunto del área del euro, registrando un diferencial de 1,1 pp en el promedio del período 1999-2006 (véase gráfico 1). En el conjunto de 2006, el crecimiento del IAPC español se situó 1,4 pp por encima del de la UEM. No obstante, el promedio anual oculta una evolución favorable a lo largo del año. Así, en diciembre de 2005 se produjo una ampliación notable del diferencial de inflación, que se acentuó en el primer trimestre del pasado año, cuando la inflación española superó en 1,7 pp la de la zona del euro. Desde entonces, se ha producido una reducción gradual de la tasa de inflación en España, de forma que en el cuarto trimestre de 2006 —la última cifra disponible— el diferencial disminuyó hasta 0,9 pp (véase cuadro adjunto).

El deterioro del diferencial de inflación en los primeros meses de 2006 estuvo muy ligado a la evolución de los precios de la energía y de los alimentos, aunque también afectó al resto de componentes (véase gráfico 2). De forma similar, la reducción posterior se ha concentrado en los componentes más volátiles del IAPC y en los alimentos elaborados, mientras que los recortes en los servicios han sido muy limitados.

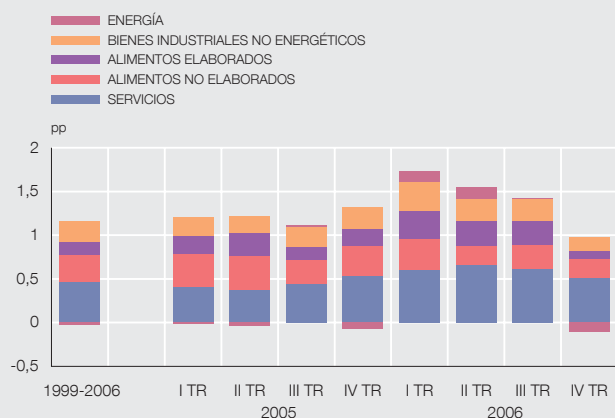
La ampliación del diferencial de los productos energéticos a comienzos de 2006 respondió fundamentalmente a la evolución de los precios regulados del gas y de la electricidad en España, si bien en la UEM se fueron produciendo aumentos de tarifas de magnitud similar conforme avanzaba el año. Por su parte, el descenso del diferencial de los alimentos no elaborados a lo largo de 2006 respondió, en gran medida, a la tendencia alcista de estos precios en la UEM. De esta forma, el conjunto de los alimentos no elaborados registró un diferencial de 0,2 pp en el cuarto trimestre de 2006, frente a 2,4 pp en el primer trimestre de ese año.

Los tres componentes más estables del IAPC han mostrado también una cierta reducción de su diferencial con la UEM, aunque la magnitud de esa disminución difiere notablemente. Así, los precios de los alimentos elaborados aumentaron en el primer trimestre de 2006 en España 2,3 pp por encima de la UEM, mientras que en el último trimestre el diferencial se redujo a 0,6 pp. Esta trayectoria ha estado ligada, en gran medida, al encarecimiento del aceite de oliva, cuyos precios de consumo han llegado a aumentar en España más del 30% en términos interanuales. A lo largo del año, estos precios se han ido moderando y en diciembre su crecimiento interanual ha llegado a ser negativo. Por su parte, el diferencial de los bienes industriales no energéticos alcanzó 0,6 pp en el cuarto trimestre de 2006,

1 DIFERENCIAL DE INFLACIÓN DE ESPAÑA CON LA UEM
Tasas interanuales



2 CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN



3 EVOLUCIÓN DEL DIFERENCIAL CON LA UEM EN EL AÑO 2006

	DIFERENCIAL		CONTRIBUCIONES	
	I TR	IV TR	I TR	IV TR
ÍNDICE GENERAL	1,7	0,9	1,7	0,9
ALIMENTOS NO ELABORADOS	2,4	0,2	0,4	0,2
ALIMENTOS ELABORADOS	2,3	0,6	0,3	0,1
BIENES INDUSTRIALES NO ENERGÉTICOS	1,2	0,6	0,3	0,2
ENERGÍA	1,1	-1,2	0,1	-0,1
SERVICIOS	1,9	1,6	0,6	0,5
PRO MEMORIA:				
IPSEBENE	1,7	1,1	1,2	0,8

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

frente a 1,2 pp en los primeros meses de dicho año. Esta trayectoria refleja, en buena medida, la aproximación de los ritmos de crecimiento de los precios en España de las prendas de vestir y calzado a los de la UEM, en un contexto de creciente penetración de los productos asiáticos.

En el promedio de 2006 el diferencial de inflación en los servicios ascendió a 1,9 pp, cifra que no se había registrado desde el comienzo de la unión monetaria. Asimismo, a lo largo del año, la reducción fue muy limitada, concentrándose, además, en el último trimestre. De hecho, el diferencial en el cuarto trimestre de 2006 (1,6 pp) se situó solo 0,3 pp por debajo del correspondiente al primer trimestre del año y estuvo ligado, en buena medida, a la evolución de los precios de los paquetes turísticos. Entre los componentes de los servicios, destaca por su contribución el de *restaurantes, bares y cafeterías*. En el promedio de 2006, esta partida explica cerca de dos terceras partes del diferencial de servicios. La elevada importancia relativa de este componente refleja dos tipos de efectos de magnitud similar: por un lado, existe un efecto de composición, derivado de que estos servicios tienen una participación en el gasto en nuestro país superior a la que representan en la UEM. Así, el gasto en servicios de restauración en 2006, de acuerdo con las ponderaciones del IAPC, supuso casi el 40% del consumo de servicios en España, frente a menos del 20% en la UEM. Por otro lado, el hecho de que los precios de los restaurantes y bares en España aumentaran en 2006 un 4,5%, 1,8 pp por encima de la tasa en la zona del euro. El mayor dinamismo de estos precios de España podría reflejar la diferente situación cíclica en nuestro país, que estaría favoreciendo la ampliación de los márgenes, así como una evolución más expansiva de los salarios de estas actividades en España. Otras partidas también contribuyen al diferencial de inflación de los servicios, aunque en menor medida. Así, el diferencial que se observa en los alquileres y servicios relaciona-

dos con la vivienda estaría vinculado, por un lado, con el dinamismo del sector de la construcción en España, que repercute sobre los precios de determinados servicios, y, por otro, con el elevado ritmo de crecimiento de los precios de la vivienda, que arrastra en cierta medida a los alquileres. Por último, las comunicaciones en 2006 han mostrado descensos de precios inferiores en España a los del conjunto del área, lo que podría estar explicado por los aumentos de la cuota de abono que ha llevado a cabo la operadora dominante.

El diferencial de inflación de España respecto a la UEM ha mostrado una evolución favorable a lo largo de 2006, con una disminución apreciable de su magnitud, que, además, ha sido generalizada en todos sus componentes. No obstante, la magnitud de la misma en diciembre de 2006 continúa siendo elevada (0,8 pp) y, además, el diferencial acumulado desde el inicio de la unión monetaria es de casi 10 pp. Para los próximos meses cabe esperar reducciones adicionales de este diferencial, dada la previsible repercusión del aumento del tipo del impuesto sobre el valor añadido en Alemania en la tasa de inflación de este país y, en consecuencia, de la zona del euro en su conjunto. Sin embargo, persisten algunos elementos de incertidumbre sobre su evolución futura. En primer lugar, habrá que vigilar si la significativa disminución del diferencial de precios en algunos componentes —como los alimentos no elaborados— es sostenible, pues puede simplemente reflejar un comportamiento especialmente negativo en la UEM. En segundo lugar, el diferencial de aumento de precios de los servicios se ha seguido mostrando abultado y persistente, lo que dificulta la aproximación de la tasa de inflación española a la de la zona del euro de forma duradera. De hecho, las predicciones de expertos que recopila *Consensus Forecasts* suponen que el diferencial de precios de consumo entre España y la Unión Monetaria se mantendrá en una cifra relativamente elevada, 0,7 pp, en el promedio de 2008.

al 3,3% de la anterior actualización. También se ha modificado al alza, aunque de manera algo más moderada, hasta un 3,4%, la previsión para el año 2007 con respecto al escenario de crecimiento que sirvió de base para la elaboración de los Presupuestos Generales del Estado para el año 2007, que se situaba en el 3,2%. Asimismo, se han revisado los saldos de las cuentas públicas, de manera especialmente notoria para el año 2006, anticipándose ahora un superávit de las AAPP del 1,4% del PIB, mientras que se prevé que en 2007 el superávit se reduzca hasta el 1% del PIB. En los años siguientes, en un contexto de estabilización del crecimiento de la economía, se espera que el superávit de las AAPP también se mantenga en torno al 0,9% del PIB hasta el final del período que comprende la Actualización. Por subsectores, el superávit del año 2006 vendrá determinado principalmente por el de la Seguridad Social, para el que se espera un saldo excedentario del 1,1% del PIB, y, en menor medida, por la Administración Central, con un superávit del 0,6% del PIB. Se estima, además, que tanto las Comunidades Autónomas como las Corporaciones Locales cerrarán el año con déficits del 0,1% y 0,2% del PIB, respectivamente. La reducción en el superávit que se proyecta para las AAPP en 2007 se debe a los subsectores de la Administración Central, cuyo superávit se reducirá a la mitad, y de la Seguridad Social,

m€ y %

	Liquidación 2005	Variación porcentual 2005/2004	Avance de liquidación 2006	Variación porcentual 2006/2005	Liquidación ENE-SEP Variación porcentual 2006/2005	Liquidación		
						2005 ENE-NOV	2006 ENE-NOV	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7	8 = 7/6
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	128.777	12,2	138.167	7,3	8,2	119.770	132.362	10,5
Impuestos directos	70.665	20,4	78.482	11,1	14,7	64.940	75.132	15,7
<i>IRPF</i>	35.953	18,2	38.445	6,9	12,5	34.115	39.156	14,8
<i>Sociedades</i>	32.496	24,9	37.478	15,3	18,0	28.808	33.710	17,0
<i>Otros (a)</i>	2.215	-1,3	2.559	15,5	14,2	2.017	2.266	12,3
Impuestos indirectos	44.618	7,9	47.427	6,3	5,3	43.159	46.719	8,2
<i>IVA</i>	32.009	10,0	34.452	7,6	7,5	31.566	34.944	10,7
<i>Especiales</i>	9.795	0,5	9.932	1,4	-2,8	9.020	9.012	-0,1
<i>Otros (b)</i>	2.813	12,9	3.043	8,2	7,8	2.574	2.763	7,4
Otros ingresos	13.494	-8,7	12.258	-9,2	-13,6	11.671	10.511	-9,9
2 PAGOS NO FINANCIEROS	122.755	7,0	130.951	6,7	4,8	108.561	115.292	6,2
Personal	20.677	6,1	22.439	8,5	7,1	17.969	19.293	7,4
Compras	3.388	-3,5	3.834	13,2	7,3	2.754	3.045	10,6
Intereses	17.831	6,4	15.520	-13,0	-14,8	17.569	15.470	-11,9
Transferencias corrientes	64.541	5,8	71.661	11,0	11,9	56.971	64.779	13,7
Fondo de contingencia	...	...	...	...	...	...	...	...
Inversiones reales	8.978	26,4	9.258	3,1	0,4	7.117	7.228	1,6
Transferencias de capital	7.341	6,8	8.238	12,2	-3,6	6.182	5.477	-11,4
3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)	6.022	...	7.216	...	...	11.209	17.070	...
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL								
Recursos no financieros	130.419	11,9	143.587	10,1	11,5	120.619	136.734	13,4
Empleos no financieros	126.719	0,6	140.933	11,2	8,4	105.910	114.783	8,4
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN	3.700	...	2.654	...	...	14.709	21.951	...
En porcentajes del PIB	0,4		0,3			1,6	2,2	

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

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

con un superávit previsto del 0,9% del PIB, mientras que las Corporaciones Locales reducirán su déficit al 0,1% del PIB y las Comunidades Autónomas registrarán un déficit similar al del año precedente.

De acuerdo con la metodología de la Contabilidad Nacional, la información disponible hasta noviembre del año 2006 muestra que el Estado registró un superávit del 2,2% del PIB, notablemente superior al superávit del 1,6% del PIB que se había obtenido un año antes (véase cuadro 3). A pesar de que el saldo del Estado presenta una elevada estacionalidad y diciembre es un mes claramente deficitario, lo que hace previsible una reducción sustancial del superávit alcanzado hasta noviembre, este resultado podría sugerir que el superávit al cierre del ejercicio para la Administración Central fuese algo superior al avanzado.

Por otra parte, según el criterio de caja, las cuentas del Estado registraron un superávit de 17.070 millones de euros hasta noviembre, frente al menor superávit de 11.209 millones de euros del año anterior. Las discrepancias entre ambos saldos (CNE y caja) responden

principalmente, como viene siendo habitual, a los ajustes por el diferente criterio de imputación de intereses y por la variación en los derechos y obligaciones pendientes.

Siguiendo con el criterio de caja, los ingresos del Estado crecieron por encima de lo previsto en el Avance de Liquidación del Presupuesto, mientras que los pagos tuvieron un crecimiento algo más moderado de lo que señala el Avance. Los mayores ingresos se deben tanto a los impuestos indirectos como, sobre todo, a los directos, mientras que, por el lado de los pagos, puede mencionarse una cierta contención en la mayoría de los capítulos, con excepción de las transferencias corrientes y de los pagos por intereses, registrando estos últimos caídas inferiores a las previstas en el Avance de Liquidación.

Para la descripción de los ingresos se cuenta con la información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte asignada al Estado como de la que corresponde a las Administraciones Territoriales de régimen común, aunque en el cuadro 3 solo se recogen las cifras del Estado. Según la recaudación total, los ingresos se aceleraron en su conjunto en estos últimos meses a pesar de la moderación mostrada por algunas figuras. En concreto, los ingresos derivados del IRPF intensificaron su crecimiento hasta el 14,4%, soportado por la favorable evolución de las retenciones sobre las rentas del trabajo y sobre los rendimientos del capital mobiliario. Por el contrario, el impuesto sobre sociedades se desaceleró ligeramente tras el pago a cuenta de octubre, pero sigue reflejando la buena evolución de los beneficios empresariales al registrar crecimientos del 17%. Por lo que respecta a los impuestos indirectos, el IVA intensificó su crecimiento en los últimos meses, hasta alcanzar el 9,7%, mientras que el aumento de los impuestos especiales se estabilizó en el 2,6%, por debajo de la previsión del Avance para el conjunto del año, debido, en gran medida, a la moderación del consumo de tabaco y a la evolución de los precios en el caso del impuesto sobre hidrocarburos. Finalmente, el ritmo de caída de las rúbricas agrupadas dentro de los otros ingresos continuó ralentizándose, hasta registrar una reducción del 9,9% hasta noviembre.

En cuanto a los pagos del Estado, se observa una aceleración en los últimos meses con un carácter bastante generalizado. Conviene resaltar, por su magnitud, los aumentos registrados por las transferencias corrientes y la moderación experimentada por la senda de reducción de los pagos por intereses, mientras que los pagos de personal mostraron avances más moderados, significativamente inferiores a los previstos en el Avance de Liquidación. En cuanto a los pagos de capital, lo más destacable fue la acusada reducción de las transferencias, justificada por la notable disminución de los pagos a las Comunidades Autónomas y los destinados al sector privado.

En el recuadro 3 se recogen los principales aspectos de la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social hasta octubre.

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

En el conjunto de los diez primeros meses de 2006 el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 68.999 millones de euros, en un 40,3% superior al contabilizado en el mismo período del año anterior (véase cuadro 4). En este período, el déficit por cuenta corriente reflejó una notable ampliación (32%), hasta situarse en 72.524 millones de euros, a la vez que descendió el superávit por operaciones de capital (-38,6%), que se situó en 3.525 millones de euros. Dentro de las operaciones corrientes, se produjo un deterioro generalizado en los saldos de las principales partidas, especialmente intenso en el caso del déficit comercial, el superávit de servicios y el desequilibrio de rentas, y de menor magnitud en la rúbrica de transferencias corrientes netas.

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 15.361 millones de euros hasta octubre de 2006, superior en 2.223 millones de euros (un 16,9%) al registrado en el mismo período del año precedente, lo que supone una ejecución menos favorable que hasta julio (véase cuadro adjunto). Los ingresos no financieros prácticamente mantuvieron su ritmo de crecimiento, presentando un 9,4% en octubre, y los pagos se aceleraron levemente en los últimos meses, hasta una tasa de crecimiento del 7,9%, lo cual explicaría el empeoramiento en el saldo.

Los ingresos por cotizaciones sociales han venido registrando en los últimos meses, incluido octubre, crecimientos en torno al 9%, a pesar de la desaceleración observada en el número de afiliados a la Seguridad Social a partir de los meses de verano, una vez agotados los efectos de proceso de regularización de inmigrantes.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas mantuvo su crecimiento en el 7,8% hasta octubre, por encima de lo presupuestado para el conjunto del año. El número de pensiones contributivas ha comenzado a desacelerarse suavemente en los últimos meses del año, alcanzando una tasa de crecimiento del 2,3% hasta di-

ciembre, frente a una tasa del 2,6% de julio. Por su parte, el gasto en incapacidad temporal ha reducido su elevado ritmo de crecimiento, presentando una tasa del 8,3% hasta octubre, muy por debajo de lo presupuestado.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal, cuya información no se recoge en el cuadro adjunto, el crecimiento de las cotizaciones percibidas se mantuvo en el 9,9% hasta julio, por encima de lo presupuestado, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 14,1% en el mismo período, también por encima de la previsión presupuestaria.

Por otra parte, el gasto destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 7,5% hasta noviembre (tasa de crecimiento superior al incremento del 6,7% registrado en el conjunto del año 2005) y el número de beneficiarios creció un 2,9% en noviembre (frente al 3,3% del crecimiento observado en 2005). Dicha evolución se produjo por la caída del paro registrado, que llegó a reducirse un 1,7% en noviembre (frente a la caída del 1,6% en el conjunto del año anterior), y a pesar de la aceleración de la tasa de cobertura, que alcanzó el 63,3% hasta noviembre de 2006 (por encima del nivel del 60,7% con que terminó 2005).

SISTEMA DE LA SEGURIDAD SOCIAL (a)

Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas (b)

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

me y %

	Liquidación		Liquidación		Liquidación		
	2005	2006	% variación	ENE-JUL	2005	2006	% variación
	1	2	3 = 2/1	4	5	6	7 = 6/5
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	95.476	97.547	2,2	9,5	78.571	85.992	9,4
1.1 Cotizaciones sociales (c)	89.110	90.625	1,7	9,0	73.352	80.017	9,1
1.2 Transferencias corrientes	4.896	5.295	8,2	9,3	4.057	4.403	8,5
1.3 Otros (d)	1.470	1.628	10,7	58,1	1.162	1.572	35,3
2 PAGOS NO FINANCIEROS	84.598	90.562	7,0	7,7	65.433	70.631	7,9
2.1 Personal	2.016	2.165	7,4	4,7	1.641	1.730	5,5
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.655	1.733	4,7	15,1	1.192	1.381	15,8
2.3 Transferencias corrientes	80.529	86.133	7,0	7,6	62.463	67.286	7,7
Prestaciones	80.527	86.131	7,0	7,6	62.463	67.285	7,7
<i>Pensiones contributivas</i>	68.905	73.832	7,2	7,8	53.343	57.511	7,8
<i>Incapacidad temporal</i>	5.925	6.656	12,3	10,2	4.928	5.338	8,3
<i>Resto</i>	5.697	5.644	-0,9	1,2	4.191	4.435	5,8
2.4 Otros (e)	399	530	33,0	49,2	138	234	70,3
3 SALDO NO FINANCIERO	10.877	6.986	-35,8	21,0	13.138	15.361	16,9

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

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

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

c. Incluye recargos y multas.

d. Excluye recargos y multas.

e. Minorados por la enajenación de inversiones.

Millones de euros

		ENERO-OCTUBRE	
		2005	2006
INGRESOS	Cuenta corriente	227.708	250.846
	Mercancías	127.996	142.122
	Servicios	64.239	68.945
	Turismo	34.084	34.201
	Otros servicios	30.156	34.744
	Rentas	24.973	27.861
	Transferencias corrientes	10.499	11.919
	Cuenta de capital	6.473	4.792
	Cuentas corriente + capital	234.181	255.638
PAGOS	Cuenta corriente	282.636	323.370
	Mercancías	184.021	209.040
	Servicios	43.329	51.116
	Turismo	10.133	11.164
	Otros servicios	33.196	39.952
	Rentas	39.905	45.705
	Transferencias corrientes	15.381	17.509
	Cuenta de capital	731	1.267
	Cuentas corriente + capital	283.367	324.637
SALDOS	Cuenta corriente	-54.928	-72.524
	Mercancías	-56.025	-66.918
	Servicios	20.911	17.829
	Turismo	23.951	23.037
	Otros servicios	-3.040	-5.208
	Rentas	-14.932	-17.844
	Transferencias corrientes	-4.882	-5.590
	Cuenta de capital	5.742	3.525
	Cuentas corriente + capital	-49.187	-68.999

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

En el período enero-octubre el déficit de la balanza comercial se incrementó en 10.893 millones de euros sobre el mismo período del año anterior, hasta alcanzar la cifra de 66.918 millones de euros; en tasa interanual, el saldo negativo aumentó un 19,4%, prolongando la tónica de deterioro que le caracterizó en los dos ejercicios anteriores. A pesar de la recuperación de los flujos reales de exportación en este período, el repunte de las importaciones reales y el fuerte encarecimiento de la factura energética —por la escalada alcista que registró hasta agosto el precio del crudo— propiciaron esta evolución del desequilibrio comercial. No obstante, desde el segundo trimestre de 2006, el ritmo de avance del déficit comercial ha tendido a atenuarse, gracias al crecimiento más moderado del desequilibrio del comercio no energético, y al hecho de que, debido al descenso del precio del petróleo a partir de septiembre, el déficit energético comenzó a aminorar su ritmo de deterioro en el tercer trimestre.

La balanza de servicios se saldó en los diez primeros meses de 2006 con un superávit de 17.829 millones de euros, 3.082 millones por debajo del contabilizado en iguales fechas del año anterior: este deterioro se explica tanto por el descenso de 914 millones de euros que experimentó el superávit turístico, como por el aumento del déficit de servicios no turísticos,

que se incrementó en 2.168 millones de euros. Los ingresos turísticos apenas aumentaron un 0,3% durante el período enero-octubre, en términos nominales, si bien, tras el comportamiento tan negativo del primer trimestre, han mostrado una tónica de cierta mejora. Por su parte, los pagos turísticos se incrementaron un 10,2% hasta octubre, aunque a partir del segundo trimestre han ralentizado el abultado ritmo de avance que les había caracterizado en los dos ejercicios anteriores. Esta evolución de ingresos y pagos se tradujo en un descenso del 3,8% del superávit turístico.

El saldo negativo de la balanza de rentas se amplió un 19,5% en el conjunto de los diez primeros meses de 2006, hasta situarse en -17.844 millones de euros. Los ingresos crecieron a un ritmo elevado en este período, del 11,6% —destacando el notable incremento que registraron los correspondientes al sector financiero—, al tiempo que los pagos anotaron un avance aún mayor, del 14,5%, reflejando el dinamismo de los pagos realizados por el sector privado, tanto financiero como no financiero, mientras que los efectuados por las AAPP mostraron un aumento muy moderado. Por sectores, se produjo una ligera mejora en el déficit de las AAPP, mientras que se ampliaron notablemente los saldos negativos del sector privado, especialmente del sector no financiero. Por instrumentos, se deterioraron los saldos negativos de rentas de la inversión en cartera y de la otra inversión (fundamentalmente, préstamos, depósitos y *repos*), mientras que mejoró el saldo de rentas de inversión directa.

El saldo de la balanza de transferencias corrientes acumuló hasta octubre un déficit de 5.590 millones de euros, superior en 708 millones al déficit registrado en el mismo período del año anterior. Los ingresos se incrementaron un 13,5%, reflejando la evolución favorable que mostraron los flujos procedentes de la UE en concepto de FEOGA-Garantía, una de sus principales partidas, mientras que retrocedieron las transferencias comunitarias del Fondo Social Europeo. Los pagos crecieron a un ritmo similar, del 13,8%, de nuevo, con un fuerte incremento de los pagos por remesas de emigrantes (34,7%), así como aumentos en los pagos destinados a las arcas comunitarias en los renglones de Recurso PNB, Recurso IVA y Recursos propios tradicionales.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 3.525 millones de euros en el conjunto de los diez primeros meses del ejercicio actual, arrojando un descenso de 2.216 millones de euros en relación con iguales fechas del año anterior, deterioro que se explica, en parte, por el retroceso que experimentaron los diferentes fondos estructurales, especialmente el FEDER, aunque también disminuyeron las transferencias del FEOGA-Garantía y del Fondo de Cohesión. Además, los pagos registraron un incremento muy abultado, especialmente en las rúbricas de enajenación de activos inmateriales y en la de transferencias de capital realizadas por el sector privado.

5 Evolución financiera

5.1 Rasgos más destacados

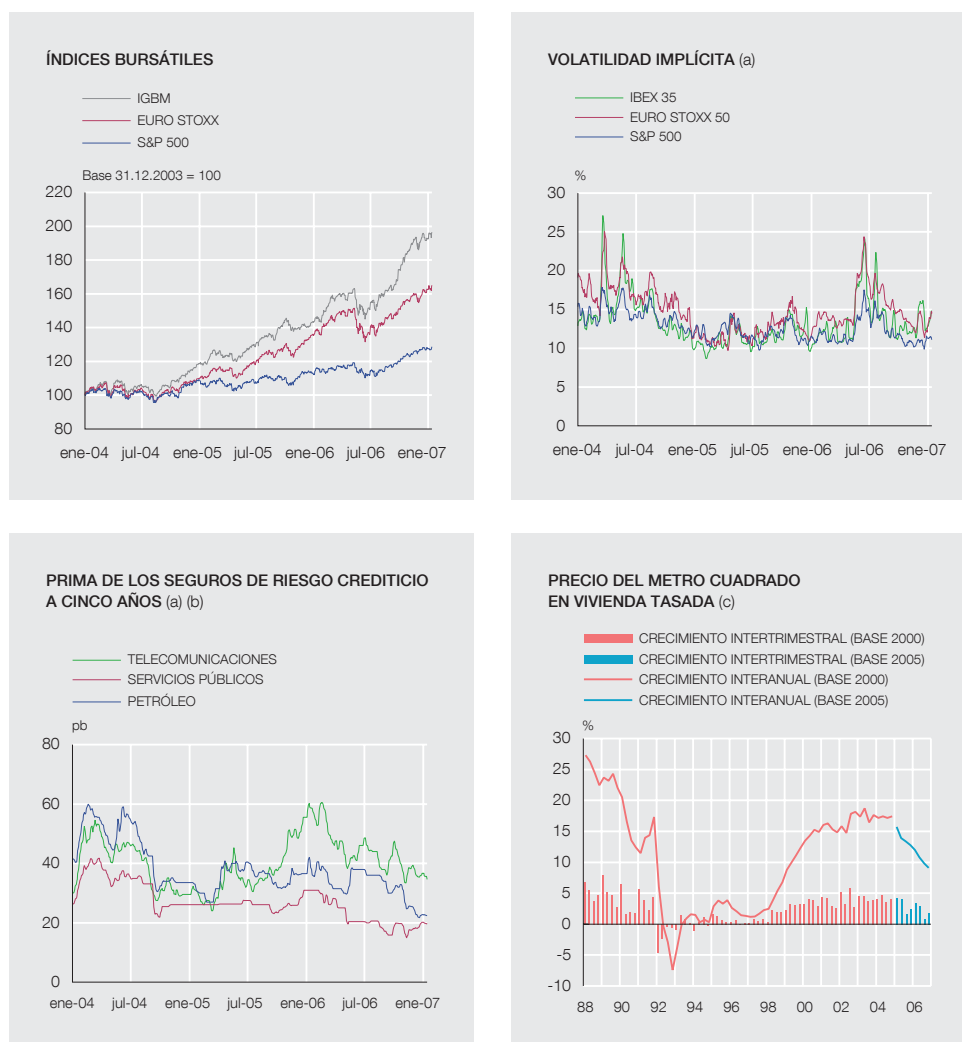
Durante los últimos tres meses de 2006 los tipos de interés de los mercados monetarios siguieron aumentando, aunque a un ritmo menos pronunciado que en los trimestres precedentes. Así, en diciembre el EURIBOR a un año alcanzó un nivel medio del 3,9%, 20 pb por encima de la correspondiente cifra de septiembre. En línea con esta evolución, el coste de los préstamos bancarios a los hogares y a las sociedades siguió elevándose. Por el contrario, las valoraciones de la deuda pública española a largo plazo mostraron un comportamiento más estable, de forma que, durante el mismo período, el rendimiento del bono a diez años apenas se incrementó en 6 pb y se situó en el 3,8%. Este desarrollo, junto con el mantenimiento de las primas de riesgo crediticio de las empresas españolas, explica la ausencia de cambios sustanciales en el precio medio de la financiación con valores de renta fija a largo plazo de las compañías.

En los mercados bursátiles españoles, prosiguió la trayectoria ascendente de las cotizaciones durante el último trimestre del pasado año, en consonancia con el comportamiento expansivo de los resultados empresariales y con las buenas perspectivas para 2007. Además, los índices continuaron beneficiándose de algunas operaciones corporativas. De este modo, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumuló en el conjunto de 2006 una revalorización del 34,5%. Esta evolución, que ha sido más favorable que la observada en las principales plazas internacionales (el EURO STOXX amplio se incrementó un 20,2% durante este período y el S&P 500, un 13,6%), estuvo acompañada de un mantenimiento de la volatilidad en niveles reducidos (véase gráfico 24).

En el mercado inmobiliario, de acuerdo con los últimos datos publicados por el Ministerio de la Vivienda, durante el cuarto trimestre de 2006 se mantuvo la tendencia de progresiva desaceleración observada desde principios del año precedente. Así, la tasa de crecimiento interanual del precio de la vivienda libre tasada se situó en diciembre en el 9,1%, lo que supone una reducción de 0,7 pp respecto a septiembre y de 3,7 pp en relación con el dato de diciembre de 2005. Sigue, pues, reforzándose la verosimilitud de un escenario de aterrizaje suave del valor de los inmuebles.

A pesar de la senda ascendente de los tipos de interés, la deuda del sector privado continuó creciendo rápidamente durante el tercer trimestre de 2006. En el caso de las familias, el aumento interanual se mantuvo por encima del 20%, apenas 0,5 pp menos que el nivel observado en junio. Para reducir la probabilidad de que estos pasivos alcancen cotas que puedan llegar a repercutir negativamente sobre la evolución de las decisiones de gasto de estos agentes, es necesario que se modere apreciablemente su avance, en línea con el comportamiento más plausible de sus variables explicativas (véase recuadro 4). Por componentes, prosiguió la suave desaceleración en los fondos destinados a la adquisición de vivienda, aunque su tasa de variación se situó en torno al 22% en términos interanuales (algo más de 2 pp por debajo de la cifra de finales de 2005). En cambio, el ritmo de expansión de la financiación para consumo y otros fines volvió a elevarse, superando ya el 17%. La información provisional sobre el crédito a hogares durante los últimos meses del año pasado evidencia una continuidad de estas mismas tendencias.

Por su parte, el ritmo de expansión interanual de la deuda de las empresas se incrementó nuevamente, hasta situarse en el 27%. A esta evolución contribuyó tanto el auge de la inversión como también el repunte de las operaciones corporativas. En este sentido, el desglose



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

- a. Medias móviles de cinco días.
b. Primas medias ponderadas por activos.
c. Nueva estadística a partir de 2005.

por actividades productivas de los préstamos bancarios desvela que entre julio y septiembre se produjo un notable ascenso en el dinamismo de los recursos captados por la construcción, sector que ha protagonizado las principales adquisiciones de paquetes accionariales, hasta alcanzar los valores más altos de los últimos años. Estos datos evidencian además que el crédito dirigido a los servicios inmobiliarios siguió avanzando a una velocidad elevada, superior incluso a la de junio. En cambio, para el resto de ramas, estos pasivos, aun experimentando cierta aceleración, crecieron de forma más moderada. La información provisional disponible para el último trimestre de 2006 apunta a que durante dicho período se mantuvo el intenso crecimiento de la financiación a las sociedades.

El notable dinamismo de los fondos captados por las familias y el ascenso del coste de la financiación propiciaron entre julio y septiembre un nuevo aumento del grado de presión financiera que soportan los hogares y, de acuerdo con la información provisional disponible, esta tendencia se habría prolongado en los meses finales del año. Así, durante el tercer trimestre de 2006, las ratios de endeudamiento y de carga financiera volvieron a elevarse, al tiempo que se redujo una vez más la capacidad de ahorro tras descontar las obligaciones financieras

Durante los últimos diez años la financiación captada por los hogares se ha venido expandiendo a un ritmo elevado (cercano, en promedio, al 17% anual), muy por encima de lo que lo han hecho sus ingresos. En este contexto, resulta importante entender cuáles son los factores que explican esta evolución, ya que la evidencia empírica señala que, cuando la deuda se sitúa por encima de lo que se deriva de sus determinantes fundamentales, el gasto del sector podría terminar viéndose afectado negativamente¹.

En este sentido, los análisis estadísticos realizados por el Banco de España evidencian que la evolución del crédito de las familias puede explicarse por los cambios en variables como la riqueza, el gasto en consumo e inversión residencial, las condiciones de financiación (tipos de interés y plazo de amortización de los préstamos) y la tasa de paro². En particular, tal como muestra el gráfico izquierdo, los pasivos de los hogares españoles han avanzado durante los últimos años en paralelo con la senda de equilibrio de largo plazo estimada, situándose a finales de 2006 ligeramente por encima de dicha senda.

Como puede verse en el gráfico derecho, desde 1996 todas las variables explicativas del crédito han evolucionado, en general, en la dirección de favorecer un mayor dinamismo, aunque la importancia relativa de unas y otras ha sido desigual. Así, el incremento de la ri-

queza del sector, fundamentalmente como consecuencia de la revalorización de la vivienda, ha contribuido de forma muy significativa y creciente en el tiempo al aumento de la deuda, lo que refleja el importante papel de los inmuebles como garantía de los préstamos.

El dinamismo del gasto del sector también ha contribuido al avance del crédito, así como las condiciones de financiación más favorables por la vía de menores tipos de interés y mayores plazos de amortización de los préstamos durante la mayor parte del período analizado, aunque el efecto expansivo de este último factor se ha reducido recientemente, especialmente tras el cambio de tono de la política monetaria iniciado a finales de 2005. Por último, otro elemento que también ha incidido positivamente en el crecimiento de los pasivos es el descenso de la tasa de paro, que ha ampliado la proporción de la población con acceso al mercado crediticio.

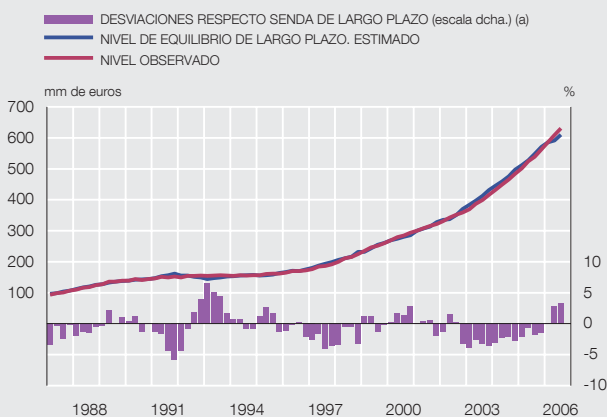
Por lo tanto, de acuerdo con estos resultados, el nivel de endeudamiento alcanzado no debería estar ejerciendo un efecto contractivo significativo sobre las decisiones de gasto de los hogares. Esto no impide que este sector esté más expuesto a perturbaciones adversas sobre su riqueza, su renta o los tipos de interés, especialmente si se tiene en cuenta el predominio de los préstamos a tipo de interés variable.

Durante los próximos trimestres, el nivel de equilibrio de largo plazo del crédito tenderá previsiblemente a desacelerarse, en línea con la evolución más probable de sus variables explicativas. En este contexto, será necesario que se modere apreciablemente el ritmo de avance de los pasivos de los hogares para impedir que acaben situándose en cotas que puedan llegar a ejercer un efecto contractivo sobre el dinamismo del consumo y la inversión residencial.

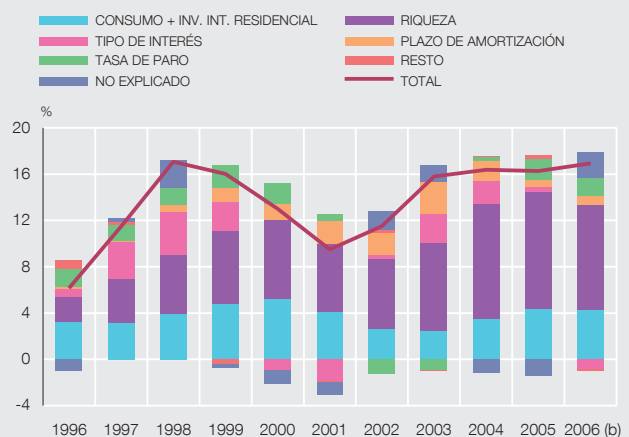
1. Para un mayor detalle sobre los efectos que un nivel excesivo de deuda puede tener sobre el gasto, véase Martínez-Carrascal y del Río (2004), *Households borrowing and consumption in Spain: a VECM approach*, Documentos de Trabajo, n.º 0421, Banco de España. 2. El análisis de este recuadro se basa en los resultados de la actualización y revisión de la ecuación de crédito que se presenta en Nieto (2003), «Determinantes del crecimiento del crédito a los hogares en España», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.

LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL CRÉDITO DE LOS HOGARES Y DE SUS DETERMINANTES

CRÉDITO DE LOS HOGARES. NIVEL OBSERVADO, SENDA DE LARGO PLAZO Y DESVIACIONES



CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL CRÉDITO DE LOS HOGARES EN TÉRMINOS REALES



FUENTE: Banco de España.

a. Normalizadas para obtener una media cero en el período muestral.
b. Datos hasta el tercer trimestre de 2006.

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

FUENTE: Banco de España.

a. CNE base 2000.

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

asociadas a la deuda. No obstante, de acuerdo con las Cuentas Financieras, las necesidades de financiación del sector se mantuvieron estables en relación con el PIB (véase cuadro 5). En todo caso, la solidez de la posición patrimonial continuó viéndose reforzada por el incremento de la riqueza neta, si bien la desaceleración del precio de la vivienda está contribuyendo a atenuar su ritmo de avance.

En el caso de las sociedades no financieras, los ratios agregadas de endeudamiento y de carga financiera también continuaron ascendiendo durante el tercer trimestre de 2006 y, a la luz de la información provisional disponible, también lo habrían hecho durante el cuarto, al tiempo que la rentabilidad de los recursos propios no experimentó cambios significativos con respecto a la cifra de junio. Por otra parte, de acuerdo con las Cuentas Financieras, las necesidades de financiación del sector crecieron nuevamente entre julio y septiembre. La información del mismo período de las empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, ofrece un panorama más benigno. Así, aunque, para estas compañías, los pagos por intereses en relación con los beneficios volvieron a aumentar, este desarrollo se vio compensado por una ligera reducción del nivel relativo de los recursos ajenos en relación con los excedentes y por el comportamiento favorable de los resultados, de modo que los indicadores sintéticos de presión financiera mostraron una modesta mejoría.

La prolongación del deterioro del ahorro financiero de las sociedades se tradujo en un nuevo aumento de las necesidades de financiación de la nación, que se situaron en septiembre de 2006 en el 7,9% del PIB en términos acumulados de doce meses, frente al 7,5% del trimestre precedente. La obtención de fondos del resto del mundo se ha seguido canalizando principalmente a través de las instituciones financieras y, en especial, de las distintas a las entidades de crédito.

En síntesis, a pesar de que la situación patrimonial de las familias y las empresas continúa siendo sólida, la evolución creciente del endeudamiento y de los tipos de interés ha seguido aumentando el grado de presión financiera que soportan y su exposición a perturbaciones económicas adversas. Además, en el caso de las sociedades, las recientes adquisiciones de

participaciones de ciertas compañías —en especial de la rama de la construcción— en otros sectores productivos, aunque propician una mayor diversificación de sus negocios, introducen al mismo tiempo un elemento de incertidumbre asociado a la entrada en nuevas áreas de actividad y al incremento de los recursos ajenos que ha generado. Por tanto, a la luz de la nueva información disponible, durante los últimos meses no se han reducido los riesgos de naturaleza financiera sobre las perspectivas macroeconómicas de medio plazo, comentados en anteriores informes.

5.2 El sector hogares

En el cuarto trimestre de 2006, las condiciones de financiación de los hogares continuaron endureciéndose. Así, durante octubre y noviembre, el tipo de interés promedio aplicado por las entidades en las nuevas operaciones de crédito se incrementó en 12 pb. Por modalidades, el coste de los recursos para adquisición de vivienda aumentó en 19 pb, mientras que el de los destinados a consumo y otros fines, que presenta habitualmente una mayor variabilidad, se redujo en 10 pb. Tras estos movimientos, la variación acumulada desde noviembre de 2005 se situó en torno a 140 pb y 120 pb, respectivamente. En cuanto a los criterios de concesión, de acuerdo con la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB), las instituciones financieras anticipaban para los últimos meses del año una nueva relajación, de carácter modesto, en los relativos a los fondos para consumo y un mantenimiento en los aplicados a la deuda para adquisición de vivienda.

A pesar de la trayectoria ascendente en el coste de la financiación, la tasa de avance interanual de la deuda de las familias solo ha experimentado un modesto retroceso, situándose en el mes de septiembre todavía por encima del 20%, apenas 0,5 pp por debajo del nivel observado a finales del trimestre anterior. La evolución del crédito por componentes presentó las mismas pautas observadas desde comienzos del ejercicio. Así, el ritmo de expansión de los fondos destinados al consumo y otros fines se incrementó hasta superar el 17%, al tiempo que continuó el perfil de ligera desaceleración de los préstamos para adquisición de vivienda, aunque su crecimiento interanual permaneció cercano al 22%. La información provisional disponible para los tres últimos meses del año apunta a un mantenimiento de este mismo patrón.

La adquisición de activos financieros alcanzó en septiembre un importe equivalente al 10,5% del PIB en términos acumulados de doce meses, apenas 0,1 pp por encima del registro de junio (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, los medios de pago siguieron desacelerándose ligeramente, mientras que los depósitos a plazo, incluidos en la rúbrica de otros depósitos y valores de renta fija, experimentaron un notable avance, que coincidió con una contracción abultada de las suscripciones de fondos de inversión, que tan solo representaron el 0,8% del PIB en términos acumulados anuales. A la menor preferencia de los hogares por esta última modalidad en relación con la anterior han podido contribuir, al menos en parte, los cambios en la fiscalidad del ahorro que han entrado en vigor en 2007. Por su parte, las compras netas de acciones volvieron a ser negativas (-0,4% del PIB), al tiempo que los flujos materializados en reservas técnicas de seguros se situaron en el mismo nivel que el trimestre precedente (1,5% del PIB).

La prolongación del intenso crecimiento en la financiación obtenida por los hogares se tradujo en un nuevo ascenso en la ratio de deuda sobre renta bruta disponible (RBD), que en septiembre superaba ya el 120% (véase gráfico 25). Este desarrollo, unido al encarecimiento de los créditos, explica que la carga financiera asociada haya seguido incrementándose, de modo que, en la misma fecha, se situaba ya por encima del 15% de la RBD. Asimismo, tanto el ahorro bruto como el resultante de descontar los gastos asociados a los pasivos contraídos,

% del PIB	2003	2004	2005	2006		
				I TR	II TR	III TR
HOGARES E ISFLSH:						
Operaciones financieras (activos)	9,0	9,6	10,6	10,3	10,4	10,5
Medios de pago	4,1	4,0	4,4	3,8	3,6	3,4
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	-0,3	1,2	1,9	3,2	3,5	4,6
Acciones y otras participaciones (b)	0,6	0,5	0,0	-0,3	-0,3	-0,4
Fondos de inversión	2,3	1,5	1,9	1,8	1,6	0,8
Reservas técnicas de seguros	1,8	1,8	1,9	1,7	1,5	1,5
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7	0,6
<i>De jubilación</i>	0,9	0,8	0,9	0,8	0,7	0,7
Resto	0,5	0,7	0,5	0,1	0,4	0,5
Operaciones financieras (pasivos)	8,8	10,3	11,9	12,0	12,3	12,4
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	9,2	10,8	12,3	12,9	13,2	13,2
<i>Créditos para adquisición de vivienda (c)</i>	7,0	8,7	10,3	10,5	10,5	10,2
<i>Créditos para consumo y otros fines (c)</i>	2,2	2,1	2,2	2,4	2,8	3,0
Resto	-0,4	-0,6	-0,4	-0,9	-1,0	-0,8
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	15,9	15,6	18,8	20,1	19,3	22,2
Medios de pago	0,9	1,0	2,1	2,1	2,0	2,4
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,2	0,3	1,3	1,6	1,0	2,5
Acciones y otras participaciones	7,4	6,4	6,8	8,9	9,1	9,3
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	4,5	3,8	3,8	6,1	5,7	6,0
Resto	6,4	7,9	8,6	7,5	7,2	8,0
Operaciones financieras (pasivos)	20,0	20,2	25,8	27,9	27,8	31,3
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	6,1	8,3	13,0	13,5	14,4	16,6
Préstamos exteriores	2,7	0,7	2,0	3,7	3,0	3,2
Valores de renta fija (d)	-0,2	0,0	0,3	0,9	1,3	1,6
Acciones y otras participaciones	5,1	4,6	3,2	3,2	3,2	3,3
Resto	6,2	6,6	7,4	6,6	5,9	6,7
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Financiación (e)	15,9	16,3	21,0	23,0	22,7	24,0
Hogares e ISFLSH	19,1	20,2	20,9	21,3	21,0	20,5
Sociedades no financieras	13,5	13,2	21,1	24,4	24,0	26,9

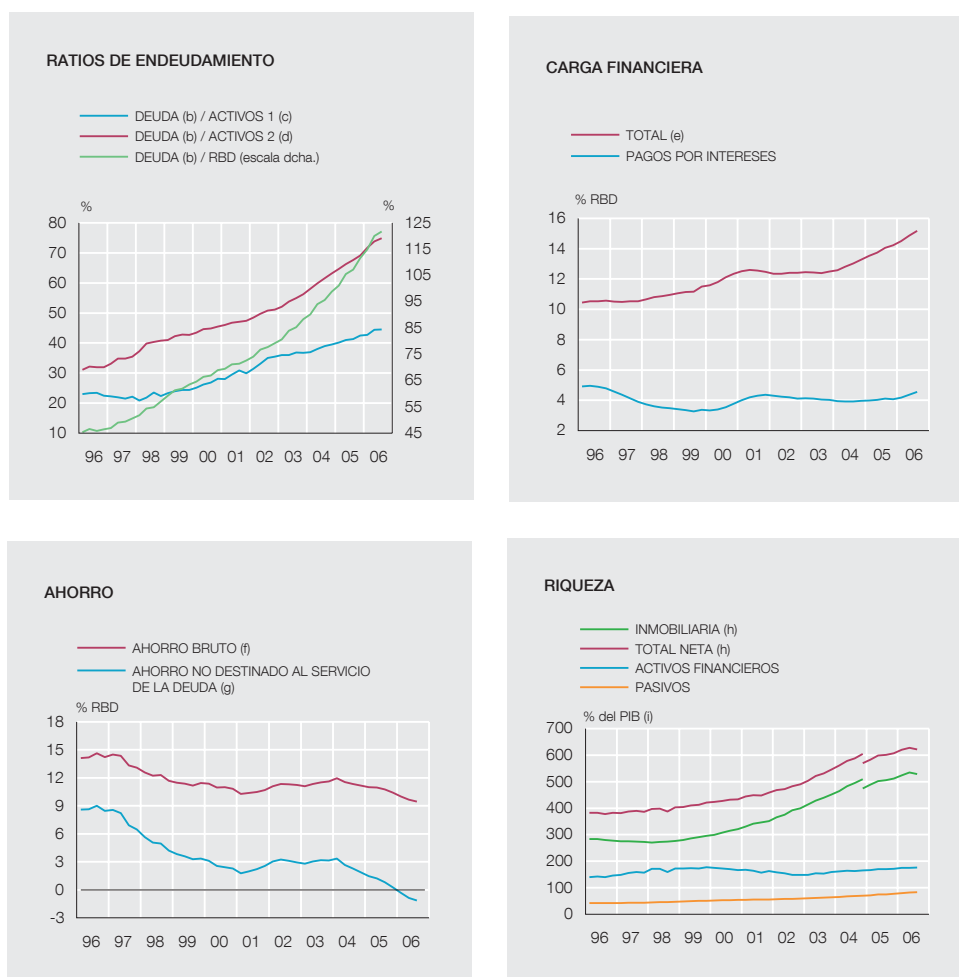
FUENTE: Banco de España.

- 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.

experimentaron descensos adicionales. No obstante, de acuerdo con las Cuentas Financieras, la necesidad de financiación de las familias se mantuvo estable en el entorno del 1,9% del PIB en términos acumulados de doce meses. Como en trimestres anteriores, la revalorización de los activos financieros y reales hizo que la riqueza neta del sector continuase avanzando, aunque a ritmos cada vez menores, aliviando así el mayor grado de presión financiera que se deriva de la evolución de los indicadores anteriores.

5.3 El sector de sociedades no financieras

En el caso de las sociedades, el precio de la financiación bancaria también siguió aumentando durante el cuarto trimestre de 2006. Así, el tipo de interés de los préstamos hasta un millón de



FUENTE: Banco de España.

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

euros se elevó en octubre y noviembre en 24 pb, un incremento similar al observado en los de un importe superior (25 pb), con lo que la subida acumulada desde noviembre de 2005 se sitúa en torno a los 120 pb y 110 pb, respectivamente. Por su parte, según la EPB, las entidades no preveían cambios relevantes en los criterios de concesión de créditos entre octubre y diciembre. En cambio, el coste de las emisiones de deuda a largo plazo experimentó escasas variaciones, debido al mantenimiento de la rentabilidad de la deuda pública y a la estabilidad de las primas de riesgo crediticio, al tiempo que mejoraron las condiciones de obtención de fondos en los mercados de renta variable, como consecuencia de la trayectoria ascendente de las cotizaciones bursátiles.

A pesar de la tendencia al alza en el coste de la deuda bancaria, el volumen de recursos ajenos recibidos por las sociedades se aceleró de nuevo en el tercer trimestre de 2006, de modo

que, al final del mismo, crecía a una tasa interanual próxima al 27%, casi 3 pp por encima del dato de junio. El desglose por instrumentos muestra que el crédito de las entidades residentes continuó siendo la partida que más contribuyó al aumento de estos fondos, si bien las emisiones de valores de renta fija, que todavía representan un peso reducido dentro de los pasivos empresariales, mantuvieron un elevado dinamismo. Por su parte, los préstamos exteriores experimentaron un ligero repunte, de modo que los flujos captados por esta vía representaban en septiembre el 3,2% del PIB en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 6).

La descomposición del crédito por finalidades muestra que los sectores más expansivos fueron nuevamente los servicios inmobiliarios y la construcción, de modo que los préstamos destinados a estas compañías crecieron en septiembre un 49% y un 35%, respectivamente, en relación con el mismo mes del ejercicio anterior, lo que supone sendos ascensos (de en torno a 2,5 pp y 5,5 pp, respectivamente) en comparación con las cifras de junio. En el último caso, esta evolución se produjo, en parte, como consecuencia de la financiación de algunas operaciones de adquisición de paquetes accionariales. En el resto de actividades productivas se observaron variaciones más moderadas, siendo lo más destacable el incremento, por segundo trimestre consecutivo, del ritmo de avance de los fondos captados por el resto de las ramas de servicios, y el repunte del correspondiente a la industria, tras los descensos que se venían registrando desde finales de 2005. Finalmente, de acuerdo con los datos de la CBT, la deuda de los grandes grupos se desaceleró ligeramente durante el mismo período, aunque la tasa interanual se situaba todavía alrededor del 25%.

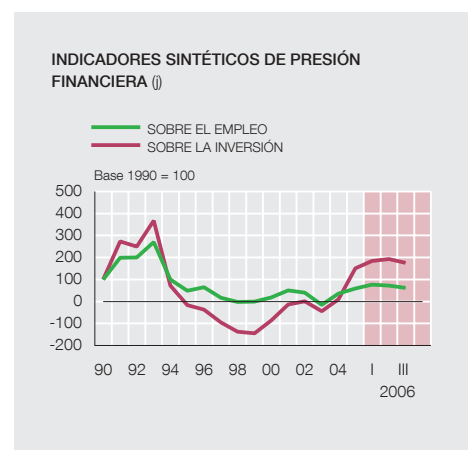
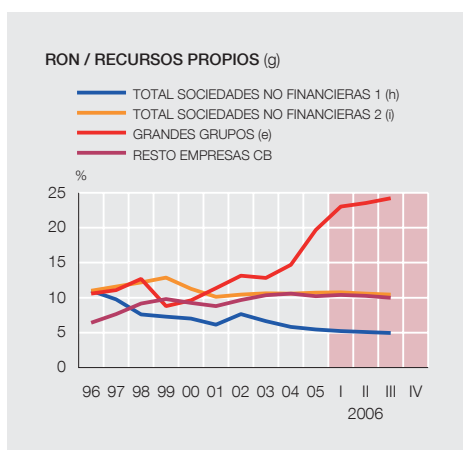
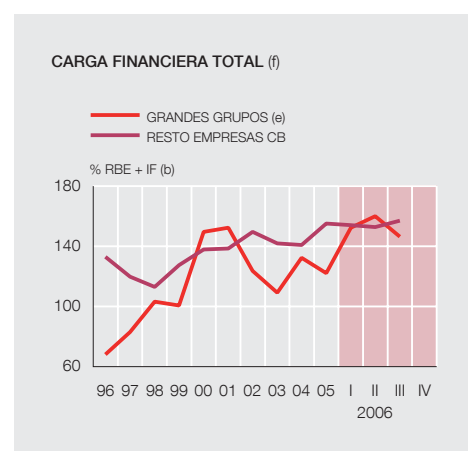
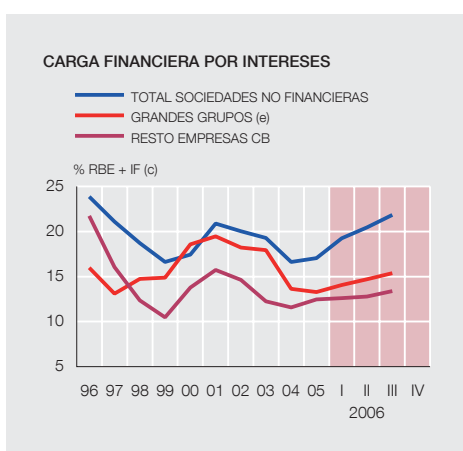
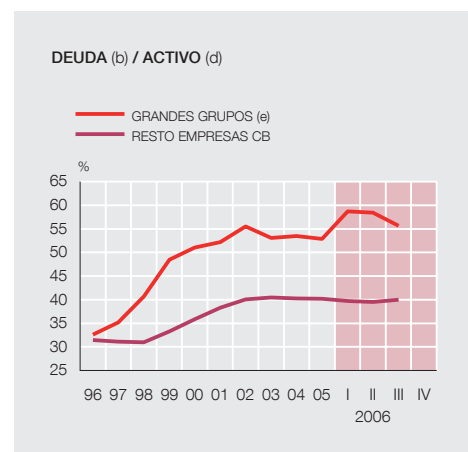
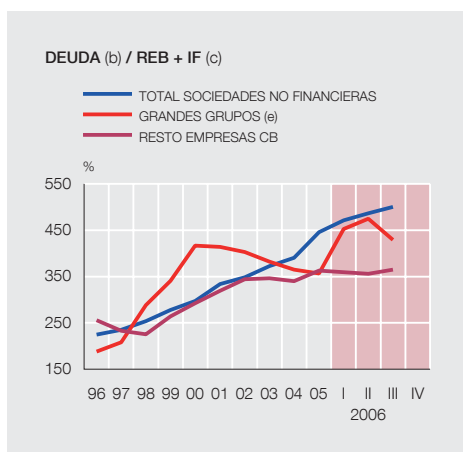
En contraste con este dinamismo de la financiación ajena, las sociedades no incrementaron significativamente la emisión de acciones y otras participaciones, que en septiembre representaba el 3,3% del PIB en términos acumulados de doce meses, apenas 0,1 pp más que en junio.

Al contrario de lo sucedido en el trimestre precedente, el volumen de las operaciones de activo de las sociedades evidenció un notable repunte hasta alcanzar en septiembre el 22,2% del PIB, en términos acumulados de doce meses, casi 3 pp por encima del registro de junio. Por instrumentos, lo más destacable fue el avance de los flujos materializados en activos líquidos y valores de renta fija, que se situaron en el 4,9% del PIB (frente al 3% de junio).

A pesar del aumento de los flujos de activo, el notable dinamismo de los de pasivo determinó un nuevo incremento de las necesidades de financiación de las sociedades en el tercer trimestre, que se situaron en el 9,1% 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, experimentó un ascenso de cuantía similar, hasta alcanzar el 15,5% del PIB (véase cuadro 5).

El intenso crecimiento de los fondos captados por las sociedades propició una nueva elevación de la ratio de endeudamiento del sector en relación con el resultado generado (véase gráfico 26). Esta evolución, junto con el aumento del coste de los fondos, explica la trayectoria ascendente mostrada por la ratio de pagos por intereses sobre beneficios, que se situó próxima al 22% en septiembre. El incremento de los gastos financieros se vio, sin embargo, compensado por el ascenso de los ingresos, lo que determinó el mantenimiento de la rentabilidad del capital de las empresas.

La información de las compañías colaboradoras con la CBT, entre las que predominan las sociedades de mayor tamaño, muestra, asimismo, un incremento en la carga financiera durante el tercer trimestre. No obstante, este desarrollo se vio compensado por una contracción



FUENTE: Banco de España.

a. Indicadores calculados a partir de la Central de Balances Anual y Trimestral, excepto la serie «Total sociedades no financieras», que se ha obtenido a partir de las Cuentas Nacionales (CNE y CFEE). A partir de 1999, las rentas del sector corresponden a la CNE, base 2000. Con anterioridad se utiliza una estimación coherente con esta base.

b. Recursos ajenos con coste.

c. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

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

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

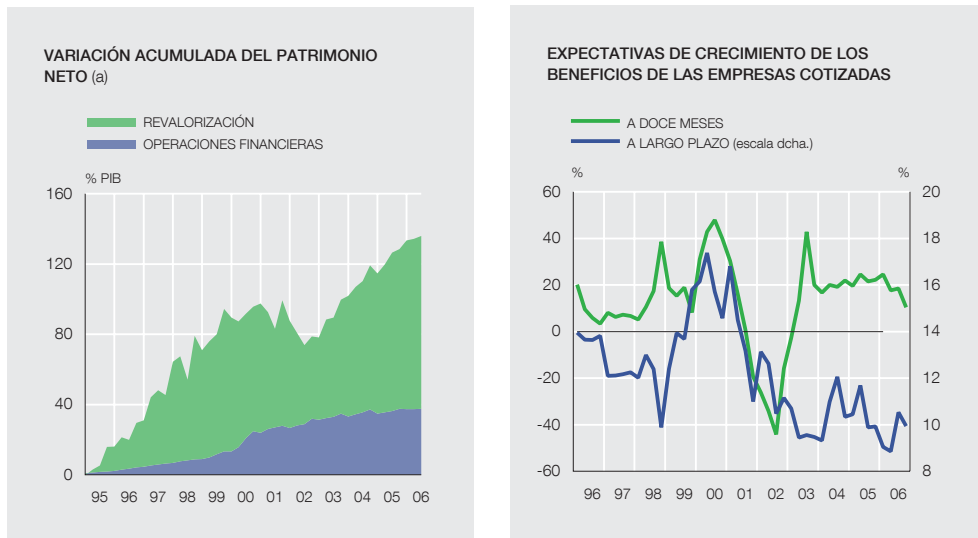
f. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.

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

h. Recursos propios valorados a precios de mercado.

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

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



FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

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

en la ratio de endeudamiento, explicada fundamentalmente por el comportamiento de los grandes grupos, y por la evolución favorable de los resultados, de modo que los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo experimentaron un ligero descenso durante dicho período.

Por último, las expectativas de los analistas sobre el crecimiento de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas, entre las que también predominan las de mayor tamaño, experimentaron en el cuarto trimestre una revisión a la baja tanto para horizontes largos como, sobre todo, a más corto plazo. No obstante, el crecimiento esperado de los resultados a ambos horizontes se mantiene en niveles apreciables, en torno al 10% (véase gráfico 27).

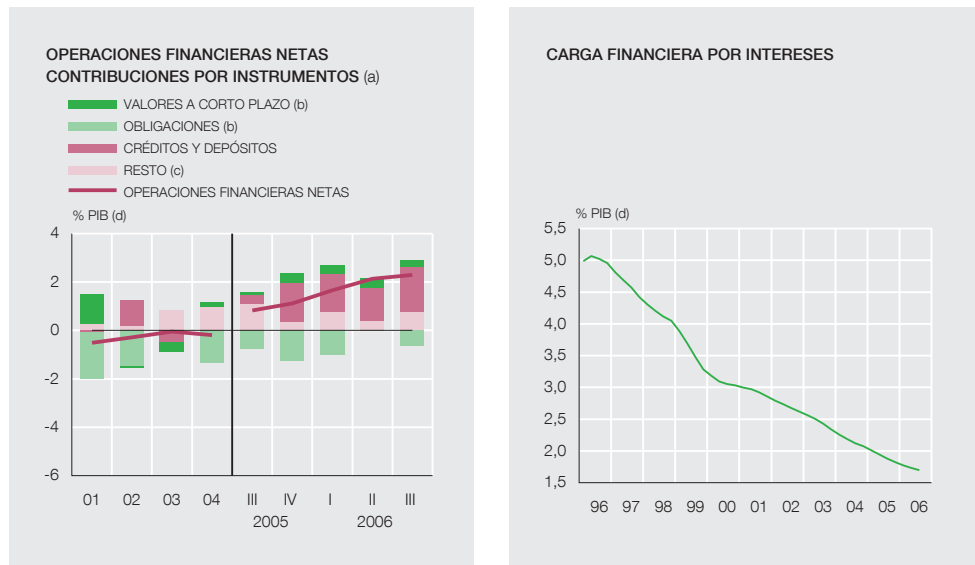
5.4 Las Administraciones Públicas

Durante el tercer trimestre de 2006, la capacidad de financiación de las AAPP siguió creciendo, aunque moderadamente, y se situó, en términos acumulados de doce meses, en el 2,3% del PIB (véase gráfico 28). Por instrumentos, las AAPP incrementaron las emisiones (netas) de valores a largo plazo, al tiempo que continuaron amortizando, en términos netos, títulos a corto plazo. Asimismo, se produjo un aumento de los depósitos y una disminución de los préstamos, lo que resultó en un avance apreciable (1,8% del PIB) de la rúbrica que recoge el saldo neto de estos dos conceptos. Por otra parte, a pesar de la elevación del coste de los fondos, los pagos por intereses en relación con el PIB continuaron descendiendo gracias a la disminución de la ratio de endeudamiento, y se situaron en torno al 1,7%.

5.5 La posición financiera frente al exterior

Entre julio y septiembre del pasado año, el saldo neto deudor de las operaciones financieras de la nación volvió a expandirse, hasta suponer, en términos acumulados de cuatro trimestres, el 7,9% del PIB. Esta evolución resultó de la mayor necesidad de fondos de las sociedades, que no fue compensada por el ligero aumento de la capacidad de financiación de las instituciones financieras y de las AAPP.

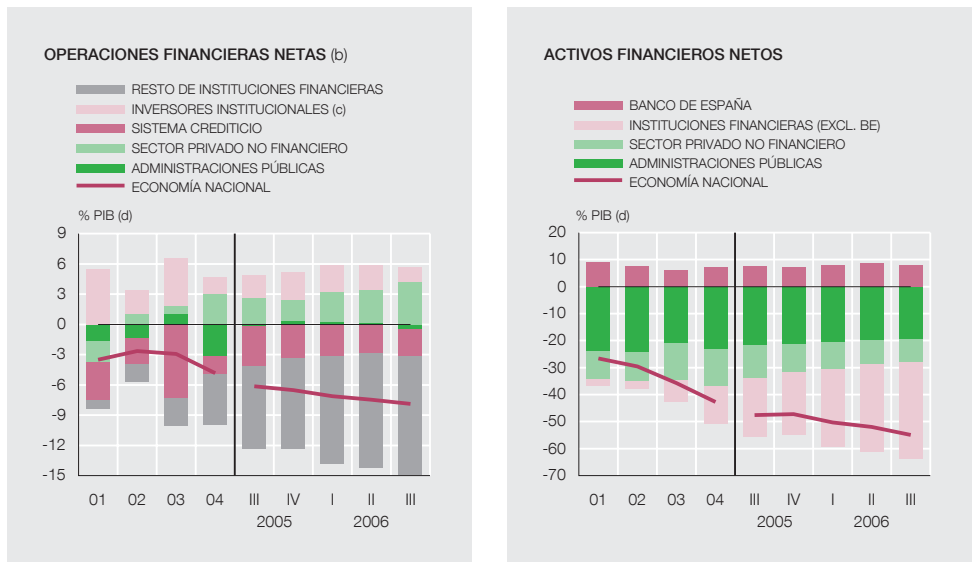
Los intermediarios financieros no monetarios continuaron siendo el subsector que contribuyó en mayor medida a la financiación del déficit exterior. Así, en septiembre, el saldo deudor de



FUENTE: Banco de España.

- a. Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.
- b. Solo recoge operaciones de pasivo.
- c. Incorpora los intereses devengados no pagados de las obligaciones y las inversiones netas por parte de la Seguridad Social en activos emitidos por el resto de las AAPP.
- d. CNE, base 2000.

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



FUENTE: Banco de España.

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

% del PIB	2003	2004	2005	2006		
				I TR	II TR	III TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-2,9	-4,8	-6,5	-7,1	-7,5	-7,9
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	13,5	13,7	18,2	23,0	19,6	18,2
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	0,7	3,2	2,4	3,3	4,3	4,8
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	0,5	0,7	3,2	2,3	2,6	3,5
Valores distintos de acciones	6,5	1,8	8,7	8,5	3,4	0,8
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	3,5	1,0	6,6	6,2	1,9	-0,2
<i>Inversores institucionales (b)</i>	3,5	0,3	2,1	2,0	1,5	0,8
Acciones y otras participaciones	4,7	6,8	4,9	8,1	8,6	8,7
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	4,5	3,8	3,8	6,1	5,7	6,0
<i>Inversores institucionales (b)</i>	1,1	0,8	0,8	1,6	1,7	1,6
Préstamos	0,3	0,8	1,1	1,8	2,0	2,2
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	16,4	18,5	24,7	30,1	27,1	26,1
Depósitos	6,9	1,7	5,7	6,2	2,6	0,8
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	5,3	5,0	7,2	7,5	2,8	1,3
Valores distintos de acciones	5,3	12,4	15,6	18,9	19,7	21,4
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	-1,0	2,7	0,1	1,0	0,8	1,6
<i>Entidades de crédito</i>	3,5	4,6	6,3	7,1	7,5	8,1
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	2,8	5,1	9,3	10,8	11,4	11,7
Acciones y otras participaciones	1,1	2,7	0,8	0,9	1,2	0,0
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	1,3	1,7	1,0	0,8	1,0	0,1
Préstamos	2,8	1,3	2,0	3,6	3,1	3,3
Otros neto (c)	-0,8	-0,6	-0,6	-0,8	-0,9	-1,2
PRO MEMORIA						
Inversión directa de España en el exterior	3,3	5,8	3,4	5,5	5,9	6,3
Inversión directa del exterior en España	2,9	2,4	2,0	1,8	1,9	1,9

FUENTE: Banco de España.

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

b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

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

sus operaciones netas frente a los no residentes representaba, en términos acumulados de doce meses, el 11,7% del PIB, 0,3 pp por encima del dato de junio (véase gráfico 29).

La inversión en activos exteriores por parte de los sectores residentes alcanzó en septiembre de 2006 el 18,2% del PIB, en términos acumulados de doce meses, lo que supone un descenso de 1,4 pp respecto del valor de junio (véase cuadro 7). Por instrumentos, se observaron las mismas pautas del trimestre precedente, siendo lo más destacable la disminución de las compras netas de valores de renta fija (en especial, de las realizadas por las entidades de crédito) y el mantenimiento de la adquisición de acciones y otras participaciones (materializa-

da primordialmente en forma de inversión directa) como principal destino de los flujos hacia el resto del mundo.

Las entradas netas de capital también experimentaron un ligero retroceso en el tercer trimestre, hasta situarse en el 26,1% del PIB en términos acumulados de doce meses, 1 pp por debajo del volumen registrado en junio. En consonancia con el patrón observado a lo largo del año, los recursos captados mediante valores distintos de acciones continuaron adquiriendo un protagonismo creciente, hasta superar el 21% del PIB. De este modo, la emisión de estos instrumentos por parte, sobre todo, de las instituciones financieras siguió desempeñando un papel crucial en la financiación del déficit exterior. Por el contrario, los flujos materializados en depósitos interbancarios se redujeron en términos netos, de modo que, por primera vez desde 2001, su saldo fue acreedor. Descendieron igualmente los fondos canalizados a través de activos de renta variable, hasta alcanzar un valor nulo.

En el tercer trimestre de 2006 los flujos de entrada en forma de inversión directa se mantuvieron estables, con respecto al registro de junio, en el entorno del 1,9% del PIB en términos acumulados de doce meses, al tiempo que los de salida continuaron avanzando y, en el mismo período, representaron el 6,3% del PIB, 0,4 pp más que en el trimestre precedente y casi 3 pp por encima de la cifra de diciembre de 2005.

Como resultado del comportamiento de los flujos financieros con el exterior y de las variaciones en el precio de los activos y en el tipo de cambio, la posición deudora de la economía continuó creciendo, hasta situarse en septiembre de 2006 cerca del 55% del PIB (véase gráfico 29). Por sectores, las ligeras mejoras de la posición financiera neta de las AAPP y del sector privado no financiero no fueron suficientes para compensar el notable aumento del saldo deudor de las instituciones financieras (excluyendo al Banco de España), que se aproximó al 36% del PIB, más de 3 pp por encima del registro de junio.

26.1.2007.