

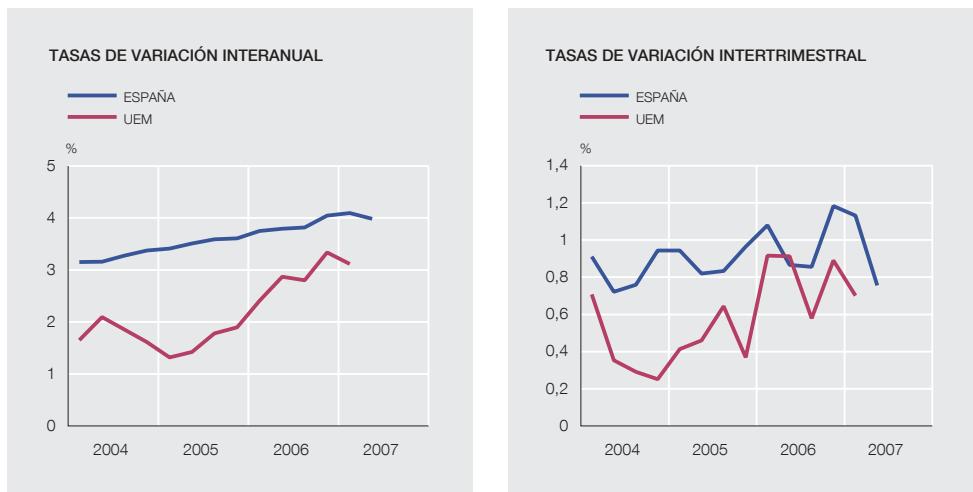
INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

## 1 Rasgos básicos

La economía española ha mantenido un notable dinamismo en la primera mitad de 2007 y ha seguido avanzando en el reequilibrio de sus fuentes de crecimiento. Durante el primer trimestre de 2007, el PIB continuó acelerándose, hasta registrar una tasa de variación interanual del 4,1%, como resultado de la mejora de dos décimas en la aportación al crecimiento de la demanda exterior neta —que se situó en -0,7 puntos porcentuales (pp)—, dado que la demanda interna registró una suave desaceleración. La información recibida para el segundo trimestre de 2007 indica que este patrón se habría mantenido, aunque posiblemente con un dinamismo algo atenuado, pues la mayor parte de los indicadores disponibles sugieren que el gasto interno habría continuado moderándose y que la aportación de la demanda exterior neta habría permanecido en niveles similares a los del último trimestre. En conjunto, se estima que el PIB real habría crecido a una tasa del 4% en el segundo trimestre de este año, una décima por debajo de la registrada el trimestre precedente. En términos de tasas intertrimestrales, el avance del PIB en este período se estima en un 0,8% (véase gráfico 1).

Todos los componentes de la demanda nacional, excepto la inversión en otros productos, moderaron sus tasas de avance. Dentro de esta pauta general, cabe destacar, junto con la suave moderación del consumo privado, la fortaleza de la inversión en bienes de equipo, para la que se estiman tasas superiores al 11%. Por su parte, la inversión en construcción habría dado signos de moderación de su dinamismo, con ritmos de aumento en el entorno del 5%. En cuanto a la demanda exterior neta, tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios aceleraron su ritmo de expansión en el segundo trimestre del 2007, si bien hay que destacar que el incremento de las compras al exterior está siendo inferior al de hace un año. Por el lado de la oferta, la recomposición del crecimiento se ha manifestado, principalmente, en la continuada pujanza de la actividad industrial, compensando la moderada desaceleración del valor añadido en el sector de la construcción. En conjunto, el empleo mantuvo tasas de avance sostenidas en el segundo trimestre y la productividad aparente del trabajo consolidó la mejora del trimestre anterior. Por su parte, el IPC ha mostrado un perfil bastante estable en lo que va de año, con tasas en torno al 2,4%, si bien su evolución por componentes ha sido muy diversa, dado que los precios de los bienes industriales no energéticos mostraron una ralentización significativa, impulsada en parte por la apreciación del tipo de cambio del euro, mientras que los precios de los servicios conservaron un gran dinamismo. En el conjunto del trimestre, el IPSEBENE se desaceleró en dos décimas, hasta situarse en el 2,5%, y el diferencial de inflación con la UEM permaneció estabilizado en 0,6 pp.

El contexto exterior, en el segundo trimestre del año, estuvo marcado por un nuevo episodio alcista del precio del petróleo, que le llevó a alcanzar niveles máximos anuales a mediados de julio, situándose por encima de los 77 dólares por barril y acercándose, por lo tanto, a los máximos históricos, que se registraron en agosto de 2006. En relación con la evolución financiera internacional, a lo largo del trimestre se produjo una cierta tendencia hacia la normalización de las condiciones financieras, cuyo rasgo más destacado ha sido el incremento de los tipos de interés a largo plazo. No obstante, la continuidad de las dificultades en el mercado hipotecario estadounidense en las últimas semanas corrigió parcialmente este repunte e indujo la ampliación de los diferenciales de riesgo de crédito, aunque permanecen en niveles relativamente reducidos. Por su parte, en la mayoría de los mercados internacionales de renta variable se mantuvo la tendencia alcista de trimestres previos, a pesar de que se produjo un moderado incremento de las volatilidades, y en los mercados cambiarios continuó el proceso de depreciación del dólar, particularmente frente al euro y a la libra esterlina, así como la depreciación del yen frente a las principales divisas.



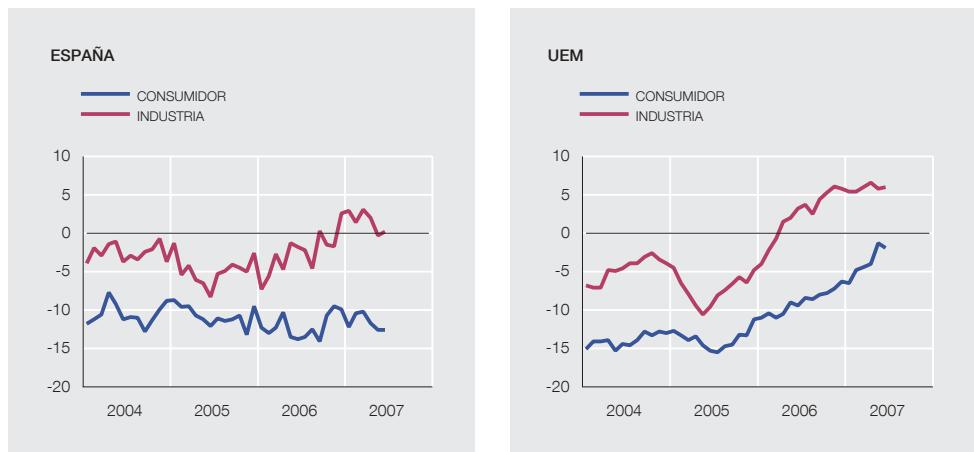
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

La economía mundial mantuvo un elevado dinamismo en el segundo trimestre del año, impulsado principalmente por la pujanza de las economías emergentes y por la consolidación del sólido avance de las economías europeas. Con todo, en el conjunto del año se observa una cierta moderación de los flujos de comercio internacional con respecto a los extraordinarios registros del año anterior. En Estados Unidos, los datos relativos al segundo trimestre de 2007, si bien algo más favorables que los del primero, siguen apuntando a una fase de crecimiento moderado, y no permiten despejar totalmente las dudas respecto a la duración y al alcance de la actual fase de menor crecimiento, muy ligados al horizonte de finalización del ajuste en el sector inmobiliario, a su posible extensión hacia otros sectores o a las implicaciones sobre el mercado de las hipotecas de baja calidad. Pese a ello, cabe destacar la notable recuperación del sector manufacturero y la evolución algo más favorable de la inversión, apoyada en la continuidad de la fortaleza de los beneficios empresariales y del sector exterior, que permiten augurar una segunda parte del año más dinámica.

Las tasas de inflación de las economías desarrolladas flexionaron ligeramente a la baja a lo largo del trimestre, lo que no impidió que la percepción dominante entre los bancos centrales fuera la de existencia de riesgos al alza en el recorrido de la inflación en el corto y medio plazo. En Estados Unidos, donde el IPC se situó en junio en el 2,7%, la Reserva Federal mantuvo inalterado el tipo de interés objetivo de los fondos federales en el 5,25%. En el Reino Unido, si bien la tasa interanual del IPC se moderó significativamente a lo largo del trimestre, el Banco de Inglaterra aumentó el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos (pb) en sus reuniones de mayo y julio, hasta situarlo en el 5,75%. Por último, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial inalterado en el 0,50%, en un entorno en que la inflación suyacente alcanzó registros negativos.

Durante la primera mitad de 2007 la economía de la zona del euro continuó creciendo de forma sólida. El dinamismo económico se apoyó, en gran medida, en la fortaleza de la inversión y también en las exportaciones. El consumo privado mostró, sin embargo, cierta atonía en el primer trimestre —afectado, en parte, por el aumento impositivo en Alemania—, aunque podría empezar a recuperarse en esta segunda parte del año, a tenor del buen comportamiento del empleo. Las previsiones de distintos organismos internacionales apuntan a la continuidad de estas tendencias en lo que resta del año, de manera que, según la Comisión Europea, el



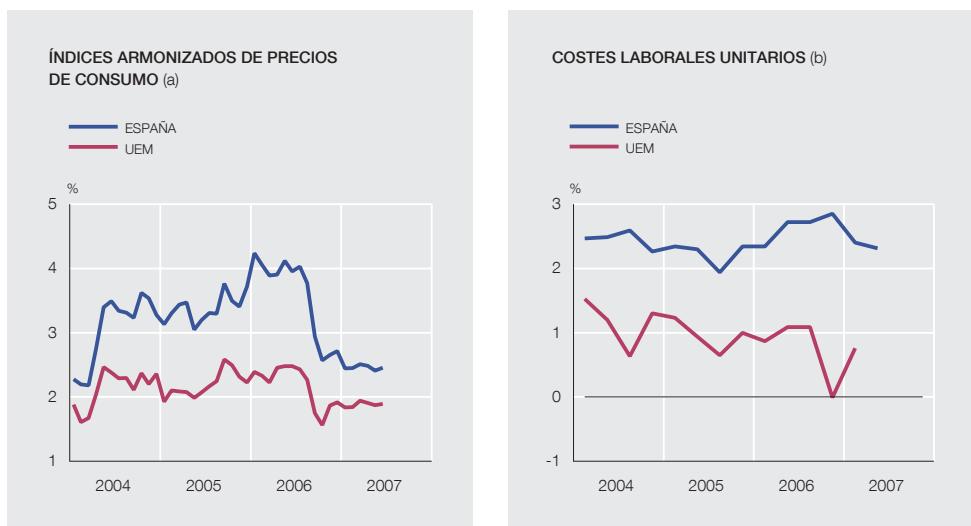
FUENTE: Comisión Europea.

PIB en la zona del euro podría crecer el 2,6% en 2007, cifra que coincide con el punto medio del rango estimado por el SEBC (entre el 2,3% y el 2,9%) en su último ejercicio de previsión conjunta.

Esta favorable situación económica se ha dejado sentir en las cuentas públicas, cuyos resultados mejoraron de forma significativa en 2006, gracias a los esfuerzos de consolidación fiscal realizados en algunos países, pero, sobre todo, a un crecimiento elevado, que redundó en unos ingresos impositivos superiores a los esperados. Con respecto a los resultados fiscales para 2007, la Comisión Europea, en su informe de primavera, prevé reducciones adicionales de los déficits públicos, aunque modestos para algunos países, que podrían resultar insuficientes para cumplir con los compromisos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Reflejando esta relativa normalización de la situación fiscal en los países europeos, el Consejo Ecofin decidió derogar el Procedimiento de Déficit Excesivo que se mantenía en vigor para Alemania y Grecia desde enero de 2003 y mayo de 2004, respectivamente. Por otra parte, el 1 de julio adoptó la decisión de ampliar a quince miembros la UEM, con la incorporación de Chipre y Malta a partir de enero de 2008.

Por lo que respecta a la evolución de la inflación en la zona del euro, el ritmo de variación del IAPC permaneció estabilizado a lo largo del trimestre en el 1,9% interanual, afectado todavía por el encarecimiento del componente energético en la primera mitad de 2006 (véase gráfico 3). La desaparición de este efecto base a partir del próximo mes de septiembre y el recorrido alcista que han retomado los precios del petróleo implicarán, con gran probabilidad, un repunte de la inflación en el corto plazo. A más medio plazo, las previsiones de inflación para la zona del euro son compatibles con la estabilidad de precios, aunque el BCE considera que mantienen un sesgo al alza, derivado no solo de la incertidumbre en torno a la evolución futura del precio del crudo, sino también del posible efecto de la maduración del ciclo económico sobre la negociación salarial —si bien los indicadores disponibles no aportan signos de que este riesgo se esté materializando— o de los incrementos en los márgenes empresariales en determinados sectores.

Precisamente esta valoración de riesgos para la estabilidad de precios llevó al BCE a ajustar de nuevo las condiciones monetarias de la zona del euro en su reunión de junio, incrementando los tipos de interés oficiales en 25 pb, hasta el 4% en el caso de las operaciones principales de financiación, el 3% en el de las facilidades de depósito y el 5% en el de las facilidades de crédito. Tras esta elevación, el tono de la política monetaria en la UEM mantiene todavía un carácter acomodante, teniendo en cuenta el momento cíclico que atraviesa la economía. En respuesta



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

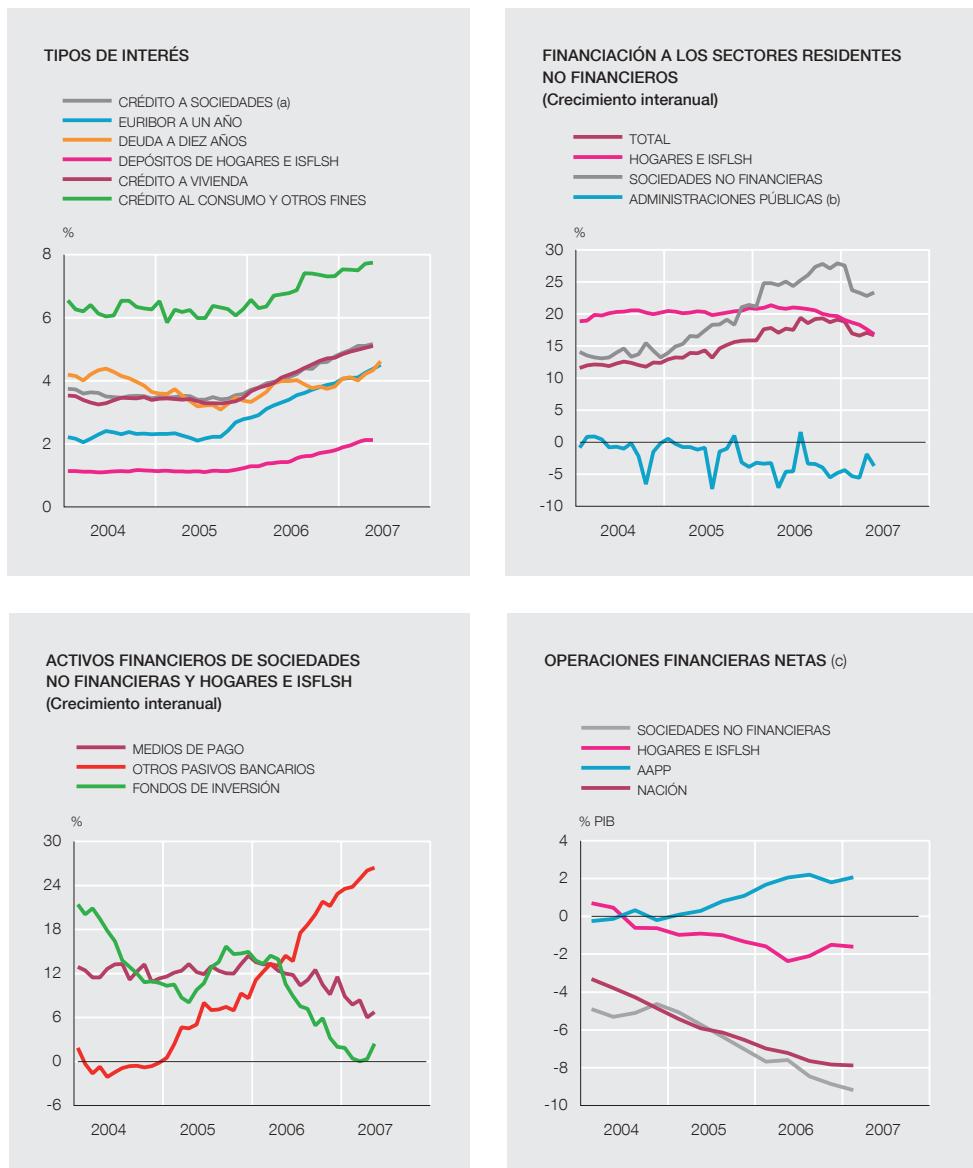
a. Tasas de variación interanual.

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

a estos movimientos, las rentabilidades en el mercado interbancario continuaron aumentando a lo largo del trimestre y, como ya se ha señalado, el tipo de cambio del euro acusó una nueva apreciación frente al dólar y al yen, elevando la apreciación registrada desde comienzos del año a algo más del 3% en relación con el dólar y a un 1,7% en términos del TCEN.

El entorno exterior en que se desenvuelve la economía española siguió, por tanto, favoreciendo el tono expansivo de la actividad, a través, principalmente, del dinamismo que mostraron los mercados de exportación españoles, aunque a un ritmo algo más atenuado que el año anterior. Por su parte, el tensionamiento de las condiciones monetarias por parte del BCE se tradujo en un nuevo incremento del coste de financiación, cuyo efecto sobre las decisiones de gasto de los agentes continuó siendo limitado, si bien se dejó sentir con alguna mayor intensidad en las decisiones de endeudamiento de los hogares (véase gráfico 4). En el mercado inmobiliario, los precios mantuvieron la trayectoria de desaceleración de los últimos trimestres —con un crecimiento interanual del 5,8% en el período abril-junio—, y en los mercados bursátiles, pese a haber mantenido la trayectoria alcista en el conjunto del período, se observaron episodios de inestabilidad asociados a una mayor incertidumbre sobre la valoración de algunas sociedades del sector inmobiliario. Todo ello determinó que en el conjunto del trimestre la riqueza de las familias se desacelerara, contribuyendo a una mayor moderación de la demanda interna.

Pese a ello, el consumo de los hogares mantuvo un notable dinamismo —dentro de una senda de suave desaceleración—, apoyado en la fortaleza de la creación de empleo, en el descenso de la inflación y en los menores pagos impositivos tras la reforma del IRPF, ya que el aumento de los pagos netos por intereses, como consecuencia de la elevación de los tipos del interbancario, actuó en sentido contrario. La menor revalorización imprimió, asimismo, un tono más contenido al avance del consumo, aproximándolo al crecimiento de la renta real de los hogares. Por su parte, la inversión residencial mostró una desaceleración más acusada, aunque en todo caso moderada, en respuesta a las menores expectativas de revalorización de los precios de la vivienda y al aumento del coste de financiación. Desde el punto de vista de la situación financiera de los hogares, el menor empuje del gasto, junto con el carácter menos



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.

holgado de las condiciones de financiación, determinó una nueva reducción en su ritmo de endeudamiento, de manera que el avance del crédito a hogares e ISFLSH se situó en junio ligeramente por debajo del 16%, tasa que es 2,5 pp inferior a la del cierre del trimestre anterior.

La inversión empresarial, por su parte, mantuvo un comportamiento muy dinámico, basado en el buen contexto internacional, los elevados beneficios empresariales y las favorables perspectivas sobre la actividad interna, sin que se aprecien efectos significativos del encarecimiento de la financiación sobre los planes de inversión y de contratación de las empresas. En particular, destaca la pujanza de la inversión en bienes de equipo, que volvió a ser el componente más dinámico de la demanda en el trimestre. En consonancia con este comportamiento

to, el endeudamiento de las sociedades no financieras continuó avanzando, con una tasa de crecimiento de la financiación en términos interanuales del 23%, solo ligeramente inferior a la del trimestre anterior. Sin embargo, se comienzan a apreciar síntomas incipientes de cambio en la composición del endeudamiento de las empresas según su finalidad, observándose una desaceleración de los fondos dirigidos a financiar actividades inmobiliarias y de construcción, así como una intensificación de los destinados a empresas industriales.

El gasto de las AAPP registró cierta moderación en el segundo trimestre, que afectó tanto al consumo público como, sobre todo, a la formación bruta de capital y, en particular, al componente de construcción, tras los elevados incrementos del trimestre previo, vinculados, en buena medida, a las elecciones autonómicas y locales que se celebraron en el mes de mayo. Pese a ello, cabe prever el mantenimiento de ritmos sostenidos de la formación bruta de capital fijo de las AAPP en los próximos meses, como consecuencia del cumplimiento de los compromisos contraídos en el ámbito del PEIT, entre otros planes inversores. En este contexto se enmarca la fortaleza que ha seguido mostrando la inversión no residencial de las sociedades no financieras. Por su parte, la recaudación tributaria continuó creciendo con vigor, sobre todo en lo relativo a la imposición directa, en un contexto en el que el efecto de la reforma del IRPF y del impuesto de sociedades, introducida a principios de año, se vio amortiguado por el dinamismo de las retenciones sobre el capital mobiliario. Este comportamiento permite prever que los ingresos públicos registren, al concluir el año, tasas de crecimiento muy superiores a las presupuestadas, incluso si se produjera una desaceleración de la recaudación por imposición directa en la segunda parte del año. Una holgura financiera que no debería utilizarse para incurrir en desviaciones del gasto, sino para avanzar más en la consolidación fiscal y aumentar el margen de maniobra en circunstancias menos favorables que las actuales. De verificarse estas previsiones, el saldo fiscal en 2007 debería arrojar un superávit superior al 1% establecido en la última Actualización del Programa de Estabilidad. Los objetivos de estabilidad presupuestaria para el período 2008-2010, aprobados por el gobierno a finales de mayo, mantienen, sin embargo, para 2008 un objetivo de superávit para las AAPP del 0,9% del PIB —igual que el que se estableció en la última Actualización del Programa de Estabilidad—, que es ligeramente inferior al programado para el presente ejercicio.

Los flujos de comercio exterior registraron una significativa desaceleración en el primer trimestre de 2007, que fue más intensa en el caso de las importaciones, y permitió, como ya se ha señalado, una mejora de dos décimas en la aportación de la demanda exterior neta al aumento del producto, hasta situarse en 0,7 pp del PIB. La información aún incompleta del segundo trimestre apunta a una suave aceleración tanto de las exportaciones como de las importaciones de bienes y servicios, que habrían crecido a tasas del 5% y del 6%, respectivamente, en este período.

El moderado avance de las exportaciones en la primera mitad del año es coherente con la evolución del comercio mundial, que en ese mismo período mostró una expansión algo más atenuada, tras el dinamismo del año anterior. En el caso de las importaciones, la fortaleza de la demanda final —en particular, el dinamismo estimado para la inversión en equipo— y la variación prácticamente nula de los precios de los productos importados, debido a la apreciación del tipo de cambio del euro, justificarían esta recuperación en el segundo trimestre. Con todo, el avance de la participación de las importaciones en la demanda final se ha frenado en la primera mitad del año, tras aumentar de manera notable en los tres años previos. En cuanto a las exportaciones, aunque las ventas extracomunitarias mostraron, como viene siendo habitual, un comportamiento comparativamente más pujante, volvieron a registrar crecimientos muy inferiores a los del año precedente, sobre todo las dirigidas a Estados Unidos y a Japón, y ello podría reflejar también el efecto de un tipo de cambio del euro más apreciado.

Las exportaciones reales de servicios mostraron, asimismo, un comportamiento algo más expansivo en el segundo trimestre, a pesar de la notable moderación de los ingresos reales por turismo, que se extendió con carácter general a las importaciones de servicios. El efecto conjunto de estos movimientos habría determinado que la aportación de la demanda exterior neta permaneciera estabilizada en el nivel del trimestre anterior, detrayendo 0,7 pp al aumento del producto. A pesar de ello, el déficit exterior ha seguido incrementándose, aunque a un ritmo que se va desacelerando. La necesidad de financiación de la nación alcanzó el 7,9% del PIB en el primer trimestre de 2007, en términos acumulados de cuatro trimestres, una décima más que a finales de 2006.

Por el lado de la oferta, se estima que en el segundo trimestre se produjeron pequeños cambios en la contribución de las distintas ramas productivas al crecimiento. Entre ellos cabe destacar la fortaleza de la actividad industrial, aunque quizás con un ritmo de avance ligeramente más moderado, y la suave desaceleración de la actividad en el sector de la construcción. El empleo empezó a reflejar este cambio de composición de forma incipiente, si bien la rama de la construcción continuó siendo la más dinámica en este terreno. En conjunto, el empleo mantuvo un avance sostenido y la productividad del trabajo consolidó la mejora iniciada en el período previo. Los datos de la EPA correspondientes al segundo trimestre confirman el dinamismo del empleo, en un contexto de crecimiento algo más contenido de la población en edad de trabajar. El número de ocupados aumentó a una tasa interanual del 3,4% en este segundo trimestre, apreciándose, asimismo, un leve descenso de la tasa de temporalidad, hasta el 31,8%.

Por lo que se refiere a los costes laborales, los salarios habrían estabilizado sus ritmos de crecimiento en niveles similares a los del último trimestre, cuando la remuneración por asalariado en la economía de mercado se situó en el 3,1%. El incremento de las remuneraciones se estaría situando, por tanto, próximo a los incrementos medios pactados en convenios colectivos —del 2,9% en los cinco primeros meses del año—, y no cabe prever desviaciones importantes en torno a esta tasa en lo que queda del año, pues, por una parte, el efecto de la activación de las cláusulas de revisión salarial en 2007 va a ser muy inferior al de 2006 y, por otra, la tendencia al reequilibrio de la actividad, que se está empezando a percibir, puede reducir la magnitud de la deriva salarial, que, como es sabido, ha sido fuertemente negativa en los últimos ejercicios. El repunte de la productividad observada ha permitido, a su vez, que las tasas de variación de los costes laborales por unidad de producto se estabilizaran en niveles comparativamente más bajos y, en el caso de las manufacturas, que apenas se modificaran en el conjunto del trimestre, limitando un deterioro adicional de nuestra competitividad-precio. Este desarrollo, unido a un comportamiento de los márgenes que podría estar siendo algo menos expansivo que en períodos previos y a la flexión transitoria del precio del petróleo en los primeros meses del año, ha contribuido a configurar un escenario de inflación más contenida, con tasas que se han mantenido por debajo del 2,5% hasta junio y unos diferenciales con la UEM próximos a los mínimos históricos. Es importante señalar, sin embargo, que la tasa de inflación subyacente permanece estabilizada en tasas relativamente elevadas —en parte, por los altos incrementos de los precios de los servicios—, y que los precios del petróleo han reiniciado la trayectoria alcista, lo que intensificará el efecto base adverso de las bajas de los precios energéticos de finales del año pasado. En este contexto, resulta altamente probable que la inflación vuelva a repuntar en los próximos meses, alcanzando niveles similares a los de cierre del año anterior.

La economía española ha mantenido a lo largo de este trimestre un fuerte dinamismo y ha seguido avanzando en una composición más equilibrada del gasto. Al mismo tiempo, han continuado reduciéndose la holgura financiera y la normalización en el mercado inmobiliario,

con una desceleración muy gradual de los precios del sector, lo que está promoviendo una cierta contención de los ritmos de gasto y de endeudamiento de las familias. En el caso de las empresas, sin embargo, no se observan todavía reacciones significativas frente al nuevo entorno financiero, que requiere una moderación en el ritmo de endeudamiento, en línea con una gradual desaceleración de las actividades de promoción inmobiliaria que abra paso al relevo por otras actividades productivas y otras formas de inversión. Este relevo es una condición necesaria no solo para asegurar que continúe un reequilibrio ordenado de las fuentes de crecimiento de la economía española, sino también para consolidar mayores incrementos de la productividad. Para facilitar este proceso, es preciso dar un nuevo impulso a las reformas estructurales que, por el lado de la oferta, faciliten que la industria y los servicios sustituyan el protagonismo de la construcción, una vez que se vaya agotando el extraordinario impulso que ha ejercido esta rama productiva a lo largo de la última década, y que el empleo se reasigne sin fricciones entre sectores. La mayor flexibilidad de la economía y el mayor dinamismo innovador de las empresas que cabe esperar de la profundización en estas reformas ayudarán, en último término, a mejorar la competitividad de la economía española y a que el sector exterior contribuya al avance del PIB y de la renta.

## 2 Entorno exterior del área del euro

En el último trimestre, el aspecto más destacado de la evolución financiera internacional ha sido el incremento de los tipos de interés a largo plazo, particularmente acusado en Estados Unidos, donde los tipos a diez años aumentaron 60 pb entre principios de mayo y mediados de junio, cuando alcanzaron niveles por encima del 5,25%; posteriormente, durante el mes de julio, la preocupación en torno al mercado hipotecario de baja calificación crediticia (*subprime*), en Estados Unidos, los hizo retroceder hasta cerca del 4,8%. También fueron notables los incrementos en los diferenciales de crédito, tanto los soberanos de países emergentes como, sobre todo, los corporativos de las empresas de peor calificación crediticia en Estados Unidos, aunque todavía se mantienen en niveles relativamente reducidos. Por su parte, las bolsas, tanto emergentes como desarrolladas, registraron un comportamiento positivo, con ganancias en la mayoría de los índices, a pesar de un moderado incremento de las volatilidades. En los mercados de cambios destacó la fortaleza del euro frente al dólar —cuya cotización superó 1,38 unidades por euro, niveles mínimos históricos— y, especialmente, frente al yen. Otro aspecto destacado del último trimestre fue el repunte en el precio del petróleo, que aumentó un 14%, hasta superar el barril de crudo tipo Brent los 77 dólares, ligeramente por debajo del máximo histórico alcanzado en agosto del 2006. Este incremento ha coincidido con tensiones políticas en Nigeria y en Irán, así como con problemas en el suministro de gasolina en Estados Unidos.

En Estados Unidos, el dato de avance del PIB del segundo trimestre mostró una aceleración sustancial en el ritmo de actividad económica, con un crecimiento trimestral anualizado del 3,4%, frente al 0,6% registrado en el primer trimestre. La composición de dicho crecimiento, sin embargo, mantiene la incertidumbre respecto a la duración y profundidad de la fase de crecimiento reducido y su transmisión al resto de economías (véase recuadro 1). En el lado negativo, el consumo privado, que ha sido el motor fundamental de la expansión en los últimos trimestres, se ralentizó significativamente, al crecer un 1,3% en tasa trimestral anualizada, 2,4 pp menos que en el trimestre anterior. Tampoco se aprecian señales claras de una posible estabilización en el mercado inmobiliario. La contribución negativa de la inversión residencial al crecimiento fue aún muy importante, superior a medio punto porcentual. Las cifras de ventas de vivienda han seguido en retroceso y, pese al ajuste de la inversión residencial, el stock de viviendas nuevas sin vender se ha mantenido en niveles históricamente elevados, contribuyendo a la desaceleración de los precios de la vivienda. En el lado positivo habría que reseñar la evolución de la inversión y la recuperación del sector manufacturero y del sector exterior. En cuanto a la inversión no residencial, la situación fue más positiva que en el trimestre anterior, con un fuerte crecimiento de la inversión en infraestructuras, y, aunque a tasas aún moderadas, el gasto en bienes de capital y software se aceleró. Por su parte, el índice ISM de manufacturas se recuperó, hasta situarse en niveles que apuntarían a una expansión sostenida de la actividad industrial en los próximos meses. En cuanto al sector exterior, las exportaciones mostraron un mayor dinamismo y las importaciones cayeron, de forma que la demanda exterior contribuyó 1,2 pp al crecimiento trimestral anualizado. En lo referente a los precios, la tasa interanual del deflactor del gasto en consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) se mantuvo aproximadamente estable en el 2,3% a lo largo del trimestre, pero la inflación subyacente flexionó a la baja, hasta el 1,9% en mayo, desde el 2,4% alcanzado en febrero de 2007. En junio, la inflación subyacente medida por el IPC experimentó un ligero repunte en su tasa mensual (0,2%, una décima más que en mayo), pero la tasa interanual se mantuvo en el 2,2%. En este contexto, la Reserva Federal mantuvo el tipo de interés oficial inalterado en el 5,25%.

Desde mediados de 2006 la economía estadounidense ha experimentado una fase de crecimiento reducido, lastrada principalmente por una importante corrección a la baja en las cifras de inversión residencial. Durante este período, otras áreas económicas han mantenido ritmos de expansión históricamente elevados. Pese a la valoración optimista que podría deducirse de la evolución reciente, la continuidad del ajuste en el sector inmobiliario en Estados Unidos, evidenciada por los indicadores publicados a lo largo del trimestre, podría prolongar —e incluso agravar— la fase de crecimiento reducido en este país. Por este motivo, la posible transmisión de los acontecimientos en Estados Unidos a otras áreas económicas es uno de los principales factores de incertidumbre en las perspectivas económicas internacionales.

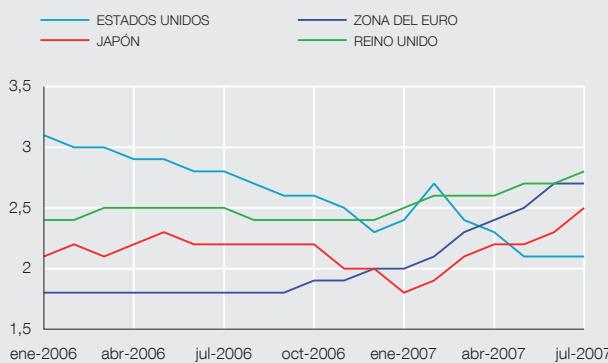
La experiencia de los últimos treinta años corrobora que los períodos de recesión en Estados Unidos suelen coincidir con fases de menor crecimiento en la economía global. Sin embargo, este hecho no necesariamente evidencia un elevado grado de transmisión entre Estados Unidos y el resto del mundo: una parte importante de la sincro-

nización observada entre el ciclo económico estadounidense y el del resto del mundo es atribuible a la incidencia de perturbaciones comunes que afectaron simultáneamente, aunque en grado diferente, a varias economías. Las crisis del petróleo en los años setenta o el brusco ajuste bursátil asociado a la caída de los valores tecnológicos en el inicio del milenio son ejemplos destacados de este tipo de perturbaciones.

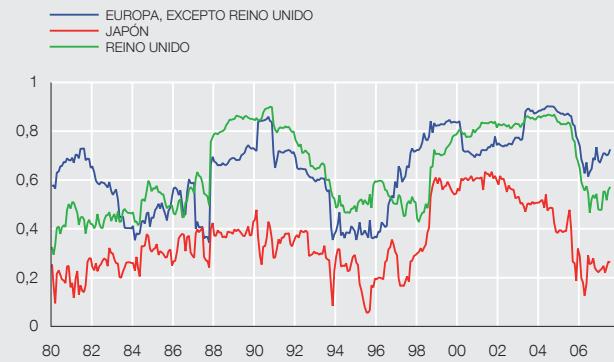
La actual ralentización del sector inmobiliario en Estados Unidos no es equiparable, sin embargo, a este tipo de perturbaciones simultáneas, al tratarse de un fenómeno idiosincrático, por lo que cabe esperar que su impacto negativo sobre el crecimiento de otras áreas económicas sea menor que en episodios pasados.

La mayor parte de economistas espera una moderación del crecimiento en Estados Unidos en 2007, en relación con 2006, compatible con una recuperación del ritmo de actividad a partir del mínimo alcanzado a inicios de 2007. La composición del crecimiento también tendería a reducir la magnitud de la transmisión de esta ralentización a

1 PREVISIÓN DE CONSENSO PARA EL CRECIMIENTO EN 2007 (a)



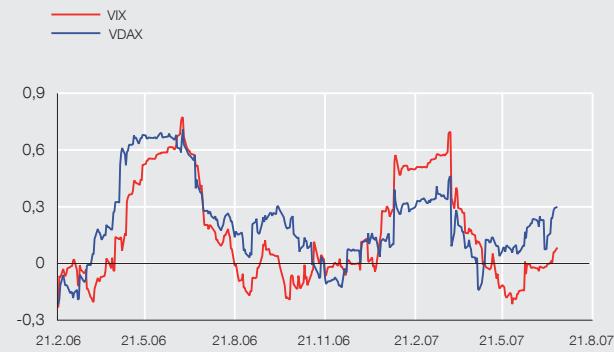
2 MERCADOS DE RENTA VARIABLE. CORRELACIÓN CON LA BOLSA ESTADOUNIDENSE



3 MERCADOS DE RENTA VARIABLE. CORRELACIONES CON LA BOLSA ESTADOUNIDENSE

	Meses de rentabilidad positiva	Meses de rentabilidad negativa
Europa (c)	0,32	0,62
Reino Unido	0,42	0,56
Japón	0,11	0,32
Global (d)	0,41	0,60

4 CORRELACIÓN EN LAS VOLATILIDADES IMPLÍCITAS DE BOLSA Y ACTIVOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA (b)



FUENTES: Consensus Forecast, Datastream y JP Morgan.

- a. Tasa de variación interanual
- b. Correlación a tres semanas entre las variaciones en el índice ABX.HE BBB- y los cambios en los índices VIX (Estados Unidos) y VDAX (Alemania).
- c. Excluyendo Reino Unido.
- d. Excluyendo Estados Unidos.

otras áreas. De una parte, se prevé que la inversión residencial se mantenga en niveles deprimidos, pero la vivienda es un sector no comercializable, con una demanda de importaciones relativamente reducida. Por otro lado, los indicadores aparecidos durante el trimestre apuntan a una recuperación del sector manufacturero, que es más intensivo en importaciones. El escenario de consenso incluye también cierta revitalización de la inversión no residencial, cuya influencia sobre las importaciones procedentes del resto del mundo es mayor que la del gasto en vivienda. Las últimas previsiones de consenso han tendido a elevar el crecimiento anticipado en el resto del mundo, incluso ante la progresiva rebaja de las perspectivas para Estados Unidos (véase gráfico 1), lo que sugiere que los agentes económicos esperan que la economía global pueda mostrar una resistencia notable a la pérdida de dinamismo en Estados Unidos.

Sería precipitado, no obstante, considerar que los profundos cambios estructurales que han experimentado varias economías en las últimas décadas garantizan un mayor grado de autonomía entre los ciclos económicos de las distintas regiones. En particular, no hay evidencia de que los dos canales de transmisión —comercial y financiero— hayan perdido su relevancia.

En el plano comercial, la expansión del comercio exterior a escala global ha llevado aparejada una mayor apertura externa, que tiende a contrarrestar la menor importancia relativa de Estados Unidos como destino u origen de esos flujos comerciales. De acuerdo con los datos publicados recientemente por el FMI<sup>1</sup>, el porcentaje de las exportaciones que se destina a Estados Unidos ha tendido a reducirse en la mayor parte de regiones. Sin embargo, puesto que las exportaciones totales han crecido de forma más que proporcional, las exportaciones a Estados Unidos representan en la actualidad una fracción mayor del PIB de la mayor parte del resto de países. Tomando el área del euro como ejemplo, entre 1986 y 1990 las exportaciones a Estados Unidos representaban un 8% del total de exportaciones y un 1,5% del PIB. Entre 2001 y 2005, aunque las ventas a Estados Unidos suponían un 7% del total de exportaciones, su peso en el PIB prácticamente se había duplicado, alcanzado el 2,4%, cifra a la que habría que añadir en torno a 2,5 puntos adicionales si se considerase la exposición indirecta a través de exportaciones a terceros países que, a su vez, tienen vínculos comerciales con Estados Unidos<sup>2</sup>. Esta tendencia apuntaría a que la transmisión de una desaceleración en Estados Unidos a través del canal comercial podría haberse agudizado en las últimas décadas. No obstante, las simulaciones basadas en modelos macroeconómicos tienden a ratificar la impresión de que su magnitud en el caso de una corrección en el sector inmobiliario estadounidense aún sería relativamente limitada.

1. Véase el capítulo 4 del *World Economic Outlook* de abril de 2007. 2. Veáse el *Informe Anual 2006-2007* del Banco de Pagos Internacionales.

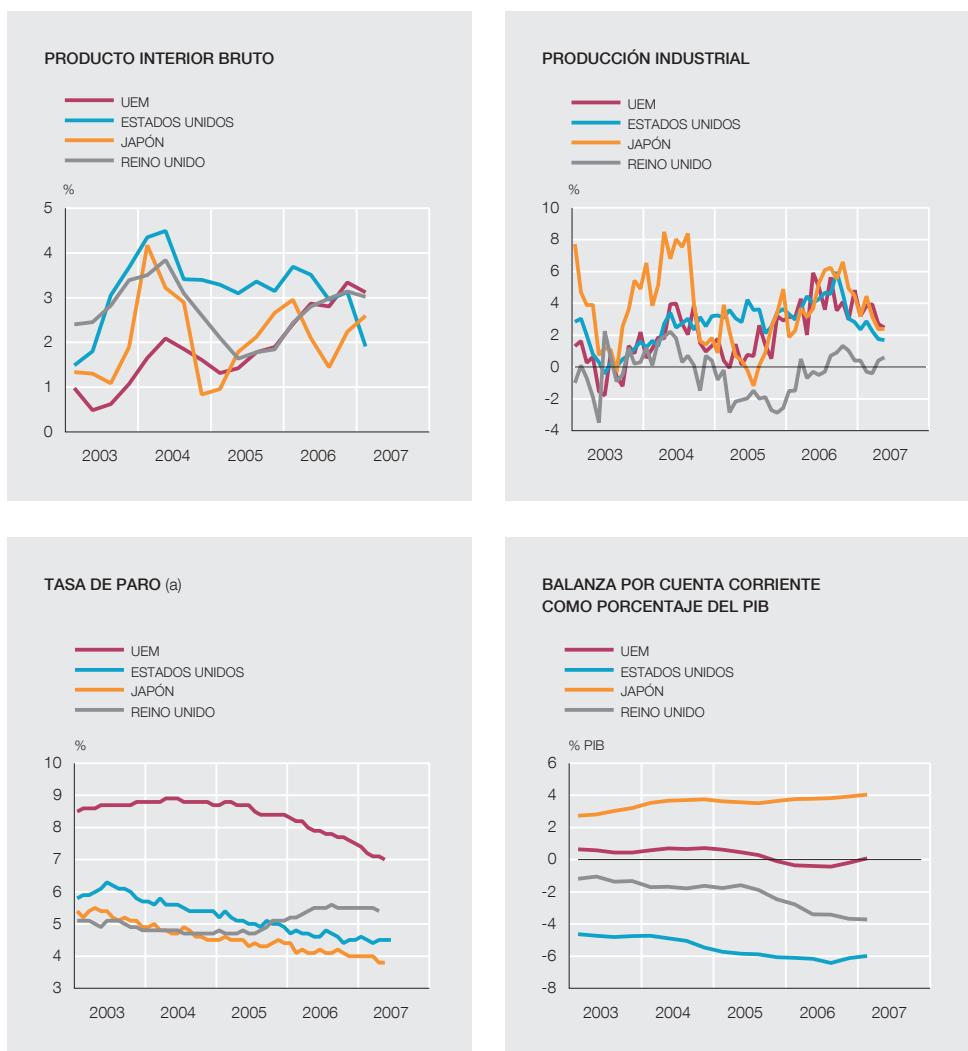
La medición de la posible transmisión a través del canal financiero resulta más complicada, tanto conceptualmente como por la falta de datos precisos. La exposición financiera con el exterior de la mayoría de economías ha aumentado de forma ininterrumpida en las últimas décadas y, en consecuencia, ha aumentado también el peso de los activos y pasivos frente a Estados Unidos en relación con el PIB. Para el área del euro, según la Encuesta Coordinada de Inversiones de Cartera (CPIS, por sus siglas en inglés), los activos de cartera en Estados Unidos representaban un 3,1% de su PIB entre 1997, en tanto que en 2004 suponían un 14,1%. Los pasivos del área del euro respecto a Estados Unidos pasaron, en este período, de suponer un 7,4% del PIB al 9,9%. Esta situación se repite en la mayoría de áreas geográficas, lo que sugiere una mayor exposición a los acontecimientos en los mercados financieros estadounidenses.

Por otra parte, las correlaciones entre mercados financieros no sugieren una reducción significativa del riesgo de contagio entre regiones. En los mercados de renta variable la correlación se ha reducido en la última fase alcista, pero sigue siendo significativa (véase gráfico 2). Además, de repetirse el patrón histórico, cabe prever que estas correlaciones se elevarían en un contexto de caídas en la bolsa estadounidense (véase cuadro 1). Por otra parte, el hecho de que los acontecimientos negativos se hayan limitado al sector inmobiliario en Estados Unidos no garantiza necesariamente que no se produzca un contagio a otros instrumentos financieros y a otras áreas. El fuerte desarrollo de la titulización hipotecaria podría contribuir a ese contagio, pues supone que estos valores desempeñan un papel creciente en las carteras de un gran número de inversores. A este respecto, la evidencia de los últimos episodios de turbulencia financiera (mayo de 2006 y marzo de 2007) muestra que las volatilidades implícitas bursátiles, tanto las de Estados Unidos como las de la zona del euro, han tendido a aumentar de forma sincronizada con el deterioro en el valor de los activos de titulización hipotecaria de mayor riesgo (véase gráfico 3). Todo ello subraya el riesgo de que el acusado aumento de la morosidad en el segmento de deudores hipotecarios de baja calidad crediticia (*subprime*) acabe generando una revisión de las primas de riesgo en otros mercados y en otras áreas geográficas, que podría acarrear, a su vez, consecuencias macroeconómicas significativas.

En resumen, dadas la magnitud y la composición de la ralentización estadounidense, cabe prever que su impacto sobre otras economías sea limitado, especialmente si se circunscribe al sector real y al canal comercial. Subsiste la preocupación, sin embargo, por la posibilidad de que esta ralentización se transmita de modo más intenso a través del canal financiero, dando lugar a un deterioro de las condiciones financieras globales que podría tener consecuencias negativas más significativas sobre el ritmo de expansión en otras áreas.

**PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS**  
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5

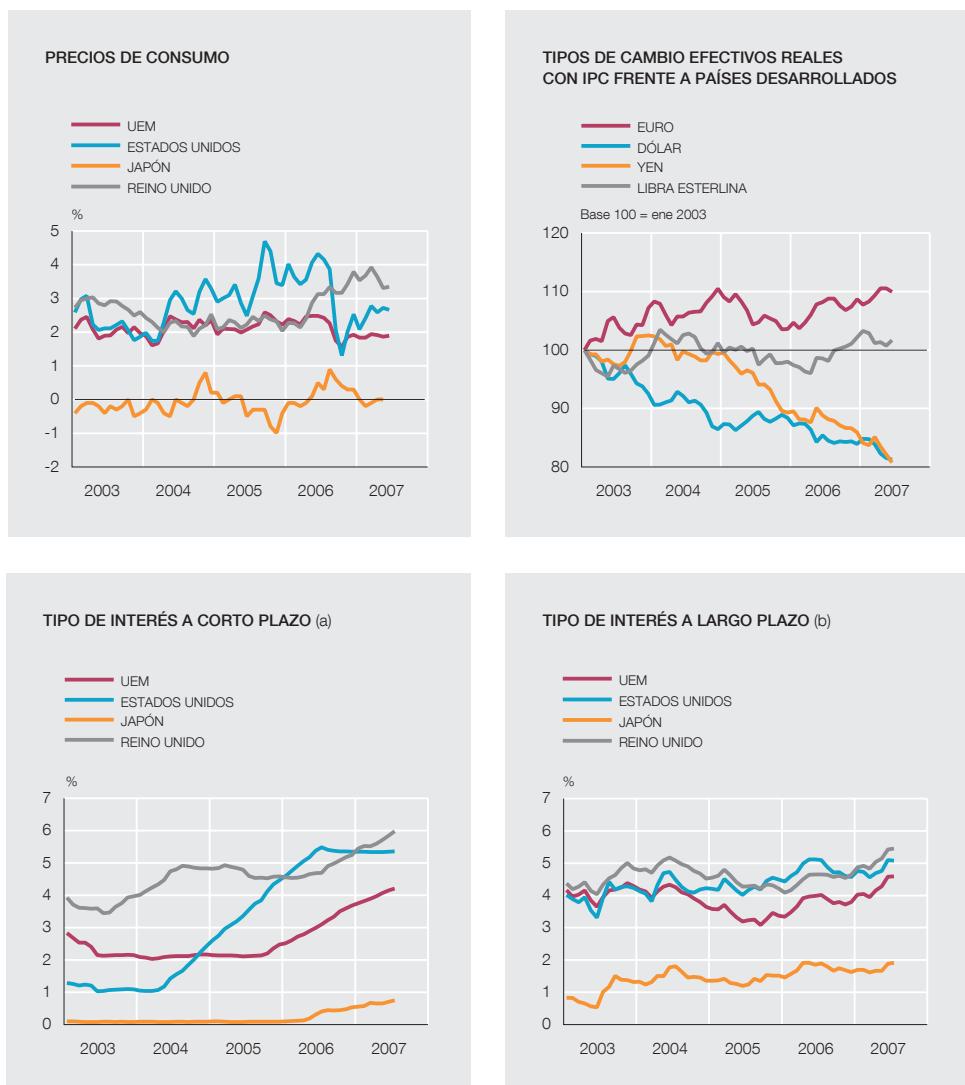


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

En Japón, los indicadores del segundo trimestre apuntan hacia una cierta moderación de la actividad, a pesar del mantenimiento del dinamismo del consumo privado y de las exportaciones. El principal factor detrás de esta ralentización ha sido la debilidad general en la industria, que se encuentra inmersa en una fase de ajuste de inventarios, tras una fuerte expansión en la segunda mitad de 2006. Así, la producción industrial acumuló tres meses consecutivos de caídas en mayo y el índice de gestores de compras de manufacturas (PMI, según sus siglas en inglés) se contrajo en junio hasta niveles mínimos de cuatro años. Pese a ello, algunos indicadores recientes, como el buen dato del índice de confianza de las grandes empresas manufactureras de la encuesta Tankan de junio y el repunte de los pedidos de maquinaria de mayo, apuntan a que el ajuste de las manufacturas no se intensificará en los próximos meses. En cuanto a los indicadores de inflación, los datos de mayo situaron a la tasa interanual del índice general en el 0%, mientras que la subyacente pasó a terreno negativo. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,50%, que permanece inalterado desde febrero de 2007.

En el Reino Unido, el avance del PIB del segundo trimestre apuntó un crecimiento del 0,8% en tasa trimestral —una décima más que en el primer trimestre—, lo que mantuvo la tasa



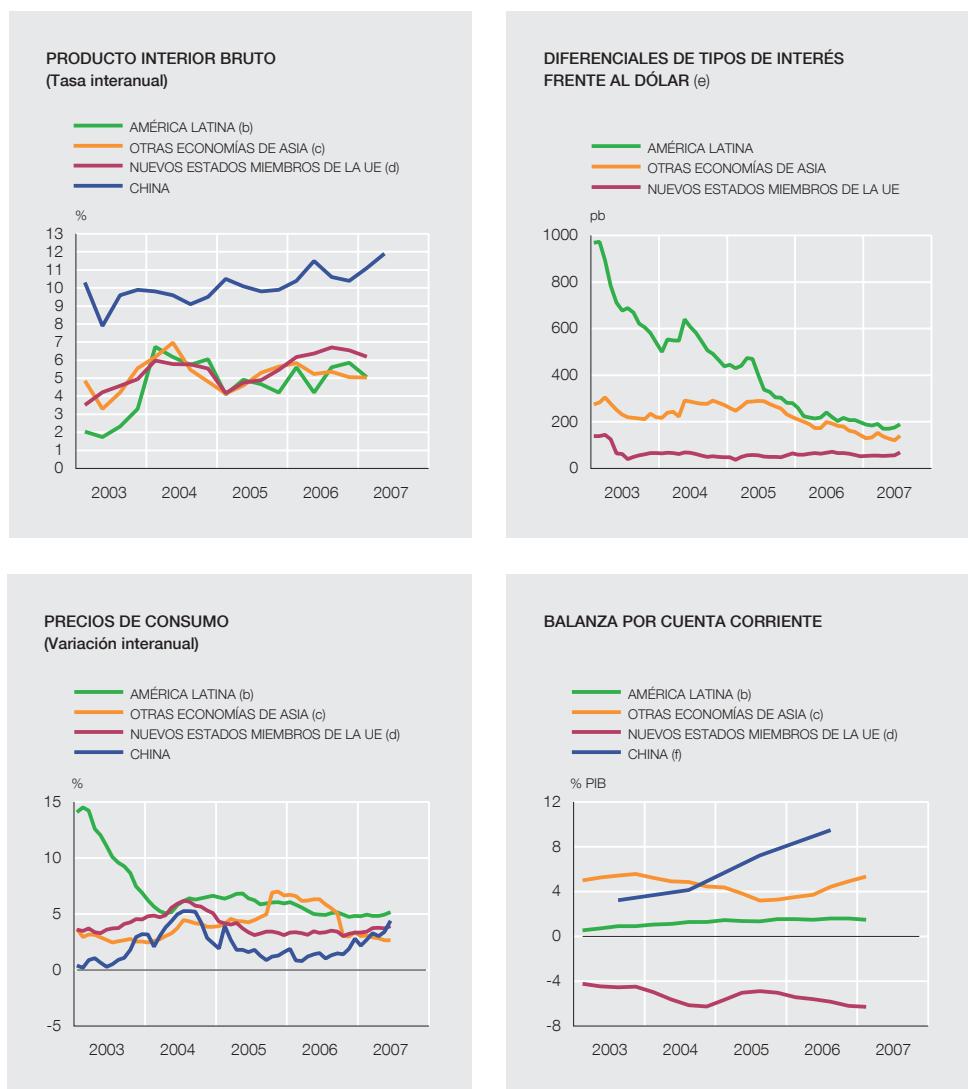
FUENTE: Banco de España.

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

interanual en el 3%. Aunque la mayor contribución al crecimiento vino por el lado de los servicios, se registró un mayor dinamismo de la construcción y de las manufacturas respecto a trimestres previos. En cuanto a la inflación, la tasa interanual del IPC se moderó significativamente a lo largo del trimestre, hasta alcanzar el 2,5% en mayo, aunque las perspectivas siguen siendo al alza. Por su parte, los precios de la vivienda continuaron aumentando a un ritmo ligeramente superior al 10% interanual a lo largo del segundo trimestre. En este contexto, el Banco de Inglaterra aumentó el tipo de interés oficial 25 pb en dos ocasiones (mayo y julio), hasta situarlo en el 5,75%. En los nuevos miembros de la UE, la fortaleza de la demanda interna impulsó el crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2007 al 6,5% interanual, frente al 6,6% del cuarto trimestre de 2006, pese a la esperada desaceleración en Hungría. No obstante, los indicadores de actividad y demanda más recientes muestran signos de ligera desaceleración en el segundo trimestre. En junio se observó un repunte generalizado de la inflación, aunque se mantuvo una gran heterogeneidad entre países. En política monetaria, Polonia aumentó en 25 pb el tipo de interés oficial, hasta el 4,5%, mientras que Hungría lo rebajó inesperadamente en 25 pb, situándolo en el 7,75%. Dentro del ERM II, las monedas se mantuvieron en el centro de su banda de fluctuación, con la excepción de la corona eslo-

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

GRÁFICO 7



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

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

vaca, que desde finales de junio ha retomado una senda de gradual apreciación. El pasado 10 de julio, el ECOFIN aprobó formalmente la adopción del euro por parte de Chipre y Malta el 1 de enero de 2008.

En China se acentuó el ya muy dinámico ritmo de expansión, al crecer el PIB un 11,9% interanual en el segundo trimestre —ocho décimas más que en el primero—, sustentado en la expansión de la industria y de los servicios, lo que probablemente dé lugar a nuevas medidas contractivas. La producción industrial mantuvo una expansión similar a la del trimestre previo y la inversión en activos fijos se aceleró considerablemente, mientras que las ventas al por menor continuaron su gradual aceleración. En cuanto al sector exterior, el superávit comercial del segundo trimestre se expandió un 43% respecto al del trimestre previo, hasta alcanzar 66 mm

de dólares, a pesar de la ligera aceleración en el ritmo de apreciación del renminbi respecto al dólar. Con el fin de moderar el crecimiento de las variables financieras, el banco central ha incrementado en cuatro ocasiones el coeficiente de reservas (y en tres ocasiones los tipos de referencia de préstamos y de depósitos), elevó los impuestos sobre las operaciones bursátiles —lo que provocó la corrección temporal de los mercados de renta variable a finales de mayo— y se aprobaron nuevas medidas para facilitar la inversión de los residentes en mercados foráneos. En un contexto de amplia liquidez, la inflación repuntó notablemente y alcanzó un 4,4% interanual en junio, la mayor desde septiembre de 2004, fuertemente influida por el repunte del precio de los alimentos. Por último, se dieron los primeros pasos para la constitución de la entidad de gestión activa de parte de las reservas internacionales. En el resto de países de Asia los indicadores de actividad del segundo trimestre mostraron una evolución positiva, apoyados fundamentalmente en el avance de las exportaciones. Por otra parte, la inflación de la mayor parte de las economías de la región disminuyó ligeramente. Los tipos de interés oficiales en la región registraron pocos cambios en el segundo trimestre, salvo en Indonesia, donde se redujeron en 50 pb.

El crecimiento del PIB en América Latina durante el primer trimestre de 2007 se desaceleró ligeramente, del 5,8% en el cuarto trimestre de 2006 al 5,1% en el primer trimestre de 2007, como consecuencia del comportamiento de la demanda interna. Esta desaceleración vino impulsada por cierta reducción del crecimiento en las principales economías de la zona, en especial en México, si bien los indicadores de actividad recientes apuntan a una aceleración durante el segundo trimestre en esa economía y en Brasil. La inflación en el conjunto de la región se incrementó ligeramente a lo largo del trimestre, situándose en junio en el 5,1%, frente al 4,9% de mayo. En el ámbito de la política monetaria se produjeron incrementos más o menos generalizados de los tipos oficiales, con la notable excepción de Brasil, que los redujo otros 100 pb, hasta el 11,50%. Los saldos por cuenta corriente se mantuvieron relativamente estables en la región, salvo en Colombia, que sufrió un acusado deterioro. Las entradas de flujos financieros se incrementaron significativamente en Colombia y Brasil, países donde, de igual manera, se ha intensificado la acumulación de reservas. En el ámbito fiscal, mejoró el saldo de las administraciones públicas, excepto en Venezuela, donde se amplió el déficit público. Por último, mejoró la calificación de la deuda soberana de Perú, Colombia y Brasil, situándose en estos dos últimos casos a un escalón del grado de inversión.

Durante la primera mitad de 2007 la economía de la zona del euro continuó creciendo de forma sólida, tal y como se desprende de la contabilidad nacional referida a los tres primeros meses del año y de los indicadores disponibles para el segundo trimestre. El dinamismo económico se ha apoyado, en gran medida, en la fortaleza de la inversión y de las exportaciones. En cambio, el consumo privado muestra todavía cierta atonía, afectado, en parte, por el aumento impositivo en Alemania, aunque sus determinantes fundamentales y el elevado nivel de confianza de las familias pronostican un mayor impulso. Con todo, las perspectivas económicas de la zona del euro para el año en curso son optimistas. Así, según el ejercicio de previsión de junio del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), el crecimiento del PIB en 2007 se situará en el rango 2,3%-2,9%, cuyo punto intermedio (2,6%) está en línea con las estimaciones proporcionadas por otros organismos internacionales. A medio plazo, persisten algunos riesgos, que se derivan, fundamentalmente, de factores externos relacionados con la escalada del precio del petróleo, la incertidumbre sobre el rumbo de la economía americana, la posibilidad de un ajuste desordenado de los desequilibrios globales y el eventual cambio en la actitud hacia el riesgo en los mercados financieros.

Por lo que respecta a la inflación en la zona del euro, entre febrero y junio permaneció estable en el 1,9%. Sin embargo, la renovada senda alcista del precio del petróleo puede conducir a un repunte del ritmo de crecimiento del IAPC en el corto plazo. Más a medio plazo, las perspectivas de inflación disponibles son compatibles con la estabilidad de precios, aunque los riesgos tienen un sesgo al alza relacionado, fundamentalmente, con la evolución futura del precio de las materias primas y con la maduración de la actual fase expansiva.

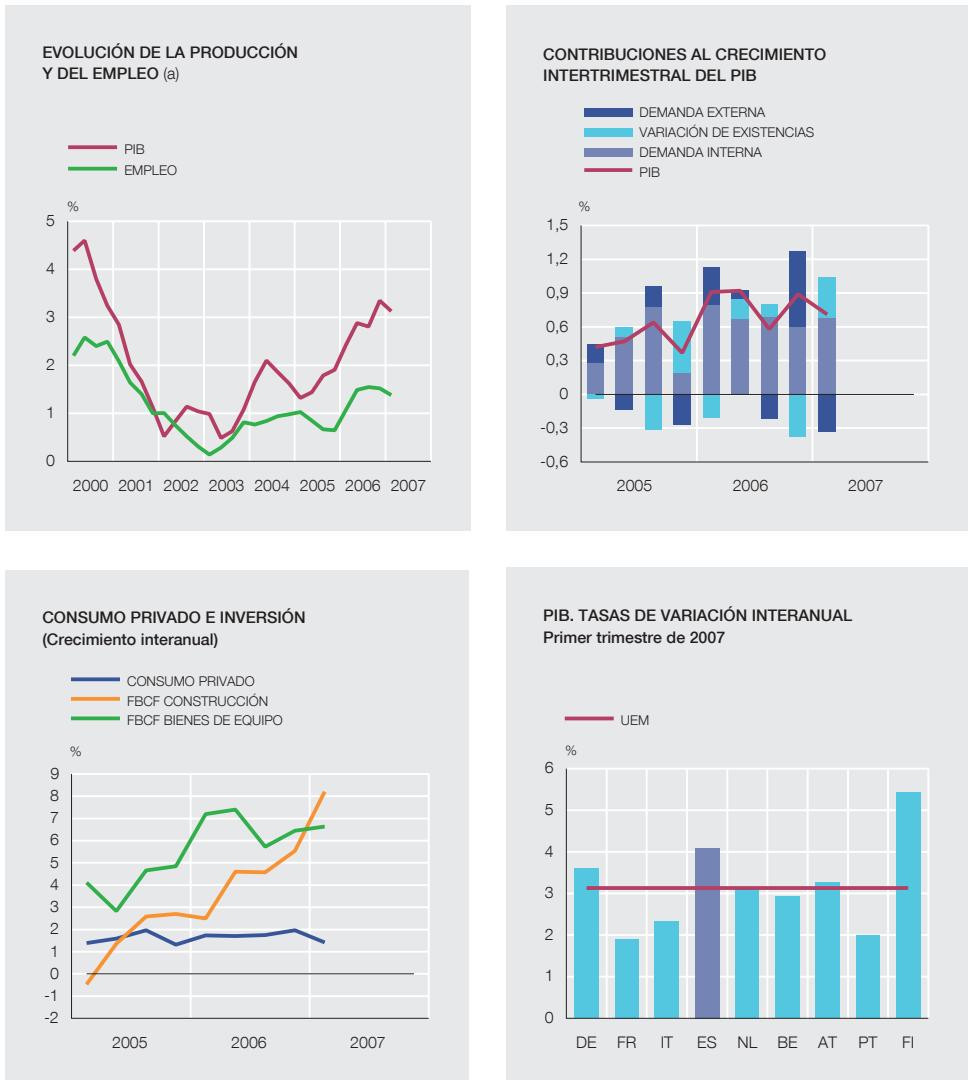
En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE continuó el proceso de retirada gradual del estímulo monetario en el área euro y, en junio, volvió a aumentar los tipos de interés oficiales en 25 pb, hasta el 4%. Estas condiciones mantienen todavía un carácter acomodante, siendo propicias para la expansión de la actividad.

En relación con la política fiscal, las cuentas públicas mejoraron de forma significativa en 2006 gracias a los esfuerzos de consolidación fiscal, pero, sobre todo, gracias a un crecimiento económico elevado, que redundó en unos ingresos impositivos superiores a los esperados. Con respecto a 2007 y 2008, la Comisión Europea, en su informe de primavera, prevé reducciones adicionales del déficit público, aunque modestas. Además, la evolución estimada del déficit estructural sugiere que el ajuste en algunos países será insuficiente para cumplir con las disposiciones del Pacto de Estabilidad reformado y con el compromiso político reafirmado por el Eurogrupo en abril. Por último, el Consejo Ecofin, a la vista de los progresos realizados, decidió derogar el Procedimiento de Déficit Excesivo en Alemania y Grecia.

Finalmente, a partir del 1 de enero de 2008 la UEM se ampliará a quince miembros, tras la incorporación de Chipre y Malta. En mayo, la Comisión Europea recomendó la incorporación de estos países a la zona del euro, tras constatar su elevado grado de convergencia y el cumplimiento de los requisitos necesarios. En julio, el consejo Ecofin adoptó la decisión final, anunciando los tipos de cambio irrevocables de la lira maltesa y de la libra chipriota.

#### 3.1 La evolución económica

De acuerdo con la segunda estimación de la contabilidad nacional, en el primer trimestre de 2007 el PIB del área del euro mantuvo un elevado dinamismo, con un crecimiento del 0,7% con respecto al último trimestre de 2006. Aunque esta tasa es ligeramente inferior al extraor-



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Tasas de variación interanual.

dinario avance del PIB a finales del pasado año, la demanda interna volvió a tener un papel destacado, y su aportación a la variación intertrimestral del producto aumentó una décima, hasta los 0,7 pp (véase gráfico 8). La firmeza de la demanda interna respondió, en gran medida, al vigor de la formación bruta de capital fijo, tanto en la inversión en bienes de equipo como, sobre todo, en la construcción, que estuvo impulsada por unas condiciones climatológicas muy favorables. El consumo privado, en cambio, registró una tasa de variación nula, afectado por el aumento del IVA alemán el pasado enero. Por otro lado, la demanda exterior neta detrajo tres décimas al crecimiento del PIB por una desaceleración acusada de las exportaciones, tras un repunte anormalmente alto a finales de 2006, debido a factores estadísticos de la contabilidad alemana. Por último, la variación de existencias contribuyó adicionalmente a sostener la expansión económica y aportó 0,4 pp al avance del producto. En términos interanuales, el PIB del área del euro aumentó un 3,1% en el primer trimestre, una décima por debajo del registrado en 2006 (véase cuadro 1).

El desglose del valor añadido por ramas de actividad muestra una aceleración general, salvo en la agricultura y en el comercio. Por lo que se refiere a la evolución por países, el crecimiento

	2005		2006			2007 (a)		
	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR (b)
<b>PIB</b>								
Crecimiento interanual	1,9	2,4	2,9	2,8	3,3	3,1		
Crecimiento intertrimestral	0,4	0,9	0,9	0,6	0,9	0,7		
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,4 ; 0,8)	(0,4 ; 0,8)
IPI (d)	2,2	3,5	4,3	4,3	4,0	3,7	2,5	
Sentimiento económico	100,1	102,6	106,8	108,2	109,9	110,0	111,6	
Confianza industrial	-5,7	-2,3	2,3	3,7	5,7	5,3	6,3	
PMI manufacturas	53,0	54,7	57,1	56,9	56,7	55,5	55,3	54,8
Confianza servicios	14,0	14,7	18,7	19,0	19,7	20,7	22,3	
PMI servicios	55,6	57,8	59,2	57,3	57,1	57,6	57,5	58,1
Tasa de paro	8,4	8,2	7,9	7,8	7,6	7,3	7,0	
Confianza consumidores	-12,3	-10,7	-9,7	-8,3	-7,0	-5,3	-2,3	
IAPC (d) (e)	2,2	2,2	2,5	1,7	1,9	1,9	1,9	
IPRI (d) (e)	4,7	5,1	5,8	4,6	4,1	2,8	2,3	
Precio del petróleo en dólares (e)	56,5	61,6	68,1	61,2	62,8	62,3	71,8	77,9
Préstamos al sector privado (d) (e)	9,2	10,8	11,0	11,4	10,8	10,6	10,8	
Rendimiento bonos a diez años UEM	3,4	3,6	4,0	4,0	3,9	4,1	4,4	4,7
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	1,12	1,06	1,08	1,00	0,82	0,67	0,47	0,45
Tipo de cambio dólar/euro (e)	1,180	1,210	1,271	1,266	1,317	1,332	1,351	1,374
Apreciación/depreciación del dólar/euro (e)	-13,4	2,6	7,8	7,3	11,6	1,1	2,5	4,4
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	23,0	10,3	4,2	11,9	20,3	3,4	9,9	7,1

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 26 de julio 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.

intertrimestral del PIB fue relativamente elevado en todos los Estados miembros, situándose dentro del rango 0,5%-1,1%, menos en Italia, donde el avance fue de tan solo un 0,3%, tras la fuerte expansión de finales de 2006. Atendiendo a los cuatro países más grandes del área, en la mayoría de ellos destaca el impulso de la demanda interna. Mientras el consumo privado se aceleró en Francia e Italia, el principal empuje en la economía alemana provino de la pujanza de la inversión, tanto de los bienes de equipo como de la construcción. En relación con este último componente, el recuadro 2 profundiza en el carácter transitorio o permanente de su recuperación, tras el largo período de estancamiento que comenzó a mediados de los noventa.

En el mercado de trabajo continuaron produciéndose progresos significativos. Así, el ritmo de creación de empleo se mantuvo estable en el primer trimestre, con un aumento del 0,4% con respecto a los tres meses anteriores, lo que supone un incremento del 1,4% en términos interanuales. Esta evolución, junto con la de la actividad, no dio lugar a cambios significativos en el crecimiento de la productividad, que se situó en el 1,7%. Por otro lado, la mejora en el mercado de trabajo no se ha traducido todavía en presiones salariales. Así, desde los niveles excepcionalmente bajos de finales de 2006, tanto la remuneración por asalariado como los costes laborales unitarios recobraron, en el primer trimestre de 2007, sus ritmos de avance anteriores, al situarse en tasas moderadas del 2,5% y del 0,8%, respectivamente (véase gráfico 9). Por el contrario, los márgenes empresariales volvieron a expandirse de forma notable (un 1,3% interanual en el primer trimestre, tasa similar a la de 2006).

Tras cinco años de crecimiento débil, el PIB de la economía alemana repuntó con fuerza en el año 2006, alcanzando la tasa más elevada desde el comienzo de la década (el 3%). Como en los ejercicios precedentes, el comportamiento positivo del sector exterior contribuyó a esta evolución favorable. La novedad fue la mejora de la aportación de la demanda interna, que añadió 2 pp al crecimiento del producto, de modo que este fue más equilibrado. Dentro de esta recuperación de la demanda interna, la construcción desempeñó un papel importante, cuya contribución ascendió a medio punto porcentual (véase gráfico 1). Este componente de la demanda había mostrado una persistente debilidad en el período 1995-2005, constituyendo un importante lastre para el crecimiento del PIB en este país durante toda esa etapa, en llamativo contraste con la trayectoria observada en el resto del área (véanse gráficos 2 y 3). De ahí la relevancia del análisis del carácter transitorio o estructural de la mejoría observada en 2006, al objeto de evaluar si podría suponer la salida de esa larga fase contractiva. Este recuadro se centra, en concreto, en el componente residencial, dado su peso dentro del total de la demanda de construcción.

Para comprender mejor las razones que subyacen a la dilatada fase de retroceso de la inversión residencial, es preciso remontarse a épocas anteriores, caracterizadas por un importante auge de la actividad del sector. En el caso concreto de la antigua República Federal de Alemania (RFA), la etapa expansiva tuvo su origen a mediados de la década de los ochenta, cuando comenzó una notable ola inmigratoria de individuos con origen alemán residentes en otros países de Europa oriental. Estos flujos se vieron intensificados tras la reunificación. En la antigua República Democrática Alemana (RDA), la pérdida de población no impidió que se produjera una fuerte expansión de la construcción en vivienda, motivada, por un lado, por las expectativas de rápida convergencia hacia los niveles de vida vigentes en el Oeste y, por otro lado, por el desajuste entre el tipo de viviendas existentes (pisos antiguos muy deteriorados en el centro de las ciudades, junto con otros más recientes semiprefabricados en los complejos industriales creados durante la etapa de la RDA) y las potencialmente demandadas (con características similares a las de la RFA). En ambas zonas del país (aunque sobre todo en el Este), la construcción residencial se vio alentada por cuantiosos incentivos públicos, que incluían subvenciones, préstamos subsidiados y ventajas fiscales. El resultado fue un aumento del 28,4% de la construcción residencial entre 1991 y 1994. En términos del número de viviendas terminadas, el pico se alcanzó, respectivamente, en 1994 en la parte occidental del país y en 1997 en la oriental (véanse gráficos 4 y 5).

Mediada la década de los noventa, comenzó a hacerse patente un claro exceso de oferta, mucho más acentuado en la antigua RDA. En primer lugar, la evolución demográfica motivó un debilitamiento de la demanda. En el Oeste, la interrupción de los flujos migratorios determinó una desaceleración en el ritmo de formación de hogares. En el Este, el número de habitantes no ha cesado de disminuir hasta la actualidad, dada la emigración hacia la parte occidental del país (particularmente intensa entre los jóvenes más cualificados, principales demandantes potenciales de vivienda). Además, la

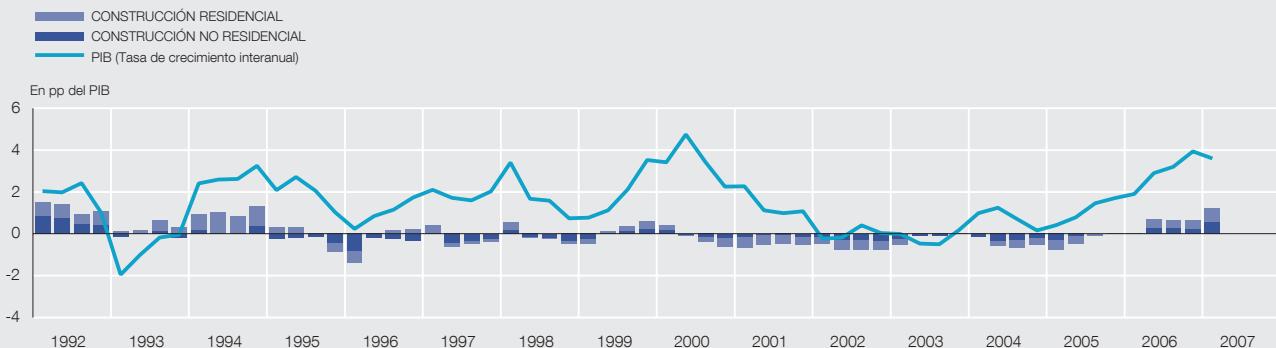
construcción de viviendas en la primera mitad de la década había sido excesiva, al calor de las cuantiosas ayudas públicas y de las expectativas, que luego se revelaron erróneas, de elevada rentabilidad de este activo.

En ambas partes del país, el exceso de oferta se concentró, sobre todo, entre las viviendas destinadas al alquiler. En Alemania (país con la menor tasa de vivienda en propiedad de la UEM), los mercados de viviendas en alquiler y en propiedad constituyen compartimentos estancos. El segundo de estos segmentos de mercado recae, sobre todo, en viviendas unifamiliares, promovidas directamente por sus futuros propietarios y ubicadas, por lo general, en zonas rurales y en áreas residenciales a las afueras de las ciudades. Por el contrario, la vivienda en alquiler tiende a estar situada en bloques de apartamentos del centro de las ciudades. Los promotores de estos últimos edificios, alentados por las generosas reglas fiscales de depreciación, equivocaron la magnitud de la demanda. Ello explica que la caída (de un 19,2%) de la inversión residencial entre 1995 y 2005 se concentrara en las edificaciones de tres o más viviendas, así como el hecho de que el retroceso en los precios de las viviendas ocupadas por sus propietarios haya sido comparativamente menos intenso (véase gráfico 6).

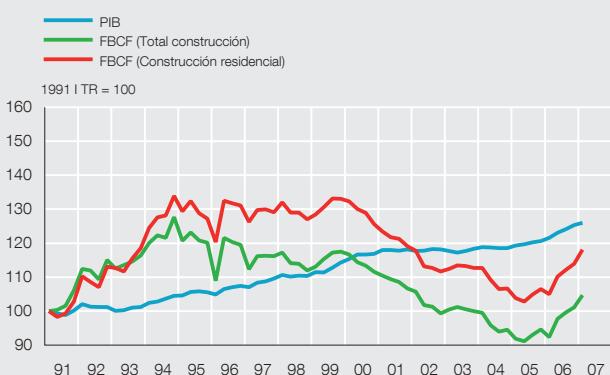
El ajuste del mercado residencial ha sido profundo y lento. Las características estructurales del problema hacen albergar dudas acerca de la posibilidad de que la recuperación observada en 2006 suponga el final de ese ajuste. Esta incertidumbre se ve acrecentada por la coexistencia de varios factores transitorios. En primer lugar, la subida del IVA, que entró en vigor el 1 de enero del actual ejercicio, podría haber provocado un adelantamiento de decisiones de gasto. En el mismo sentido podría haber influido la eliminación de los incentivos fiscales a la adquisición de vivienda habitual a partir del 1 de enero de 2006, a los cuales se podían acoger las viviendas cuyos permisos de construcción fueran aprobados con anterioridad a esa fecha, aunque el gasto se realizará más tarde. Finalmente, ya en los primeros meses de 2007, las benignas condiciones climáticas durante el último invierno han podido contribuir a la favorable evolución de la inversión residencial.

Por otro lado, más allá de los factores transitorios, la evolución de los determinantes de la demanda de vivienda parece augurar un comportamiento más favorable en el medio plazo. En esta dirección apunta la accesibilidad a la vivienda, medida como el cociente entre su precio y la renta bruta disponible, así como la mejoría de esta última variable. Fuera del componente residencial, las perspectivas parecen también halagüeñas. Por un lado, la recuperación de la inversión en equipo augura también un aumento de la inversión en construcción realizada por las empresas. Por otro lado, la mejora de la situación fiscal podría conferir un mayor margen para aumentar la inversión pública. En todo caso, la evolución de los indicadores de corto plazo en los meses transcurridos de 2007 no ha sido muy propicia (véase gráfico 7), si bien es preciso señalar que el nivel de confianza en la construcción permanece en niveles superiores a su media de largo plazo.

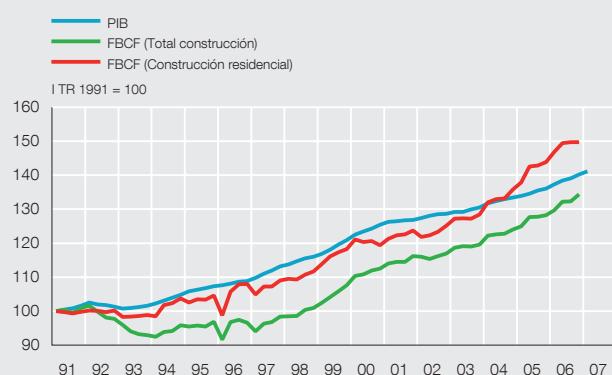
## 1 CONTRIBUCIÓN DE LA FBCF EN CONSTRUCCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB



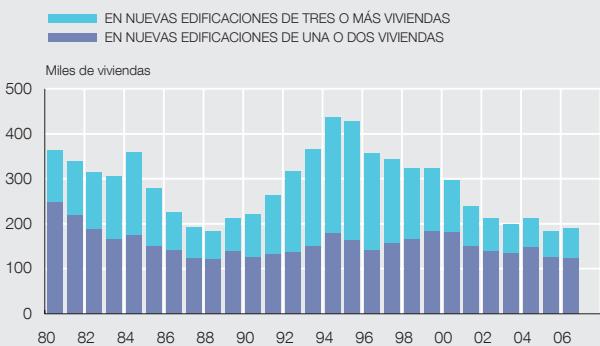
## 2 PIB Y FBCF EN CONSTRUCCIÓN EN ALEMANIA



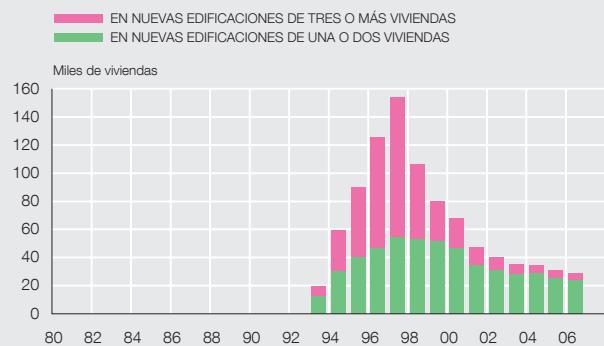
## 3 PIB Y FBCF EN CONSTRUCCIÓN EN LA UEM (Excluida Alemania)



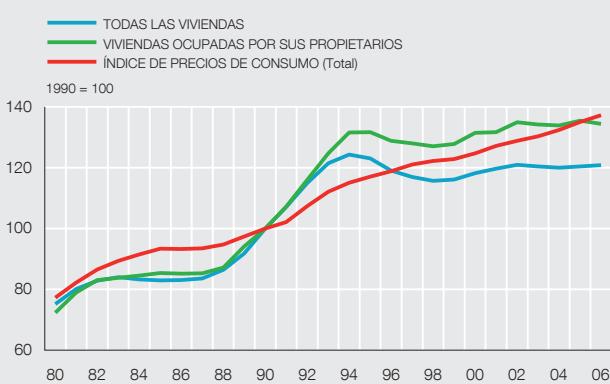
## 4 VIVIENDAS TERMINADAS: ALEMANIA DEL OESTE



## 5 VIVIENDAS TERMINADAS: ALEMANIA DEL ESTE



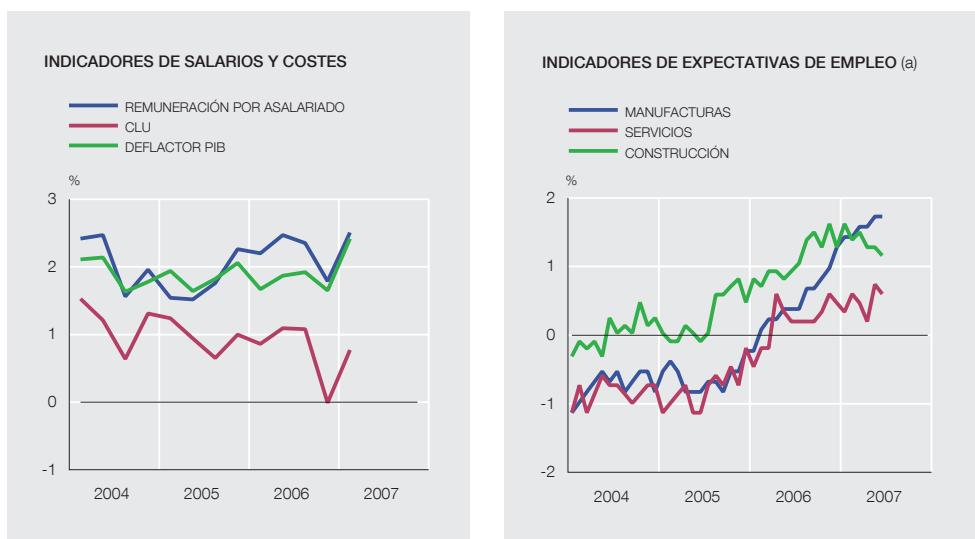
## 6 EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA VIVIENDA



## 7 INDICADORES DE ACTIVIDAD EN LA CONSTRUCCIÓN EN EL CORTO PLAZO



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Oficina Federal Estadística alemana, Bundesbank y Bulweing AG.

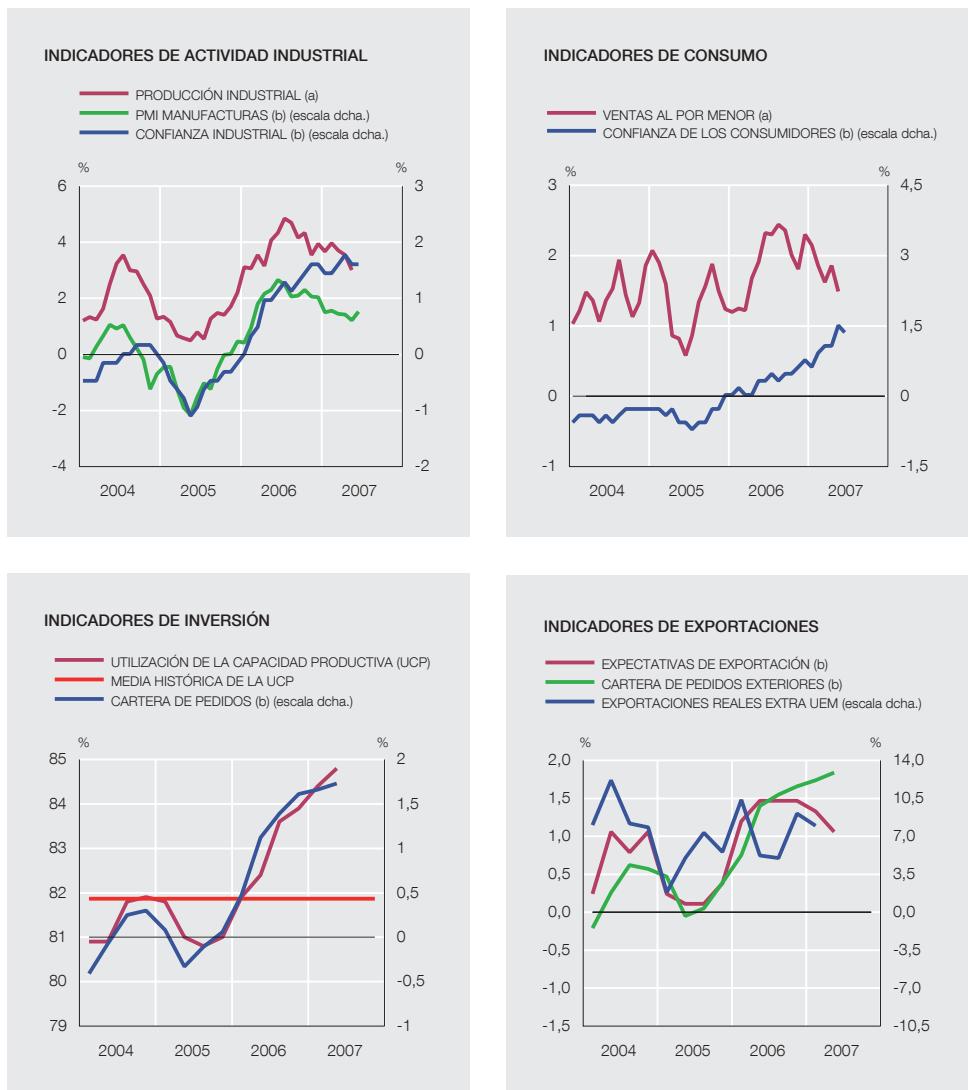


FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

Para el segundo trimestre, los indicadores disponibles dibujan un escenario favorable para la actividad (véase gráfico 10). Por el lado de la oferta, aunque la producción industrial moderó su crecimiento en el conjunto de abril y mayo, la cartera de pedidos industriales de abril y los indicadores cualitativos del segundo trimestre pronostican un avance robusto de la producción. Así, según las encuestas de la Comisión Europea, la confianza mejoró de forma general en todas las ramas, y los índices PMI, elaborados a partir de la opinión de los directores de compras, se situaron en el segundo trimestre en niveles elevados, muy similares a los de enero-marzo en términos medios, y coherentes con una expansión de la actividad. Además, ambas encuestas mantienen perspectivas favorables para la creación de empleo en todos los sectores, aunque en menor medida en la construcción. En este sentido, en mayo la tasa de paro prolongó su tendencia descendente, hasta alcanzar el 7% de la población activa.

Desde la óptica de la demanda, también se desprende un panorama alentador, aunque con respecto al consumo no se observa todavía una mejora concluyente de los indicadores cuantitativos, lo cual, no obstante, contrasta con la fortaleza de las encuestas de opinión. Así, tanto las ventas minoristas de abril y mayo como las matriculaciones de automóviles del segundo trimestre fueron solo ligeramente superiores a los volúmenes del trimestre anterior, cuando estuvieron expuestas a un retroceso por el efecto del IVA alemán. En cambio, la confianza de los consumidores y de los empresarios del comercio minorista y la disposición para la compra de bienes duraderos se situaron, en junio, en niveles sensiblemente superiores a los de marzo. Este optimismo y las favorables perspectivas en el mercado de trabajo deberían plasmarse en un mayor impulso al consumo. Los indicadores de inversión, por su parte, sustentan un avance firme de este agregado para el conjunto del año, aunque es probable una moderación de las tasas de crecimiento, desde los elevados registros alcanzados en el primer trimestre, especialmente en la construcción. Así, la encuesta semestral sobre inversión industrial, elaborada por la Comisión Europea, ha revisado al alza el gasto en capital previsto para 2007, que crecerá un 8%, un punto porcentual más que lo esperado hace seis meses. Esta valoración se produce en un contexto en el que la utilización de la capacidad productiva instalada es muy elevada, los indi-



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.

cadores de confianza apuntan optimismo y el crédito a las sociedades no financieras se acelera. Por último, en relación con la demanda externa, el crecimiento de las exportaciones sigue siendo saludable y, aunque las expectativas de exportación han cedido, se mantienen en niveles altos y la valoración de la cartera de pedidos externa mejoró en media en el segundo trimestre.

Por consiguiente, a tenor de la información disponible más reciente, es previsible que la demanda interna prolongue su vigor, en un contexto de condiciones financieras propicias, una posición patrimonial de las empresas sólida y una mejora del mercado de trabajo. Además, el probable mantenimiento de la pujanza de los mercados de exportación contribuirá al sosteniendo de la demanda externa. Por tanto, el panorama de la actividad en la UEM es dinámico, tal y como se desprende de las últimas previsiones de la Comisión Europea, según las cuales, el PIB de la UEM crecerá entre el 0,4% y el 0,8% en los dos próximos trimestres y un 2,6% en el conjunto del año. Estas estimaciones están en línea con las de otros organismos internacionales y, ajustadas de efecto calendario, se situarían ligeramente por encima del punto medio



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

del rango estimado en junio por el SEBC: entre el 2,3% y el 2,9%. A medio plazo, el escenario está sujeto a algunos riesgos relacionados, fundamentalmente, con factores externos. Destacan, en concreto, la renovada trayectoria alcista del precio de las materias primas, las incertidumbres sobre la economía americana, la posibilidad de un ajuste brusco de los desequilibrios globales y un eventual cambio en la actitud hacia el riesgo de los participantes en los mercados financieros.

La inflación en la zona del euro se mantuvo estable en el 1,9% durante el segundo trimestre, nivel inferior al límite que el BCE establece como compatible con la estabilidad de precios (véase gráfico 11). Entre los componentes más volátiles, los precios de los alimentos no elaborados se aceleraron ligeramente, hasta el 3% en junio, mientras que el componente energético, a pesar del reciente encarecimiento del crudo, estuvo dominado por un efecto base y redujo su ritmo de avance interanual hasta el 0,9%, desde el 1,8% de marzo. En cuanto al resto, los servicios continuaron siendo la partida más inflacionista, con un crecimiento inter-

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

CUADRO 2

	% del PIB				
	2004	2005	2006	2007 (b)	2007 (c)
Bélgica	0,0	-2,3	0,2	-0,1	0,3
Alemania	-3,7	-3,2	-1,7	-0,6	-1,5
Grecia	-7,9	-5,5	-2,6	-2,4	-2,4
España	-0,2	1,1	1,8	1,4	1,0
Francia	-3,6	-3,0	-2,5	-2,4	-2,5
Irlanda	1,4	1,0	2,9	1,5	1,2
Italia	-3,5	-4,2	-4,4	-2,1	-2,8
Luxemburgo	-1,2	-0,3	0,1	0,4	-0,9
Holanda	-1,8	-0,3	0,6	-0,7	0,2
Austria	-1,2	-1,6	-1,1	-0,9	-0,8
Portugal	-3,3	-6,1	-3,9	-3,5	-3,7
Eslavonia	-2,3	-1,5	-1,4	-1,5	-1,5
Finlandia	2,3	2,7	3,9	3,7	2,8
PRO MEMORIA: UEM (incluyendo Eslavonia)					
Saldo primario	0,3	0,5	1,3	1,9	
Saldo total	-2,8	-2,5	-1,6	-1,0	-1,4
Deuda pública	69,7	70,5	69,0	66,9	68,0

FUENTES: Comisión Europea y programas de estabilidad nacionales.

- a. En porcentaje del PIB. Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.
- b. Previsiones de primavera de 2007 de la Comisión Europea.
- c. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre finales de 2006 y principios de 2007.

anual del 2,6% en junio, dos décimas por encima del registro de marzo. En cambio, los bienes industriales no energéticos interrumpieron el perfil de aceleración observado desde mediados de 2006 y redujeron su inflación dos décimas, hasta el 1%. Como resultado, en junio la inflación subyacente permaneció estable en el 1,9%, nivel que alcanzó a principios de año, cuando el aumento del IVA en Alemania supuso una aceleración de este componente (véase recuadro 3). En relación con otros indicadores, los precios industriales moderaron su ritmo de expansión interanual hasta el 2,3% en mayo, 0,6 pp menos que la media del primer trimestre. Aunque esta evolución volvió a estar determinada por la desaceleración de los precios de la energía, también se produjo cierta ralentización en los precios de los bienes intermedios no energéticos y de los bienes de consumo duradero. Así, en mayo el crecimiento del IPRI, excluida energía, disminuyó dos décimas, hasta el 3,2%, su nivel más bajo desde junio de 2006. Por el contrario, los precios de los bienes de consumo no duradero se han acelerado en los últimos meses.

En los próximos meses es probable que la evolución del componente energético pueda conducir a que la inflación se sitúe temporalmente por encima del 2% después del verano. A medio plazo, las previsiones disponibles apuntan a que esta permanecerá en niveles relativamente moderados, aunque los riesgos para la estabilidad de precios mantienen un sesgo al alza derivado de un encarecimiento más intenso del crudo y de la maduración del ciclo económico en la UEM. En relación con este último aspecto, la elevada utilización de la capacidad productiva y el menor grado de holgura del mercado de trabajo podrían derivar en presiones salariales por encima de las mejoras en productividad, aunque los indicadores más recientes sobre salarios negociados no proporcionan todavía indicios de que este riesgo se esté materializando. Por otro lado, este contexto también podría dar lugar a incrementos adicionales en

En los últimos dos años, la inflación subyacente —medida por la tasa de crecimiento interanual del IAPC, excluidos energía y alimentos no elaborados— se ha mantenido muy contenida, permaneciendo su media anual próxima al 1,5%, significativamente por debajo de la tasa de inflación general. Sin embargo, desde el último trimestre de 2006 muestra una tendencia al alza, hasta situarse en la actualidad en el 1,9%, coincidiendo con la tasa de inflación general (véase gráfico 1).

En el gráfico 2 se analizan los factores explicativos de la inflación subyacente en el período comprendido entre 2002 y 2006, a partir de la estimación de un modelo sencillo de determinación de dicha variable<sup>1</sup>. Como se puede observar, la variación de la inflación subyacente en el período más reciente responde fundamentalmente a dos

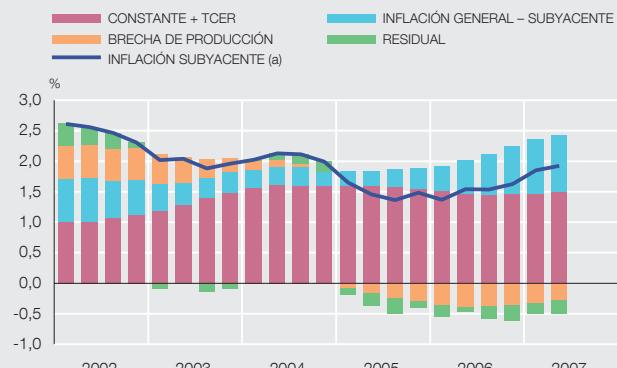
1. La ecuación de determinación de la inflación subyacente estimada replica la metodología empleada por la OCDE en la elaboración del recuadro I.4, titulado «Explaining core inflation», publicado en *Economic Outlook* n.º 78.

factores. Por un lado, la evolución de los elementos más volátiles del IAPC —cuya influencia está recogida por el término que mide la diferencia entre la inflación general y la subyacente— ha tenido un efecto positivo sobre la inflación subyacente y, además, creciente en la parte final del período analizado, caracterizado por las sucesivas escaladas del precio del petróleo. Por otro lado, este efecto se ha visto compensado, en parte, por la contribución negativa de la brecha de producción desde comienzos de 2005, que, no obstante, se ha reducido en los últimos trimestres a medida que la recuperación económica del área del euro se ha ido consolidando. En todo caso, se observa un residuo negativo, aunque moderado, desde 2005, y, por tanto, la inflación subyacente en estos años ha sido inferior a lo que explican sus determinantes. Ello puede estar asociado a la existencia de algunos factores relacionados con el proceso de globalización y la mayor competencia mundial, así como con la moderación salarial observada de forma significativa en estos años en la UEM, que han podido contribuir a moderar la inflación y, en particular, a amortiguar los efectos indirectos de los incrementos pasados en los componen-

#### 1 INFLACIÓN GENERAL E INFLACIÓN SUBYACENTE (a)



#### 2 CONTRIBUCIONES A LA INFLACIÓN SUBYACENTE (c)



#### 3 PRINCIPALES COMPONENTES DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE. UEM (a)



#### 4 PRINCIPALES COMPONENTES DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE. UEM SIN ALEMANIA (a)



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

a. Tasas de variación interanual.

b. IAPC, excluidos energía y alimentos no elaborados.

c. Contribuciones a la tasa de crecimiento interanual de la inflación subyacente, obtenidas a partir de una ecuación estimada para dicha variable utilizando como variables explicativas el diferencial entre la inflación general y la subyacente, la brecha de producción (diferencia entre el PIB observado y el potencial, en porcentaje del PIB potencial) y el tipo de cambio efectivo real.

tes más volátiles —principalmente, del precio de la energía— sobre los precios finales.

Por lo que respecta a la evolución más reciente, sin duda la subida de tres puntos del IVA en Alemania —que se hizo efectiva el 1 de enero de 2007— es uno de los factores más importantes que explican la tendencia alcista observada en la inflación subyacente, así como en sus principales componentes (véase gráfico 3). En primer lugar, ya con anterioridad a que la medida impositiva entrara en vigor, los precios del tabaco experimentaron un significativo aumento en dicho país —próximo al 5%, en octubre de 2006— y algunas partidas del componente de bienes industriales no energéticos mostraron indicios de un cierto ajuste anticipado a la elevación del IVA. Pero, sobre todo, a partir de enero, la aceleración de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios se ha observado de forma clara. De acuerdo con estimaciones publicadas por el Bundesbank<sup>2</sup>, el incremento del IVA ha podido contribuir, aproximadamente, en un punto porcentual a la tasa de crecimiento interanual del IAPC alemán en los primeros meses de 2007 —aunque una parte de dicho impacto corresponde a las subidas ya anticipadas en el último trimestre de 2006—, lo que implica añadir, aproximadamente, 0,3 pp a la inflación general de la zona del euro, y una parte significativa de este aumento, a la inflación subyacente. No obstante, el efecto de la subida del IVA sobre los precios de consumo, aunque notable, ha sido inferior al que habría resultado de una transmisión completa, que se estimaba en 1,6 pp sobre la tasa de crecimiento del IAPC alemán. Esto ha sido posible, en gran medida, gracias a que la reducción de las contribuciones a la Seguridad Social pagadas por los empresarios ha permitido a estos absorber parte del efecto impositivo, probablemente en un intento de limitar su impacto negativo sobre el consumo de los hogares alemanes, cuya recuperación todavía se muestra incipiente. Asimismo, no cabe descartar que a lo largo del año se

produzcan algunos ajustes retardados de los precios de consumo a esta medida impositiva. Por otra parte, también en Alemania la introducción de tasas universitarias en algunos estados ha provocado un incremento de los precios de la educación del 25% en el pasado mes de abril, elevando la tasa de crecimiento interanual de los precios de los servicios en dicho país en tres décimas, y en una décima en el conjunto de la UEM.

Dada la importancia que ha tenido Alemania en el comportamiento mostrado por los precios de consumo y, en particular, por la inflación subyacente en el conjunto del área, resulta de interés analizar la evolución de esta variable si se excluye dicho país del agregado (véase gráfico 4). Como puede observarse, la tendencia ascendente que se apreciaba en la inflación subyacente de la UEM desde finales de 2006 resulta menos clara cuando no se tiene en cuenta la evolución de los precios en Alemania. Por componentes, si bien los precios tanto de los servicios como de los bienes industriales no energéticos siguen mostrando cierto perfil de aceleración —aunque más suave que si se incluye Alemania—, dicha evolución se ve compensada parcialmente por la desaceleración de los precios de los alimentos elaborados.

En resumen, la moderación salarial y el incremento de la competencia mundial han podido contribuir, en los últimos años, al mantenimiento de la inflación subyacente en niveles moderados, limitando la aparición de efectos indirectos asociados a las continuas subidas del precio del petróleo. Asimismo, el propio funcionamiento de la política monetaria del Eurosistema, que ha actuado preventivamente para garantizar que los riesgos sobre la estabilidad de precios no se materializaran, ha favorecido dicha contención. No obstante, en el contexto actual de robusta expansión económica, creciente utilización de la capacidad productiva y disminución del grado de holgura del mercado de trabajo, existen riesgos de que la todavía incipiente aceleración de los componentes menos volátiles del IAPC pueda comenzar a manifestarse con más intensidad.

2. Véase «Economic Conditions in Germany», *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, mayo de 2007, pp. 42-56.

los márgenes empresariales, especialmente en los sectores menos abiertos a la competencia. Además, no se pueden descartar posibles incrementos de precios administrados e impuestos indirectos.

De acuerdo con los datos de balanza de pagos, la cuenta corriente arrojó un déficit del 0,6% del PIB en el período enero-mayo, lo que supone una disminución de tres décimas con respecto a los mismos meses de 2006. Esta mejora se explica por el mayor superávit de la balanza de bienes, que alcanzó el 0,4% del PIB, ya que las importaciones se desaceleraron en mayor medida que las exportaciones, hasta registrar un crecimiento interanual del 5,1% y del 8,2%, respectivamente, en los cinco primeros meses del año. Por otra parte, en relación con la cuenta financiera, la entrada neta de capital en forma de inversiones de cartera, por un importe de 145 mm de euros, superó a la salida neta en la rubrica de inversiones directas (60 mm de euros). De esta forma, en la parte transcurrida del año la balanza básica mostró un saldo positivo de 63,8 mm de euros, frente al valor negativo (en torno a 17 mm de euros) del mismo período de 2006.

En relación con la política fiscal, según las previsiones de primavera de la Comisión Europea, las cuentas públicas experimentaron en 2006 un avance significativo, mayor del esperado, como consecuencia de unos ingresos impositivos superiores a los previstos y también de los esfuerzos de consolidación fiscal en algunos países. Así, el déficit público del área del euro disminuyó algo menos de un punto porcentual (hasta el 1,6% del PIB) y la deuda pública experimentó también su primera reducción desde 2002 (hasta el 69,1% del PIB).

De acuerdo con las estimaciones del saldo primario ajustado del ciclo, que se redujo nueve décimas (hasta el -1,1% del PIB), la política fiscal habría adoptado en el conjunto de la zona del euro un tono contractivo en 2006. Sin embargo, esta mejora no es del todo genuina, ya que se debe, en parte, a una elevada elasticidad de los impuestos frente al PIB nominal, propia de las fases expansivas y, en particular, superior al valor unitario que normalmente se asume en los cálculos del saldo estructural. Además, la estimación de la posición fiscal subyacente está todavía sujeta a modificaciones si, como ha ocurrido en coyunturas similares, se producen revisiones del crecimiento potencial de la economía. Esta incertidumbre aconseja, por tanto, cautela en el diseño y valoración de la política fiscal y evitar una posible relajación presupuestaria, tal como se produjo en una situación similar al inicio de la década.

Las previsiones de la Comisión para los dos próximos años indican reducciones adicionales del déficit público, superiores a las que se desprenden de las últimas actualizaciones de los programas de estabilidad. La favorable coyuntura económica y los esfuerzos de contención del gasto en algunos países van a permitir que el déficit público de la zona del euro se sitúe en el 1% y en el 0,8% del PIB en 2007 y 2008, respectivamente. Estas estimaciones implican que la política fiscal adoptaría un tono ligeramente restrictivo en el año en curso y neutral en 2008, pero los planes presupuestarios de algunos Estados miembros no serían suficientemente ambiciosos para respetar el Pacto de Estabilidad. Así, durante los «buenos tiempos», terminología acuñada en el texto reformado en 2005, se debe evitar una política fiscal procíclica, y, en caso de que no se hayan alcanzado los objetivos de medio plazo establecidos en los programas de estabilidad, la mejora del déficit debería acelerarse con una reducción de, al menos, un 0,5% del PIB en términos estructurales. Estos compromisos fueron reafirmados por el Eurogrupo la pasada primavera, en el contexto de la discusión que realiza sobre el curso de las políticas presupuestarias. Sin embargo, las iniciativas recientes de los gobiernos francés e italiano, con propuestas de rebajas impositivas y expansión del gasto, suponen un riesgo para el cumplimiento de dicho acuerdo, lo que podría dañar la credibilidad del Pacto tras su reforma.

En cuanto a los países con un déficit excesivo, la Comisión Europea prevé que Italia consiga reducir el déficit por debajo del 3% del PIB en 2007, mientras que en Portugal se necesitarán medidas adicionales para alcanzar este objetivo en el plazo exigido (en 2008). Por otra parte, el procedimiento abierto contra Grecia y Alemania fue derogado en junio por el Consejo Ecofin.

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

La existencia de riesgos para la estabilidad de precios, en un contexto de afianzamiento de la expansión económica, determinó un nuevo ajuste de las condiciones monetarias. De esta forma, el Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión de junio, decidió incrementar los tipos de interés oficiales en 25 pb, hasta el 4% en el caso de las operaciones principales de financiación, hasta el 3% en las facilidades de depósito y hasta el 5% en las facilidades de crédito (véase gráfico 12). Tras este aumento, el segundo en 2007, el tono de la política monetaria en la UEM mantiene todavía un carácter acomodante, teniendo en cuenta el momento cíclico que atraviesa la economía.

Los mayores tipos oficiales y las expectativas de ascensos adicionales dieron lugar a un aumento en las rentabilidades del mercado interbancario, que provocó un desplazamiento al

## TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

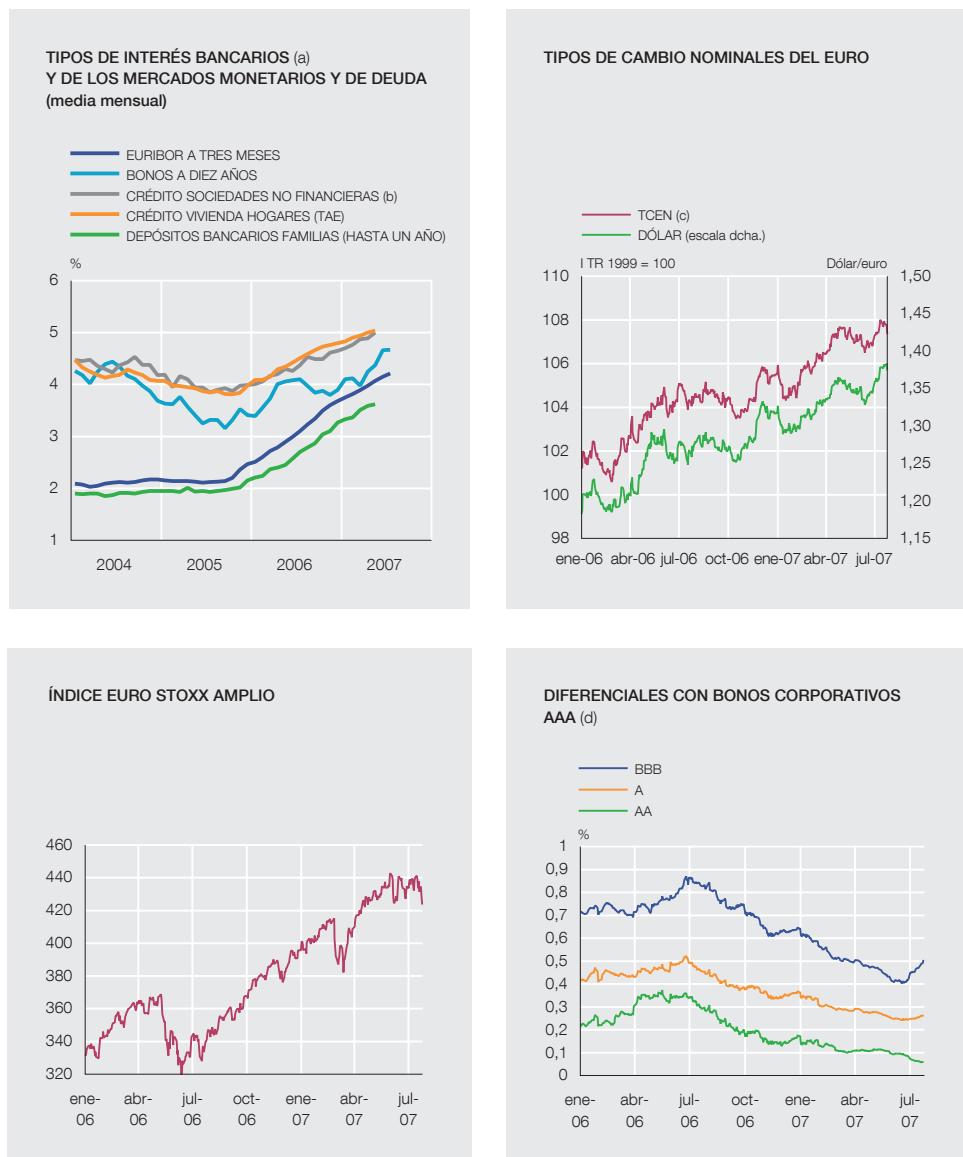
GRÁFICO 12



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimados con datos del EURIBOR.

alza de la curva de tipos, con una ligera recuperación de la pendiente. Desde finales de marzo, el EURIBOR a un mes y a un año se incrementó alrededor de 30 pb y 40 pb, hasta niveles en torno al 4,2% y al 4,6%, respectivamente, en los últimos días de julio. En los mercados de deuda pública las rentabilidades también mantuvieron una senda alcista desde finales de febrero, que en el caso del bono a diez años le llevaron a alcanzar valores en torno al 4,7% actual. Este repunte también se observó en los bonos indicados a la inflación, lo que sugiere que esta evolución se explica, en gran medida, por un ajuste de los tipos reales a las mejores perspectivas económicas por parte de los participantes del mercado. El incremento del rendimiento de la deuda a diez años en la UEM, de más de medio punto porcentual, fue algo más pronunciado que el observado en Estados Unidos, por lo que el diferencial se ha reducido hasta valores cercanos a 45 pb. Esta evolución de los tipos de interés a corto y largo plazo vino acompañada en julio por un aumento de los diferenciales de los bonos corporativos de menor calidad crediticia. Por último, los tipos de interés fijados por las entidades bancarias en sus operaciones de préstamo y depósito continuaron ajustándose al alza de forma gradual (véase gráfico 13).

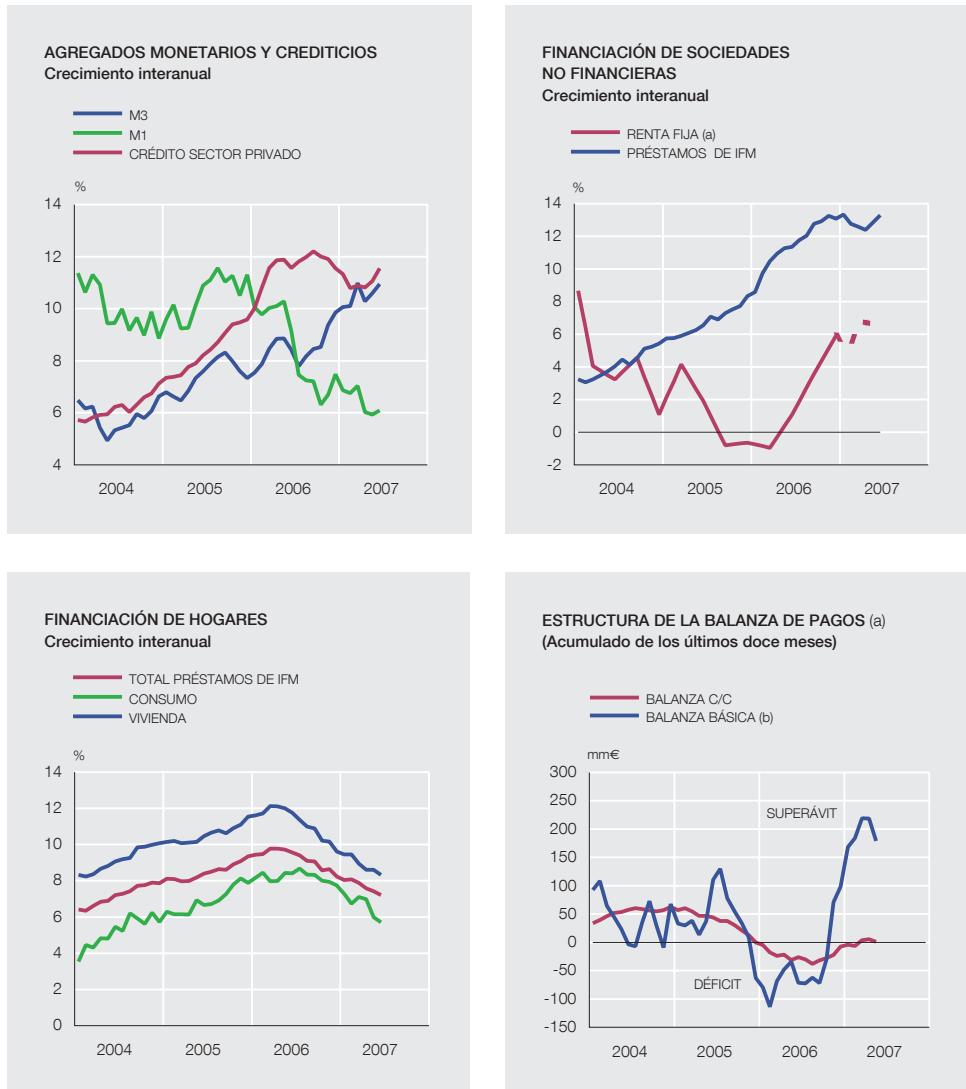


FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

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

En relación con el tipo de cambio del euro, durante el segundo trimestre continuó la apreciación de la moneda, especialmente frente al dólar y al yen, aunque en términos del TCEN es más moderada y alcanza en torno al 2% desde principios de año.

Por su parte, los mercados de renta variable registraron alzas en el conjunto del segundo trimestre, apoyadas por un crecimiento de los beneficios y los anuncios de operaciones empresariales. No obstante, a partir de junio los índices bursátiles han experimentado frecuentes altibajos, acompañados de un repunte en la volatilidad. Tras estos movimientos, las ganancias acumuladas por el Dow Jones EURO STOXX amplio son cercanas al 7% en el conjunto del año.



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- El tramo discontinuo es un avance calculado con la renta fija en poder de IFM.
- La balanza básica se aproxima por la suma del saldo de la balanza por cuenta corriente y las inversiones directas y en cartera.

La fortaleza económica y unos tipos de interés en niveles moderados desde un punto de vista histórico continuaron impulsando un elevado dinamismo en los agregados monetarios y crediticios. Así, M3 presentó un crecimiento interanual del 10,9% en junio, 1,6 puntos por encima de la tasa observada a finales de 2006, aunque los componentes más líquidos sí han registrado una desaceleración coherente con las subidas de tipos de interés. En relación con las contrapartidas, el crédito de las IFM al sector privado y su componente más importante —los préstamos— mantuvieron ritmos de crecimiento interanual cercanos al 11%. Esta evolución fue consecuencia de una aceleración de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras, que crecieron en junio un 13,3% en términos interanuales, siete décimas más que a finales del primer trimestre. Los hogares, en cambio, moderaron ligeramente el avance de los préstamos recibidos, hasta una tasa interanual del 7,2% en junio, siete décimas por debajo de la de marzo.

## 4 La economía española

Las estimaciones de la CNTR señalan que durante el primer trimestre de 2007 el ritmo de crecimiento de la economía española siguió aumentando, hasta situarse en el 4,1%, en tasa interanual, desde el 4% registrado en el cuarto trimestre de 2006 (véase gráfico 15). En tasa intertrimestral, el crecimiento fue de un 1,1%. En ese período continuó el proceso de recomposición del gasto, al apreciarse una desaceleración de la demanda nacional y una nueva mejora de la aportación de la demanda exterior neta, en un contexto de moderación de las exportaciones de bienes y servicios, y, en mayor medida, de las importaciones. También se observaron cambios en la composición de la demanda, ya que el consumo privado retomó la senda de desaceleración que había iniciado en 2005, mientras que la inversión cobraba un mayor dinamismo, apoyándose cada vez más en su componente de equipo, ya que la construcción moderó muy levemente su ritmo de avance.

La información disponible para el segundo trimestre sugiere que la economía española mantuvo un tono expansivo en ese período, estimándose un crecimiento interanual del PIB en torno al 4%, una décima inferior al observado en el primer trimestre (0,8%, en términos intertrimestrales). Este resultado refleja una suave moderación de la demanda nacional, tanto del gasto en consumo como de la formación bruta de capital fijo. Dentro de este último componente, la inversión en equipo conservaría tasas próximas al 11%, ligeramente inferior a las del trimestre anterior, mientras que la inversión en construcción registraría una desaceleración algo más marcada, situando su tasa de crecimiento real en torno al 5%. Por su parte, la aportación de la demanda exterior neta, con información aún muy incompleta, se mantendría estabilizada en -0,7 pp, al producirse una aceleración tanto de las exportaciones como de las importaciones de bienes y servicios, tras los reducidos incrementos del primer trimestre.

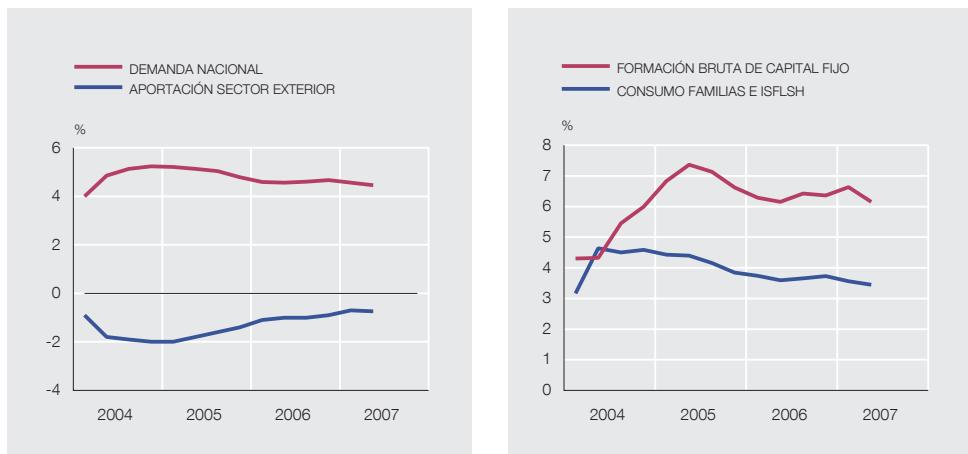
Por el lado de la oferta, destacan la pujanza de las ramas industriales y de servicios y la suave desaceleración de la actividad en el sector de construcción. Además, la información relativa al mercado de trabajo aporta indicios de que el empleo empezó a reflejar este cambio de composición. En este contexto, el incremento del empleo mantuvo un crecimiento sostenido, aunque levemente desacelerado, y la productividad aparente del trabajo consolidó la mejora del trimestre anterior. Por su parte, los costes laborales unitarios mantendrían ritmos de avance similares a los del primer trimestre y el IPC situó su tasa de variación interanual en el 2,4% al finalizar el segundo trimestre, tasa en la que permanece desde principios de año.

### 4.1 Demanda

En el primer trimestre de 2007, el gasto en consumo final de los hogares e ISFLSH creció un 3,6% interanual, una décima menos que en la segunda mitad de 2006 (véase gráfico 16). La información coyuntural más reciente apunta, en general, hacia una prolongación de esta suave desaceleración en el segundo trimestre de 2007. En concreto, los datos de ventas de grandes empresas de la Agencia Tributaria señalan una ligera moderación de los bienes y servicios destinados al consumo en el segundo trimestre. Asimismo, el índice del comercio al por menor registró en ese mismo período un crecimiento algo menor que el del primer trimestre, aunque la confianza del sector mantuvo un tono elevado. Por componentes, la suave desaceleración del gasto en consumo se percibió con mayor intensidad en las compras de automóviles, cuyas matriculaciones en el período abril-junio disminuyeron por segundo trimestre consecutivo. Por el contrario, las adquisiciones del resto de bienes de consumo duradero mantienen cierto dinamismo.

## PRINCIPALES AGREGADOS DE LA DEMANDA (a)

GRÁFICO 15

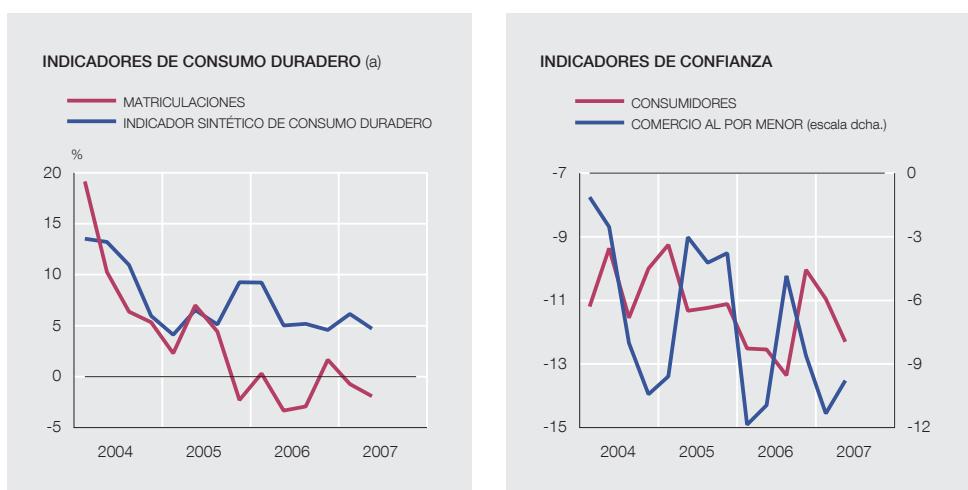
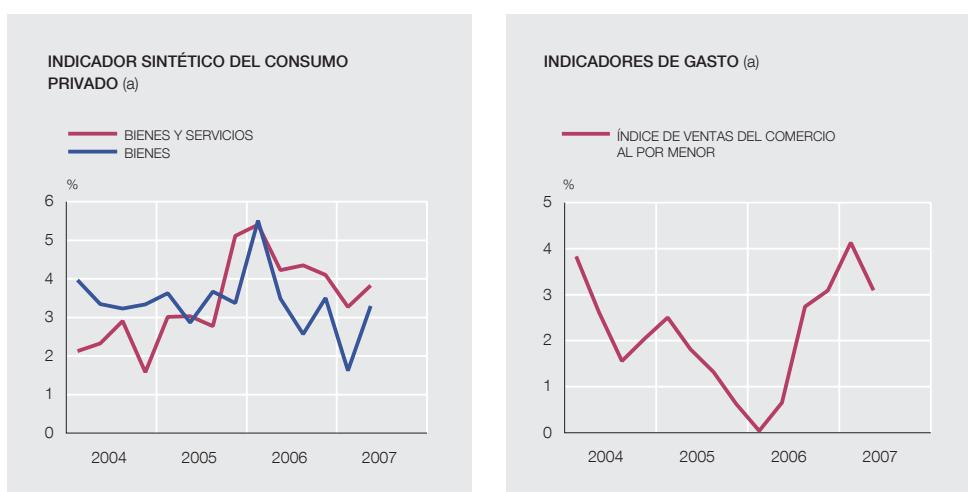


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

## INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO

GRÁFICO 16



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

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

La resistencia que está mostrando el consumo privado se sustenta cada vez más en el elevado crecimiento de la renta real disponible de los hogares, impulsada por la fortaleza de la creación de empleo, la moderación de la tasa de inflación respecto a los registros de 2006 y la reducción de los impuestos como consecuencia de la reforma del IRPF que entró en vigor a comienzos del año. Con todo, cabe esperar que el ligero descenso de la confianza de las familias, en un marco de menor holgura de las condiciones de financiación y de crecimiento de la riqueza financiera y real de las familias más atenuado, se esté traduciendo en una reducción de su propensión al consumo, provocando una inflexión en la tasa de ahorro, tras varios años de descenso. De hecho, las cifras de las cuentas no financieras de los sectores institucionales disponibles para el primer trimestre de 2007 revelan que la tasa de ahorro de los hogares permaneció en el 10,1% por segundo trimestre consecutivo (en términos acumulados de cuatro trimestres), frenando la trayectoria descendente que, con alguna interrupción, había venido mostrando desde comienzos de 2004.

El consumo final de las Administraciones Públicas repuntó tres décimas en el primer trimestre de 2007, hasta alcanzar un incremento del 5,2%. Para el segundo trimestre de 2007 se prevé una desaceleración de este componente, que se basaría en un menor aumento tanto de la remuneración de asalariados como de las compras netas de bienes y servicios.

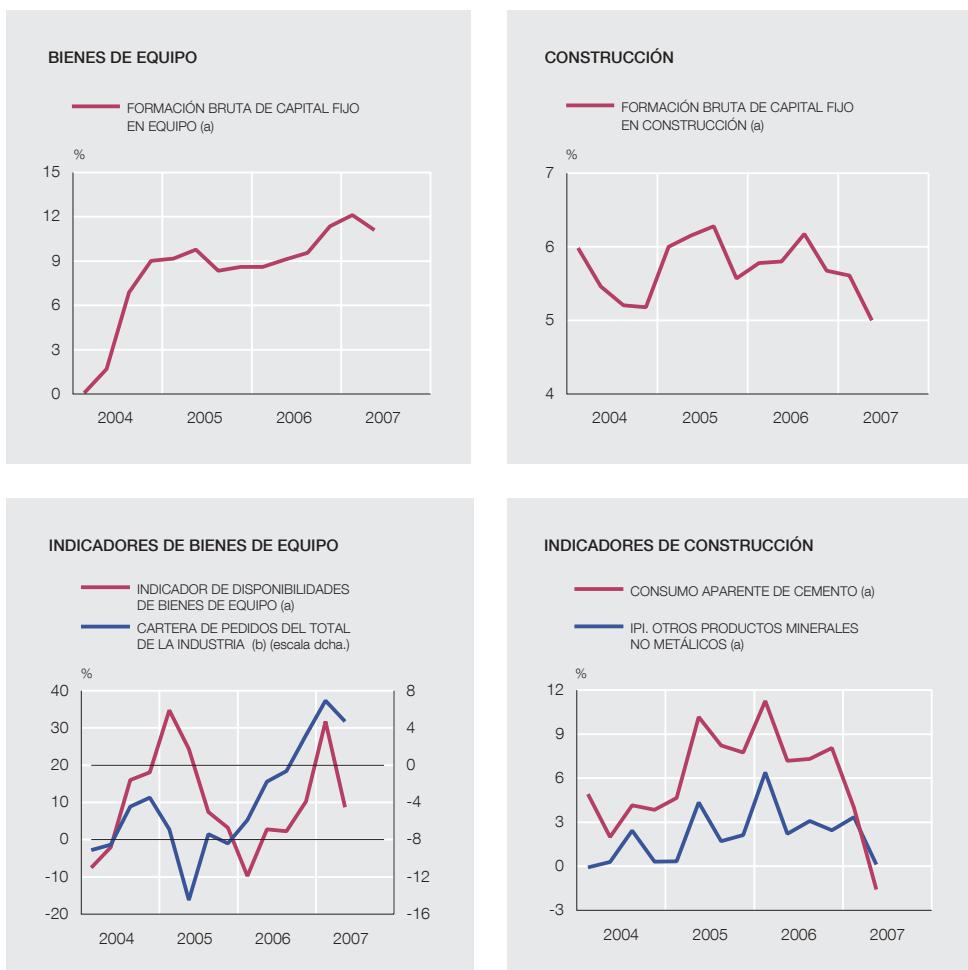
Como ya se ha dicho, la formación bruta de capital fijo alcanzó un notable dinamismo en el primer trimestre de 2007, al crecer un 6,6% en tasa interanual, dos décimas más que a finales de 2006 (véase gráfico 17). Esta aceleración se basó en un mayor crecimiento tanto de la inversión en bienes de equipo como de la inversión en otros productos, que aumentaron un 12,1% y un 2,5%, respectivamente. En cambio, la inversión en construcción se desaceleró una décima, registrando un crecimiento del 5,6%. La información que proporcionan los indicadores correspondientes al segundo trimestre señala que la formación bruta de capital fijo mantuvo un ritmo de avance elevado en ese período, aunque algo inferior al del primer trimestre, como resultado de un crecimiento algo más suave del gasto en construcción y en bienes de equipo, que, no obstante, sigue siendo el componente más dinámico de la demanda interna.

Los indicadores relativos a la inversión en bienes de equipo siguen poniendo de relieve la fortaleza del sector, aunque dan señales de una cierta moderación. Así, el indicador de disponibilidades, calculado con datos todavía incompletos para el segundo trimestre de 2007, presentó un menor ritmo de avance, debido tanto a la moderación de la producción interior de este tipo de bienes como al menor crecimiento que muestran las importaciones, tras la extraordinaria expansión del primer trimestre. Por su parte, los indicadores de opinión de esta industria registraron un ligero deterioro en el segundo trimestre, aunque aún mantienen niveles elevados. La evolución reciente de la inversión en equipo se sigue sustentando en la pujanza que mantiene la demanda final, que ha situado los indicadores de nivel de utilización de la capacidad productiva en máximos históricos. Este hecho, en conjunción con el elevado crecimiento de los beneficios empresariales, pone de relieve la persistencia de incentivos para la ampliación del capital instalado. No obstante, el progresivo incremento de las necesidades de financiación de las sociedades no financieras y el aumento de la carga financiera que ello conlleva en un contexto de subidas de tipos de interés podrían terminar suponiendo un freno para sus planes de inversión.

Como ya sucedió en los meses finales de 2006, en el primer trimestre del año la inversión en construcción atenuó levemente su ritmo de crecimiento, situando su tasa de crecimiento interanual en el 5,6%, una décima inferior a la del trimestre anterior. La información coyuntural más reciente señala que en el segundo trimestre de 2007 habría continuado el proceso de desaceleración que viene experimentando este componente de la inversión desde los meses centra-

## FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO

GRÁFICO 17



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

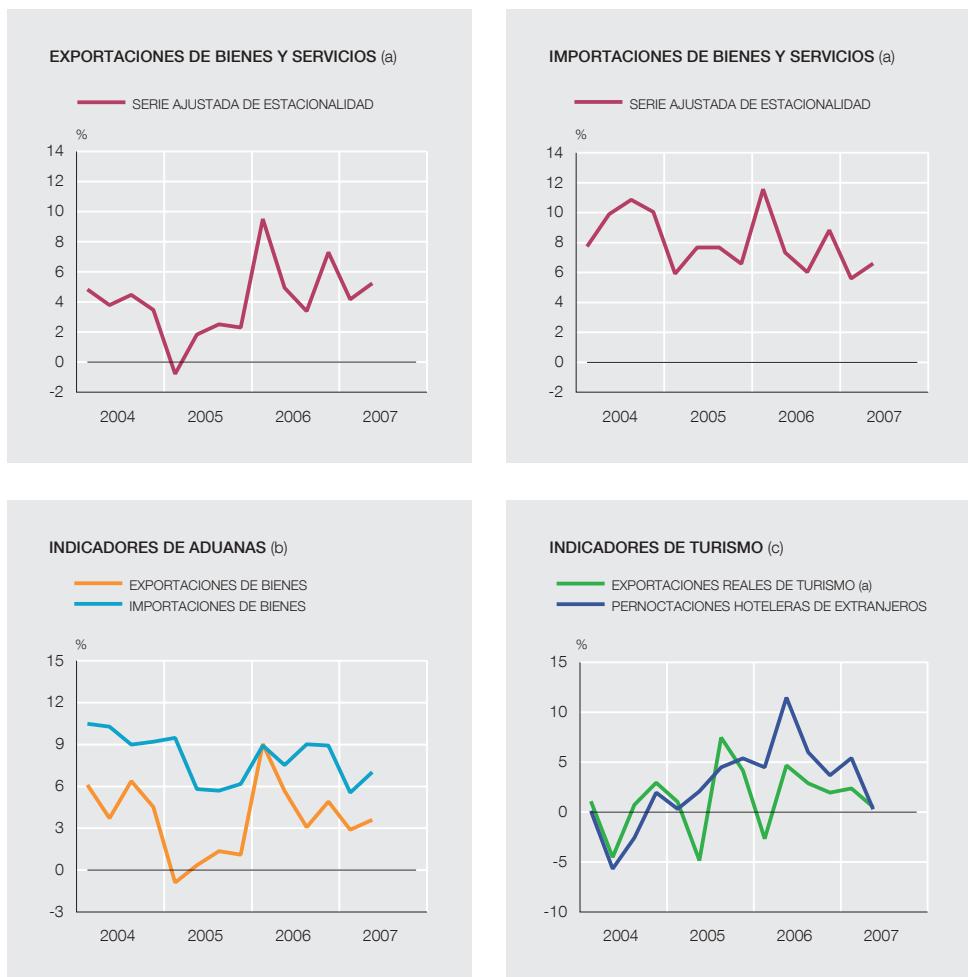
- a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.  
 b. Nivel, serie original.

les de 2006. Así, los indicadores de consumos intermedios y de empleo del sector registraron una moderación en el segundo trimestre, en parte justificada por una climatología muy adversa en abril y mayo. En concreto, la producción industrial de materiales de construcción perdió tono en esos dos meses, mientras que el consumo aparente de cemento se contrajo en términos interanuales en el conjunto del trimestre. Por su parte, las afiliaciones a la Seguridad Social disminuyeron dos puntos su ritmo de avance en el segundo trimestre y el paro registrado aumentó, aunque moderadamente, en términos interanuales, tras dos años de continuas reducciones. El contrapunto lo ofrecen las opiniones de los empresarios, cuyo índice de confianza experimentó una ligera mejora en ese mismo período.

Por tipo de obra, las estimaciones de inversión en vivienda se ven afectadas por las distorsiones que ha introducido la entrada en vigor del Código Técnico de Edificación (CTE) sobre los visados de obra nueva. No obstante, el menor pulso de la demanda que se desprende de diversos indicadores, como la disminución del número de transacciones de compraventa de viviendas nuevas, podría estar originando una ralentización en el ritmo de ejecución de los proyectos ya visados, en línea con la evolución de los indicadores contemporáneos mencionada anteriormente. Por su parte, se estima que el resto de construcciones, dentro del mantenimiento de un elevado dinamismo, moderó también su ritmo de avance en el segundo tri-

**COMERCIO EXTERIOR**  
Tasas de variación interanual

GRÁFICO 18



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

- Datos de la CNTR a precios constantes.
- Series deflactadas ajustadas de estacionalidad.
- Serie ajustada de estacionalidad.

mestre, debido a la menor expansión de la obra civil, tras los elevados crecimientos registrados en trimestres anteriores por la ejecución de obras cuyo objetivo de finalización era previo a las elecciones autonómicas y locales celebradas en mayo.

Según los últimos datos de la CNTR, en el primer trimestre de 2007 la demanda exterior neta mejoró dos décimas su contribución al producto, hasta situarse en -0,7 pp del PIB, prolongando el perfil de corrección que inició a mediados de 2005 (véase gráfico 18). Este resultado se produjo en un contexto de desaceleración tanto de las exportaciones como de las importaciones de bienes y servicios, que recortaron en algo más de 3 pp sus tasas de variación interanual (hasta el 4,2% y el 5,6%, respectivamente), y que se debe, en parte, a un efecto de base por la comparación con los extraordinarios niveles alcanzados en el mismo período del año anterior. De hecho, la información aún incompleta correspondiente al segundo trimestre de 2007 apunta a una suave aceleración de las exportaciones e importaciones en ese período, de modo que la aportación de la demanda exterior neta permanecerá estabilizada. En concreto, se estima que las exportaciones registraron un crecimiento real próximo al 5% en el segundo trimestre, sostenidas por el mayor dinamismo del componente de bienes, mientras que los ingresos por turismo mostraron una cierta atonía. Por su parte, las importaciones de

bienes y servicios mantendrían en ese mismo período ritmos de crecimiento real algo más elevados, por encima del 6%, impulsadas por la fortaleza de la demanda final y por el abaratamiento de sus precios en euros.

Según se desprende de las cifras de comercio exterior de Aduanas, tras presentar una desaceleración en el primer trimestre del año, las exportaciones reales de bienes mostraron cierta recuperación en el segundo, aunque mantienen ritmos de avance real moderados, inferiores al 5%. Esta evolución guarda un estrecho paralelismo con el comportamiento del comercio mundial, que durante la primera mitad del año registró crecimientos próximos al 6%, en volumen, inferiores a los observados en la segunda mitad del año anterior (del 8%). Por áreas geográficas, las exportaciones a la zona del euro mostraron un perfil relativamente estable en esos meses, con tasas de crecimiento real moderadas, próximas al 3%. Con todo, se estima que la cuota de los productos españoles en ese mercado, calculada a partir de las cifras nominales de comercio exterior, se habría estabilizado, tras el retroceso de los tres años previos. Fuera de la UEM, en los cinco primeros meses del año se aprecian comportamientos muy dispares de las exportaciones, entre los que destaca la atonía de las destinadas a Japón y a Estados Unidos, mientras que las dirigidas a China y a Rusia presentan ritmos de avance elevados. Por grupos de productos, la pérdida de dinamismo se extendió a todos los componentes, aunque destaca el descenso de las exportaciones de equipo y, muy especialmente, de las de material de transporte naval. Por su parte, las ventas de bienes intermedios no energéticos siguen siendo las más dinámicas y las de automóviles han prolongado el tono expansivo que mantienen desde finales del año anterior.

Las exportaciones reales de servicios turísticos mostraron un comportamiento favorable en el primer trimestre de 2007, con un avance del 2,4%, cuatro décimas superior al observado a finales del año anterior. Sin embargo, este perfil expansivo se truncó en el segundo trimestre, según se desprende de los indicadores del sector. En este sentido, tanto las entradas de turistas extranjeros como las pernoctaciones que realizan en hoteles españoles permanecieron prácticamente estancadas en el segundo trimestre. Asimismo, la encuesta de gasto turístico (EGATUR) presenta ritmos de avance moderados tanto del gasto nominal total de los turistas como del gasto medio por persona en ese mismo período. Estos resultados están influídos por la comparación con los buenos registros alcanzados en la campaña de Semana Santa del año anterior, así como por la adversa climatología que prevaleció en la primavera de 2007.

En cuanto a las exportaciones reales de servicios no turísticos, los datos de la CNTR arrojaron un crecimiento del 7,9% en el primer trimestre de 2007, muy inferior al 21,2% del trimestre previo. La escasa información disponible para el segundo trimestre, que se limita a las cifras nominales de la Balanza de Pagos correspondientes a abril, muestra un comportamiento muy expansivo de este componente de la demanda externa en ese período, apreciándose un fortalecimiento de los servicios de transporte, así como de los servicios prestados a las empresas.

En el primer trimestre de 2007, las importaciones reales de bienes moderaron su tasa de crecimiento interanual hasta el 5,9%, desde el 8,6% del trimestre precedente, truncando así el perfil de aceleración que habían mostrado a lo largo del año anterior. Los datos de Aduanas revelan que las importaciones retomaron tasas más elevadas en los meses de abril y mayo, aunque el aumento de su participación en el abastecimiento de la demanda final se habría reducido de manera notable en comparación con el observado en 2006. Así, en el período enero-mayo las importaciones reales crecieron un 7%, por debajo del avance medio del año anterior (8,6%). Este resultado refleja, fundamentalmente, la atonía de las compras de bienes

de consumo en ese período, influidas por la elevada concentración de importaciones textiles en los primeros meses de 2006, aunque también las compras de automóviles registraron ritmos de avance moderados. En cambio, las importaciones de bienes de equipo y de bienes intermedios no energéticos mostraron un vigor notable, en consonancia con la fortaleza de la inversión y de la actividad industrial.

Por último, las importaciones reales de servicios se desaceleraron durante el primer trimestre del año, hasta situar su tasa de avance interanual en el 4,4%, desde el 9,8% del trimestre precedente. Este resultado fue consecuencia de la ralentización de las importaciones reales de servicios no turísticos (hasta el 3,5%), que, según las cifras más recientes de la Balanza de Pagos, se habría invertido en abril. Como ocurría en el caso de las exportaciones, sus principales rúbricas, los servicios de transporte y los servicios prestados a las empresas, perdieron cierto pulso en los primeros meses del año, mientras que los *royalties* retrocedieron por tercer trimestre consecutivo. Por su parte, las importaciones reales de servicios turísticos cobraron vigor en el primer trimestre, situando su tasa de crecimiento interanual en el 9,2%, tras el 7,3% del trimestre previo.

#### **4.2 Producción y empleo**

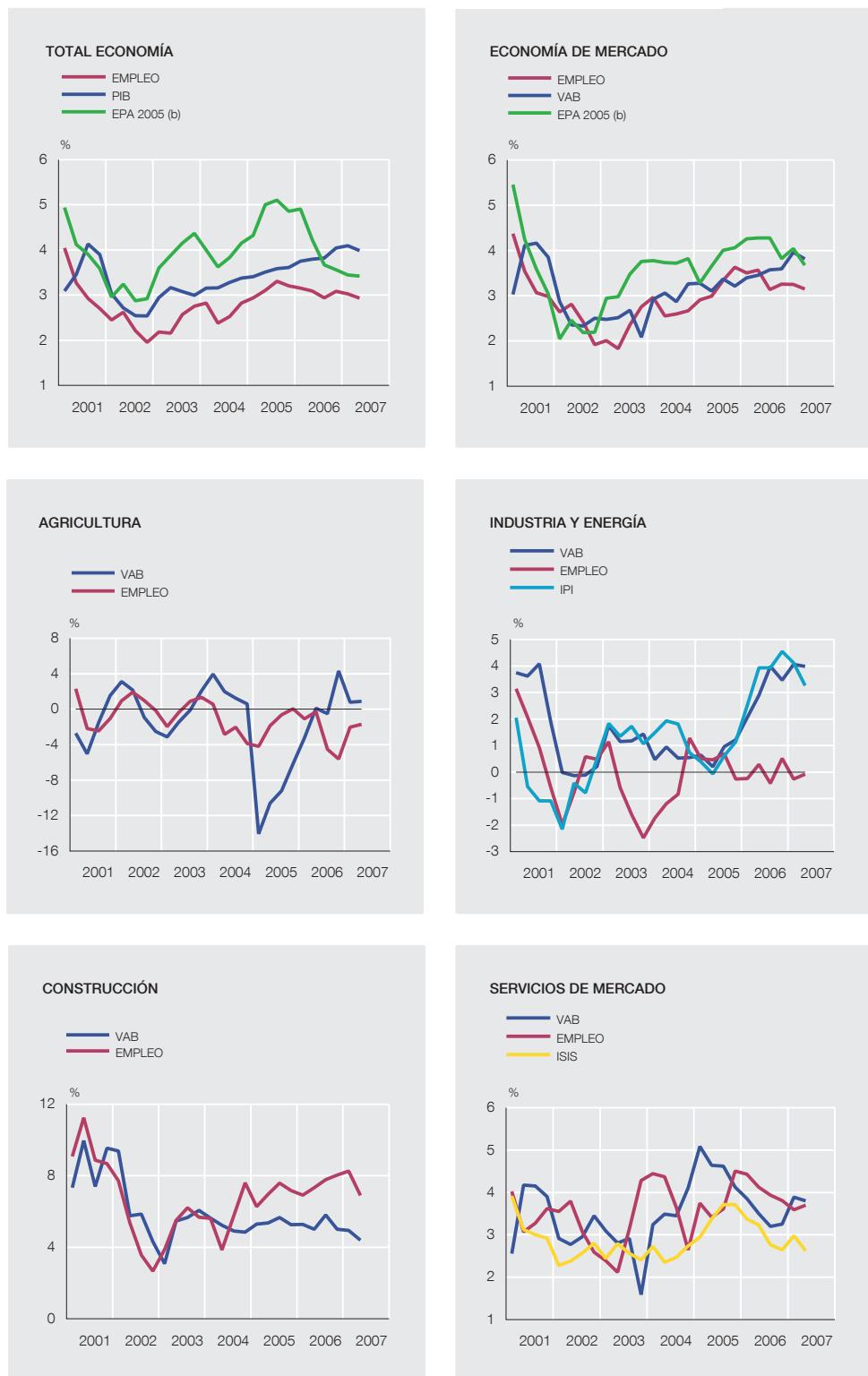
La economía de mercado comenzó el año 2007 con un apreciable impulso (véase gráfico 19). Según la CNTR, en el primer trimestre su valor añadido aumentó un 4% en términos interanuales, cuatro décimas más de lo que lo hizo en el trimestre final de 2006. Este avance vino propiciado por el fortalecimiento en el ritmo de expansión de las ramas de industria y energía, y de servicios de mercado, mientras que las ramas agraria y pesquera, y la construcción, se desaceleraron. La información disponible para el segundo trimestre revela una moderación del valor añadido de las ramas de mercado en ese período, que fue algo más marcada en el caso de la construcción.

En el primer trimestre del año, el valor añadido de las ramas agraria y pesquera mantuvo ritmos de crecimiento positivos, aunque moderados, impulsados por unas condiciones climatológicas más favorables para el desarrollo de esta actividad. La abundancia de precipitaciones observada durante el invierno y primavera pasados permitía presagiar un año muy favorable para la producción vegetal. Sin embargo, estas expectativas se vieron truncadas en el mes de mayo, cuando se produjeron inundaciones y otros fenómenos meteorológicos adversos que afectaron a la producción de frutas y de cereales. En consecuencia, se estima que esta rama mantuvo un ritmo de avance moderado en el segundo trimestre de 2007.

La rama de industria y energía registró una aceleración en el primer trimestre del año, situando su ritmo de avance en el 4,1%. La evolución de la rama energética estuvo condicionada, al igual que en el trimestre final de 2006, por la existencia de unas temperaturas relativamente suaves, que supusieron una caída en las necesidades energéticas para climatización, con la consiguiente contracción de la actividad de esta rama (-2,2% en el primer trimestre de 2007, una décima más que en el trimestre anterior). En cambio, la actividad industrial experimentó un impulso apreciable, situando su tasa de crecimiento en registros superiores al 5%, que no se registraban desde el año 2000. A ello contribuyó el impulso de la producción de bienes destinados al consumo interior y a la construcción, así como el mantenimiento de un elevado dinamismo de la demanda de bienes de equipo nacionales. La información coyuntural disponible para el segundo trimestre revela un comportamiento ligeramente menos expansivo de la actividad industrial, en consonancia con lo observado en otros países de la zona del euro, aunque en general prevalecen tasas de crecimiento elevadas. En concreto, el componente no energético del índice de producción industrial (IPI) se ha desacelerado en los meses de abril y mayo. Asimismo, las encuestas de opinión del sector reflejan, tanto en el caso del índice de directores de compras (PMI) como en el del indicador de confianza de la industria elaborado por la Comisión Europea, un cierto retroceso en el segundo trimestre de 2007.

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

GRÁFICO 19



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

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

Por su parte, la actividad de la rama de construcción comenzó el año con tasas de crecimiento elevadas (un 4,9% según la CNTR), aunque algo inferiores a las observadas en los trimestres precedentes. Como se comentó en el epígrafe anterior, la información disponible para el segundo trimestre de 2007 indica que en ese período habría continuado dicha tendencia.

La actividad de los servicios se aceleró en el primer trimestre de 2007, hasta registrar un crecimiento interanual del 4%, apreciándose una pujanza notable de los servicios de mercado, que alcanzaron un crecimiento del 3,9%, mientras que los de no mercado se desaceleraban. Al igual que en la industria, el impulso que experimentaron los servicios de mercado en los primeros meses del año se ha atenuado ligeramente en el segundo trimestre, tal y como confirman diversos indicadores de actividad, empleo y opinión de esta rama, si bien el dato de la EPA del segundo trimestre del año ha mostrado un nuevo repunte del empleo en este sector. El principal responsable de esta pérdida de tono es el sector de transporte y comunicaciones, que, no obstante, sigue siendo el componente más expansivo de los servicios de mercado. Por otro lado, tanto el comercio como la hostelería han reducido su vigor, en un contexto de desaceleración del gasto en consumo de residentes y no residentes. Finalmente, los servicios a empresas son el único sector que se ha visto reforzado en el período abril-junio, impulsado, entre otros factores, por el buen comportamiento de las ventas de servicios al exterior.

En este contexto expansivo, el empleo mantiene un dinamismo apreciable: en términos de Contabilidad Nacional, en el primer trimestre del año el ritmo de creación de empleo<sup>1</sup> fue del 3% en el total de la economía y del 3,2% en la economía de mercado. En ambos casos, el crecimiento del empleo fue una décima inferior al registrado el trimestre anterior, en contraste con la aceleración de la actividad económica. Este resultado posibilitó un fortalecimiento de la productividad aparente del trabajo, que creció un 1% en el total de la economía y un 0,7% en las ramas de mercado, ligeramente por encima de lo observado en el trimestre previo, y que responde, entre otros factores, a la progresiva reorientación de la actividad hacia las ramas industriales, que, en general, presentan mayores niveles de productividad. Por otra parte, en el primer trimestre se apreció una suave moderación de la oferta de trabajo, ya que el crecimiento de la población activa se situó por debajo de lo que viene siendo habitual en los últimos años (2,8%). Esto posibilitó un incremento en la reducción del número de desempleados (-4,1%), pese a la ralentización en el ritmo de creación de empleo. En cualquier caso, la tasa de desempleo se elevó hasta el 8,5%, retomando los niveles observados en el promedio de 2006.

La información correspondiente al segundo trimestre del año refleja una suave moderación del ritmo de creación de empleo en ese período, que, en todo caso, mantendría tasas de avance similares a las observadas a finales de 2006. En concreto, el crecimiento interanual de la afiliación a la Seguridad Social, tanto utilizando los datos a fin de mes como los de afiliación media, disminuyó ligeramente en el segundo trimestre, hasta el 3,3% en ambos casos. Por su parte, la contratación registrada en el INEM se saldó en el segundo trimestre con una ligera caída (-0,1%, frente al aumento de 5,3% del primer trimestre), acentuando el perfil de ralentización con el que había iniciado el año, una vez finalizado el período especial de bonificación a la contratación indefinida. Finalmente, la información de la EPA correspondiente al segundo trimestre muestra un mantenimiento del ritmo de creación de empleo en el 3,4%.

Por ramas productivas, la mayor capacidad de generación de empleo sigue centrada en los servicios y, muy especialmente, en la construcción, que durante el primer trimestre del año volvió a acentuar su ya elevado dinamismo. En los meses más recientes, no obstante, esta

---

1. Medido por el número de puestos de trabajo equivalente a tiempo completo.

rama comienza a mostrar signos de desaceleración. Así, según las cifras de la EPA, en el segundo trimestre del año el empleo en la construcción creció un elevado 7,7%, que, no obstante, supone una desaceleración de 1,7 pp respecto al primer trimestre del año. El empleo en las ramas de servicios, por su parte, se aceleró en este trimestre, hasta un crecimiento del 4,3%, fruto de la aceleración mostrada tanto en las ramas de mercado como en las no destinadas a la venta. Por el contrario, los datos de la EPA no confirman la recuperación del empleo industrial observada en los registros de afiliación, y el empleo volvió a descender en términos interanuales (-1,3%). Finalmente, en la agricultura el empleo mostró un acusado deterioro (-3,8%), después de la tímida recuperación del trimestre precedente.

Como es habitual en las fases de expansión, el empleo asalariado ha seguido mostrando en la primera mitad del año un dinamismo mayor que el empleo total, mientras que el crecimiento de los trabajadores por cuenta propia mantiene una atonía notable. En concreto, de acuerdo con los datos de Contabilidad Nacional, en el primer trimestre el empleo asalariado aumentó un 3,4% en el total de la economía y un 3,7% en la economía de mercado, mientras que el crecimiento de los no asalariados ascendía al 0,9%. Esta evolución situó la tasa de asalarización en el 82,3% en el primer trimestre, cuatro décimas superior a la registrada el año anterior. La información de la EPA referida al segundo trimestre vuelve a mostrar un crecimiento superior de los asalariados (4,1%) que el registrado por el empleo total, y un crecimiento muy reducido de los trabajadores por cuenta propia (0,4%).

Además, los datos de la EPA ponen de relieve algunos cambios en la composición del empleo según la duración del contrato y la duración de la jornada. Así, en el segundo trimestre de 2007 el crecimiento de los asalariados con contrato indefinido fue del 8,2%, de nuevo por encima del crecimiento del empleo temporal, que, de hecho, se redujo un 3,6% en términos interanuales. No obstante, la ratio de temporalidad disminuyó solo dos décimas respecto al primer trimestre, hasta el 31,8%, aunque se sitúa 2,6 pp por debajo de su nivel de hace un año. Esta reducción de la ratio de temporalidad recoge el fuerte repunte de la contratación indefinida registrado en la estadística de contratos del INEM en los últimos meses de 2006 al amparo del proceso especial de bonificación de las conversiones de contratos temporales que finalizó el 31 de diciembre. Durante el primer semestre de 2007, una vez finalizado dicho proceso, se ha observado una ralentización de la contratación indefinida, que, no obstante, ha seguido mostrando tasas de variación elevadas, que contrastan con la caída de los contratos temporales. Finalmente, respecto a la duración de la jornada, los ocupados a tiempo completo mantuvieron un ritmo de variación elevado (3,7%), mientras que los ocupados a tiempo parcial se desaceleraron notablemente en el trimestre, creciendo un 1,5%, dando lugar a una caída en la ratio de parcialidad hasta el 12%, casi medio punto porcentual inferior a la del primer trimestre.

Finalmente, en cuanto a la evolución de la población activa, en el segundo trimestre del año se mantuvo estabilizado su ritmo de avance en el 2,8%, lo que parece confirmar un dinamismo inferior al registrado en los últimos años. Esta evolución viene explicada por un menor aumento interanual de la tasa de actividad (0,6 pp), ya que la población se aceleró en el trimestre, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 1,8%. Atendiendo a la desagregación por sexos, la población activa femenina mantuvo un mayor dinamismo que la masculina, si bien se desaceleró en ese trimestre, hasta alcanzar un crecimiento notablemente inferior al de los últimos años (3,4%). La tasa de participación femenina se elevó hasta el 48,8%, 0,8 pp superior a la de hace un año, mientras que en el colectivo masculino la tasa de actividad se elevó dos décimas, hasta el 69,3%. Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera mantuvieron estabilizado su ritmo de crecimiento en el trimestre (15,9%), mientras que los activos de nacionalidad española crecieron un modesto 1,2%. En el recuadro 4 se

La movilidad interna de la población puede ser un factor muy relevante para reducir los diferenciales en tasas de ocupación o desempleo entre municipios o regiones. En el caso español, los resultados de diferentes trabajos<sup>1</sup> muestran, sin embargo, que las migraciones internas de la población española no parecen haber contribuido en el pasado a reducir estos diferenciales, ya que, además de ser de magnitud reducida, los movimientos de la población no parecen haber estado relacionados con las variables regionales del mercado laboral.

El fenómeno de la inmigración podría, sin embargo, modificar estos resultados en la medida en que este colectivo mostrara una mayor propensión a la movilidad geográfica y una mayor reacción a las condiciones de los mercados laborales regionales. La población inmigrante presenta, con carácter general, un conjunto de características, al menos durante sus primeros años de estancia en España, que podrían hacer que esta población sea más proclive a la migración interna. En esos primeros años, la población inmigrante cuenta, por ejemplo, con

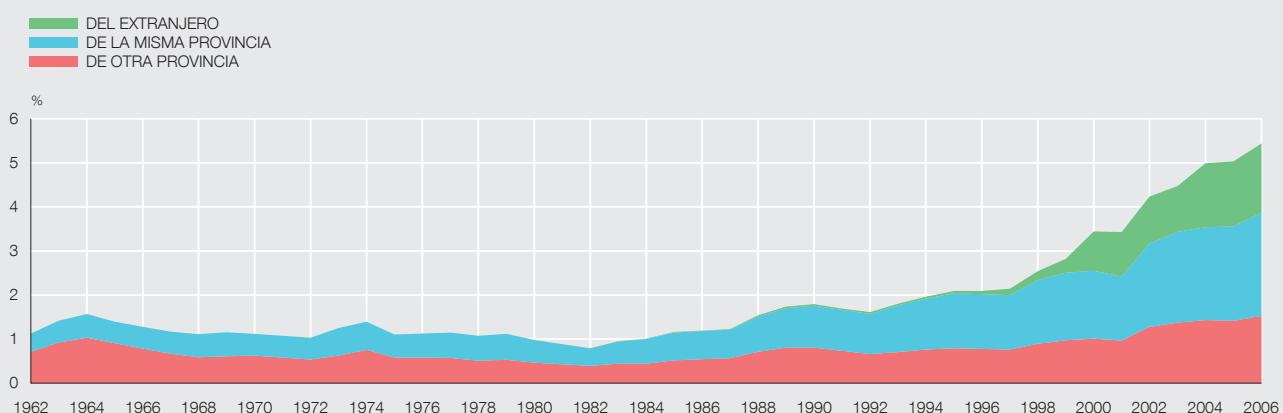
unos menores condicionantes sociales o familiares y una menor estabilidad laboral, que podría favorecer una mayor movilidad geográfica. Del mismo modo, cabría pensar que la decisión inicial de residencia de la población inmigrante podría guardar una fuerte relación con la situación del mercado de trabajo en la medida en que la motivación inicial de la inmigración sea mayoritariamente la de encontrar trabajo. Con posterioridad, una vez instalados en España, la población inmigrante podría también presentar una mayor reacción ante cambios en las condiciones laborales relativas de su región de residencia<sup>2</sup>. En este recuadro se efectúa un análisis preliminar de esta cuestión.

La población española se ha caracterizado tradicionalmente por una movilidad geográfica reducida, que parece haber aumentado en los últimos años. En efecto, los movimientos de población entre municipios se mantuvieron en niveles ligeramente por encima del 1% de la población entre 1960 y 1985, y registraron una ligera tendencia ascendente desde mediados de los años ochenta, hasta alcanzar el 2% en 1996, acelerándose esta tendencia desde entonces hasta casi superar el 4%

1. Bover y Velilla (1999), *Migrations in Spain: Historical background and current trends*, Documento de Trabajo n.º 9909, Banco de España o en Bentolila (2001), *Las migraciones interiores en España*, Documento de Trabajo n.º 2001-07 FEDEA.

2. Como consecuencia, por ejemplo, de su menor estabilidad laboral, ya comentada, o de su menor probabilidad de acceso al sistema de prestaciones sociales, derivada de su más reducida vida laboral.

## SALDO MIGRATORIO NETO, SEGÚN PROCEDENCIA Porcentaje sobre población



## RELACIÓN ENTRE MIGRACIONES EN 2006 Y MERCADO LABORAL EN 2005

Correlaciones	DISTRIBUCIÓN PROVINCIAL DE ENTRADAS DE			TASA PROVINCIAL DE SALIDAS DE	
	Extranjeros		Españoles	Extranjeros	Españoles
	Del exterior	De otras provincias	De otras provincias	A otras provincias	A otras provincias
Tasa de actividad	0,46	0,52	0,45	-0,68	-0,07
Tasa de ocupación	0,46	0,52	0,40	-0,61	-0,09
Tasa de paro	-0,19	-0,22	-0,06	0,14	0,06
Distribución del stock de extranjeros en 1998	0,92	0,88		-0,51	

FUENTE: Estadística de variaciones residenciales (Instituto Nacional de Estadística).

## PROPENSIÓN MEDIA A LA MIGRACIÓN INTERIOR, SEGÚN NACIONALIDAD En porcentaje del correspondiente colectivo de población

	INTRAPROVINCIAL DE ESPAÑOLES	INTRAPROVINCIAL DE EXTRANJEROS	INTERPROVINCIAL DE ESPAÑOLES	INTERPROVINCIAL DE EXTRANJEROS
2003	2,0	6,0	1,0	5,0
2004	2,0	6,2	1,0	5,5
2005	2,0	5,9	1,0	4,8
2006	2,0	6,4	1,0	4,8



en 2006 (véase gráfico adjunto). El aumento observado en los movimientos internos de población en la última década ha coincidido con un elevado incremento del número de inmigrantes procedentes del extranjero, lo que podría sugerir que ambos fenómenos están relacionados. Los datos disponibles parecen confirmar esta hipótesis: mientras la movilidad interna de la población española no supera el 3%, cuando se computan tanto los movimientos interprovinciales como los intraprovinciales, la de la población extranjera es casi cuatro veces superior y alcanza el 11% (véase el panel inferior derecho del gráfico adjunto), lo que implica que este colectivo ha contribuido en casi 1 pp al mencionado incremento de la movilidad interna en España. El análisis del desglose de los movimientos de población según sean de carácter interprovincial o intraprovincial muestra, no obstante, que, tanto para la población española como para la extranjera, el mayor número de movimientos se desarrolla dentro de una misma provincia.

En cuanto a la relación de estos movimientos con la situación del mercado de trabajo, en el cuadro inferior izquierdo adjunto se presentan las correlaciones de los movimientos de entrada y de salida interprovinciales por nacionalidad, con determinadas variables laborales a nivel provincial. Se observa que existe una correlación positiva entre la tasa de actividad y de ocupación de una provincia y la cantidad de inmigrantes que atrae del exterior. Asimismo, esta relación se torna negativa para la tasa de paro, como era de esperar, si bien su magnitud es considerablemente inferior. Como muestra la última fila del cuadro, el factor que parece más relevante a la hora de elegir una provincia inicial de residencia es la cantidad de inmigrantes que ya residían en esa localización<sup>3</sup>. Una vez que los

inmigrantes residen en España, este factor pierde relevancia a la hora de explicar sus migraciones interiores y las variables laborales tienden a cobrar mayor importancia. Esto es especialmente cierto en el caso de las salidas de población a nivel provincial, que, en el caso de la población extranjera, están negativamente correlacionadas con las tasas de actividad y ocupación de la provincia<sup>4</sup>, mientras que para la población española esta relación es prácticamente nula. En el caso de las entradas, la población extranjera también mantiene una correlación más elevada con las variables laborales, si bien las diferencias de comportamiento con la población nacional son reducidas.

En resumen, la población extranjera muestra una movilidad interna casi cuatro veces superior a la de la población española, lo que ha contribuido decisivamente a explicar el aumento observado en la movilidad interna de la población en España en los últimos 10 años. En cuanto a la relación entre esta movilidad interna y las diferencias que se observan en los mercados de trabajo a nivel provincial, los trabajadores extranjeros parecen responder en mayor medida a las condiciones laborales de los mercados provinciales, al menos en los primeros años de estancia en España, lo que podría contribuir a la reducción de los marcados diferenciales en las tasas de ocupación y desempleo existentes. En cualquier caso, los resultados aquí presentados constituyen un análisis preliminar y su confirmación requeriría un estudio empírico más detallado de los factores determinantes de las migraciones interiores y la incidencia de la inmigración exterior.

3. Se ha elegido el año 1998 para calcular el stock inicial de inmigrantes como año anterior al boom migratorio español. La correlación elevada se mantiene también teniendo en cuenta los diferentes países de nacionalidad.

4. Este mismo resultado se encuentra en artículos más elaborados, como De la Rica y Amuedo Dorantes (2005), *Immigrants' Responsiveness to Labor Market Conditions and Its Implications on Regional Disparities: Evidence from Spain*, IZA Discussion Paper 1557.

hace una valoración de la contribución de la población no residente a la movilidad geográfica del trabajo.

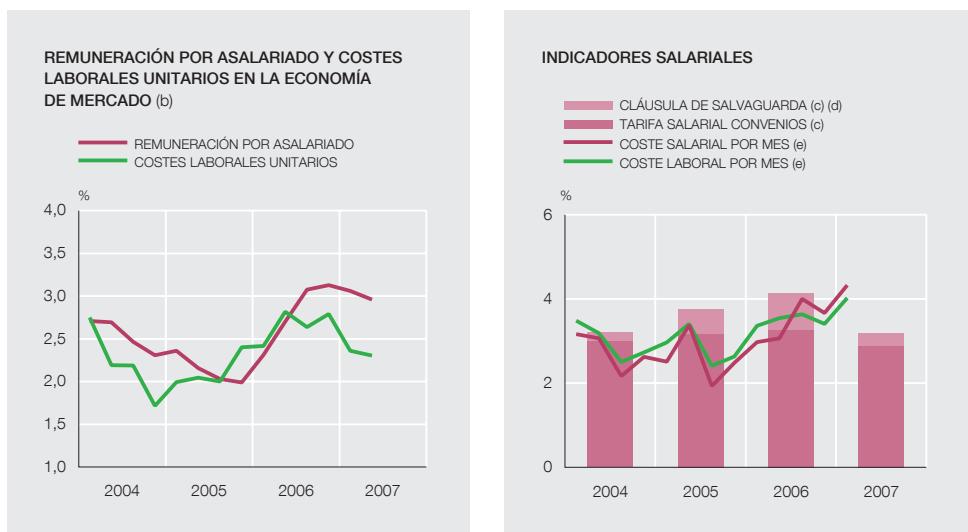
Por último, en el segundo trimestre el número de desempleados descendió un 4,2%, manteniendo un ritmo de caída similar al del trimestre precedente. La tasa de paro cayó hasta el 8%, 0,5 pp inferior a la registrada en el primer trimestre precedente y alcanzando mínimos históricos. El paro registrado, por su parte, ha mostrado un panorama menos favorable, con una reducción progresiva de su ritmo de caída, e incluso en junio la variación interanual retornó a registros positivos, algo que no sucedía en el transcurso del último año.

#### 4.3 Costes y precios

En el primer trimestre de 2007, el crecimiento de la remuneración por asalariado, que se había acelerado a lo largo del año anterior, mostró un punto de inflexión, situándose en el 3,5%, tres décimas inferior al del trimestre precedente (véase gráfico 20). El comportamiento por ramas de actividad fue muy dispar, apreciándose una contención del ritmo de avance de la remuneración de los servicios de no mercado, mientras que en la economía de mercado el crecimiento de la remuneración se mantuvo estable, por encima del 3%, por tercer trimestre consecutivo. Dentro de esta última, el incremento de la remuneración por asalariado se moderó en la

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

## GRÁFICO 20



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

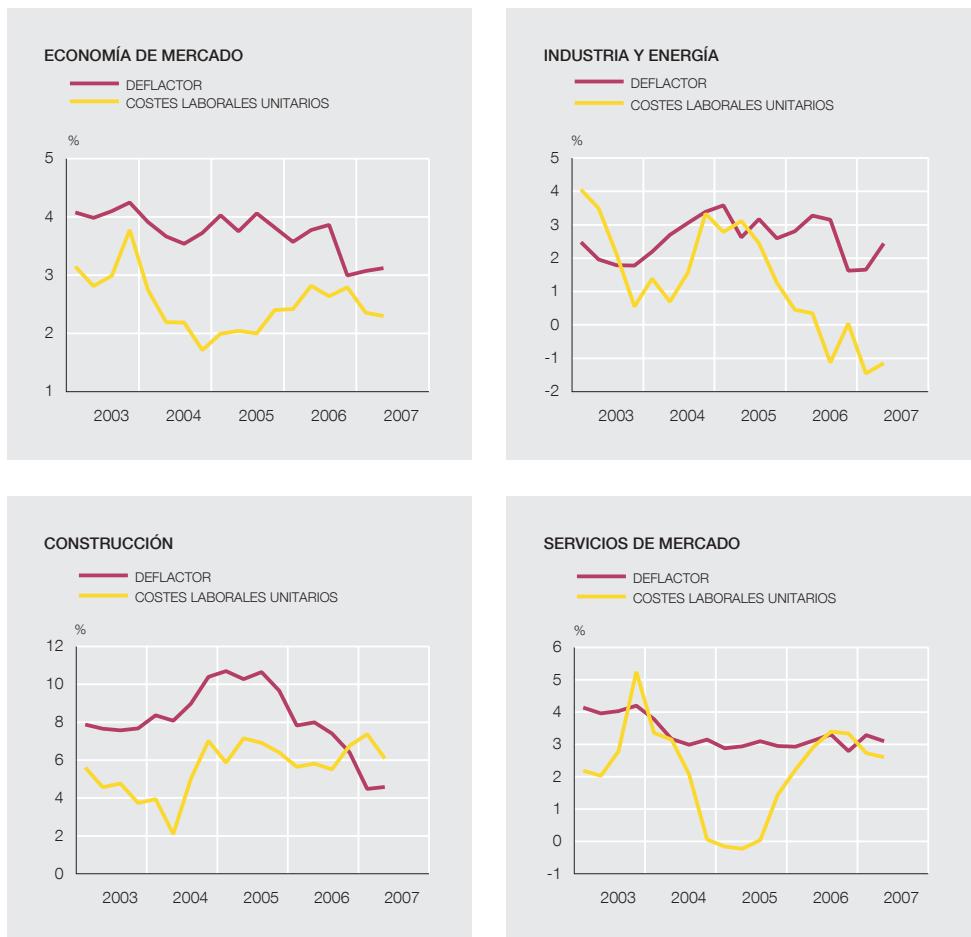
- a. Tasas de variación interanuales.
  - b. Tasas calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.
  - c. Información de convenios colectivos hasta mayo de 2007.
  - d. Cláusula de salvaguarda del año anterior.
  - e. ETCI.

agricultura y en la industria, hasta alcanzar tasas del 2,6% y del 2,8%, respectivamente, mientras que en la construcción y en los servicios orientados a la venta se intensificó el ritmo de variación interanual hasta el 4,1% y el 3%.

La información disponible para el segundo trimestre apunta hacia una estabilidad del crecimiento de la remuneración por asalariado en ese período, en tasas próximas al 3,5%, inferiores a las registradas en la segunda mitad de 2006. En concreto, los convenios colectivos registrados en los cinco primeros meses de 2007 reflejan una gran estabilidad de las tarifas salariales pactadas, que mantienen tasas próximas al 2,9%, inferiores a las observadas en los años anteriores y en línea con las directrices salariales del Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva prorrogado a principios del año por los principales agentes sociales. Esta desaceleración de los incrementos salariales pactados se extendió a todas las ramas, con la excepción de la construcción. A ello cabe añadir que el efecto estimado de la aplicación de la cláusula de salvaguarda correspondiente al año 2006 se cifra en 0,3 pp, muy inferior a la del ejercicio precedente (0,9%), debido fundamentalmente a la menor inflación con que acabó dicho ejercicio (2,7% en diciembre, un punto por debajo de la del año anterior)<sup>2</sup>. La presencia de estas cláusulas sigue siendo importante en el año corriente, afectando a un 65,8% de los trabajadores con convenio registrado entre enero y mayo.

El menor crecimiento de la remuneración por asalariado y la recuperación de la productividad aparente posibilitaron que los costes laborales unitarios hayan truncado en la primera parte del año la trayectoria ascendente que habían mostrado en los dos últimos años, registrando tasas próximas al 2,5% (véase gráfico 21). Esta moderación de los costes laborales unitarios se ha trasladado al comportamiento de los precios, aunque también se aprecia una nueva ampliación de los márgenes de explotación. Solo en el caso de la construcción el crecimiento de los márgenes se ha desacelerado, en un contexto de ralentización de la demanda.

2. Recuérdese que el impacto de estas cláusulas se reflejará en otras estadísticas salariales en el año en que dichos pagos sean ejecutados, es decir, en 2007.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

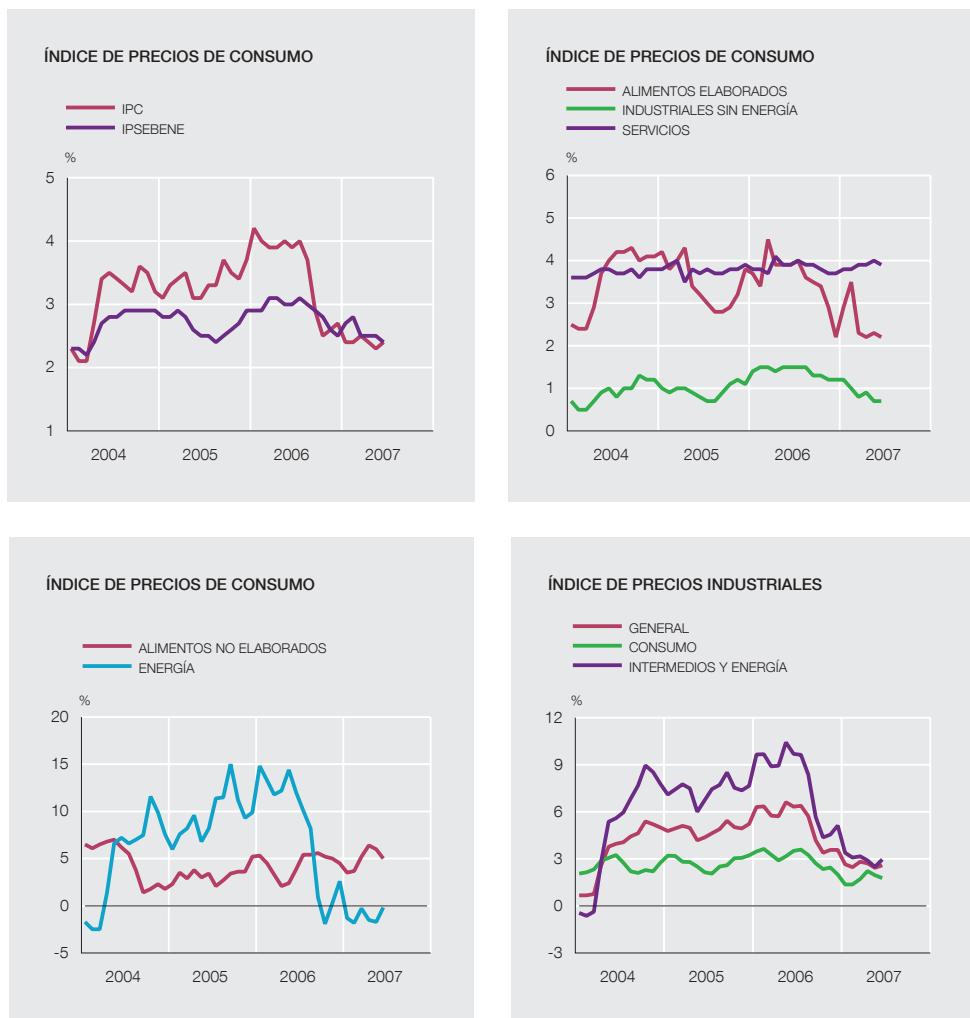
a. Tasas interanuales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

En cuanto al deflactor de la demanda final, se estima que en el segundo trimestre de 2007 casi todos sus componentes prolongaron la senda de desaceleración que habían iniciado en el segundo semestre de 2006, aunque en general el retroceso de sus tasas de variación interanual fue más moderado que el observado en el primer trimestre. En el conjunto de los seis primeros meses del año, la desaceleración de la inflación fue más intensa en el caso de las importaciones, influidas por la apreciación del euro y por los efectos de base derivados de los menores niveles de los precios del petróleo registrados a lo largo del 2007, en relación con los observados un año antes. Finalmente, el ritmo de avance del deflactor del PIB se desaceleró tres décimas en el primer trimestre, manteniendo posteriormente un crecimiento interanual próximo al 3,3%.

En general, en el segundo trimestre todos los indicadores de precios han tendido a moderar el perfil descendente que venían mostrando desde el segundo semestre del año anterior (véase gráfico 22). En concreto, la tasa interanual del IPC disminuyó dos décimas en el primer trimestre del año, hasta alcanzar el 2,4%, sin que en el segundo trimestre se aprecien mejoras adicionales, debido al repunte de los precios del petróleo en los mercados internacionales y al aumento de la inflación de los alimentos no elaborados (véase recuadro 5). Por componentes, los productos energéticos se han encarecido a lo largo de los tres últimos meses, aunque mantienen tasas interanuales negativas (-1,1%), similares a las observadas en el primer trimestre del año. Esta evolución es consecuencia de las cotizaciones del petróleo en los mercados internacionales, que habían iniciado el año mostrando una flexión a la baja, para enca-

**INDICADORES DE PRECIOS (a)  
España**

GRÁFICO 22



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

recerse posteriormente, hasta alcanzar en junio valores próximos a los 73 dólares por barril, que se han visto superados en julio. Y ello a pesar de que la apreciación del euro frente al dólar ha compensado, de manera parcial, el crecimiento de la factura energética. La tendencia alcista de los precios energéticos ha coincidido con una aceleración de los precios de los alimentos no elaborados, que a lo largo del presente año fueron el componente más inflacionista del IPC, con una tasa media de crecimiento interanual del 5,8% en el segundo trimestre, frente al 4,1% del trimestre anterior. Por su parte, los precios de los servicios siguen anclados en tasas ligeramente inferiores al 4%, que reflejan la persistencia de un elevado crecimiento de los precios de los servicios relacionados con el turismo y la hostelería, a la que se ha añadido en los meses más recientes el aumento de los precios de los servicios telefónicos, que abandonaron las tasas de variación interanual negativas de los últimos años. En cambio, el resto de componentes ha mostrado, en general, un comportamiento más favorable: así, los precios de los alimentos elaborados se desaceleraron siete décimas en el segundo trimestre, hasta alcanzar una tasa interanual media del 2,2%, mientras que los precios de los bienes industriales no energéticos volvieron a reducir en dos décimas su crecimiento interanual en ese mismo período, hasta el 0,8%, apreciándose un retroceso significativo de los precios de los productos de electrónica e informática.

Desde el comienzo de la unión monetaria, los precios de los alimentos no elaborados en España han tendido a registrar ritmos de variación sustancialmente superiores a los del índice de precios de consumo (IPC) general, lo que dificulta su reducción. Así, el crecimiento medio del IPC de alimentos no elaborados en el promedio del período 1999-2007 ha sido del 4,8%, 1,7 pp por encima de la tasa de inflación general y también por encima del resto de los principales componentes del IPC (véase gráfico 1). Asimismo, los incrementos de precios de los alimentos no elaborados en la economía española han sido persistentemente superiores a los del conjunto de la UEM, contribuyendo a mantener un diferencial de inflación positivo, en términos del índice armonizado de precios de consumo (IAPC). En concreto, en el promedio del período de moneda común, el diferencial medio de precios de estos productos ha sido de 1,7 pp, frente a 1,1 pp en el caso del índice general. Lógicamente, este mayor encarecimiento ha motivado un acercamiento de los niveles de precios españoles a los del resto de países de la Unión Europea —un proceso que se observa igualmente en el conjunto de Europa—, si bien los de nuestro país continúan siendo inferiores. Así, de acuerdo con los resultados de la encuesta armonizada de niveles de precios que llevaron a cabo los institutos nacionales de estadística en 2006, los precios de los alimentos y bebidas no alcohólicas eran un 8% inferiores en España a los de la UE 27 y un 13% a los de la UE 15; en 2003 los precios españoles eran un 22% inferiores a los de la UE 15 (véase cuadro 1).

En el período más reciente, la evolución de los precios de los alimentos no elaborados ha sido particularmente desfavorable. Así, mientras que el IPC general se ha venido moderando desde el segundo trimestre de 2006, en el que aumentó un 3,9%, hasta el 2,4% en el mismo período de 2007, los incrementos de precios de los alimentos no elaborados han pasado del 2,8% al 5,8%. Además, este encarecimiento ha sido superior al registrado frente a la Unión Monetaria, de modo que el diferencial de este componente ha aumentado hasta 1,7 pp.

Esta trayectoria no se puede explicar por un proceso de aceleración de los márgenes de distribución, dada la evolución reciente del indicador de tendencia de los márgenes comerciales de los productos de alimentación en fresco, que elabora el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Este indicador aproxima la evolución del margen bruto de comercialización, obtenido como diferencia entre el precio en origen y el precio de venta al público. En efecto, en el segundo trimestre de 2007 este índice se situó en 100,4, prácticamente igual al del segundo trimestre de 2006 (100,8).

La evolución alcista reciente de los precios de los alimentos no elaborados tampoco parece reflejar mayores aumentos salariales en las ramas agrícolas, ya que las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral para esta rama muestran una ligera desaceleración de su remuneración por asalariado en los últimos trimestres. Por el contrario, sí se aprecian elementos de tensión en algunos costes no salariales.

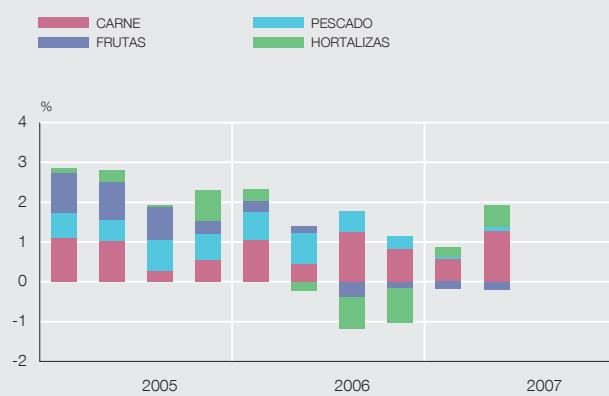
1 PRECIOS DE CONSUMO Y DIFERENCIAL CON LA UNIÓN MONETARIA



## 1 NIVELES DE PRECIOS

- Alimentos y bebidas no alcohólicas
- Carne
- Pescado
- Frutas y hortalizas (b)

## 2. CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL



UE 15=100 (a)			UE 27=100
2001	2003	2006	2006
81	78	87	92
69	67	76	81
90	70	84	89
83	82	90	95

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Los índices en base UE 15 para 2001 y 2003 son estimaciones propias.  
b. Para 2001 y 2003 la cifra de frutas y hortalizas se obtiene como media.

como los *inputs* de la ganadería. Así, los índices de materias primas alimenticias en los mercados internacionales vienen mostrando crecimientos notables, al igual que los precios interiores de los piensos.

Cabe esperar que el proceso de mayores precios de los cereales, piensos y, de manera indirecta, productos ganaderos cobre una importancia creciente en el futuro. En concreto, la tendencia alcista a nivel mundial de la producción de biocombustibles supone una mayor demanda de algunos productos agrícolas, como cereales, azúcar, semillas oleaginosas y aceites vegetales. Para los próximos años, los esfuerzos de reducción de gases de efecto invernadero, de acuerdo con el Protocolo de Kioto, supondrán sustituciones adicionales de combustibles fósiles por biocombustibles. Así, el recientemente aprobado Plan de Acción de la Estrategia de Ahorro y Eficiencia Energética 2008-2012 estima que la penetración de los biocarburantes puede acercarse al 8% del total en 2012, frente la penetración actual en torno al 1%.

Dentro de los alimentos no elaborados, se aprecian crecimientos de precios y trayectorias dispares en el período reciente. Así, los pre-

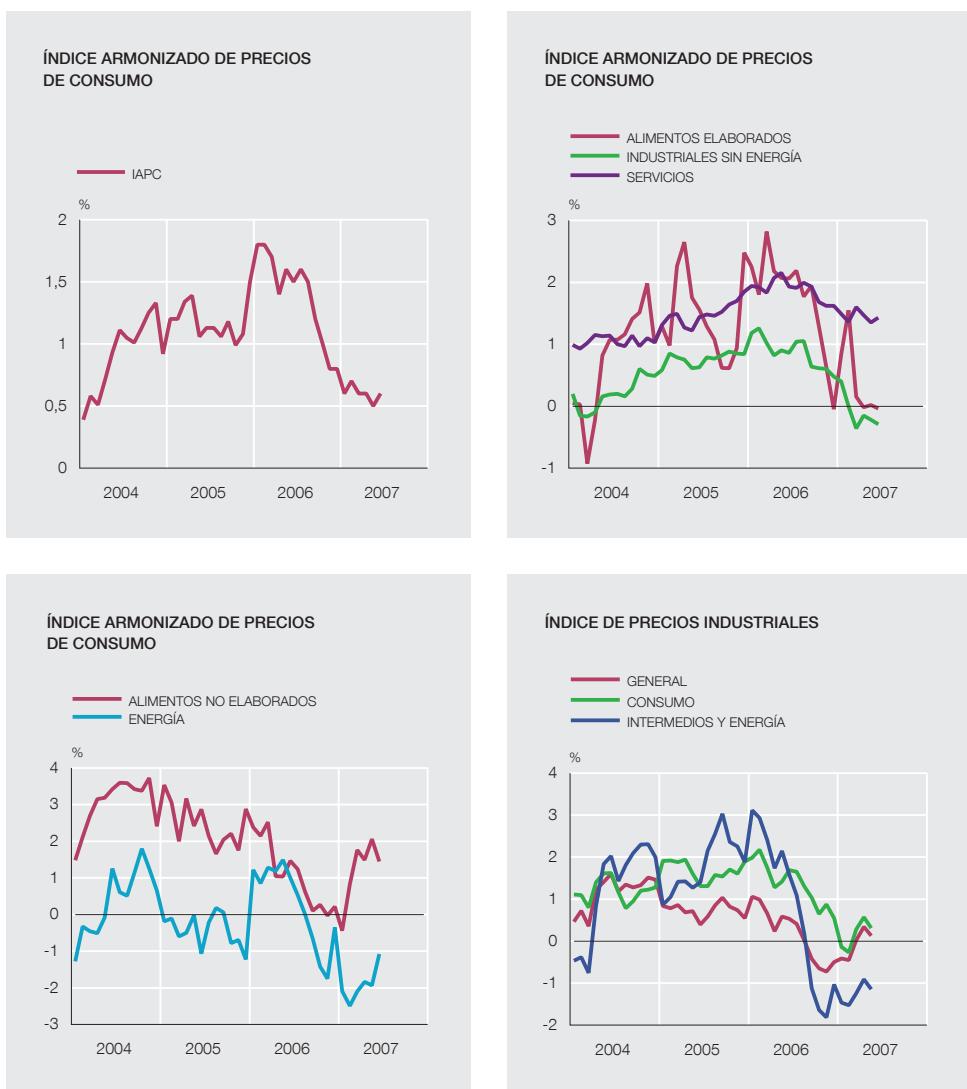
cios de las carnes han tendido a registrar incrementos superiores al 5% y suponen el principal factor determinante del diferencial de los precios de los alimentos no elaborados con la UEM (véase gráfico 2). Destaca particularmente el encarecimiento de la carne de pollo, que llegó a aumentar casi un 20% en marzo de 2007, situándose en la actualidad en el 8% interanual. La oferta de este producto parece mantenerse limitada, ya que algunos productores han retrasado la puesta en marcha de su producción, tras la crisis de la influenza aviar y el encarecimiento de los piensos. Por su parte, los precios de las hortalizas han mostrado una marcada aceleración, que ha deteriorado el diferencial con el conjunto de la Unión Monetaria, siendo particularmente reseñable el encarecimiento de las patatas, que ha llegado a superar el 20%. La reducida producción europea, debido al clima caluroso y seco del pasado verano en Centroeuropa, parece ser el principal elemento explicativo. Asimismo, los precios de las frutas han mantenido una trayectoria alcista, al igual que la reflejada en otros países de la UEM. Por último, los precios del pescado se han moderado en el período más reciente, incluso en mayor medida que en la UEM.

Medida por el IAPC, la inflación en España permaneció estabilizada en el 2,5% en el segundo trimestre del año, mientras que en el conjunto de la UEM se mantuvo en el 1,9% (véase gráfico 23). Por consiguiente, el diferencial está estabilizado en valores de 0,6 pp, el mínimo de los tres últimos años (véase gráfico 23). La estabilidad del diferencial de inflación observada en la primera parte del año es el resultado de una flexión al alza del diferencial de los precios energéticos, aunque sigue siendo negativo, que se ha visto compensada por la mejora de los precios relativos de los bienes industriales no energéticos, cuyo diferencial presenta registros negativos desde el mes de marzo. En cambio, el diferencial de los servicios permanece estable en cotas elevadas, aunque algo más moderadas que las observadas en el promedio del año anterior.

Por último, el índice de precios industriales (IPRI) se desaceleró en el segundo trimestre, situando su tasa de crecimiento interanual, en junio, en el 2,4%, frente al 2,8% con que cerró el primer trimestre. La trayectoria descendente que mantiene este indicador en los últimos doce meses se debe, en buena medida, al menor dinamismo de los precios de producción de la energía. Con todo, el rasgo más destacable de la evolución de los precios de producción en los últimos meses es el elevado crecimiento que presentan los precios de los bienes intermedios, con tasas próximas al 6%. Este hecho es común a otros países desarrollados y tiene su origen en la trayectoria alcista que siguen mostrando los precios de las materias primas industriales en los mercados internacionales, en un contexto de elevado crecimiento de la actividad industrial mundial. El avance de los precios industriales de exportación, que, a pesar de haberse desacelerado en relación con el año anterior, mantienen tasas próximas al 2%, se sustenta también en un elevado crecimiento de los precios de los productos intermedios no energéticos, ya que el resto de los componentes de la exportación mantiene tasas de crecimiento muy moderadas o incluso negativas. Por el contrario, los precios industriales de importación mantendrían un ritmo de avance muy moderado hasta mayo, con tasas casi nulas, como consecuencia de la apreciación del euro y, muy especialmente, de la disminución que registraron los precios de la energía importada en ese período.

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

GRÁFICO 23



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

#### 4.4 La actuación del Estado

Las cifras publicadas, siguiendo la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo, sobre la ejecución del presupuesto del Estado hasta el mes de junio del año corriente muestran un superávit de 6.075 millones de euros (un 0,6% del PIB), notablemente por encima del superávit de 2.569 millones de euros (un 0,3% del PIB) obtenido en la primera mitad del año anterior. Esta evolución se debió a la fortaleza de los impuestos directos, que impulsaron el crecimiento de los recursos hasta el 12,4%, mientras que los empleos aumentaron un 7%, en línea con el PIB. Asimismo, el saldo de caja no financiero del Estado mejoró notablemente con respecto al mismo período del año anterior, alcanzando un superávit de 4.168 millones de euros, frente al superávit de 1.153 millones hasta junio del 2006. La fortaleza mostrada por los ingresos en comparación con las tasas presupuestadas apunta a un cierre del año mejor de lo previsto, aun a pesar de la probable desaceleración del IRPF y del impuesto sobre sociedades en los próximos meses por la reforma de ambos impuestos introducida a principios de año. En cualquier caso, el dinamismo de las retenciones sobre el capital mobiliario y sobre arrendamientos (en parte, debido al incremento en sus tipos) en ambos impuestos está amortiguando notablemente el impacto de la reducción de las tarifas en las demás retenciones y

	Liquidación							
	Liquidación 2006	Variación porcentual 2006-2005	Presupuesto inicial 2007	Variación porcentual 2007-2006	Liquidación ENE-MAR Variación porcentual 2007-2006	2006 ENE-JUN	2007 ENE-JUN	Variación porcentual 8 = 7/6
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7	8 = 7/6
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	141.846	10,1	146.547	3,3	13,6	61.315	69.126	12,7
Impuestos directos	81.130	14,8	83.925	3,4	16,5	27.130	32.003	18,0
<i>IRPF</i>	41.451	15,3	39.474	-4,8	14,4	18.593	21.445	15,3
Sociedades	37.207	14,5	41.641	11,9	40,3	7.293	8.937	22,5
Otros (a)	2.472	11,5	2.810	13,7	21,9	1.244	1.621	30,3
Impuestos indirectos	48.328	8,3	50.740	5,0	10,1	28.542	30.515	6,9
<i>IVA</i>	35.424	10,7	36.538	3,1	10,0	22.334	23.567	5,5
Especiales	9.895	1,0	10.961	10,8	11,9	4.710	5.386	14,4
Otros (b)	3.009	7,0	3.241	7,7	6,0	1.498	1.561	4,2
Otros ingresos	12.388	-8,2	11.882	-4,1	21,6	5.643	6.608	17,1
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	130.375	6,2	142.927	9,6	7,4	60.162	64.958	8,0
Personal	22.209	7,4	23.686	6,7	5,3	10.999	11.722	6,6
Compras	3.799	12,1	3.431	-9,7	12,3	1.640	1.956	19,3
Intereses	15.619	-12,4	15.946	2,1	-9,4	7.484	6.521	-12,9
Transferencias corrientes	72.225	11,9	77.338	7,1	9,8	33.207	36.467	9,8
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	3.028	—	—	—	—	—
Inversiones reales	9.037	0,7	9.956	10,2	19,6	3.889	4.601	18,3
Transferencias de capital	7.487	2,0	9.541	27,4	37,9	2.944	3.692	25,4
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>	11.471	—	3.620	—	—	1.153	4.168	—
<b>PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL</b>								
Recursos no financieros	147.205	13,1	146.328	-0,6	13,3	62.595	70.332	12,4
Empleos no financieros	140.135	10,6	144.152	2,9	7,6	60.026	64.257	7,0
<b>CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN</b>								
	7.070	—	2.176	—	—	2.569	6.075	—
Porcentaje del PIB	0,8	—	0,2	—	—	0,3	0,6	—

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a. Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.

b. Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

pagos a cuenta. La ejecución presupuestaria de la Seguridad Social también muestra una notable mejora en su saldo, según se describe en el recuadro 6.

Los ingresos de caja del Estado aumentaron un 12,7% hasta junio, por el dinamismo de las principales figuras impositivas, lo que marca una clara diferencia con el incremento del 3,3% para el conjunto del año según las cifras presupuestadas. Los impuestos directos, sobre todo, registraron crecimientos muy por encima de los presupuestados, mientras que los indirectos se ajustaron algo más a las previsiones presupuestarias, aunque también evolucionaron mejor de lo previsto. El IRPF se aceleró ligeramente en el segundo trimestre, hasta alcanzar un crecimiento del 15,3%, debido a las aceleraciones registradas en las retenciones de capital mobiliario y arrendamientos, que han compensado con creces la desaceleración en las retenciones sobre el trabajo. Cabe mencionar que el crecimiento medio en estas últimas entre los meses de febrero y junio, con aplicación de la nueva tarifa del IRPF, en comparación con los mismos meses del año anterior, fue del 8,5%, mientras que su crecimiento fue del 11,3% en 2006. El impuesto sobre sociedades, por su parte, tras el primer pago a cuenta (en abril)

El Sistema de la Seguridad Social presentó hasta abril de 2007 un superávit no financiero de 9.676 millones de euros, superior en un 14,8% al registrado en el mismo período del año precedente. Los ingresos no financieros aumentaron un 8,5% hasta abril respecto al mismo mes de 2006, mientras que el incremento registrado por los pagos ascendió a un 6,4% (véase cuadro adjunto).

Los ingresos por cotizaciones sociales experimentaron un aumento hasta abril del 7,5%, situándose por debajo de lo presupuestado para el conjunto de 2007. El crecimiento del número de afiliados a la Seguridad Social creció un 3,8% en la primera mitad del año, una vez agotados los efectos del proceso de regularización de inmigrantes. Esta cifra sigue poniendo de manifiesto un elevado dinamismo en el mercado de trabajo.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas creció un 6,7% hasta abril, significativamente por debajo de lo presupuestado para el conjunto del año. En los seis primeros meses del año, el número de pensiones contributivas viene mostrando ritmos de avance (del 1,3%) más moderados que el año anterior (de un 2,3% para el conjunto de 2006). Ello es debido, en parte, al efecto que tuvo en las cifras de 2006 el reconocimiento de la compatibilidad de las pensiones del antiguo Seguro Obrero de Vejez e Invalidez con las pensiones de viudedad<sup>1</sup>. Por su parte, aunque el gasto en incapacidad temporal creció a ritmos notablemente elevados, del 8,7% hasta abril, este crecimiento se situó también por debajo de la previsión presupuestaria para 2007.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), todavía no se dispone de información sobre los ingresos del año 2007. Por su parte, el crecimiento del gasto destinado a prestaciones por desempleo acumulado hasta abril de 2007 ascendió a un 5,7% en tasa interanual. La tasa de cobertura en marzo se situó en el 67,4%, siete puntos por encima de la registrada en el mismo mes de 2006. El número de beneficiarios aumentó, con datos hasta marzo, un 6,9% frente al mismo mes del año anterior, mientras que el paro registrado se redujo en un 4,3% en tasa interanual en el mismo período. Sin embargo, la última información disponible sobre el paro registrado muestra una contracción acumulada del 0,1% en el primer semestre del año, lo que pone de manifiesto una significativa ralentización de los ritmos de caída que se habían experimentado durante los tres primeros meses.

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

#### SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)

Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas (b)

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

m€ y %

	Presupuesto			Liquidación ENE-ABR		
	2006	2007	% variación	2006	2007	% variación
1	2	3=2/1		5	6	7=6/5
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	97.547	106.142	8,8	33.739	36.592	8,5
1.1 Cotizaciones sociales (c)	90.625	97.942	8,1	31.317	33.680	7,5
1.2 Transferencias corrientes	5.295	5.963	12,6	1.794	2.041	13,8
1.3 Otros (d)	1.628	2.237	37,5	628	870	38,6
2 PAGOS NO FINANCIEROS	90.562	98.390	8,6	25.307	26.915	6,4
2.1 Personal	2.165	2.253	4,1	676	658	-2,7
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.733	1.807	4,2	487	487	0,0
2.3 Transferencias corrientes	86.133	93.743	8,8	24.115	25.721	6,7
Prestaciones	86.131	93.742	8,8	24.115	25.721	6,7
Pensiones contributivas	73.832	80.099	8,5	20.720	22.098	6,7
Incapacidad temporal	6.656	7.313	9,9	1.790	1.947	8,7
Resto	5.644	6.330	12,2	1.605	1.677	4,5
2.4 Otros (e)	530	588	10,8	29	49	68,2
3 SALDO NO FINANCIERO	6.986	7.752	11,0	8.432	9.676	14,8

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

a. Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues los correspondientes a las otras Administraciones de Seguridad Social no están disponibles hasta abril de 2007.

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.

se desaceleró, hasta un crecimiento del 22,5%. Los impuestos indirectos registraron crecimientos algo más contenidos, desacelerándose con respecto al primer trimestre, debido, sobre todo, a la evolución del IVA. Debe destacarse, no obstante, la recuperación de los ingresos por impuestos especiales, hasta un crecimiento del 14,4%, que contrasta con los débiles crecimientos de los últimos años (en torno al 3%). En cuanto a los ingresos agrupados en la rúbrica de Otros ingresos, cabe mencionar los fuertes aumentos de los intereses (por encima del 80%) y de las transferencias de capital por la recepción de fondos del FEDER.

Los pagos de caja se aceleraron ligeramente durante el segundo trimestre, aunque todavía registraron una tasa de variación por debajo de la presupuestada. Esta aceleración vino determinada por los gastos de funcionamiento (personal y compras), en parte ligados a los costes de los procesos electorales. En especial, es destacable la desviación en la tasa del capítulo de compras en comparación con la caída presupuestada. Por el contrario, el capítulo de pagos de intereses, condicionado el registro de caja por el calendario de vencimientos de la deuda pública, registró una caída del 12,9%, frente a un aumento presupuestado del 2,1%. Asimismo, el capítulo de inversiones reales siguió registrando crecimientos notablemente por encima de lo presupuestado.

#### **4.5 Balanza de pagos y cuenta de capital**

En los cuatro primeros meses de 2007 el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 32.529 millones de euros, un 14,5% superior al contabilizado en iguales fechas del año anterior (véase cuadro 4). El saldo negativo por cuenta corriente se amplió un 16,4% en este período, hasta situarse en 34.339 millones de euros, mientras que mejoró notablemente el superávit por operaciones de capital, que alcanzó la cifra de 1.810 millones de euros. Los principales saldos de la cuenta corriente se deterioraron en el primer cuatrimestre, a excepción del superávit turístico, que experimentó una leve mejora. Con todo, estos datos reflejan una moderación apreciable en el ritmo de ampliación del desequilibrio exterior de la economía española, tras los fuertes incrementos de los últimos ejercicios, que se debe, en buena medida, a la desaceleración del déficit comercial. En cambio, los saldos de rentas y de transferencias corrientes han mostrado un marcado empeoramiento en estos primeros meses del año.

En el período enero-abril, el déficit de la balanza comercial moderó su ritmo de ampliación hasta el 5,4%, en contraste con la tónica de fuerte deterioro que había mostrado en los años recientes. Esta mejora se produjo en un contexto de desaceleración de los intercambios comerciales con el exterior, que alcanzó mayor intensidad en el caso de las importaciones, aunque siguieron mostrando avances reales superiores a los de las exportaciones. Sin embargo, el aumento que experimentó la relación real de intercambio permitió que en términos nominales las exportaciones crecieran a un ritmo ligeramente superior al de las importaciones (7,6% y 6,9%, respectivamente). La factura energética descendió en este período, en consonancia con la trayectoria de moderación que mostraron los precios del crudo en los mercados internacionales en los primeros meses del año y con la apreciación del euro frente al dólar, mientras que el desequilibrio del comercio no energético continuó incrementándose.

Por su parte, el superávit de la balanza de servicios descendió en los cuatro primeros meses del año, en relación con los niveles observados en el mismo período del año anterior, debido al aumento del déficit de servicios no turísticos, que no pudo compensarse con la mejora del superávit turístico. Los ingresos turísticos comenzaron el año mostrando un tono expansivo, que se moderó notablemente en abril, situando su crecimiento acumulado en los cuatro primeros meses del año en el 4,8%, ligeramente por debajo del avance observado en el promedio del año anterior. Los pagos turísticos, por su parte, aumentaron un 8,2% en el primer cuatrimestre de 2007, por debajo del incremento medio observado en 2006, en consonancia

		Millones de euros	
		ENERO-ABRIL	
		2006	2007
INGRESOS	Cuenta corriente	94.975	106.258
	<i>Mercancías</i>	56.225	60.473
	<i>Servicios</i>	23.652	25.681
	– Turismo	10.013	10.494
	– Otros servicios	13.639	15.187
	<i>Rentas</i>	10.862	14.254
	<i>Transferencias corrientes</i>	4.236	5.849
	Cuenta de capital	1.628	2.259
	Cuentas corriente + capital	96.602	108.517
PAGOS	Cuenta corriente	124.483	140.597
	<i>Mercancías</i>	81.072	86.664
	<i>Servicios</i>	19.477	21.641
	– Turismo	3.784	4.096
	– Otros servicios	15.692	17.546
	<i>Rentas</i>	16.448	22.490
	<i>Transferencias corrientes</i>	7.487	9.802
	Cuenta de capital	538	449
	Cuentas corriente + capital	125.021	141.046
SALDOS	Cuenta corriente	-29.509	-34.339
	<i>Mercancías</i>	-24.847	-26.191
	<i>Servicios</i>	4.176	4.040
	– Turismo	6.229	6.399
	– Otros servicios	-2.053	-2.358
	<i>Rentas</i>	-5.586	-8.235
	<i>Transferencias corrientes</i>	-3.251	-3.952
	Cuenta de capital	1.090	1.810
	Cuentas corriente + capital	-28.419	-32.529

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

con la ralentización gradual que están experimentado otros componentes del gasto en consumo de las familias. En cuanto al resto de servicios, tanto los ingresos como los pagos mantuvieron un elevado dinamismo en este período (con tasas de crecimiento del 11,4% y del 11,8%, respectivamente).

El saldo negativo de la balanza de rentas registró una notable ampliación en el conjunto de los cuatro primeros meses de 2007, hasta situarse en -8.235 millones de euros, lo que supone un deterioro de 2.649 millones en relación con el nivel observado en idéntico período del ejercicio anterior. Tanto los ingresos como los pagos mostraron un comportamiento muy expansivo en el primer cuatrimestre, con tasas de crecimiento superiores al 30% en ambos casos. Por sectores institucionales, las instituciones financieras y los otros sectores residentes experimentaron una notable ampliación de sus saldos negativos, mientras que las AAPP corrigieron levemente su déficit. Todos los instrumentos contribuyeron a la ampliación del déficit, destacando en especial los pagos por rentas de inversión de cartera y de otras inversiones (fundamentalmente, préstamos, depósitos y repos).

El saldo de la balanza de transferencias corrientes acumuló un déficit de 3.952 millones de euros en el período enero-abril de 2007, superior en 702 millones al déficit registrado en igual

les fechas del año precedente. Los ingresos se incrementaron un 38%, gracias al aumento de los flujos comunitarios en concepto de FEOGA-Garantía y de Fondo Social Europeo, al tiempo que aumentaron de forma notable otras transferencias recibidas por el sector privado. Los pagos, por su parte, crecieron también a un ritmo muy elevado (el 30,9%), debido al notable dinamismo que experimentaron tanto los pagos efectuados por el sector público como los realizados por el resto de sectores residentes, destacando, entre estos últimos, el elevado avance que siguen mostrando los pagos por remesas de emigrantes (32,7%).

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 1.810 millones de euros en el primer cuatrimestre de 2007, lo que supone un incremento de 720 millones de euros en relación con el mismo período del año anterior: esta mejora se explica, fundamentalmente, por el comportamiento tan expansivo de los fondos estructurales recibidos en concepto de FEDER, que en los primeros meses del año suelen ser muy erráticos.

### 5.1 Rasgos más destacados

Entre abril y junio continuó reduciéndose el grado de holgura de las condiciones de financiación del sector privado. Así, el coste del crédito a los hogares y a las sociedades se incrementó de modo paralelo a la evolución de los tipos de interés en los mercados monetarios (el EURIBOR a un año aumentó 40 pb en este período y alcanzó el 4,51%). También volvió a encarecerse la captación de fondos ajenos de las sociedades mediante la emisión de valores de renta fija, y solo en el caso del coste los recursos propios empresariales se observó una cierta disminución (véase gráfico 24).

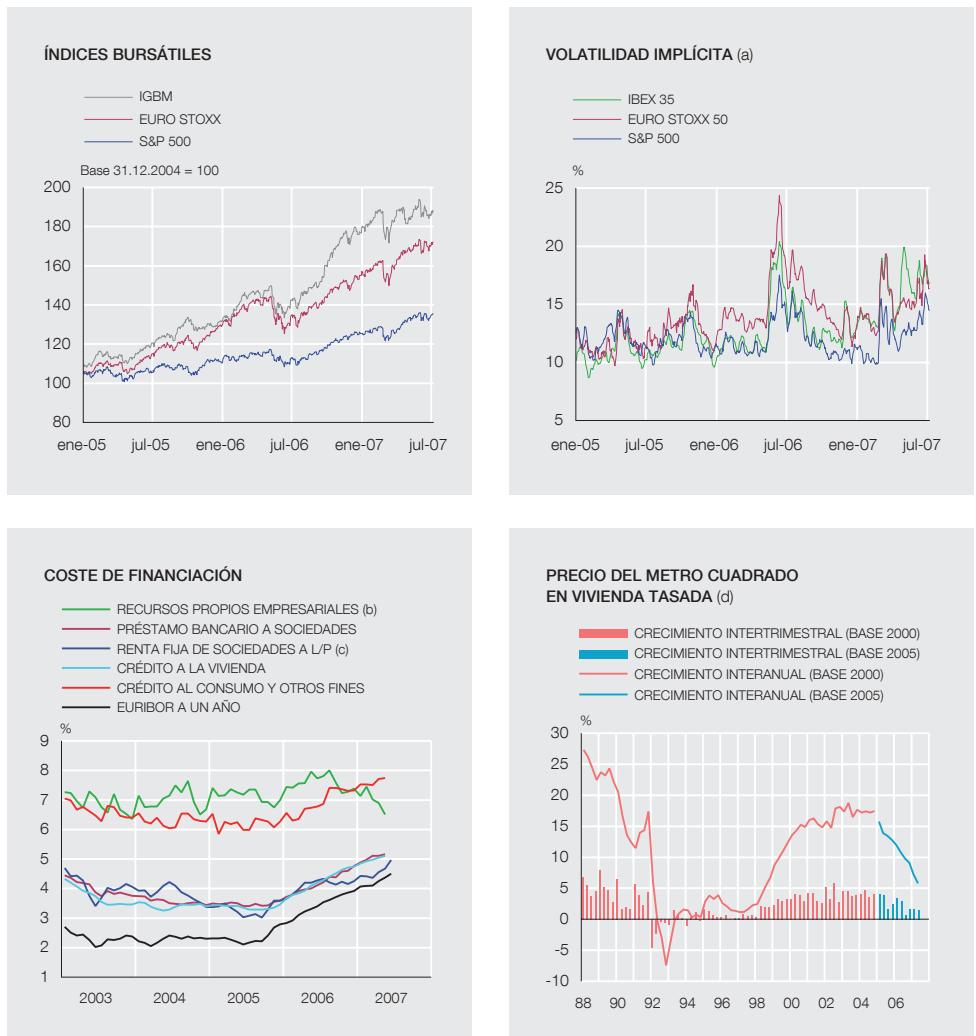
Durante el segundo trimestre se mantuvo, asimismo, la tendencia alcista en la mayoría de los mercados internacionales de renta variable, aunque volvieron a observarse ciertos episodios de inestabilidad, que no alcanzaron, en todo caso, la magnitud de los que se registraron a finales de febrero. El aumento de la volatilidad fue más acusado en las cotizaciones de las empresas españolas, debido a la mayor incertidumbre generada en torno a la valoración de algunas empresas del sector inmobiliario. El Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) tuvo una revalorización del 1,1% entre los meses de abril y junio, menor que la del EUROSTOXX de las bolsas de la UEM (6,3%) o que la del S&P 500 de Estados Unidos (5,8%). Para el conjunto del año, el IGBM acumulaba un incremento del 5%, también inferior al de los otros dos índices internacionales (10% y 6%, respectivamente).

Según los últimos datos proporcionados por el Ministerio de Vivienda para el segundo trimestre, la tasa de crecimiento interanual del valor de la vivienda libre tasada fue del 5,8%, prácticamente 1,5 pp menos que la de comienzos de año y 5 pp inferior a la que se registró hace doce meses. Prosigue, de este modo, el proceso de normalización ordenada de los precios en los mercados inmobiliarios.

En este contexto, la financiación al sector privado volvió a desacelerarse en los tres primeros meses del presente año, como consecuencia, fundamentalmente, del menor dinamismo del pasivo de los hogares y, dentro de este, del crédito para adquisición de vivienda. La información provisional correspondiente al segundo trimestre apunta a que la modulación podría haber empezado a extenderse también a los fondos destinados a financiar el consumo y otros fines.

Los recursos ajenos captados por las sociedades no financieras mostraron también un carácter menos expansivo, si bien continuaron creciendo a una tasa en el entorno del 23%, que, de acuerdo con los datos provisionales, podría haberse mantenido durante el segundo trimestre. El desglose por actividades del crédito, que es el principal componente de los fondos ajenos de las empresas, revela un menor avance de los recursos destinados a los servicios inmobiliarios y a la construcción en el primer trimestre de 2007, un cierto repunte de los correspondientes a la industria y la práctica estabilidad en el caso del resto de las actividades productivas.

El avance del recurso a la financiación ajena por parte de los hogares superó al de sus rentas, lo que ocasionó un nuevo ascenso de su ratio de endeudamiento (en el recuadro 7 se analiza la contribución del número de personas endeudadas y su deuda media al avance reciente de esta ratio). Asimismo, el alargamiento adicional de los plazos de los nuevos préstamos no fue suficiente para compensar el efecto combinado de los mayores pasivos y los tipos más elevados, por lo que se incrementó también la carga financiera asociada a la deuda, indicador que



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

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

va recogiendo de manera progresiva los efectos de las subidas de los tipos de interés del mercado monetario. El ahorro no destinado al servicio de la deuda, que va incorporando de forma igualmente progresiva esos efectos, mostró una leve mejoría gracias a la evolución creciente de la tasa de ahorro bruta, aunque el dinamismo de la inversión del sector hizo que, como muestran las cuentas financieras, en el primer trimestre se incrementaran ligeramente las necesidades de financiación de los hogares en relación con el PIB. Su riqueza neta, por otro lado, creció a una tasa similar a la del producto, como consecuencia, sobre todo, del comportamiento descrito del precio de los activos inmobiliarios residenciales (véase gráfico 25).

En el caso de las sociedades, tanto la ratio de endeudamiento como la de carga financiera se incrementaron, aunque la rentabilidad del capital no experimentó variaciones significativas y se mantuvo en tasas elevadas, cercanas al 10%. La información de la Central de Balances Trimestral (CBT) muestra, sin embargo, mayor moderación en las ratios de endeudamiento y

En este recuadro se utilizan los datos de la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE) para analizar el papel de la evolución del nivel de la deuda media y del número de endeudados en el crecimiento de los pasivos de las familias españolas en estos últimos años.

La CIRBE contiene información individual sobre los préstamos realizados por las instituciones de crédito residentes que superan un determinado umbral (para más detalle, véase la *Memoria de la Central de Información de Riesgos*). En el caso de las familias, sin embargo, la unidad de referencia no es el hogar, como en las cuentas financieras y no financieras de la economía, sino la persona física destinataria de los fondos. Asimismo, la CIRBE no permite distinguir los pasivos en función de la finalidad a la que se destinan los fondos (vivienda, consumo y otros fines), si bien sí es posible conocer, alternativamente, si las operaciones gozan de algún tipo concreto de garantía.

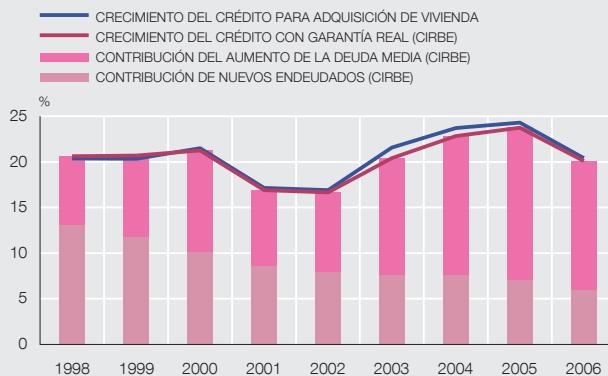
Los gráficos de los paneles superiores muestran, primeramente, que las tasas de crecimiento de los créditos con y sin garantía real ofrecen una aproximación aceptable a las de los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda y para consumo y otros fines, respectivamente. A partir de dicha aproximación, es posible llevar a cabo una descomposición de la expansión de ambos agregados en

los efectos asociados al incremento del número de personas con algún tipo de deuda, por un lado, y a la evolución de la deuda media por individuo, por otro.

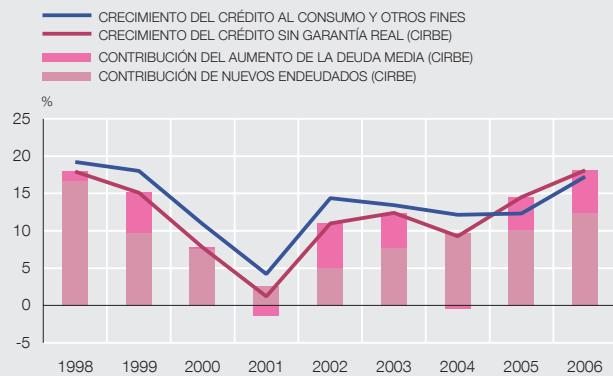
En este sentido, se puede observar cómo, en el caso de la financiación con garantía real (que en este recuadro se utiliza como aproximación a la destinada a vivienda), el aumento del número de endeudados explicaba una parte importante del crecimiento en los primeros años de la muestra, pero ha ido perdiendo peso relativo de manera progresiva. En 2006, solo suponía 6 pp de los casi 20 pp del avance total registrado. Por el contrario, en el caso de los préstamos para consumo y otros fines (cuyo comportamiento se aproxima mediante el del crédito sin garantía real), la expansión de la deuda total ha respondido, principalmente, al mayor número de endeudados, que en 2006 explicaba dos terceras partes de la evolución de este tipo de crédito.

Los dos gráficos inferiores comparan la evolución del número de endeudados y la deuda media con la de alguna magnitud de referencia relevante. Así, el primero de ellos muestra los cambios en la ratio entre el número de personas endeudadas y el de habitantes mayores de 18 años. Como se puede observar, el cociente se ha incrementado en 14 pp entre 1998 y 2006. El crecimiento es parecido (15 pp) si

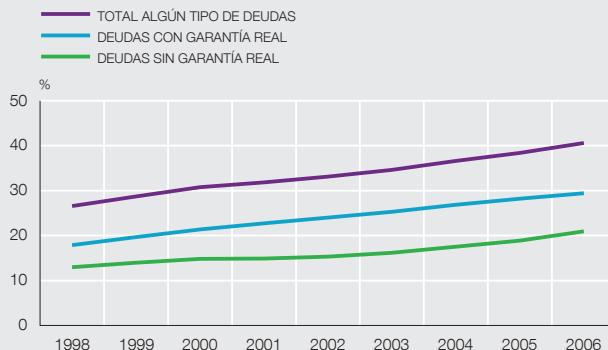
CRÉDITO CON GARANTÍA REAL Y CONTRIBUCIONES A SU CRECIMIENTO



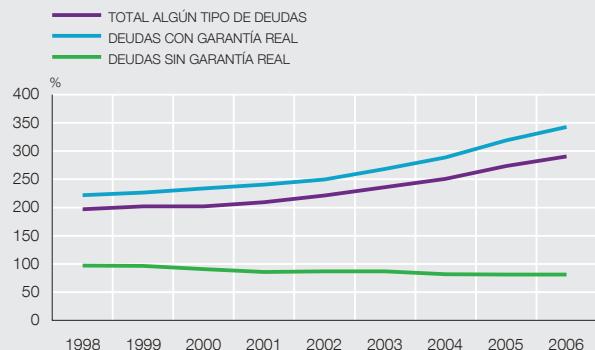
CRÉDITO SIN GARANTÍA REAL Y CONTRIBUCIONES A SU CRECIMIENTO



PORCENTAJE DE PERSONAS ENDEUDADAS CON RESPECTO A POBLACIÓN MAYOR DE 18 AÑOS



DEUDA MEDIA POR PERSONA CON RESPECTO A RENTA BRUTA DISPONIBLE POR MAYOR DE 18 AÑOS



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

como aproximación a la población en disposición de solicitar un préstamo se utiliza el número de ocupados —estar empleado es una condición prácticamente necesaria para obtener un crédito—. El comportamiento es, además, bastante similar en los casos de créditos con y sin garantía real.

En el gráfico inferior derecho, por su parte, se observa un claro aumento de la deuda media en relación con la renta bruta disponible

por habitante mayor de 18 años, que se ha multiplicado por algo menos de 1,5 entre 1998 y 2006 (en términos de salario bruto medio, el avance sería algo mayor, en el entorno del 80%). Este comportamiento de la ratio es consecuencia tanto del avance de la cuantía media de los préstamos asociados a la adquisición de vivienda como del crecimiento del porcentaje de individuos que tienen créditos con y sin garantía real simultáneamente, que ha pasado del 4% al 10% de la población adulta en el período considerado.

de carga financiera en el primer trimestre del año entre las empresas colaboradoras (donde, como se ha señalado en otras ocasiones, predominan las de mayor tamaño). Esta evolución, junto con la estabilidad de la rentabilidad, determinó que los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo en este subconjunto del sector permaneciesen en niveles similares a los de trimestres anteriores (véase gráfico 26).

El aumento de la necesidad de financiación del sector privado no financiero en el primer trimestre del año fue mayor que la recuperación que se observó en el ahorro de las Administraciones Públicas. De este modo, las necesidades de financiación de la nación se incrementaron, en términos acumulados de doce meses, hasta el 7,9% del PIB (véase cuadro 5). La captación de fondos del resto del mundo continuó realizándose de modo importante a través de las entidades de crédito, si bien el volumen de fondos canalizados mediante el resto de instituciones financieras siguió elevándose y representó más de la mitad de los nuevos pasivos acumulados, en términos brutos, por la nación durante el último año.

En resumen, pues, el recurso a la deuda por parte de los hogares continúa desacelerándose de modo progresivo, como cabría esperar en un contexto de holgura decreciente de las condiciones monetarias. En las sociedades no financieras, sin embargo, los datos agregados no evidencian aún un patrón de moderación similar, si bien en el caso de las grandes empresas parece haber indicios de cierta ralentización en el avance del endeudamiento. El dinamismo que todavía muestran los pasivos del sector privado y ciertas características de los mismos, como el alargamiento en los plazos de devolución o el continuado predominio de los préstamos a tipo variable, elevan el grado de exposición del sector ante eventuales cambios inesperados de signo adverso en sus ingresos, su patrimonio o en sus gastos financieros. Aunque la gradualidad con la que está discurriendo la normalización tanto de las condiciones monetarias como de la situación en los mercados inmobiliarios reduce las probabilidades que cabe asignar a que tales perturbaciones puedan adquirir una dimensión significativa, el margen que ello supone debe aprovecharse por empresas y familias para continuar reequilibrando los papeles relativos de sus ingresos corrientes y el recurso al endeudamiento en la financiación de sus decisiones de gasto.

## 5.2 *El sector hogares*

Las condiciones de financiación de los hogares volvieron a hacerse menos holgadas durante el segundo trimestre. Así, los tipos de interés que aplicaron las instituciones de crédito en las nuevas operaciones se elevaron entre marzo y mayo 13 pb en el caso de los recursos destinados a la vivienda y 24 pb en el de los destinados a consumo y otros fines. De este modo, se acumula una subida en el coste de estos fondos respecto de los niveles mínimos alcanza-



FUENTE: Banco de España.

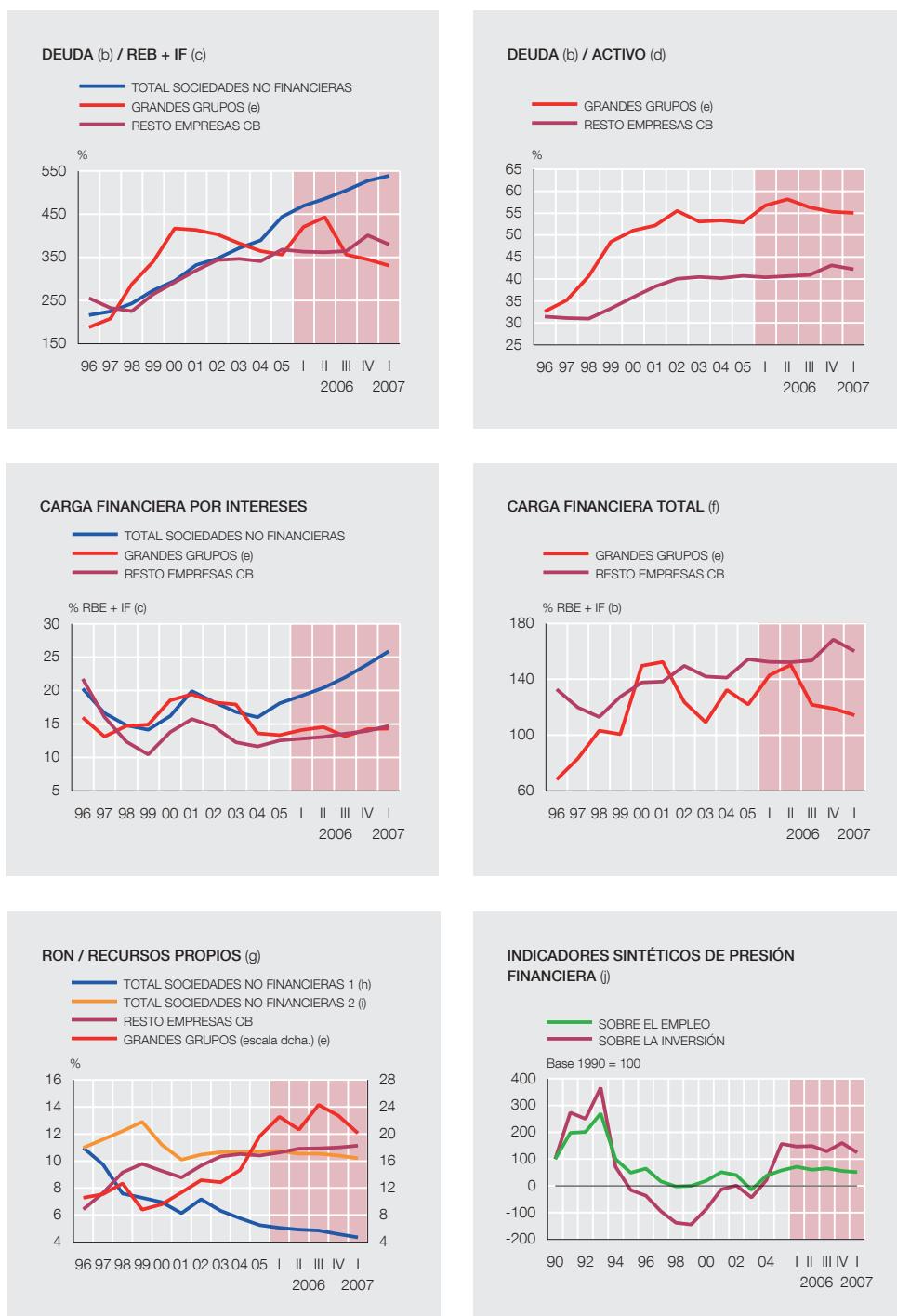
- Los datos de la contabilidad nacional sectorial corresponden, a partir de 1999, a la CNE, base 2000. Con anterioridad, se utiliza una estimación coherente con esta base.
- Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.
- Activos 1 = Total de activos financieros menos la rubrica de «Otros».
- Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.
- Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
- Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado. Nueva estadística del precio de la vivienda a partir de 2005.
- CNE, base 2000.

dos en octubre de 2005 de 180 pb y 147 pb, respectivamente. Adicionalmente, de acuerdo con la última Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB), las entidades anticipaban un mayor grado de restricción en las condiciones de concesión en ambos tipos de préstamos entre los meses de abril y junio.

En este contexto, la tasa de expansión de la deuda de los hogares continuó disminuyendo y se redujo en casi 1,5 pp entre los meses de enero y marzo. El desglose por componentes de esta variable muestra que fueron los créditos para la adquisición de vivienda los que mantuvieron una trayectoria de moderación más clara en su crecimiento, mientras que los vinculados al consumo y otros fines experimentaron un ritmo de avance más estable. De acuerdo con la información provisional para el segundo trimestre, proseguiría la pauta de desaceleración de los préstamos para vivienda y, como novedad, comenzaría a extenderse también a los destinados al resto de finalidades.

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

GRÁFICO 26



FUENTE: Banco de España.

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

	% del PIB								
	2002	2003	2004	2005	I TR	II TR	III TR	IV TR	2007
Economía nacional	-2,7	-2,9	-4,8	-6,5	-7,0	-7,2	-7,6	-7,8	-7,9
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-3,5	-3,9	-5,3	-8,4	-9,3	-10,0	-10,6	-10,4	-10,8
<i>Sociedades no financieras</i>	<i>-4,2</i>	<i>-4,1</i>	<i>-4,6</i>	<i>-7,0</i>	<i>-7,7</i>	<i>-7,6</i>	<i>-8,5</i>	<i>-8,9</i>	<i>-9,2</i>
<i>Hogares e ISFLSH</i>	<i>0,7</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,6</i>	<i>-1,3</i>	<i>-1,6</i>	<i>-2,4</i>	<i>-2,1</i>	<i>-1,5</i>	<i>-1,6</i>
Instituciones financieras	1,2	1,0	0,6	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8
Administraciones Públicas	-0,3	0,0	-0,2	1,1	1,7	2,1	2,2	1,8	2,1
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación sociedades no financieras (a)	-8,6	-8,3	-8,9	-10,9	-14,0	-14,4	-15,7	-15,8	-13,6

FUENTE: Banco de España.

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

La adquisición de activos financieros por parte de los hogares mostró también cierta moderación y, según la información relativa al primer trimestre de 2007, alcanzó el 11,2% del PIB en términos acumulados anuales, 0,7 pp menos que el dato de final del año anterior (véase cuadro 6). El desglose por instrumentos revela que se mantuvo la preferencia por aquellos con un menor perfil de riesgo (efectivo y depósitos). En particular, siguieron avanzando de modo destacado los depósitos a plazo, que se encuentran incluidos en la partida de otros depósitos y valores de renta fija, en detrimento de las participaciones en fondos de inversión, que presentaron unas suscripciones netas negativas por un importe del 0,5% del PIB. Las familias siguieron, asimismo, vendiendo acciones en términos netos, aunque por un reducido importe, al tiempo que se mantuvo el peso del nuevo ahorro materializado en reservas técnicas de seguros (1,6% del PIB).

La tasa de expansión de la financiación a los hogares continuó siendo superior a la de sus rentas, por lo que, según la información disponible para el primer trimestre, la ratio de endeudamiento habría vuelto a aumentar y se situaría por encima del 125% de la RBD de las familias (véase gráfico 25). Hasta finales de 2005, los efectos del avance de los pasivos sobre la carga financiera venían siendo parcialmente amortiguados por descensos en los tipos de interés y por el alargamiento de los plazos de vencimiento. Mientras que en el caso de este último factor se continúan agotando los márgenes disponibles, el coste de los recursos ha iniciado una senda alcista, cuyos efectos sobre la ratio de carga se van completando progresivamente. El porcentaje de la renta destinada al servicio de la deuda se incrementó en los primeros meses del año hasta algo más del 16% de la RBD y, de acuerdo con la información provisional disponible, entre los meses de abril y junio habría proseguido el crecimiento tanto de esta ratio como de la de endeudamiento.

La recuperación de la tasa de ahorro bruto durante el primer trimestre del año hizo que, a pesar de la expansión de la carga, la capacidad de ahorro del sector tras descontar los pagos vinculados a su pasivo se elevase ligeramente. Asimismo, el avance en la riqueza neta de los hogares fue similar al del PIB, de manera que la ratio entre ambas magnitudes se mantuvo estable en registros confortables, por encima del 600%.

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

En el caso de las sociedades, las condiciones de financiación también se endurecieron durante el segundo trimestre de 2007. Así, el indicador sintético del coste marginal de los nuevos fondos recibidos por las empresas se situó en el 5,2 % en mayo, 12 pb más que el dato de

% del PIB	2003	2004	2005	2006		2007 I TR
				III TR	IV TR	
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
Operaciones financieras (activos)	8,6	9,4	10,3	10,9	11,9	11,2
Medios de pago	4,1	3,9	-13,1	3,2	3,2	2,3
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	-0,3	1,2	18,9	4,7	5,9	6,6
Acciones y otras participaciones (b)	0,5	0,3	0,2	-0,5	-0,8	-0,1
Fondos de inversión	2,3	1,5	1,9	0,8	0,2	-0,5
Reservas técnicas de seguros	1,8	1,8	1,9	1,5	1,6	1,6
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	0,7	0,7	0,8	0,6	0,6	0,6
<i>De jubilación</i>	0,9	0,8	1,0	0,7	0,8	0,8
Resto	0,1	0,6	0,5	1,1	1,8	1,4
Operaciones financieras (pasivos)	8,5	10,1	11,6	13,0	13,4	12,8
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	9,2	10,8	12,3	13,2	13,1	12,5
<i>Créditos para adquisición de vivienda (c)</i>	7,0	8,7	10,3	10,2	9,9	9,3
<i>Créditos para consumo y otros fines (c)</i>	2,2	2,1	2,2	3,0	3,2	3,2
Resto	-0,7	-0,8	-0,7	-0,2	0,3	0,2
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
Operaciones financieras (activos)	12,1	12,3	17,2	22,1	22,8	19,6
Medios de pago	0,9	1,0	2,0	2,5	2,2	1,7
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,2	0,3	1,5	2,3	2,4	2,8
Acciones y otras participaciones	7,4	6,4	7,1	10,9	10,4	7,9
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	4,5	3,8	3,9	7,3	6,8	4,2
Resto	2,6	4,7	6,6	6,4	7,8	7,2
Operaciones financieras (pasivos)	16,2	16,9	24,2	30,6	31,7	28,8
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	6,1	8,3	12,9	16,5	17,8	17,8
Préstamos exteriores	2,6	0,7	2,1	3,5	3,3	1,2
Valores de renta fija (d)	-0,2	0,0	0,3	1,6	1,8	1,2
Acciones y otras participaciones	5,1	4,4	3,6	3,3	2,3	2,4
Resto	2,5	3,5	5,3	5,6	6,5	6,2
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
Financiación (e)	15,8	16,3	21,2	24,3	24,2	21,1
Hogares e ISFLSH	19,1	20,2	20,9	20,6	19,6	18,3
Sociedades no financieras	13,4	13,2	21,4	27,4	27,9	23,3

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.

marzo. Este incremento proviene fundamentalmente de la evolución del tipo de interés de las emisiones de renta fija a corto y, sobre todo, a largo plazo (que aumentaron más de 30 pb), ya que los tipos de interés bancarios ascendieron de forma moderada y el coste de los recursos propios mostró cierto descenso.

En este contexto, las sociedades redujeron el ritmo de expansión de su endeudamiento, que en marzo tuvo una tasa de incremento interanual del 23%, 4 pp inferior a la de finales del año anterior. Sin embargo, esta disminución se debe, en gran medida, a un efecto base y, de hecho, según la información provisional del segundo trimestre, la financiación de las empresas

habría mantenido una tasa de crecimiento similar a la de marzo, gracias, principalmente, al dinamismo de los créditos bancarios y de los préstamos exteriores.

Por actividades productivas, la información más reciente (referida al primer trimestre de 2007) evidencia los primeros síntomas claros de desaceleración en los fondos destinados a las ramas inmobiliaria y de la construcción, aunque las tasas de avance siguen siendo elevadas (46% y 30%, frente al 51% y al 33% de diciembre de 2006). En el resto de sectores, la financiación bancaria se incrementó de forma moderada, si bien en algunos casos, como en la industria, el ritmo de crecimiento interanual experimentó un ligero ascenso.

Por su parte, el volumen de las operaciones de activo de las sociedades mostró un claro retroceso y supuso en marzo el 20% del PIB en términos acumulados de cuatro trimestres (3 pp menos que en el trimestre anterior). Aunque este descenso se observó en todas las partidas —con la excepción de la de otros depósitos y valores de renta fija—, fueron las adquisiciones de renta variable y, dentro de estas, las dirigidas al exterior las que experimentaron una disminución más significativa. Sin embargo, al igual que en el caso de la financiación, esta evolución se encuentra condicionada por el efecto de una operación singular fechada a comienzos de 2006.

La información de las cuentas financieras para el primer trimestre de 2007 refleja un nuevo avance en las necesidades de financiación de las sociedades, que rebasaron el 9% del PIB en términos acumulados de doce meses. Por su parte, la brecha de financiación, que aproxima los recursos necesarios para acometer la inversión real y financiera de carácter permanente en el exterior, mostró un descenso significativo ligado con los cambios en las inversiones en el exterior (véase cuadro 5).

El avance del recurso a la financiación ajena por parte de las empresas, junto con el incremento del coste medio de los saldos vivos de esos fondos, produjo un nuevo ascenso en las ratios de endeudamiento y de carga financiera del sector, que habría continuado durante el segundo trimestre. En cuanto a la evolución de sus rentas, los datos más recientes, correspondientes al primer trimestre, reflejan un mantenimiento de la rentabilidad del capital.

En el caso de las empresas colaboradoras con la CBT, la última información disponible, correspondiente a los tres primeros meses de 2007, apunta a un moderado avance en la proporción de ingresos destinados al servicio de la deuda. Asimismo, en esta muestra de sociedades, entre las que predominan las de mayor dimensión, se produjo un ligero descenso en la ratio de endeudamiento, que tuvo mayor intensidad en el caso de los grandes grupos empresariales. Por su parte, la rentabilidad agregada de los recursos propios se redujo algo, aunque se mantuvo en valores elevados (próximos al 14%), evolución que fue compatible con una nueva mejoría en el sector industrial. Como consecuencia del efecto conjunto de estas variables, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo permanecieron en valores similares a los del cierre de 2006.

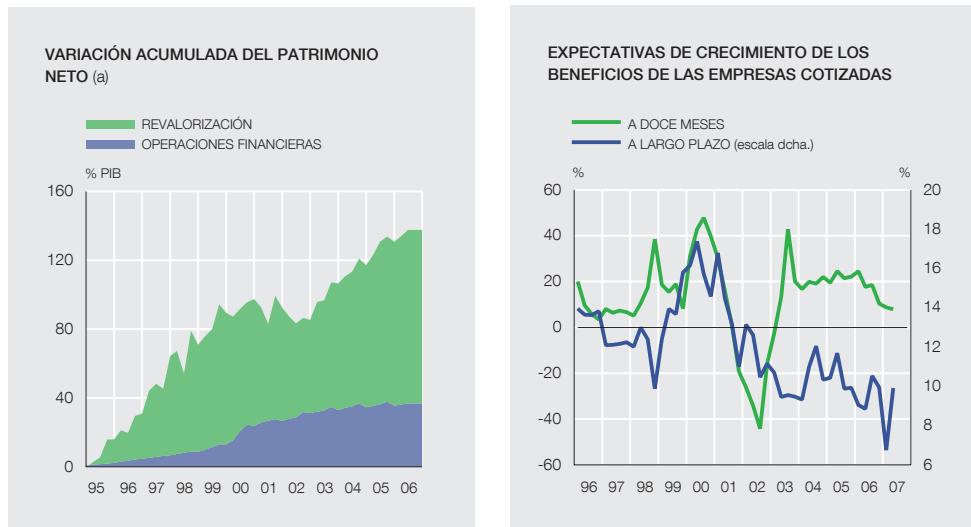
Por último, las previsiones de los analistas sobre el incremento de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas tanto a largo como a corto plazo no experimentaron cambios significativos, si bien en el primer caso se observó cierta mejoría respecto al trimestre anterior (véase gráfico 27).

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

En los tres primeros meses del año, las AAPP mejoraron su capacidad de financiación, de modo que en marzo suponía el 2,1% del PIB en términos acumulados de doce meses, tres décimas más que la registrada al final del año anterior (véase gráfico 28). Por instrumentos, el sector llevó a cabo una amortización neta de títulos a corto plazo, mientras que la emisión

## OTROS INDICADORES FINANCIEROS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

GRÁFICO 27

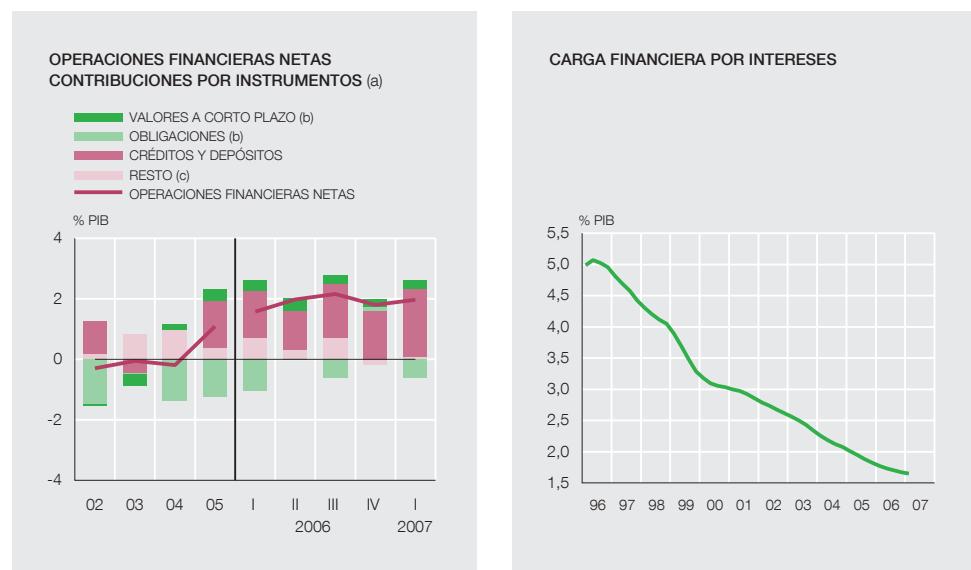


FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

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

## ADMINISTRACIONES PÚBLICAS Datos acumulados de cuatro trimestres

GRÁFICO 28



FUENTE: Banco de España.

- Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.
- Solo recoge operaciones de pasivo.
- 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.

% del PIB	2003	2004	2005	2006	2007
				III TR	IV TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-2,9	-4,8	-6,5	-7,6	-7,8
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	13,1	13,3	18,4	19,0	16,8
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	0,7	3,2	2,2	4,8	5,5
<i>De los cuales:</i>					
<i>Interbancario (a)</i>	0,5	0,7	3,2	3,5	3,4
Valores distintos de acciones	6,5	1,8	8,8	0,8	-1,2
<i>De los cuales:</i>					
<i>Entidades de crédito</i>	3,5	1,0	6,6	-0,3	-2,0
<i>Inversores institucionales (b)</i>	3,5	0,3	2,2	0,8	0,7
Acciones y otras participaciones	4,7	6,8	5,2	10,1	9,3
<i>De las cuales:</i>					
Sociedades no financieras	4,5	3,8	3,9	7,3	6,8
<i>Inversores institucionales (b)</i>	1,1	0,8	0,9	1,7	1,2
Préstamos	0,3	0,8	1,1	1,7	2,1
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	16,0	18,2	25,0	26,6	24,6
Depósitos	6,9	1,7	5,7	0,8	0,3
<i>De los cuales:</i>					
<i>Interbancario (a)</i>	5,3	5,0	7,2	1,3	0,6
Valores distintos de acciones	5,3	12,4	15,8	21,6	21,4
<i>De los cuales:</i>					
<i>Administraciones Públicas</i>	-1,0	2,7	0,2	1,6	1,3
<i>Entidades de crédito</i>	3,5	4,6	6,3	8,1	7,8
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	2,8	5,1	9,3	11,9	12,3
Acciones y otras participaciones	1,1	2,7	0,9	0,3	-0,8
<i>De las cuales:</i>					
Sociedades no financieras	1,3	1,7	1,0	0,4	-1,1
Préstamos	2,8	1,3	2,3	3,7	3,5
Otros (neto) (c)	-0,9	-0,6	-0,9	-1,4	-0,9
<b>PRO MEMORIA:</b>					
Inversión directa de España en el exterior	3,3	5,8	3,7	7,5	7,3
Inversión directa del exterior en España	2,9	2,4	2,2	2,6	1,6

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.

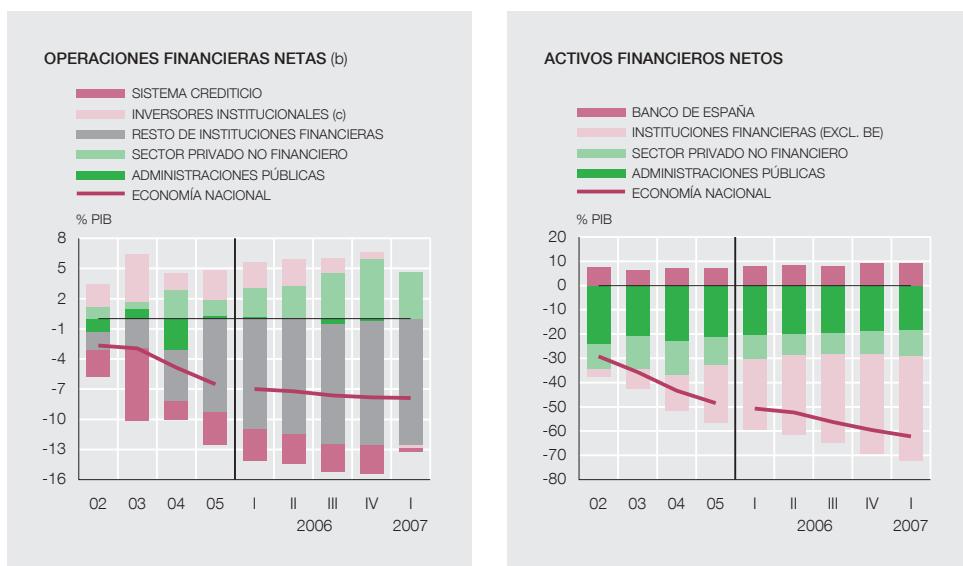
neta de valores a largo plazo fue positiva. En paralelo, se produjo un ascenso de las inversiones materializadas en depósitos, junto con una contracción del volumen de préstamos, por lo que la partida que recoge la variación en el saldo neto de estos dos conceptos continuó presentando un signo positivo equivalente al 2,3% del PIB. Por último, a pesar del encarecimiento de la financiación, se mantuvo la trayectoria descendente de los pagos por intereses en relación con el PIB, gracias a la disminución de la ratio de endeudamiento.

## 5.5 La posición financiera frente al exterior

Durante el primer trimestre de 2007 aumentó el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación, hasta situarse, en términos acumulados de cuatro trimestres, en el 7,9% del PIB, una décima más que lo observado a finales del 2006. Esta evolución fue el resultado de las

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

GRÁFICO 29



FUENTE: Banco de España.

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

mayores necesidades de fondos de los hogares y, en especial, de las sociedades, que no fueron compensadas por la mejoría en el ahorro de las AAPP.

La adquisición de activos exteriores se redujo hasta el 14,1% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres. Por instrumentos, las variaciones más relevantes fueron el incremento de los importes asociados a activos líquidos recogidos en la partida de efectivo y depósito y, sobre todo, el descenso de los flujos vinculados con la adquisición de acciones y participaciones. En este sentido, la inversión directa de España en el exterior presentó un retroceso durante el primer trimestre y supuso el 4,8% del PIB en términos acumulados de doce meses, 2,5 pp menos que la cifra de finales del año anterior.

Las entradas netas de capital necesarias para financiar tanto la brecha entre el ahorro y la inversión nacional como la adquisición de activos financieros en el exterior ascendieron en el primer trimestre al 22% del PIB en términos acumulados de doce meses, cifra 2,6 pp inferior a la de finales del año precedente (véase cuadro 7). La mayor parte de estos fondos se materializó en valores distintos de acciones. El flujo de adquisiciones de acciones y participaciones por parte de no residentes, de hecho, volvió a presentar un signo negativo, aunque inferior, en relación con el PIB, al del trimestre anterior, gracias a un cierto avance de la inversión directa del exterior en España. Por último, volvió a contraerse la financiación captada mediante los préstamos bancarios.

El análisis de estos flujos en términos netos y por agentes muestra que el grueso de los recursos captados del resto del mundo se canalizó, de nuevo, a través de los fondos de titulización y las filiales de empresas financieras y no financieras especializadas en la emisión de valores (véase gráfico 29). El sistema crediticio también contribuyó a esa canalización de recursos exteriores, aunque los nuevos pasivos acumulados en términos netos resultaron 2,5 pp de PIB inferiores al registro del trimestre anterior. Por último, hay que señalar que, contrariamente

a lo habitual, los inversores institucionales se deshicieron, en términos netos, de activos frente a no residentes.

Como consecuencia de la evolución de los flujos financieros con el exterior y las modificaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, se produjo un nuevo incremento en el saldo de pasivos netos acumulados frente al exterior (véase gráfico 29). Este incremento proviene principalmente del aumento en la posición deudora neta de las instituciones financieras, entre las que, como se ha comentado, los fondos de titulización y las filiales de empresas financieras y no financieras especializadas en la emisión de valores siguen desempeñando un papel central en la canalización del ahorro del resto del mundo hacia nuestra economía.

27.7.2007.