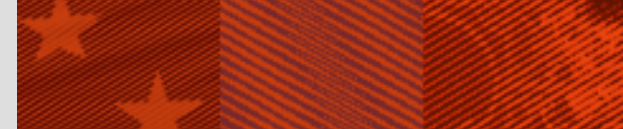


EL MARCO MACROECONÓMICO: CRECIMIENTO, INFLACIÓN Y POLÍTICAS ECONÓMICAS

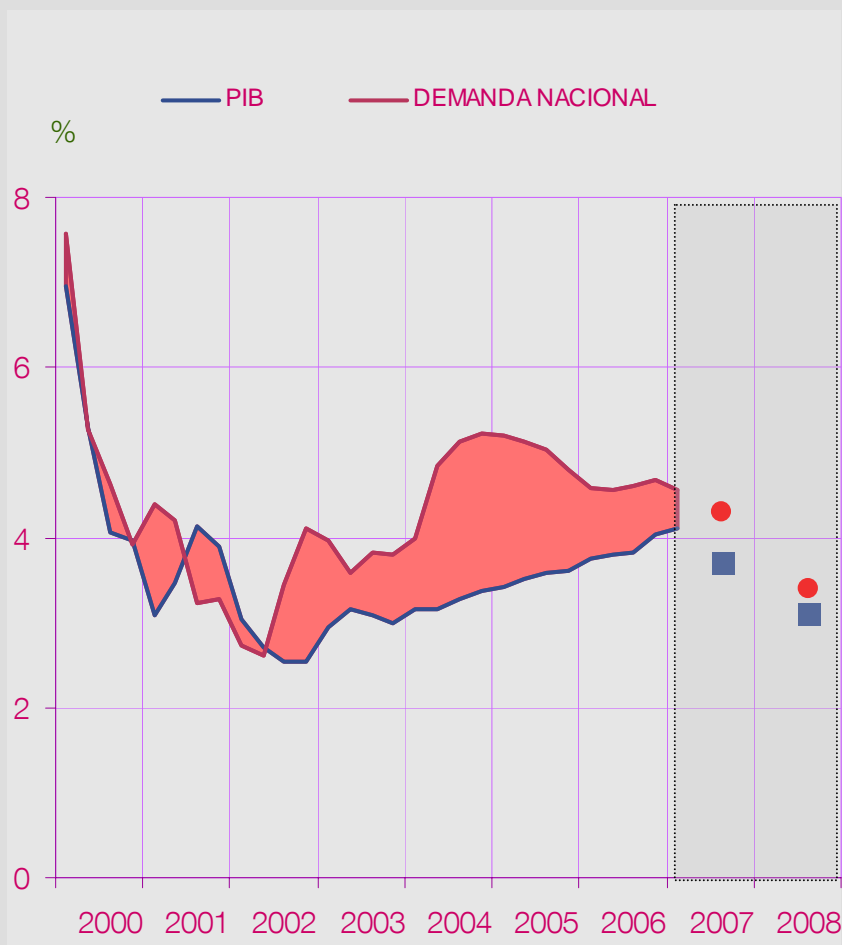
José Luis Malo de Molina
Director General

U.I.M.P., 16 de julio de 2007

LOS ÚLTIMOS DATOS CONFIRMAN LA PROLONGACIÓN DE LA LARGA FASE EXPANSIVA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA



PIB Y DEMANDA NACIONAL



El crecimiento del PIB se elevó hasta el 4,1% en el primer trimestre de este año

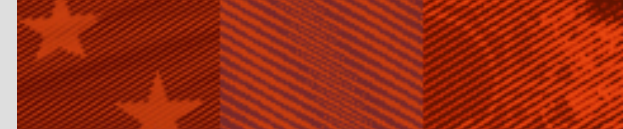
Este resultado se ha obtenido a partir de un patrón del gasto más equilibrado

-menos demanda interna

-dentro de la demanda interna, menos construcción y más equipo

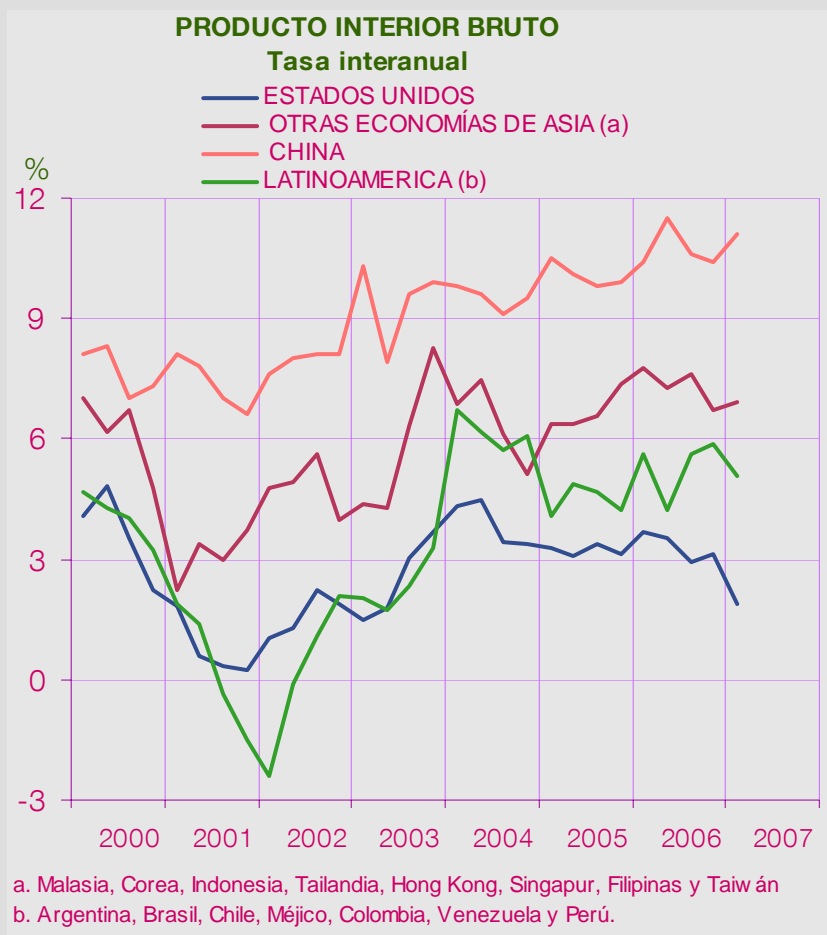
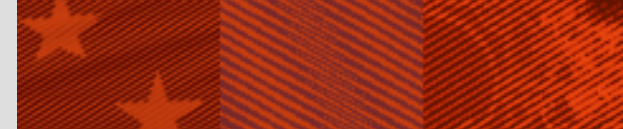
Información más reciente apunta a una continuidad del dinamismo de la economía española, con tendencia a una ligera desaceleración y mayor equilibrio

¿QUÉ FACTORES HAY DETRÁS DE LA PROLONGACIÓN DE LA FASE DE EXPANSIÓN?



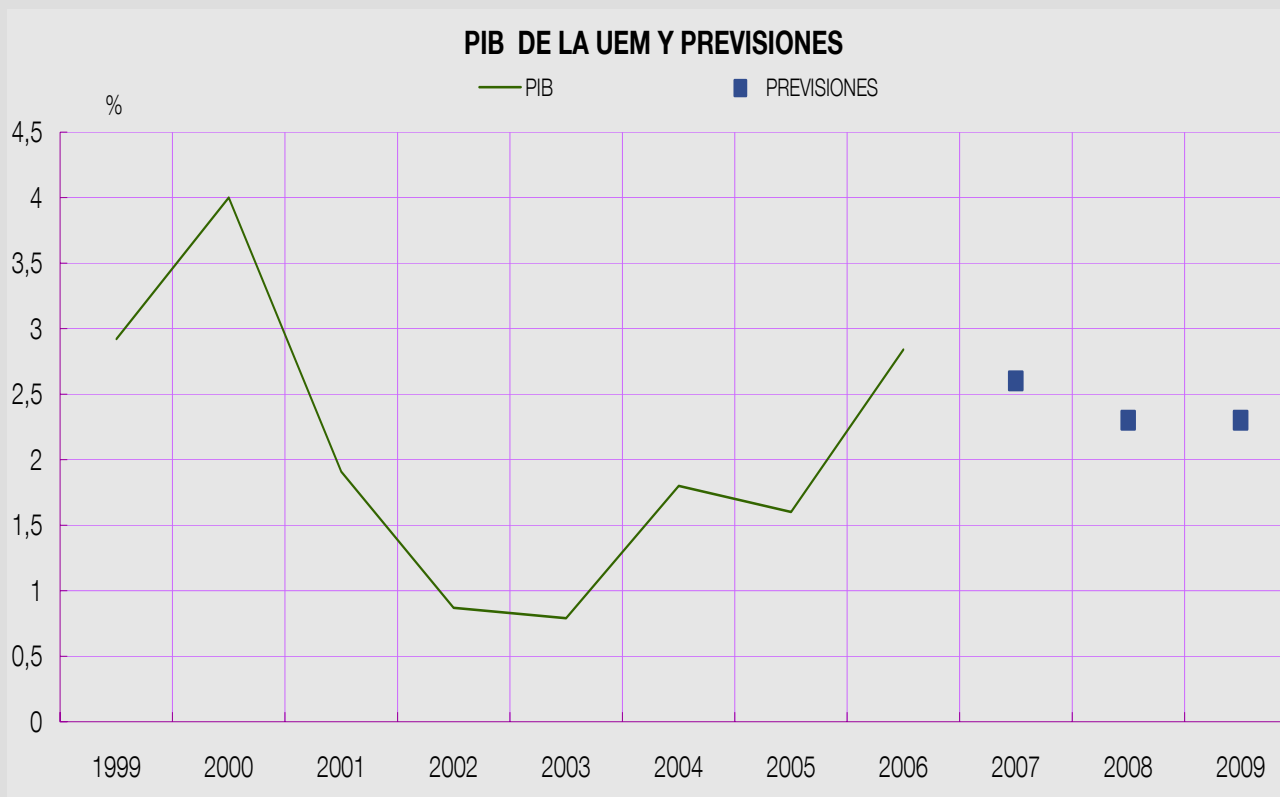
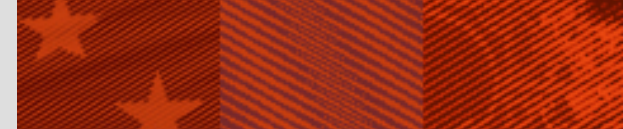
- **La incorporación del área del euro al clima expansivo internacional.**
- **La resistencia global frente al encarecimiento del petróleo.**
- **El dinamismo de la capacidad productiva.**
- **La continuidad de las condiciones expansivas de demanda.**
- **El mantenimiento de políticas de estabilidad macroeconómica y de reformas estructurales.**

CLIMA EXPANSIVO INTERNACIONAL



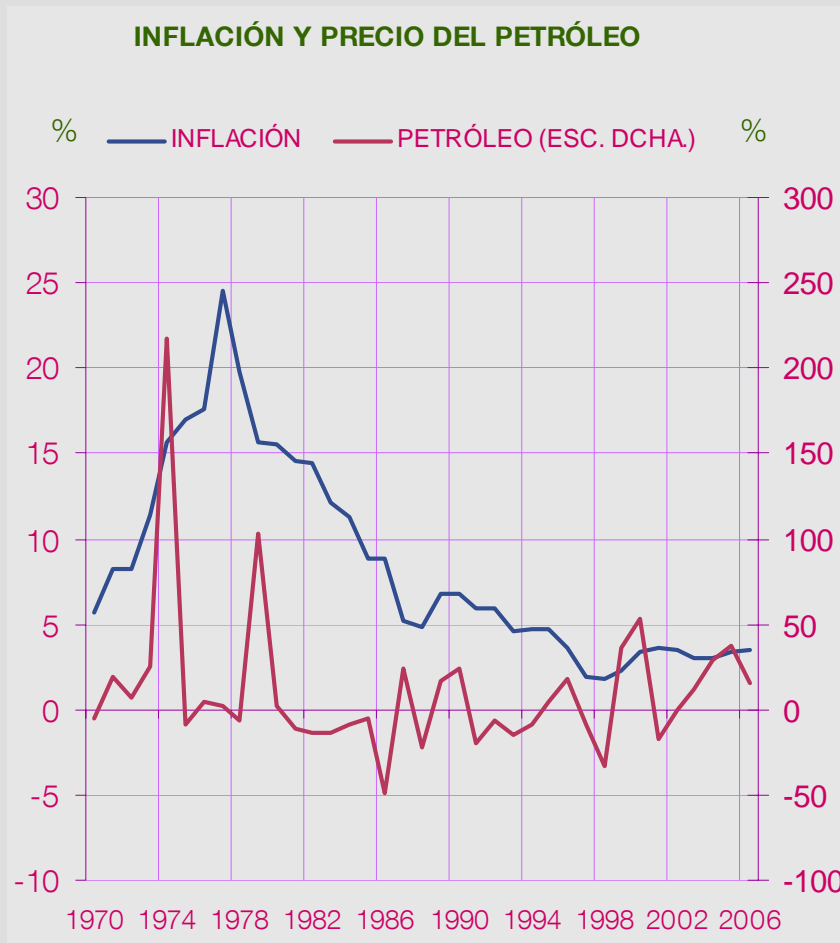
- **Se mantiene el dinamismo**
 - China e India
 - Países emergentes
 - Incorporación zona euro
 - A pesar de la desaceleración americana
- **Elementos que propician un marco de contención de la inflación**
 - Globalización
 - TIC
- **Creciente apertura de las economías**
 - abaratamiento de las exportaciones
 - aumento de la competencia
- **Inmigración**
 - aumento de la producción potencial
 - moderación de costes
- **Políticas de estabilidad y de liberalización**

RECUPERACIÓN DEL ÁREA DEL EURO



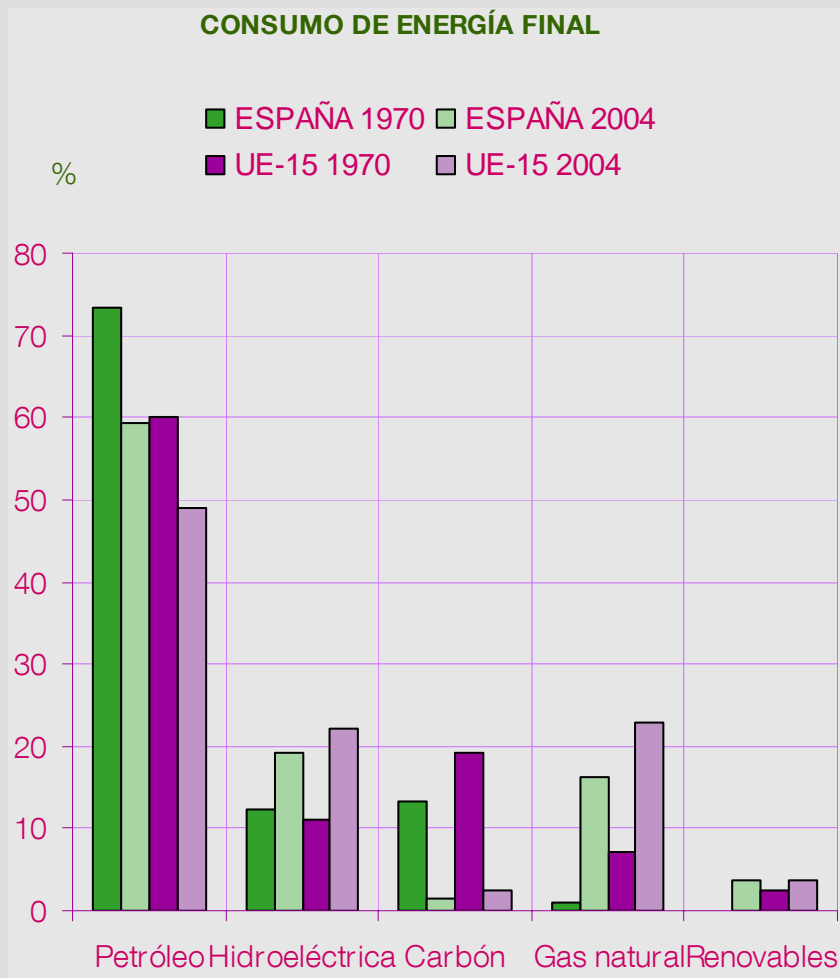
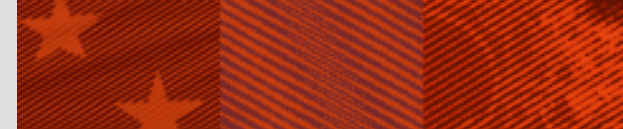
- **Recuperación liderada por las exportaciones y la Formación bruta de capital**
- **Tendencia al cierre del Output Gap**
- **Recuperación compatible con ausencia de presiones inflacionistas, hasta ahora, pero con riesgos al alza**

MAYOR RESISTENCIA FRENTE AL ENCARECIMIENTO DEL PETRÓLEO



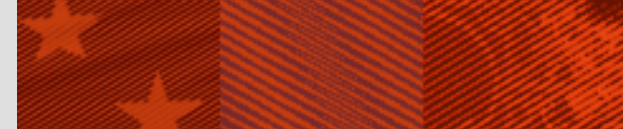
- El aumento del precio del petróleo en los años 70 y principios de los 80 tuvo un elevado impacto inflacionista
- En los últimos años, la inflación ha permanecido estable y contenida, a pesar de incrementos considerables del precio del petróleo
- 3,5% en 2006 y 2,4% en junio de 2007, pero con tendencia al repunte

MENOR DEPENDENCIA ENERGÉTICA

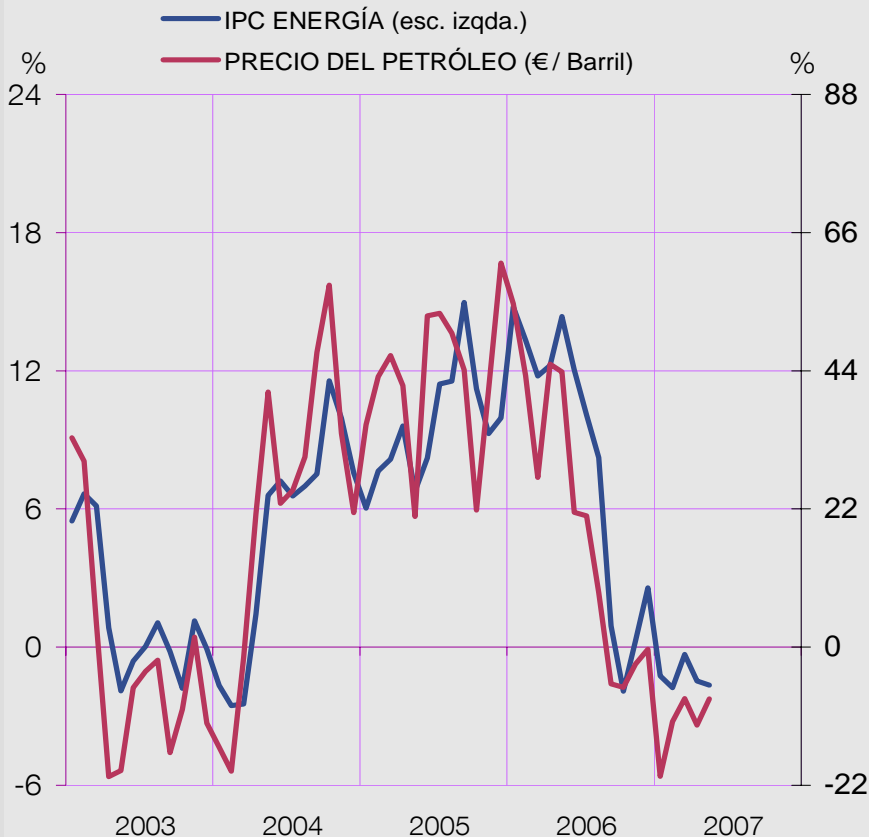


- La dependencia del petróleo se ha reducido desde la década de los 70
- No obstante, España presenta mayor dependencia del petróleo como fuente de energía (p. ej. los derivados del petróleo tienen mayor importancia en la estructura de consumo de los hogares)
- ... aunque cabe esperar un uso creciente de las energías renovables
Plan de energías renovables 2005-2010:
Energía renovable (2010): 12% energía primaria
- En conjunto, la eficiencia energética sigue siendo menor en España

EFECTOS DIRECTOS SOBRE LOS PRECIOS DE CONSUMO



PRECIOS ENERGÉTICOS
Tasa interanual



- La traslación al componente energético (carburantes y combustible de calefacción) es muy rápida

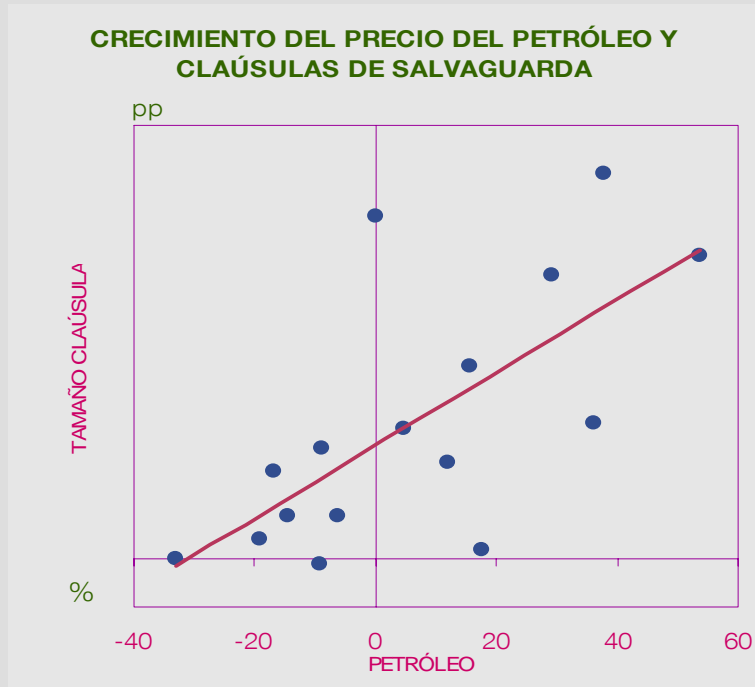
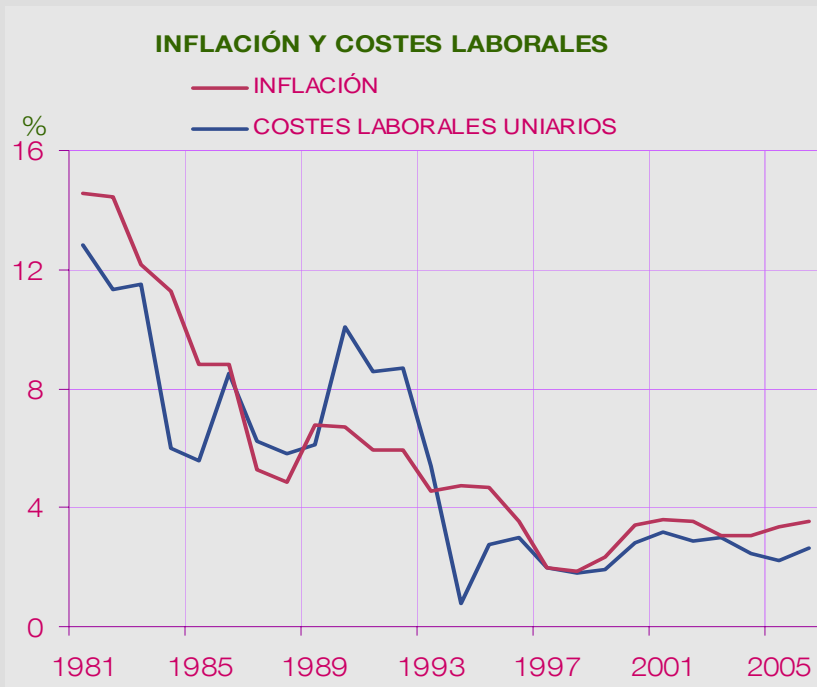
- La incidencia sobre los precios del transporte es más compleja por la regulación

- En otros sectores, la relación es menos clara:

- Efectos limitados sobre el **IPC no energético**: elasticidad de la inflación a variaciones del precio del petróleo es reducida y de magnitud similar en España y la UEM

- **Encuesta de formación de precios del BE**: un 20-35% de empresas modifican sus precios ante cambios en el coste de la energía

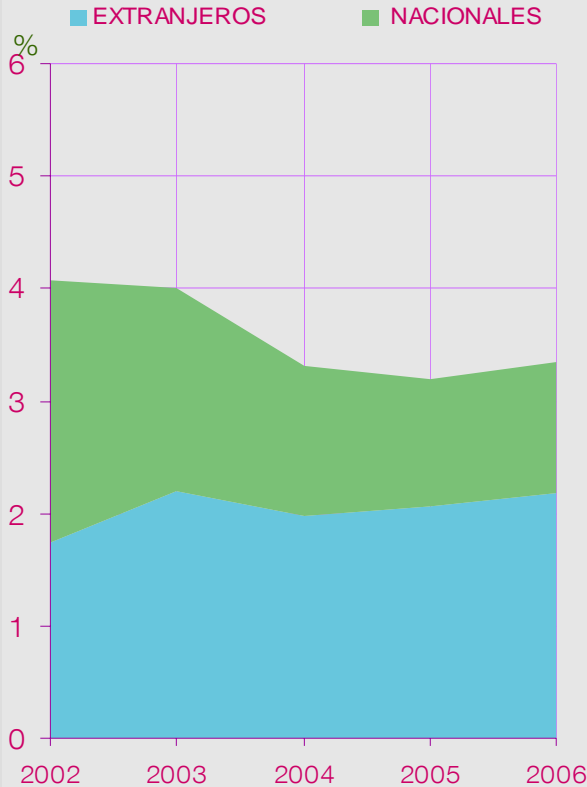
EFECTOS DE SEGUNDA VUELTA



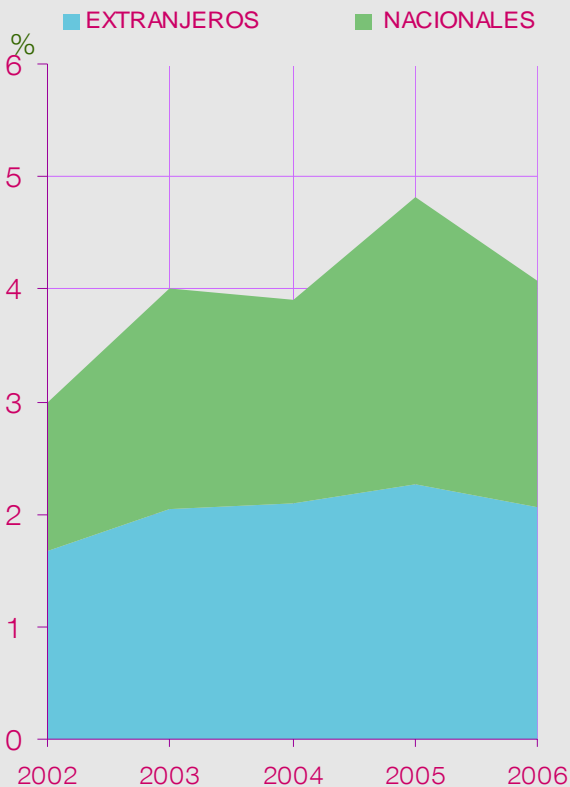
- **La acción de los bancos centrales en los países industrializados ha contribuido a anclar las expectativas de los agentes**
 - *Independencia de los bancos centrales*
 - *Compromiso con la estabilidad de precios*
- **Las menores expectativas de inflación han permitido menores crecimientos salariales y de CLU**
- **... aunque la existencia de cláusulas de negociación salarial amplifica el efecto sobre la inflación (el porcentaje de trabajadores con cláusula es creciente)**

DINAMISMO DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA: EFECTOS DE LA INMIGRACIÓN

CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DE LA POBLACIÓN ACTIVA



CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL EMPLEO



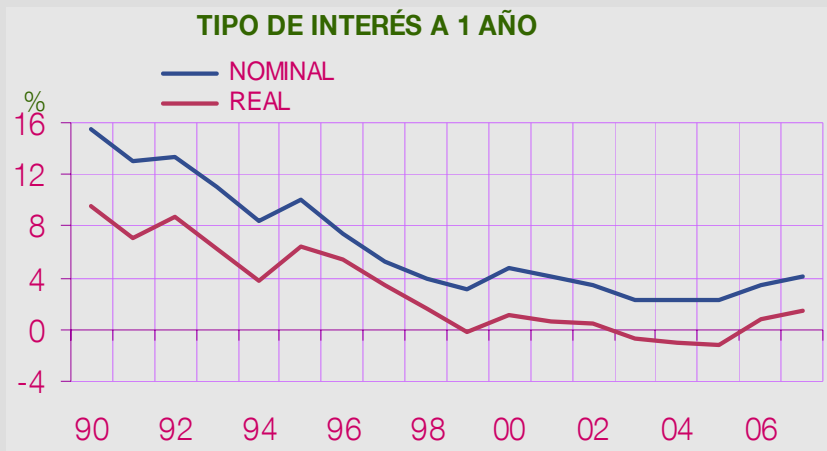
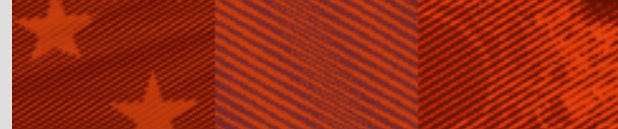
DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB PER CÁPITA 2001-2005
Tasa anual media

PIB PER CÁPITA	1,70
Contribución nativos	1,29
Contribución inmigrantes	0,40
1. Factor demográfico	0,16
Contribución nativos	-0,15
Contribución inmigrantes	0,31
2. Tasa de empleo	1,06
Contribución nativos	0,79
Contribución inmigrantes	0,27
3. PIB por ocupado	0,48
Contribución nativos	0,65
Contribución inmigrantes	-0,18

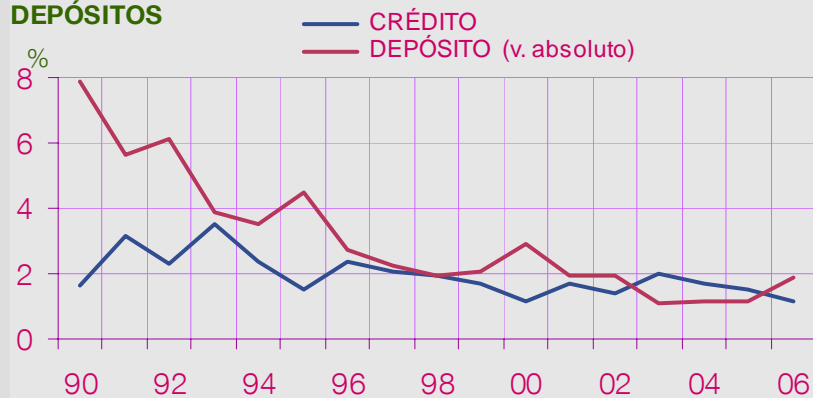
- Llegada masiva de inmigrantes, que ha contribuido al aumento del producto potencial y de la renta per cápita
- ... y ha aumentado la flexibilidad del mercado de trabajo

MANTENIMIENTO DE LAS EXPANSIVAS DE LA DEMANDA

CONDICIONES



DIFERENCIALES DE LOS TIPOS DEL CRÉDITO Y LOS DEPÓSITOS



PLAZO MEDIO NUEVAS HIPOTECAS

Año	1990	1995	2000	2006
Plazo Medio (años)	11,5	16,0	20,4	27,0

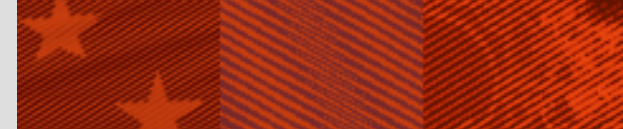
▪ La expansión monetaria y financiera derivada de la entrada en la UEM ha sido un factor determinante del dinamismo de la demanda

- Descenso de tipos y efecto riqueza
- Aumento de la competencia
- Alargamiento de plazos en los préstamos

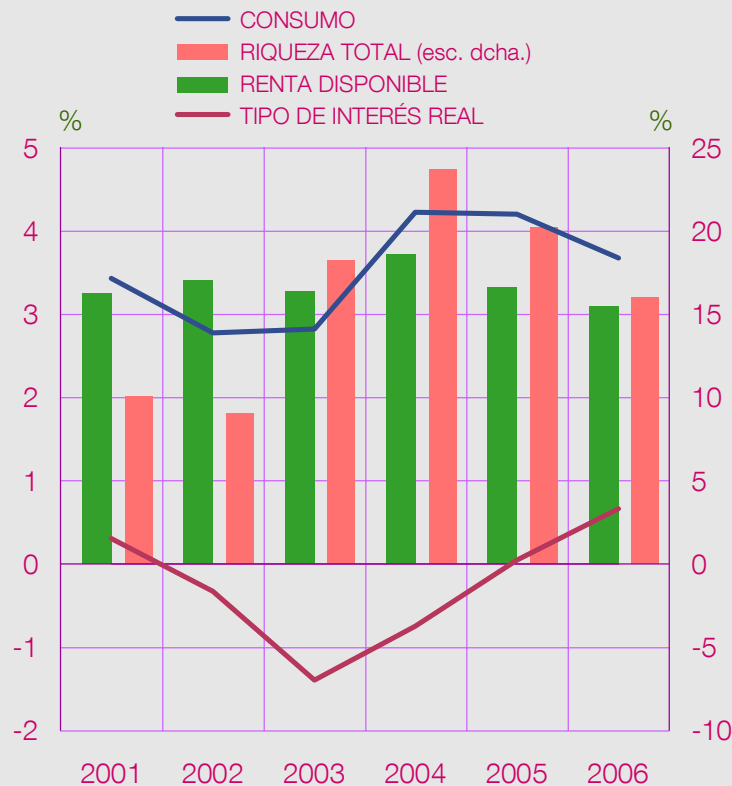
▪ La retirada gradual del tono expansivo de la política monetaria contribuye a una composición más equilibrada del gasto, moderación de la demanda de financiación y contención del precio de la vivienda

▪ Se manifiesta en una moderación del consumo y en la normalización de la inversión residencial y del sector inmobiliario

MODERACIÓN DEL CONSUMO DENTRO DE UNA LÍNEA DE DINAMISMO ELEVADO



CONSUMO PRIVADO Y DETERMINANTES

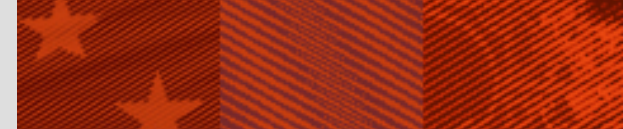


■ Factores que apoyan el dinamismo del consumo:

- el vigoroso crecimiento del empleo, que sostiene el crecimiento de la renta disponible
- el descenso de los tipos de interés, muy ligado a la pertenencia a la Unión Monetaria
- el intenso crecimiento de la riqueza de los hogares, como resultado de la revalorización de los activos inmobiliarios y, en menor medida, financieros

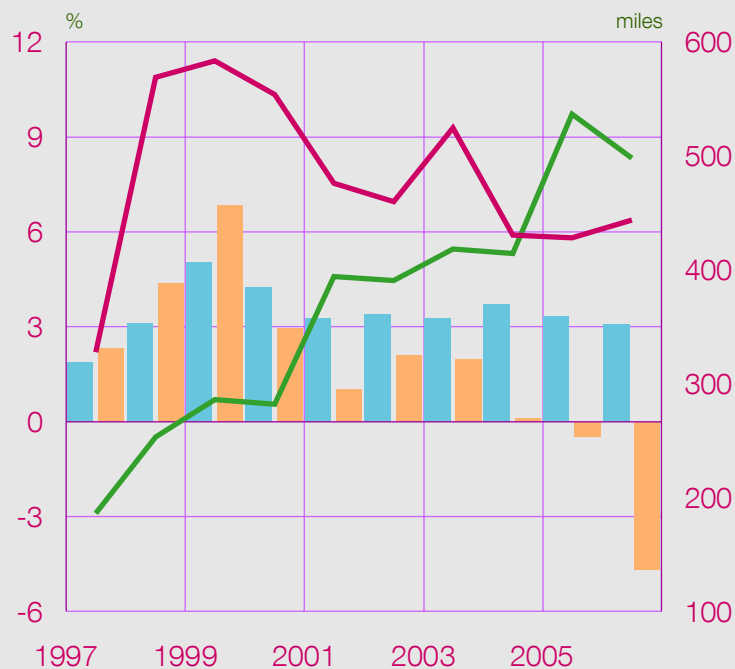
A partir de 2005, los dos últimos factores han modificado su tendencia, contribuyendo a frenar el avance del consumo y la disminución de la tasa de ahorro

NORMALIZACIÓN DE LA INVERSIÓN RESIDENCIAL Y DEL MERCADO INMOBILIARIO



DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN EN VIVIENDA

- VIVIENDA
- CREACIÓN HOGARES (esc. dcha.)
- RENTA DISPONIBLE
- REVALORIZACION-COSTE FINANCIERO (var.)



La inversión residencial crece a fuerte ritmo

...aunque la demanda ya ha empezado a moderarse:

Elevación de tipos de interés

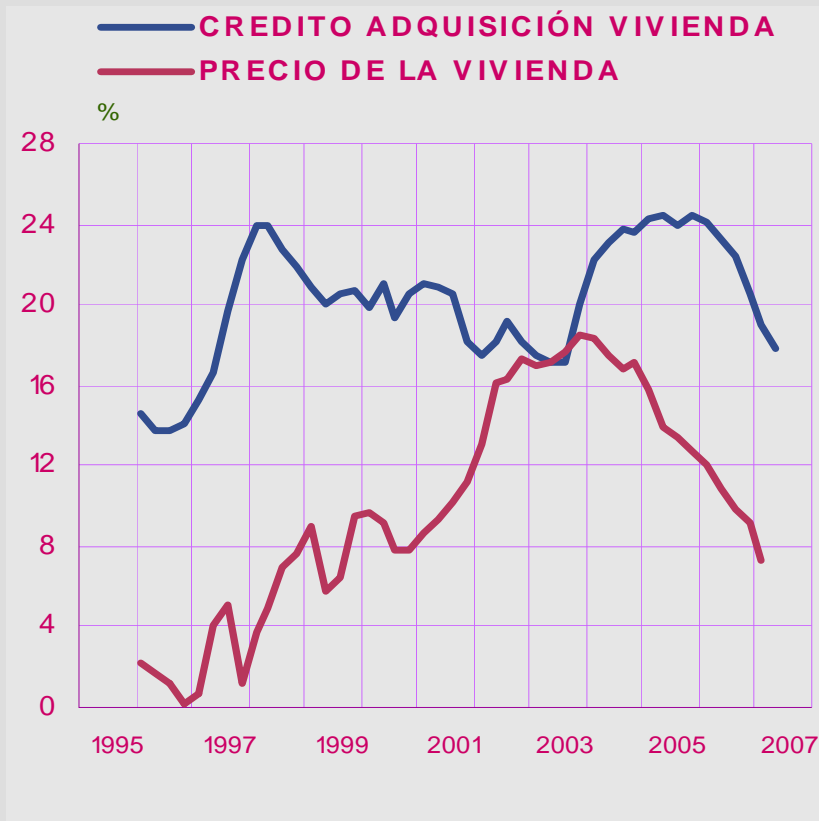
Reducción de las expectativas de revalorización

Descenso de la demanda de no residentes

Aumento de la rentabilidad de colocaciones alternativas



PRECIO DE LA VIVIENDA Y CRÉDITO



- El momento más álgido del “boom” ya ha sido superado
- El ajuste que está teniendo lugar responde a un patrón gradual
- Las variables demográficas aseguran un fuerte dinamismo de la demanda de vivienda en el horizonte de proyección, que actuará como soporte en la fase de desaceleración
- Otros componentes remplazan a la inversión residencial

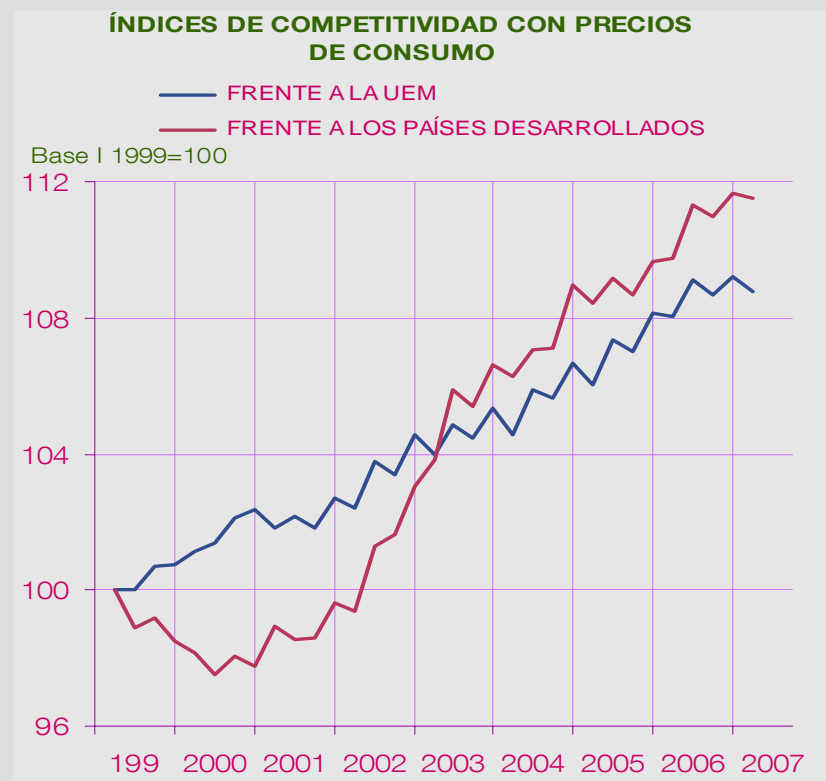
LA DESACELERACIÓN DE LA DEMANDA CONFIERE GRAN IMPORTANCIA A LA MEJORA DE LA CONTRIBUCIÓN DEL SECTOR EXTERIOR AL CRECIMIENTO

- **Se ha reducido la aportación negativa de la demanda exterior neta:**

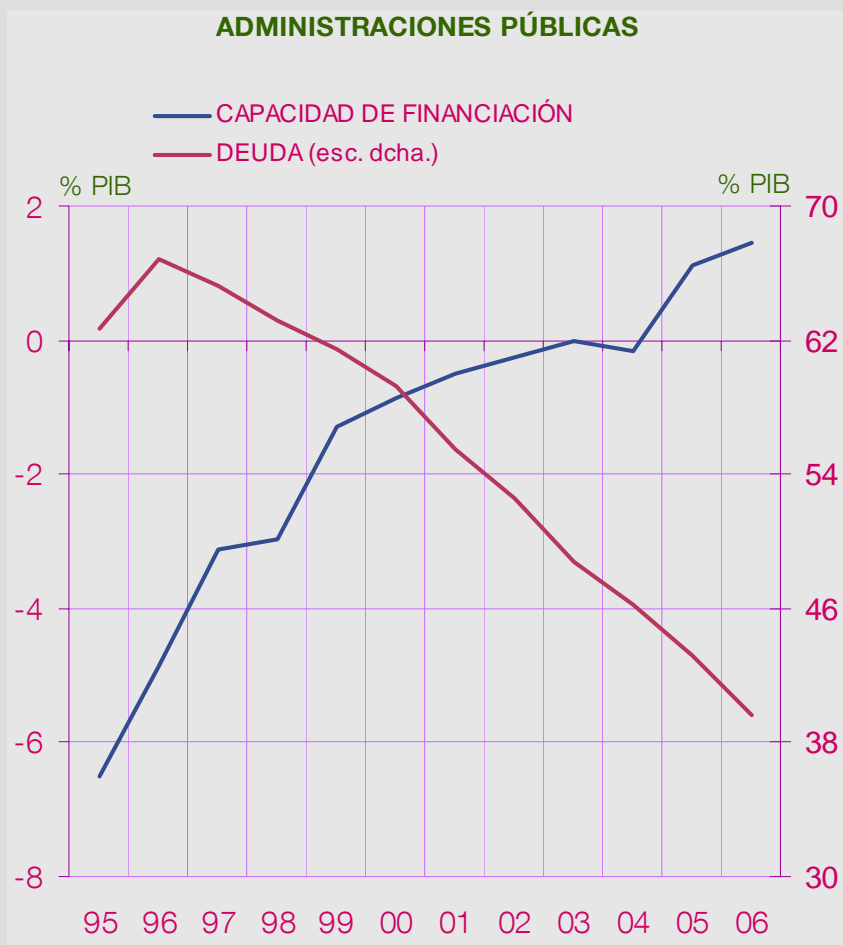
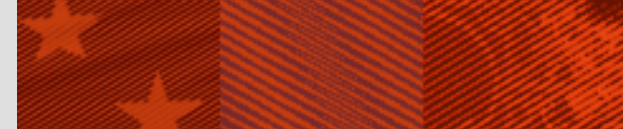
- Mejora de exportaciones
- Contención de importaciones

- **La evolución de la competitividad en sentido amplio tiene una gran importancia para asegurar la sostenibilidad del crecimiento**

- Diferencial de inflación se ha reducido, pero sigue siendo persistente
- Ello se traduce en un deterioro de los indicadores de competitividad-precio
- El diferencial acumulado en costes laborales unitarios sigue aumentando, aunque no en el caso de las manufacturas

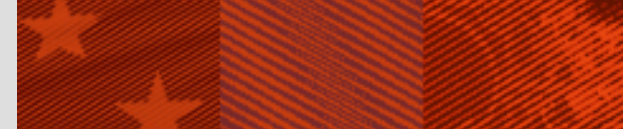


LA POLÍTICA FISCAL SE HA ORIENTADO HACIA LA ESTABILIDAD PRESUPUESTARIA



- Contribuye a la contención de la demanda interna y a la generación de ahorro
- En 2006 se alcanzó un nuevo superávit en las cuentas públicas
- La ratio de deuda pública descendió por debajo del 40% del PIB
- Importante papel estabilizador, pero insuficiente
- Aprovechar el fuerte crecimiento de los ingresos, en un contexto cíclico favorable, para incrementar el superávit

DENTRO DE LA UEM EL PRINCIPAL INSTRUMENTO SON LAS REFORMAS ESTRUCTURALES



- **Con el objetivo de mejorar la calidad de los factores productivos, su utilización y su productividad**
- **Dentro de la estrategia de Lisboa**
- **Siguiendo el diagnóstico y las prioridades del Plan Nacional de Reformas**
- **Importancia de la liberalización de mercados, del fomento de la innovación empresarial y de la mejora de la competitividad**
- **Se deben aprovechar los tiempos de bonanza para profundizar las reformas de modo que**
 - **Suministren soporte en fases de desaceleración**
 - **Se faciliten las reformas de largo plazo: las carencias de capital humano y los desafíos del envejecimiento de la población**



GRACIAS POR SU ATENCIÓN

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

Dirección General del Servicio de Estudios