

---

# Informe trimestral de la economía española

## 1. Rasgos básicos

El año 2002 ha finalizado sin que se hayan despejado las numerosas fuentes de incertidumbre que condicionan la evolución de la economía mundial. Las tensiones geopolíticas y la falta de corrección de algunos de los desequilibrios básicos que aquejan a determinadas economías hacen que no acaben de concretarse las condiciones necesarias para que se ponga en marcha un proceso de recuperación sostenido. En esta situación, los principales impulsos provienen de la instrumentación de políticas macroeconómicas de claro corte expansivo, que, hasta ahora, no han generado tensiones inflacionistas relevantes en las principales áreas, en las que, salvo contadas excepciones, se registran ritmos de crecimiento muy por debajo del potencial.

La economía española se ha desarrollado en este contexto internacional con un balance comparativamente favorable durante el pasado año. De acuerdo con las previsiones del Banco de España, el crecimiento del producto interior bruto (PIB) real en el promedio de 2002 ha sido del 2%, inferior al del ejercicio precedente (2,7%), pero muy superior al que se espera alcance el agregado de la zona euro (por debajo del 1%), por lo que se ha seguido avanzando en el proceso de convergencia real con los países del área. El aumento del empleo en el conjunto del año rondará el 1,3%, aunque la tasa de paro ha subido hasta aproximarse al 11,5% y se habrá producido una recuperación de la productividad de la economía. El resultado menos favorable ha tenido lugar en el frente de los precios, con un crecimiento interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) del 4% en el pasado mes de diciembre, que ha situado el diferencial con la zona euro en 1,7 puntos porcentuales (1,4 en el promedio del año). Las cuentas de las Administraciones Públicas, en fin, se han cerrado con un modesto déficit, de solo el 0,2% del PIB nominal, estimándose que el tono de la política fiscal instrumentada ha sido, prácticamente, neutral.

Teniendo en cuenta los datos avanzados por el Instituto Nacional de Estadística (INE) para los tres primeros trimestres de 2002, la estimación del incremento anual del PIB que se acaba de mencionar es el resultado de un crecimiento del 2,1%, en tasa interanual, durante el último trimestre del año, en términos de la serie corregida de variaciones estacionales, frente al 1,8% del período inmediatamente precedente. La tasa intertrimestral, condicionada por la variabilidad que a corto plazo muestra la serie desestacionalizada, habría sido del orden del 0,3%, frente al 0,8% del trimestre anterior. En cualquier caso, más allá de las fluctuaciones propias de las tasas intertrimestrales calculadas sobre la serie desestacionalizada, en el

GRÁFICO 1

**Producto interior bruto**

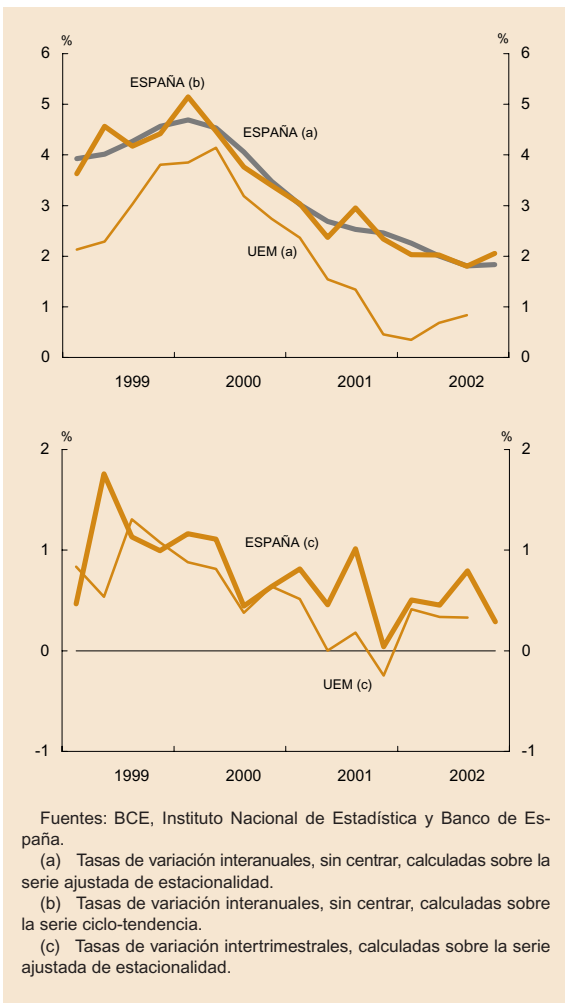
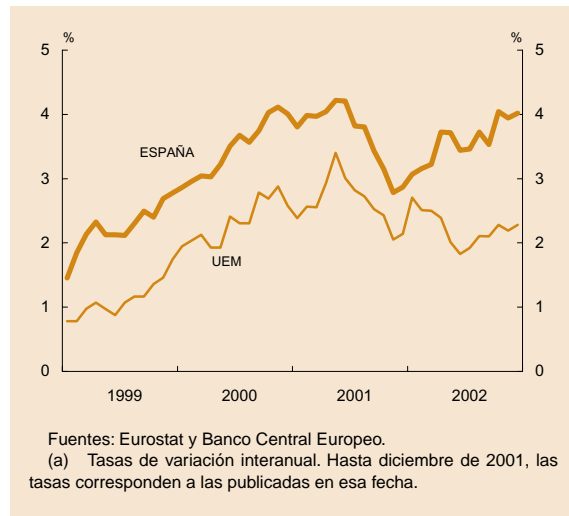


gráfico 1 se aprecia que la economía española mantuvo un ritmo de crecimiento modesto, pero sostenido, a lo largo del pasado año, con una suave tendencia a la desaceleración que parece haber remitido en la parte final del ejercicio.

A pesar de que los acontecimientos de los últimos meses no han contribuido a mejorar las expectativas de crecimiento de la economía mundial, la mayoría de los analistas mantienen el escenario de crecimiento central que se había perfilado para el año 2003, aunque acentuando el sesgo de los riesgos a la baja. Las expectativas de recuperación siguen dependiendo, en gran medida, de la evolución de la economía de Estados Unidos, ya que las áreas más dinámicas —economías emergentes de Asia y países de Europa del Este— no tienen peso suficiente para afectar de forma significativa al crecimiento de los mercados internacionales; y ni Japón —donde no hay expectativas sólidas sobre la superación de su crisis— ni la Unión Europea —muy condicionada por los re-

GRÁFICO 2

**Índices armonizados de precios de consumo (a)**



sultados negativos de algunos países— se muestran, por el momento, como alternativas sólidas a la recuperación norteamericana. Finalmente, dejando a un lado la problemática situación de Venezuela y aunque las expectativas de crecimiento para el conjunto de la región en el año 2003 siguen siendo muy moderadas, el desarrollo de los acontecimientos recientes en algunos países latinoamericanos abre la puerta al inicio de una mejora, en especial la reducción de los diferenciales de la deuda brasileña, tras la formación del nuevo gobierno, y la mayor estabilidad que parece mostrar la economía argentina.

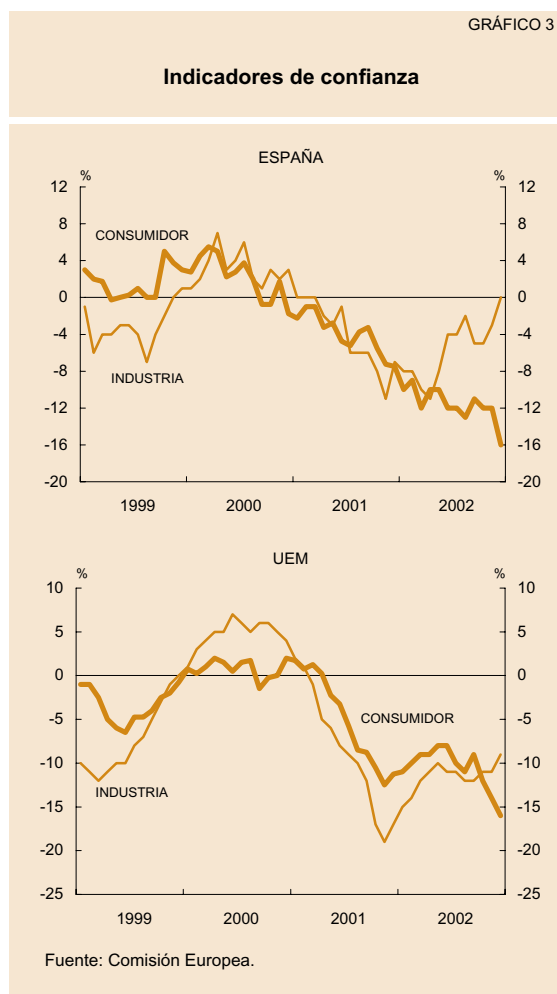
Los datos recientes sobre la economía de Estados Unidos son contradictorios y el panorama sigue dominado por los efectos depresivos que se derivan de la incertidumbre sobre el desenlace de la situación en Oriente Medio. Además, la falta de corrección de algunos de los desequilibrios generados en la larga etapa expansiva precedente, especialmente la escasez de ahorro privado, podría acentuar la fragilidad de la incipiente recuperación, que está sostenida, básicamente, por el impacto sobre el consumo de la expansión monetaria y fiscal, sin que la inversión abandone su tono deprimido.

La evolución de la actividad económica en el área del euro en estos últimos meses se caracteriza por un ritmo de avance lento y vacilante. Se han moderado las perspectivas de crecimiento, como consecuencia de los riesgos asociados al contexto internacional —desencadenamiento del conflicto bélico— y al encarecimiento del precio del petróleo. En los datos más recientes se aprecia un cierto cambio con

respecto a las pautas de meses anteriores, al haber empeorado la confianza de los consumidores a la vez que mejoraba la de la industria, puede que, en este último caso, como consecuencia de una ligera recuperación de las exportaciones, cuya continuidad está por confirmar. Para el cuarto trimestre de 2002 se espera un crecimiento intertrimestral del PIB real del conjunto del área similar al de los períodos precedentes, lo que, dado el mal resultado del último trimestre de 2001, elevará la tasa interanual, por un simple efecto estadístico, hasta valores por encima del 1%, aunque la media anual no alcanzará dicha cifra.

La debilidad de la demanda y la apreciación del tipo de cambio del euro han contribuido a mitigar las presiones inflacionistas en los últimos meses de 2002, situándose la tasa de aumento del IAPC del conjunto de la zona en el 2,3%, el pasado diciembre. Estos factores seguirán afectando favorablemente a la evolución de los precios en los próximos meses, a expensas de lo que ocurra con el precio del petróleo. Con una perspectiva más a medio plazo, es necesario que prosiga la moderación de los costes laborales unitarios, que debe basarse, no solo en las mayores ganancias de productividad —como en los últimos meses— sino también en una mayor contención de los aumentos salariales.

Las condiciones monetarias dentro de la zona euro se han mantenido relativamente estables en los meses finales de 2002 y al comienzo del año en curso, ya que la reducción de los tipos de interés oficiales del mes de diciembre —la única decisión de modificación de tipos en el pasado año— se ha visto compensada, en mayor o menor medida, por la apreciación del tipo de cambio. Por otra parte, aunque las condiciones financieras no han empeorado, el mantenimiento de unas primas de riesgo de la deuda privada relativamente elevadas y la desvalorización que todavía arrastran las cotizaciones bursátiles han entorpecido la financiación de los agentes, especialmente de las empresas. Estos factores se han reflejado en la continuación de la desaceleración del crédito al sector privado, cuya tasa de crecimiento interanual se ha situado en torno al 4,5% al finalizar el año. No es esta la situación, como luego se verá, de la economía española, donde el crecimiento del crédito al sector privado no financiero ha seguido siendo muy elevado. Además, aunque la incertidumbre ha sido también la nota característica de los mercados financieros españoles en los últimos meses, su evolución ha sido relativamente más favorable que en los trimestres precedentes. De hecho, las cotizaciones bursátiles en España han mostrado un com-

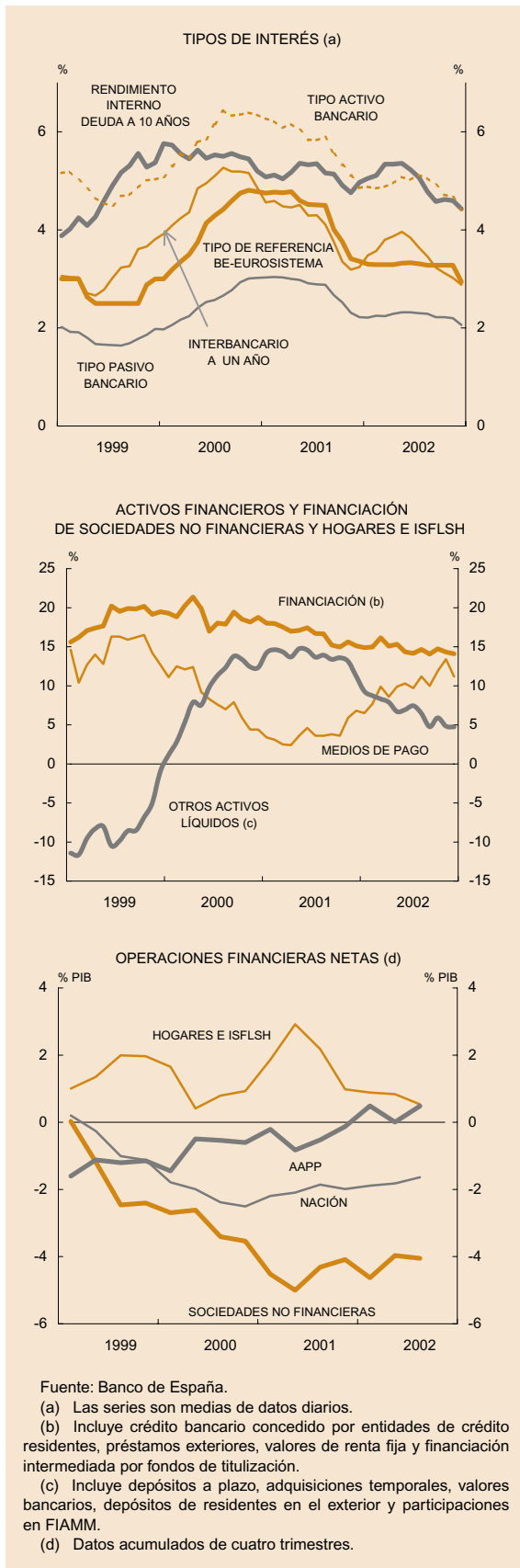


portamiento similar al registrado en la economía de Estados Unidos, mejorando los resultados de los mercados europeos.

En el ámbito de las políticas fiscales, el déficit público de la zona aumentó hasta alcanzar el 2,2% del PIB en 2002. El deterioro de la posición presupuestaria agregada se ha debido, en gran medida, al impacto de la desaceleración cíclica, pero si se analiza la situación de los distintos países, se observa que los resultados actuales se explican por las diferentes posiciones nacionales de partida en el año 2000. En aquellos países en los que se había alcanzado una posición presupuestaria equilibrada, el empeoramiento reciente deja traslucir, sobre todo, la acción de los estabilizadores automáticos. En aquellos otros que no corrigieron sus desequilibrios estructurales en la parte alta del ciclo, la fase de bajo crecimiento actual ha agravado seriamente su posición presupuestaria, colocándolos en una situación muy delicada en términos del cumplimiento de los requisitos establecidos en el Tratado y en el Plan de Estabilidad y Crecimiento. De hecho, dos países —Portugal y Alemania— se han visto sometidos al Procedimiento de Déficit Excesivo, y otro

GRÁFICO 4

**Indicadores financieros de la economía española**



más —Francia— ha recibido una advertencia para que su déficit público no exceda el 3% en 2003. En este contexto, la Comisión Europea ha planteado diversas propuestas para reforzar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y la coordinación de las políticas fiscales en la UE, que serán discutidas en los próximos meses por el Consejo.

Las condiciones monetarias establecidas para los países de la UEM en el pasado año resultaron demasiado holgadas para la economía española, que se encontraba en una fase de desaceleración cíclica mucho más moderada que la del conjunto del área y experimentaba tensiones de precios más acusadas. A medida que avanzaba el año y se desaceleraba el ritmo de actividad la situación se fue haciendo más ajustada, sobre todo al irse consolidando la apreciación del euro frente a las principales monedas. La política fiscal instrumentada contribuyó positivamente al sostenimiento de las rentas familiares, a pesar de lo cual, y del aumento experimentado por la inversión pública, el tono de la política fiscal, en su conjunto, fue, prácticamente, neutral. El modesto déficit registrado se explica, por tanto, en gran medida, por la acción de los estabilizadores automáticos, habiéndose registrado una mejora en el saldo estructural.

Con estos condicionantes, y habida cuenta del negativo entorno internacional que limitó drásticamente el crecimiento de los mercados exteriores, la economía española alcanzó una tasa de variación de su PIB real del 2% en el promedio de 2002, tal como ya se ha avanzado. El aumento de la demanda nacional fue de una cuantía similar al del producto, con lo que la contribución negativa de la demanda exterior neta estuvo en torno a una décima porcentual. Todos los componentes de la demanda, con las excepciones del consumo público y de la variación de existencias, colaboraron a la desaceleración del PIB, pero mientras que el consumo privado y la inversión en construcción alcanzaron ritmos de aumento apreciables —notable, el de la construcción, sobre todo en el sector residencial—, la inversión en equipo tuvo un resultado muy negativo. La desaceleración del consumo privado permitió una ligera recuperación de la tasa de ahorro de las familias, pero la capacidad de financiación de los hogares se mantuvo en cotas muy reducidas, como consecuencia de la extraordinaria pujanza de la inversión en viviendas —alentada por las expectativas de alzas de precios, que no remitieron, como se esperaba—, lo que propició un aumento de sus niveles de endeudamiento. La evolución de los tipos de interés, sin embargo, permitió que las cargas asociadas a dicho endeudamiento se mantuvieran estables.

Tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios registraron tasas de variación positivas, pero de escasa entidad, destacando los malos resultados del sector turístico. El descenso experimentado por el deflactor de las importaciones de bienes permitió una reducción del déficit comercial, con la consiguiente mejora del desequilibrio de la balanza por cuenta corriente. El comportamiento favorable de los precios de importación en el conjunto del año, a pesar de las variaciones experimentadas por los precios de los productos energéticos importados, que se transmitió a distintos sectores de la economía, implica que el aumento del deflactor del valor añadido —del 4%— ha de explicarse, por tanto, básicamente, por razones internas. La presión de los costes laborales unitarios —cuyo ritmo de crecimiento en la economía de mercado fue solo ligeramente inferior al 3,7% del ejercicio precedente— pudo trasladarse a los precios finales de la economía, sobre todo en aquellos sectores en los que el aumento de la demanda fue particularmente elevado o en los que la falta de competencia es más acusada, con la correspondiente ampliación de los márgenes empresariales. La ampliación de márgenes fue especialmente notable en el sector de la construcción, mientras que es en algunas ramas de servicios donde hay evidencia de que el cambio de moneda pudo tener una mayor incidencia sobre el ritmo de aumento de los precios.

Las estimaciones sobre el crecimiento de la economía española en el cuarto trimestre de 2002, que se mencionaron al comienzo de este epígrafe, presentan algunos rasgos diferenciales con respecto a los resultados del promedio anual, lo que resulta de cierta relevancia de cara a la valoración de las tendencias con las que comienza el nuevo ejercicio. En primer lugar, el 2,1% de crecimiento interanual estimado para el último trimestre de 2002, calculado en términos de la serie desestacionalizada, confirma que la economía española ha mantenido un ritmo de crecimiento sostenido a lo largo del pasado año, con una suave tendencia a la desaceleración que no parece que se haya prolongado en los meses finales del mismo. El crecimiento ha estado apoyado, plenamente, en la evolución de la demanda interna, cuya tasa de aumento se ha situado unas décimas porcentuales por encima del 2%, mientras que la demanda exterior neta habrá restado, al menos, dos décimas al crecimiento del producto. Aunque el aumento de la demanda ha seguido descansando, básicamente, en la inversión en construcción y en el consumo —privado y público—, la inversión en equipo, sin abandonar su tono deprimido, ha dado síntomas de cierta recuperación, que los datos de los próximos meses tendrán que confirmar. El ritmo de creci-

miento del consumo privado se ha estabilizado en valores próximos al 1,5%, y el de la inversión en construcción ha sido inferior en apenas unas décimas al del trimestre precedente, dentro de una tendencia a la desaceleración.

Otro rasgo característico de los datos del último trimestre es que las exportaciones de mercancías han mantenido un comportamiento más expansivo que en la primera mitad del año, aunque su ritmo de variación ha tendido a atenuarse con respecto al notable dinamismo del que dieron muestras en los meses del verano. El rebrote de la exportación ha terminado arrastrando a la actividad industrial, de forma que su tasa de variación interanual, que ya había abandonado los registros negativos en el tercer trimestre, se ha acentuado en los últimos meses de 2002. Y todo ello, en fin, ha terminado impulsando el crecimiento de las importaciones, hasta contrarrestar sobradamente el impacto positivo de la exportación sobre la tasa de crecimiento del PIB. Los resultados del sector turístico, aunque no tan desfavorables como los de los trimestres precedentes, han contribuido también al resultado neto negativo de la demanda exterior.

El notable dinamismo que continúa experimentando la financiación al sector privado —con un crecimiento en torno al 14%— no se corresponde con la posición cíclica de la economía española y solo se explica por la extraordinaria pujanza del crédito dirigido a las actividades relacionadas con el sector de la construcción. Destaca, en particular, el aumento del crédito destinado a la financiación de la adquisición de vivienda, con un crecimiento del 18,1% en el tercer trimestre de 2002. Por esta razón, y a pesar de que el crecimiento del crédito dirigido al consumo se ha desacelerado apreciablemente, la *ratio* de endeudamiento de las familias ha seguido aumentando. Por su parte, el sector empresarial no financiero ha experimentado también aumentos de sus *ratios* de endeudamiento, si bien de una magnitud inferior a la registrada en años anteriores.

A pesar de que el crecimiento de la economía española ha seguido descansando en la pujanza de la actividad constructora —pública y privada— y, en menor medida, en el consumo, se aprecian, en los datos de los últimos meses, los primeros síntomas de un cambio en el que la exportación y la inversión del sector privado podrían ir cobrando un mayor protagonismo. La consolidación de un patrón de este tipo depende, en cierta medida, de que vaya asentándose un escenario de recuperación en la economía mundial, pero es preciso disponer también de los fundamentos adecuados para su afianzamiento. En este sentido, resulta alentador que



la economía española haya mantenido tasas de crecimiento positivas del empleo a lo largo del pasado año, superiores al uno por ciento en el cuarto trimestre, y que el ritmo de aumento de los costes laborales unitarios haya tendido a desacelerarse —debido, en gran parte, al aumento de la productividad aparente—, aunque aún sigue siendo elevado. De hecho, al finalizar el año, el crecimiento de esta variable superaba a la del conjunto de países de la UEM en un punto porcentual, aproximadamente, registrándose, en ambos casos, incrementos en la remuneración por asalariado todavía considerablemente elevados.

El reto al que se enfrenta la economía española al iniciarse el año 2003 es, precisamente, tratar de reducir el diferencial entre el ritmo de crecimiento de sus precios de consumo y el de países de la zona euro, ya que su persistencia puede terminar erosionando la competitividad y limitar, por tanto, el potencial de crecimiento y de generación de empleo. Las previsiones apuntan a una mejora significativa de los datos con los que se ha cerrado el ejercicio, ya que en el aumento de la tasa de inflación a lo largo de 2002 (4% en el pasado mes de diciembre,

según el IPC) han contribuido algunos factores transitorios relacionados con los precios de los productos energéticos y de algunos productos alimenticios, que en la medida en que vayan remitiendo irán moderando el crecimiento del índice general. Ello no debe ocultar los riesgos que subyacen al comportamiento de otros componentes: así, los precios de los bienes industriales no energéticos y, sobre todo, de los servicios, han estabilizado sus ritmos de crecimiento en valores comparativamente elevados, de forma que el diferencial con la zona euro ha fluctuado en torno a un punto porcentual y un punto porcentual y medio, respectivamente, a lo largo del año.

Hay que señalar, por último, que los datos sobre la ejecución presupuestaria de los meses finales del año han permitido que el cierre del ejercicio para el conjunto de las Administraciones Públicas se ajustara, prácticamente, al equilibrio programado (el déficit que se ha anticipado es de dos décimas del PIB). El crecimiento de los ingresos ha superado las previsiones realizadas en el avance de liquidación que acompañó los Presupuestos del Estado para 2003, y lo mismo ha ocurrido con los gastos.

## 2. El entorno exterior del área del euro

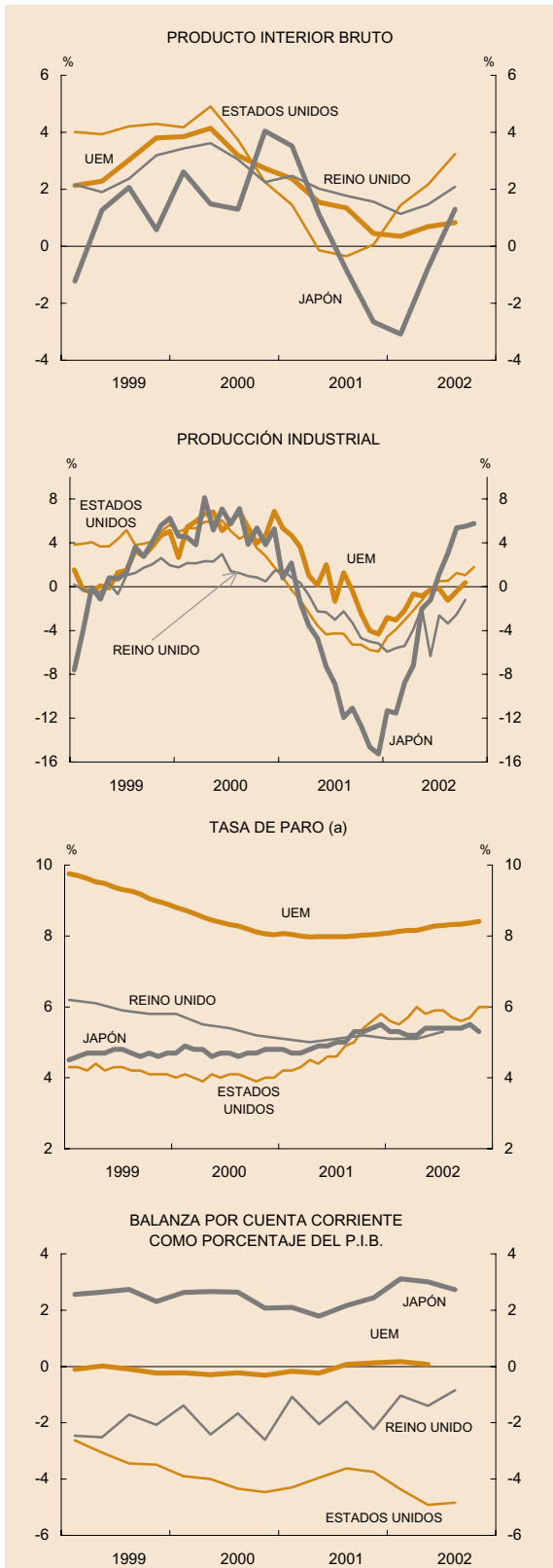
La evolución económica en el entorno exterior del área euro durante el cuarto trimestre de 2002, así como las perspectivas para 2003, han seguido siendo muy dependientes de la evolución en Estados Unidos. Los datos publicados confirman el escenario central de moderada recuperación en el ritmo de actividad global, liderada por Estados Unidos y los países asiáticos, excluyendo a Japón, pero a un ritmo más lento de lo que inicialmente se esperaba.

Durante el cuarto trimestre, los mercados financieros internacionales registraron una mejora significativa en el mercado bursátil, sobre todo en los meses de octubre y noviembre. Posteriormente se ha revertido esta evolución en el mes de enero, por las tensiones geopolíticas. También se ha registrado una reducción moderada en los diferenciales de tipos de interés de la deuda corporativa respecto a los bonos públicos, especialmente en los bonos de peor calidad. Esta mejora ha sido aún más acusada en los diferenciales soberanos de renta fija de las economías emergentes, en particular en América Latina y en los países candidatos a la UE. Por su parte, el dólar retomó una tendencia depreciadora, en parte asociada a la cada vez más evidente materialización de déficit gemelos —del sector público y del sector exterior— en EEUU. El precio del petróleo se ha elevado por encima de 30 dólares el barril, por razones de oferta, relacionadas con las incertidumbres asociadas al conflicto en el Golfo Pérsico y a la negativa evolución social y política en Venezuela.

En *Estados Unidos* los indicadores apuntan a una fuerte reducción del crecimiento en el cuarto trimestre, tras un tercero muy positivo, en el que el crecimiento del PIB (trimestral anualizado) fue del 4%. En el tercer trimestre, el principal factor del crecimiento fue el consumo privado, especialmente el gasto en bienes de consumo duradero, que creció un 22,8% (trimestral anualizado). El gasto público y la formación de capital privado tuvieron contribuciones positivas, mientras que las aportaciones de las exportaciones y de las importaciones se compensaron. Los indicadores del cuarto trimestre, especialmente las fuertes caídas de la confianza del consumidor, pero también la menor producción industrial y actividad en manufacturas, apuntan a una desaceleración del crecimiento del consumo privado. Los datos de empleo en noviembre y diciembre también han sido negativos, con una caída acumulada de ciento noventa mil empleos en ambos meses, que llevaron a la tasa de paro hasta el 6%, desde el 5,7% en promedio del tercer trimestre. Por el lado de los precios, las presiones inflacionistas siguen siendo moderadas, a pesar del aumento del precio del petróleo. Así, el crecimiento del índice general de precios al consumo se situó en el 2,4% en diciembre, mientras que la subyacente

GRÁFICO 5

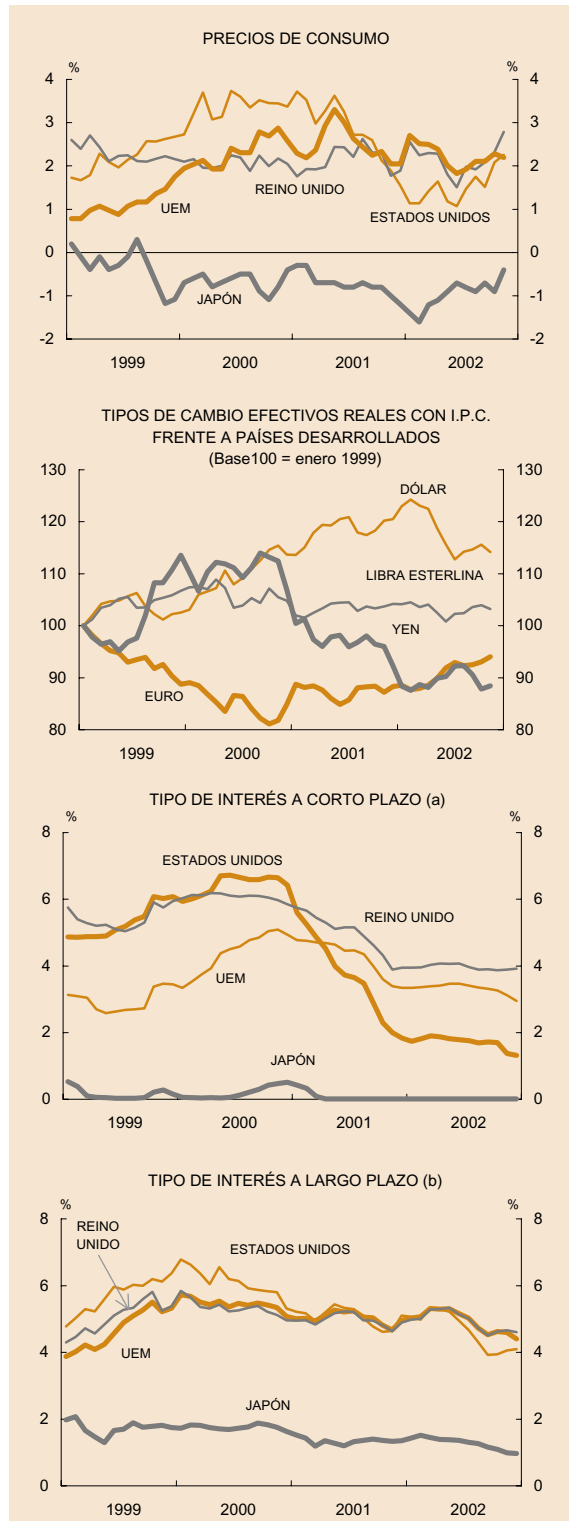
**Principales indicadores macroeconómicos  
Tasas de variación interanuales**



Fuentes: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.  
(a) Porcentaje de la población activa.

GRÁFICO 6

**Precios, tipo de cambio real y tipos de interés**



Fuente: Banco de España.  
(a) Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario. Unión Monetaria: hasta diciembre de 1998, media ponderada de los once países. A partir de 1999, EURIBOR a tres meses.  
(b) Rendimientos de la deuda pública a diez años. Unión Monetaria: hasta diciembre de 1998, media ponderada de los once países.



se redujo hasta el 1,9%. En resumen, aunque la evolución de la economía americana en el cuarto trimestre no vaya a suponer una quiebra en las perspectivas de recuperación, sí que puede retrasar el que se alcance un nivel de crecimiento del producto cercano al potencial. Además, no solo no se han despejado los riesgos a la baja, sino que en algún caso se han agravado. Entre ellos, destacan los de carácter geopolítico, pero también los que se derivan de la fragilidad de la recuperación, que sigue basada en el consumo privado y las medidas expansivas de política económica, sin que la inversión privada haya tomado el relevo. En esta línea, el gobierno americano anunció un nuevo paquete fiscal, que tiene como principal objetivo estimular la inversión a través de la eliminación de la doble imposición de los dividendos, y el consumo, por la reducción del impuesto sobre las rentas más bajas. Está previsto que dichas medidas aumenten el déficit público en un 1% del PIB en 2003.

En *Japón*, las cifras preliminares de contabilidad nacional correspondientes al tercer trimestre de 2002 mostraron un crecimiento trimestral no anualizado del PIB real del 0,7% (1,5% en tasa interanual). Además, el crecimiento trimestral del PIB durante el segundo trimestre se revisó al alza, hasta el 1%, frente al 0,6% estimado anteriormente. La contribución de la demanda interna al crecimiento trimestral del PIB fue positiva (0,8%), mientras que la contribución de la demanda externa fue negativa (-0,1%), por primera vez desde el tercer trimestre de 2001. La desaceleración de las exportaciones de bienes y servicios, cuyo aumento trimestral fue tan solo del 0,5%, frente al 5,9% en el segundo trimestre, constata el rápido agotamiento del principal factor de crecimiento del producto durante el primer semestre del año. Los indicadores disponibles para el cuarto trimestre parecen indicar un retroceso respecto a la incipiente recuperación que parecía apuntarse en la primera mitad del año. Así, la producción industrial disminuyó un 2,2% en noviembre, respecto al mes anterior, lo que supone el tercer retroceso mensual consecutivo. Además, los datos sobre ventas tampoco apuntan una recuperación del consumo privado. Las presiones deflacionistas se mantienen, como muestra la tasa de inflación subyacente, que permanece estable en torno al -0,8% en noviembre de 2002, último dato disponible.

La economía del *Reino Unido* creció un 0,9% en el tercer trimestre de 2002 (2,1% interanual), con el consumo privado y el consumo público creciendo ambos un 0,8% en el trimestre, mientras que la formación bruta de capital fijo caía un 0,9% y las exportaciones lo hacían un 1,2%, por un 0,5% de las importaciones. En el cuarto trimestre de 2002, los indicadores económicos se-

ñalan nuevamente un sector industrial que no termina de recuperarse, con la producción industrial en el -1,2 % interanual en noviembre y caídas en las encuestas de opinión empresarial, mientras que los indicadores de consumo privado muestran una notable resistencia, si bien se desaceleran respecto a trimestres anteriores. Las exportaciones en los meses de octubre y noviembre cayeron bastante más de lo que lo hicieron las importaciones, por lo que el déficit comercial se amplió notablemente en esos meses. La tasa de paro, por su parte, se ha mantenido estable en el 5,2% hasta el mes de noviembre (3,1% el paro registrado en diciembre), y los salarios han aumentado ligeramente su crecimiento interanual, hasta el 3,8%. La inflación aumentó hasta el 2,7% en diciembre, por las fuertes subidas en el componente de vivienda y el efecto base de la caída del precio del petróleo del año anterior.

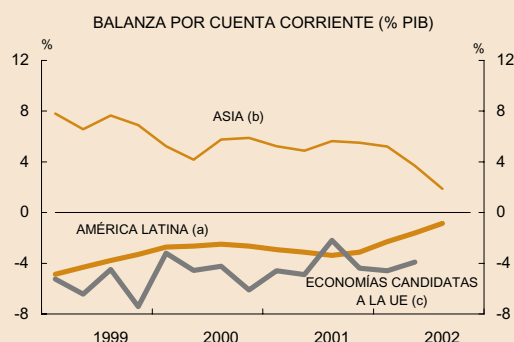
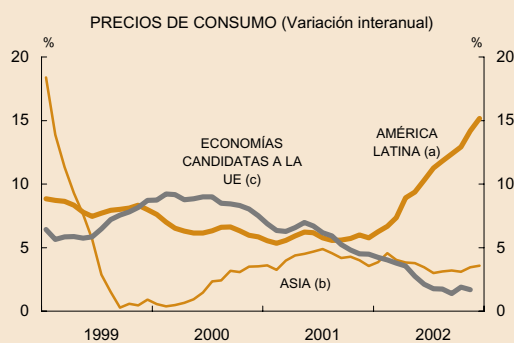
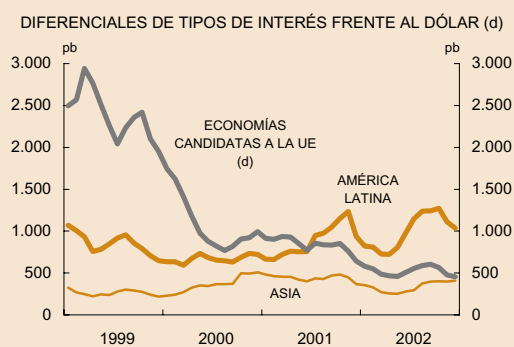
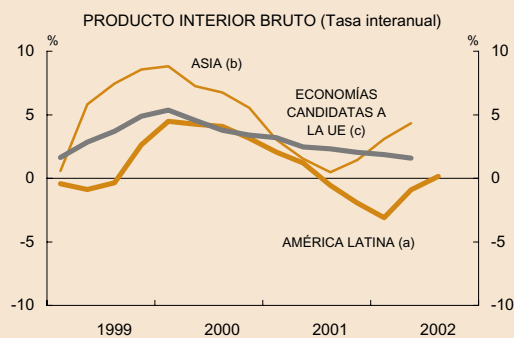
En el último trimestre, el acontecimiento más relevante para los *países candidatos a la Unión Europea* fue el acuerdo alcanzado en la Cumbre de Copenhague, celebrada los días 12 y 13 de diciembre, respecto a la entrada en la UE de un primer grupo amplio de países, de manera que 10 países y los actuales miembros puedan ratificar los tratados de adhesión durante 2003 y que todos ellos participen en las elecciones al Parlamento Europeo en 2004 como Estados miembros de la UE. Para Bulgaria y Rumanía, la fecha de adhesión que actualmente se baraja como más probable es 2007, mientras que para Turquía se ha fijado la fecha de diciembre de 2004 para evaluar si cumple con todos los criterios políticos y democráticos que requiere la UE para poder empezar a negociar a partir de ese momento.

En cuanto a la evolución económica de estos países, el crecimiento del PIB en el tercer trimestre fue, en general, superior al del trimestre anterior, por la fortaleza de la demanda interna, y pese a la falta de dinamismo de la demanda externa. Además, los diferenciales de tipos de interés a largo plazo frente al euro continuaron su senda de convergencia y en algunos casos, como la República Checa, se situaron por debajo de los 50 puntos básicos. Respecto a las cotizaciones cambiarias, destacó la fuerte apreciación del *forint* húngaro, que obligó a intervenir al banco central y a bajar las tasas de interés en 200 puntos básicos.

La evolución económica y financiera de *Latinoamérica* ha sido relativamente positiva en el último trimestre. Entre los factores internos que han contribuido a esta mejora destaca, sobre todo, la reafirmación en las políticas de disciplina económica del nuevo gobierno brasileño. El agravamiento de la crisis económica y social en Venezuela, cuya solución se presenta cada vez más complicada, no parece haber pesado sobre el resto de la re-

GRÁFICO 7

**Economías emergentes: principales indicadores macroeconómicos**



Fuentes: Estadísticas nacionales y JP Morgan.  
 (a) Argentina, Brasil, Chile, Méjico, Colombia, Venezuela, Perú.  
 (b) Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur y Taiwán.  
 (c) Letonia, Lituania, Estonia, Chequia, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.  
 (d) Diferenciales del índice EMBI+ de JP Morgan. Las economías candidatas a la UE incluyen a Rusia.

gión, aunque sí ha afectado a la elevación del precio del crudo en las últimas semanas. Las tensiones en los mercados financieros en el área se han mitigado a partir de octubre, lo que se ha traducido en una significativa reducción de los diferenciales de la deuda, que se sitúan a finales de enero, en el conjunto de la región, en el entorno de los 1.000 puntos básicos. También ha tenido lugar una cierta recuperación de los tipos de cambio, aunque desigual y con retrocesos. Pese a esta ligera mejora de los indicadores financieros en los meses finales de 2002, el crecimiento económico de la región durante el año será muy inferior al esperado inicialmente.

El último trimestre del año ha confirmado la estabilización de la actividad en *Argentina*, tras la fuerte caída del PIB en la primera mitad del año, a la que ha acompañado también una moderación de las presiones inflacionistas y una estabilización del tipo de cambio, que recientemente ha iniciado una tendencia a la apreciación. Esta mejora, aunque precaria, ha facilitado el levantamiento del corralito a inicios de diciembre y de parte de las restricciones cambiarias al inicio de enero. El acuerdo transitorio con el FMI facilita la financiación de los compromisos de pago con los organismos oficiales hasta el mes de agosto de 2003. Tras las elecciones en *Brasil* la afirmación del compromiso con la disciplina fiscal y la configuración de un equipo económico moderado han incluido una notable mejora del sentimiento de los mercados financieros. Como consecuencia de ello, los diferenciales de la deuda se han reducido casi a la mitad desde sus máximos de septiembre —aunque continúan cerca de 1.400 pb— y el tipo de cambio ha emprendido una senda apreciadora, aunque se ha revertido en los últimos días. Si se consolidara la senda de reducción de diferenciales y de apreciación del real, permitirían quebrar la dinámica perversa de la deuda pública, así como relajar la restricción externa, que ha determinado un fuerte ajuste exterior durante el año pasado. Sin embargo, la situación se ha deteriorado notablemente en el frente de los precios, de modo que la tasa de inflación ha resultado casi del doble que el objetivo (12,4%, frente al 6,5% del límite superior del objetivo). Este sustancial desvío ha provocado una pronunciada subida de tipos de interés a partir de octubre, desde el 18% al 25,5% y una ampliación del horizonte para alcanzar los objetos de inflación previamente establecidos para 2003. En *Méjico*, la recuperación se sigue mostrando titubeante, al hilo de lo que ocurre en EEUU. La política fiscal mantiene su tono disciplinado, facilitado, en esta ocasión, por la aprobación del presupuesto del año 2003. Otro país del área que se ha beneficiado de un cambio positivo de sentimiento en los últimos meses ha sido *Colombia*, por el apoyo del FMI a las reformas del nuevo gobierno.

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

La actividad económica en el área del euro en los últimos meses de 2002 se caracterizó por un ritmo de avance débil, con lo que se mantuvo el escenario de recuperación vacilante observado a lo largo del año. Además, las perspectivas de crecimiento para el año en curso se han moderado en relación con las existentes hace unos meses, debido a la incertidumbre procedente del contexto internacional, el encarecimiento del precio del petróleo y la consolidación de un tipo de cambio del euro más apreciado. En todo caso, subsisten las expectativas de que el área del euro consolide su recuperación en la primera mitad del presente año, lo que debe permitirle alcanzar, a partir del verano, tasas interanuales de crecimiento cercanas a las de su producto potencial. No obstante, habida cuenta, sobre todo, de la incertidumbre geopolítica internacional, este escenario está sometido a riesgos a la baja significativos. Por otra parte, la debilidad de la demanda y la apreciación del tipo de cambio contribuyeron a mitigar las presiones inflacionistas en los últimos meses del año y compensaron parcialmente el efecto alcista sobre los precios de consumo del encarecimiento del precio del petróleo. En el corto plazo, sin embargo, no puede descartarse que la transmisión del reciente aumento de los precios del barril a los precios interiores retrase el momento en el que la tasa de inflación se sitúe por debajo del 2%.

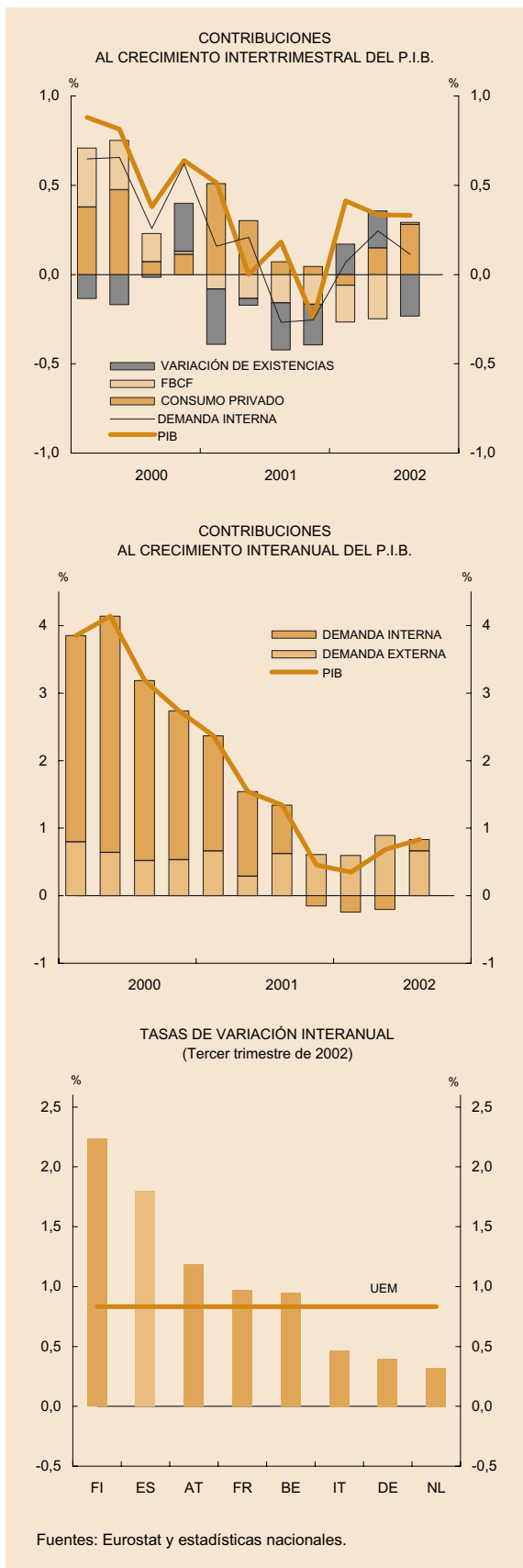
La evolución de las variables monetarias y financieras en los últimos meses del año 2002 y primeras semanas del año actual ha seguido determinada por ese escenario de incertidumbre. Así, los tipos de interés han mostrado una tendencia a la baja, las cotizaciones bursátiles no han podido consolidar una tendencia alcista y las primas de riesgo siguen elevadas. A principios de diciembre, ante la mejora de las perspectivas inflacionistas, consecuencia, en gran medida, de la frágil recuperación económica, el BCE redujo el tipo de interés en 50 puntos básicos. Con este descenso, el tipo de las operaciones principales de financiación del Eurosisistema se ha situado en el 2,75%. En el ámbito de las políticas fiscales, en el año 2002 se produjo un deterioro adicional del saldo presupuestario, especialmente acusado en algunos países del área que no habían aprovechado suficientemente la anterior fase de auge para ajustar su posición presupuestaria. Ello ha provocado que se activen en diversos casos los procedimientos contemplados en el Tratado y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento para preservar la disciplina presupuestaria.

#### 3.1. Evolución económica

De acuerdo con la segunda estimación de la Contabilidad Nacional, el PIB en la UEM creció

GRÁFICO 8

PIB en la UEM



en el tercer trimestre de 2002 a una tasa intertrimestral del 0,3%, similar a la experimentada en el primer semestre del año. Este ritmo de avance situó la variación interanual en el 0,8%, una décima por encima de la tasa registrada en el segundo trimestre. En términos de composición del producto, la demanda interna cobró especial relevancia en el tercer trimestre de 2002 ya que aportó 0,3 pp al crecimiento del PIB, tras haber presentado en el primer semestre del año una contribución negativa (véase gráfico 8). La recuperación de la demanda interna fue consecuencia del mayor ritmo de crecimiento tanto del consumo privado como de la inversión, que, por primera vez desde principios de 2001, registró una tasa de avance positiva. Entre los componentes de la formación bruta de capital fijo, tanto la inversión en equipo como la inversión en construcción experimentaron crecimientos superiores a los del trimestre anterior, aunque esta última todavía presentó una tasa de variación intertrimestral negativa. Por su parte, la demanda exterior neta aportó dos décimas al aumento del producto, debido a la mayor fortaleza de las exportaciones que de las importaciones, y la variación de existencias de trajo dos décimas del crecimiento del PIB, lo que contrasta con las contribuciones positivas de los dos trimestres anteriores.

El detalle de la Contabilidad Nacional por países del tercer trimestre muestra que la mayor parte de ellos mantuvieron o incrementaron su ritmo de avance intertrimestral. Entre las economías más grandes del área, Francia fue el único país que moderó su crecimiento, ya que el dinamismo del consumo privado y la creciente aportación del sector exterior no pudieron contrarrestar el empeoramiento de la inversión. El PIB en Alemania creció un 0,3%, gracias al buen comportamiento del comercio exterior, mientras que Italia y España se beneficiaron del mayor dinamismo de sus demandas internas. En el recuadro 1 se analiza la evolución reciente de la actividad económica de los países de la zona del euro.

Desde el punto de vista de la oferta, el mantenimiento del ritmo de crecimiento del valor añadido en el tercer trimestre del pasado año fue el resultado de un aumento del VAB del sector industrial similar al del trimestre anterior, de una menor desaceleración de la actividad en construcción y de una ligera pérdida de dinamismo del valor añadido de la rama de servicios. Por lo que respecta al mercado de trabajo, en el tercer trimestre de 2002 el empleo registró una tasa de avance negativa, del -0,1% en relación con el segundo trimestre, de tal forma que el incremento interanual se situó tres décimas por debajo del experimentado en el trimestre anterior (0,3%). Esta desaceleración del em-



pleo, junto con el mayor crecimiento del producto, hizo que la variación interanual de la productividad aparente del trabajo alcanzara el medio punto porcentual.

La información disponible sobre los indicadores de actividad en el cuarto trimestre de 2002 apunta a un mantenimiento o ligero empeoramiento del ritmo de crecimiento intertrimestral del PIB en la UEM, con lo que la tasa de variación para el conjunto del año se situaría por debajo del 1%. Así, aunque la mayor parte de los indicadores de actividad en la industria mejoraron en los últimos meses del año pasado, los relativos a las ramas de construcción y de servicios retrocedieron en relación con el trimestre anterior. En concreto, el índice de producción industrial se incrementó en la media de los meses de octubre y noviembre un 0,8% con respecto al nivel del tercer trimestre y el índice de confianza industrial de la Comisión Europea (CE) aumentó en el cuarto trimestre (véase el gráfico 9). En sentido contrario, el índice de gestores de compras de la industria manufacturera alcanzó en dicho período un registro inferior al del tercer trimestre. Los indicadores de confianza de la CE relativos a servicios y construcción, y el índice de gestores de compras de servicios empeoraron en los últimos meses de 2002 en relación con el período precedente. Por otra parte, según datos provisionales del Instituto de Estadística Alemán, el PIB de Alemania creció un 0,2% en 2002, cinco décimas por debajo de la tasa de 2001. A partir de esta tasa de crecimiento medio anual se infiere una tasa de variación intertrimestral para el cuarto trimestre de 2002 inferior a la del trimestre anterior.

Desde la óptica de la demanda, los indicadores de consumo privado señalan un crecimiento ligeramente inferior al del tercer trimestre. Así, el indicador de confianza del consumidor se redujo en el cuarto trimestre, llegando a alcanzar en diciembre niveles desconocidos desde 1997 y las ventas al por menor solo crecieron en octubre un 0,3% por encima de la media del tercer trimestre. No obstante, en sentido contrario evolucionó el índice de confianza de los minoristas, que mejoró ligeramente en media en el cuarto trimestre, y el indicador de matriculaciones de automóviles, que mostró un notable impulso en los últimos meses del año (véase gráfico 9). Los indicadores relacionados con la inversión, como la valoración de la cartera de pedidos de la industria y el grado de utilización de la capacidad productiva, mejoraron en la última parte de 2002. Las expectativas de exportación de la encuesta trimestral de opinión de la industria, elaborada por la CE, también alcanzaron un registro positivo en el cuarto trimestre del año, aunque ligeramente inferior al

GRÁFICO 9

UEM. Indicadores reales

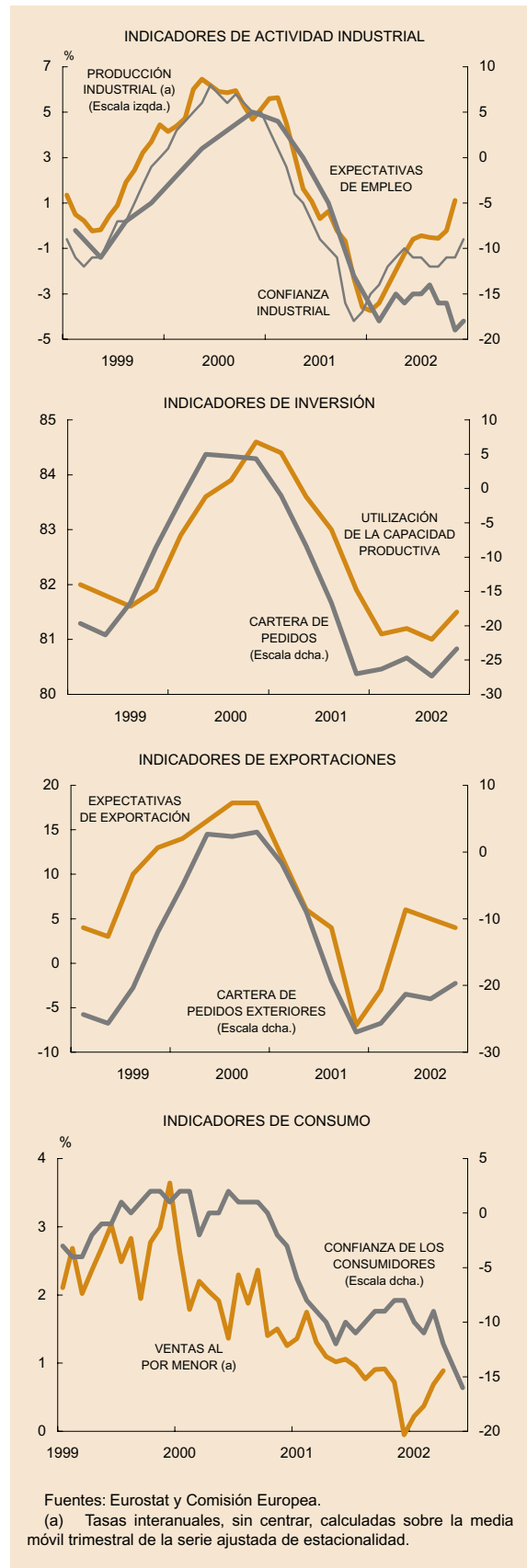
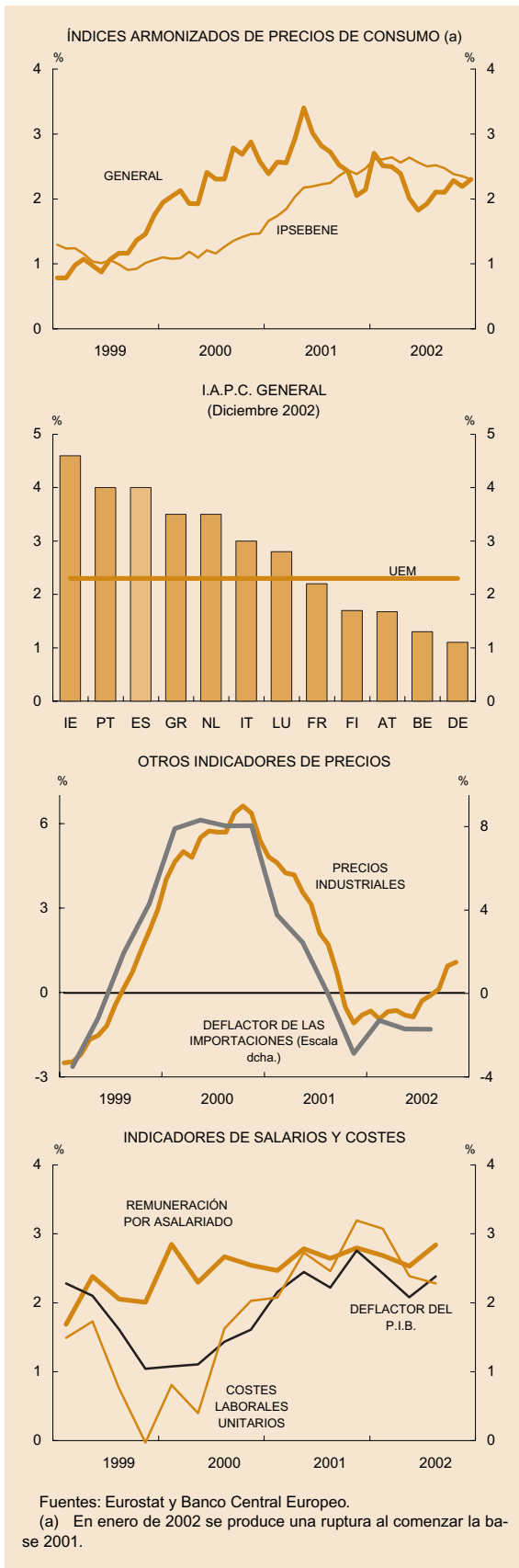




GRÁFICO 10

**UEM. Indicadores de precios, salarios y costes**  
**Tasas de variación interanuales**



del trimestre precedente, y el indicador de la valoración de la cartera de pedidos procedentes del exterior aumentó a lo largo de la parte final de 2002. La información procedente de la encuesta de coyuntura industrial relativa a la valoración del nivel de existencias reflejó el mantenimiento de unos niveles de *stocks* superiores a los deseados. Por último, los indicadores de empleo, procedentes también de las encuestas de opinión, recogen un empeoramiento adicional en la media del período octubre-diciembre. De hecho, la tasa de paro de la UEM aumentó en los meses de octubre y noviembre una décima, hasta el 8,4%.

En definitiva, los indicadores de actividad más recientes relativos al trimestre final de 2002 anuncian el mantenimiento de un crecimiento intertrimestral débil, dentro del intervalo estimado por la Comisión Europea (0,1%-0,4%), lo que, en términos interanuales, equivaldría a una tasa algo por encima del 1%. Por el lado del gasto, la composición sería similar a la del tercer trimestre, aunque es posible que la demanda interna muestre un aumento ligeramente inferior. En efecto, aunque el gasto en inversión podría verse estimulado por el avance de la demanda final, el clima de elevada incertidumbre y las dificultades de financiación de algunas empresas ante las elevadas primas de riesgo y el deterioro de las cotizaciones bursátiles puede suponer un aplazamiento de las decisiones de adquisición de bienes de inversión. Por otro lado, es probable que el consumo privado continúe su proceso de expansión, si bien a tasas moderadas, a tenor de la evolución de sus factores determinantes. Entre ellos, la apreciación del tipo de cambio y la moderación de las presiones inflacionistas, sumadas a la reducción de los tipos de interés deberían favorecer un cierto dinamismo de esta variable. No obstante, la negativa evolución del empleo, la incertidumbre internacional y el retroceso de la riqueza financiera a raíz de las caídas bursátiles, podrían incidir negativamente sobre el gasto en consumo de los agentes.

Como ya se comentó al principio de este epígrafe, los indicadores de precios del área del euro han mostrado una atenuación de las presiones inflacionistas en los últimos meses de 2002. En cuanto a la determinación de los precios interiores, los costes laborales unitarios se incrementaron en el tercer trimestre en línea con el deflactor del PIB, por lo que los márgenes se mantuvieron constantes (véase la parte inferior del gráfico 10). No obstante, tal como se presenta en el recuadro 2, la evolución reciente de los costes laborales unitarios y de los márgenes unitarios en la UEM recoge comportamientos muy dispares entre países. Para el cuarto trimestre, se espera que siga aumentan-

Diferencias en la evolución reciente de la actividad económica en los países de la UEM

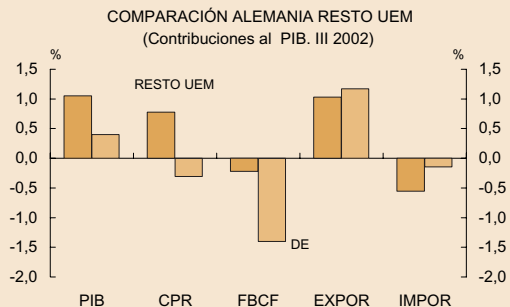
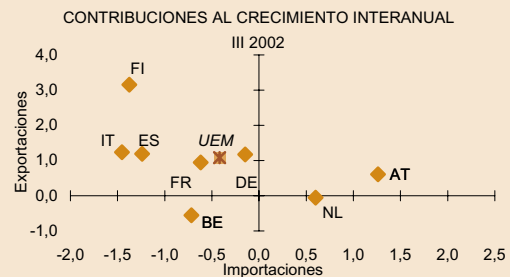
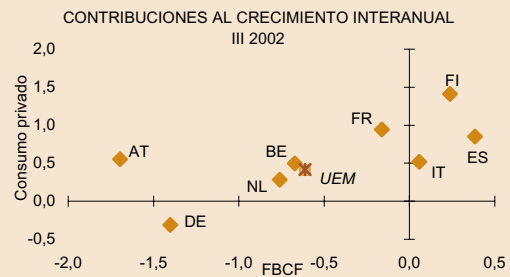
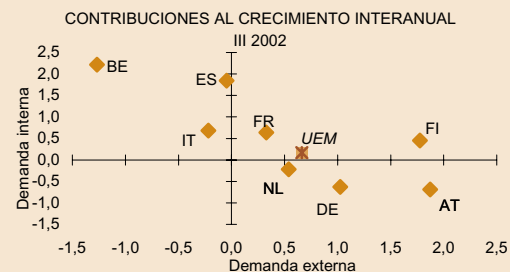
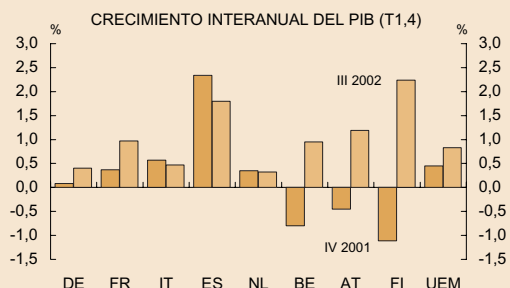
Dentro de un escenario general de lenta recuperación, condicionado por la incertidumbre acerca de la evolución de la economía mundial, los resultados por países de la Contabilidad Nacional a lo largo de 2002 han puesto de manifiesto que existe una gran diversidad de situaciones dentro de la UEM. El aumento interanual del PIB del área en el tercer trimestre, un 0,8%, fue el resultado de un dinamismo muy distinto por países. Entre los países que disponen de información trimestral, dos de ellos (España y Finlandia) crecieron a ritmos próximos al 2% y otros tres rondaron el 1% (Francia, Bélgica y Austria), mientras que los tres restantes (Alemania, Italia y Holanda) no superaron el 0,5%.

En el gráfico superior se observa que, en todos los países, salvo en Italia, Holanda y España, se produjo una ligera recuperación, si bien nuestro país destaca por ser, dentro del grupo que se ha analizado, el que ha mantenido un ritmo de crecimiento más alto y estable en los últimos años. También se comprueba que los países de mayor peso tienden a mostrar una mayor estabilidad de sus tasas de expansión, lo que puede deberse, entre otras razones, a su menor grado de apertura —y, por tanto, de sensibilidad a shocks externos— y a una mayor diversificación de sus estructuras productivas. En los países más pequeños, en cambio, el crecimiento ha sido más volátil, siendo los únicos en los que el PIB registró tasas negativas a finales de 2001 y en los que la recuperación posterior ha sido más clara. Entre estos países destaca el dinamismo de Finlandia, impulsado por las exportaciones y el consumo.

Los distintos ritmos de avance del producto se corresponden, además, con aportaciones muy diferentes de la demanda interna y externa por países, observándose una clara relación inversa entre ambas. Las diferencias en la contribución de la demanda interna se deben, en mayor medida, a las aportaciones de la formación bruta de capital fijo que al consumo, lo cual resulta razonable, pues la inversión se ve más afectada que el consumo por la situación y perspectivas económicas a corto plazo. En la demanda exterior neta, la diferente contribución al producto que presentan los países de la UEM obedece, no tanto a la evolución de las exportaciones, condicionadas por fundamentos similares en todos los países, en términos del tipo de cambio o de la demanda mundial, como al comportamiento de las importaciones, determinadas, básicamente, por la distinta evolución de la demanda interna.

Aunque no se observa una pauta común en la evolución económica de la UEM por países y, por tanto, tampoco resulta evidente cuáles tienen un comportamiento muy diferenciado del resto, la evolución de la economía alemana reviste un especial interés, ya que, siendo el país de mayor tamaño de la zona, muestra tasas de crecimiento del producto muy bajas. Como puede verse en el gráfico inferior, en el que se compara la contribución al producto de los principales agregados en Alemania y en el resto de los miembros de la UEM, la atonía de la economía alemana en relación con el resto de países del área se debe a la debilidad de su demanda interna, tanto del consumo privado como de la formación bruta de capital fijo. El comportamiento del consumo privado está lastrado, sobre todo, por la desfavorable evolución del mercado de trabajo, que ejerce una influencia negativa sobre la confianza de los consumidores. De hecho, Alemania es el único país en el que el consumo privado presentó una tasa de crecimiento negativa en el tercer trimestre de 2002. En relación con la inversión, el comportamiento diferenciado de Alemania respecto al resto de la UEM se debe, no tanto a la evolución todavía adversa de la inversión en maquinaria y bienes de equipo, que ha afectado a la mayoría de los miembros de la UEM, como a la continuada debilidad de la inversión en construcción. Finalmente, se observa una aportación positiva significativa de la demanda exterior neta al crecimiento, si bien esta viene influida por la atonía de la demanda interna, que ha moderado el ritmo de avance de las importaciones.

Crecimiento del PIB y su composición



Fuente: Eurostat.

CUADRO 1

**Administraciones Públicas del área del euro: saldos presupuestarios (a)**

% del PIB

	1998	1999	2000	2001	2002 (b)	2002 (c)	2003 (d)	2003 (c)
Bélgica	-0,7	-0,5	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0
Alemania	-2,2	-1,5	-1,4	-2,8	-2,0	-3,8	-2,8	-3,1
Grecia	-2,5	-1,9	-1,8	-1,7	0,8	-1,3	-0,9	-1,1
España	-2,7	-1,1	-0,7	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3
Francia	-2,7	-1,6	-1,3	-1,5	-1,4	-2,7	-2,6	-2,9
Irlanda	2,4	2,2	4,4	1,5	0,7	-1,0	-0,7	-1,2
Italia	-2,8	-1,8	-1,7	-2,2	-0,5	-2,4	-1,5	-2,2
Luxemburgo	3,1	3,6	5,6	6,1	2,8	0,5	-0,3	-1,8
Holanda	-0,8	0,7	1,5	0,1	1,0	-0,8	-1,0	-1,2
Austria	-2,4	-2,3	-1,9	0,2	0,0	-1,8		-1,6
Portugal	-2,6	-2,4	-3,2	-4,1	-1,8	-3,4	-2,4	-2,9
Finlandia	1,3	1,9	7,0	4,9	2,6	3,6	2,7	3,1
PRO MEMORIA:								
UEM								
Saldo primario	2,5	2,9	3,1	2,5	2,7	1,5		1,6
Saldo total	-2,2	-1,3	-0,9	-1,5	-0,9	-2,3	-1,8	-2,1
Deuda pública	73,5	71,9	69,4	69,3	67,2	69,6		69,1

Fuentes: Comisión Europea, programas de estabilidad nacionales y FMI.

- (a) En porcentaje del PIB. No se incluyen los ingresos obtenidos por la venta de licencias UMTS. Déficit (-) / superávit (+).  
 (b) Objetivos de los programas de estabilidad que fueron presentados entre noviembre y diciembre de 2001.  
 (c) Previsiones de la Comisión Europea (noviembre 2002).  
 (d) Objetivos de los programas de estabilidad que han sido presentados entre noviembre de 2002 y enero de 2003.

do la productividad, lo que favorecería la moderación de los costes laborales unitarios.

El IAPC creció un 2,3% en diciembre en términos interanuales, dos décimas por encima del aumento de septiembre. No obstante, tras esta aceleración de los precios de consumo se encuentra exclusivamente la evolución del componente energético, ya que el resto de grupos moderaron su avance en los últimos meses del año (véase gráfico 10). El aumento de la probabilidad de una intervención militar en Irak y la prolongación de la huelga general en Venezuela, que ha recortado su oferta de petróleo, provocaron que el precio del barril de *Brent* se situara alrededor de los 32\$ a mediados de enero, algo más de un 30% por encima de su cotización media en euros de enero de 2002. El índice que aglutina los componentes más estables (IPSEBENE), que incluye los precios de los servicios y bienes elaborados no energéticos, redujo, sin embargo, su tasa de avance entre septiembre y diciembre en dos décimas, hasta el 2,3%. Como puede observarse en el segundo módulo del gráfico 10, la inflación por países siguió presentando grandes divergencias, de forma que el diferencial de inflación entre los dos Estados con las tasas mayor y menor —Irlanda con un 4,6% y Alemania con un 1,1%— se mantuvo elevado y relativamente es-

table en el cuarto trimestre del año. En lo concerniente a los precios industriales, a lo largo del trimestre, el aumento del precio del petróleo determinó que el IPRÍ pasara a mostrar tasas interanuales de crecimiento alrededor del 1% en noviembre, en comparación con el 0,1% de septiembre.

Es previsible que la evolución de los precios de consumo en los primeros meses de 2003 esté muy condicionada por el incremento de los precios del petróleo. No obstante, más a medio plazo, los efectos directos de la apreciación del tipo de cambio del euro sobre los precios de importación y su transmisión gradual a la economía de la zona del euro, y la actual moderación del ritmo de crecimiento económico deberán contener las presiones inflacionistas, de forma que el aumento del IAPC se establezca en un nivel inferior al 2% a lo largo de 2003.

Según las estimaciones publicadas por el BCE, el superávit acumulado hasta octubre de 2002 de la balanza por cuenta corriente alcanzó 40,9 mm de euros, que contrasta con el déficit de 18,7 mm registrado en el mismo período de 2001. Esta corrección fue, en gran medida, el resultado de un sustancial aumento del saldo de la balanza comercial, determinada, a su vez, tanto por la atonía de la demanda de importa-

**Descomposición del crecimiento de los deflatores del PIB y de la demanda final en la UEM**

Dentro del marco de la contabilidad nacional trimestral, las cuentas de producción y explotación proporcionan información interesante para analizar la formación de precios en el conjunto de la UEM y los diferenciales de inflación que se observan en los países miembros. Partiendo de la identidad entre demanda final y oferta de la economía —PIB e importaciones—, el deflactor de la demanda final se puede desglosar en la suma de los deflatores del PIB y de las importaciones, ponderados cada uno de ellos por su importancia relativa en la demanda final en términos reales. Asimismo, el desglose del PIB a precios de mercado entre remuneración de asalariados, excedente bruto de explotación e impuestos indirectos netos sobre producción e importación permite descomponer el deflactor del PIB en la contribución de cada uno de estos factores por unidad de producto.

En el gráfico superior se presenta el crecimiento interanual del deflactor de la demanda final hasta el tercer trimestre de 2002 como suma de las contribuciones del componente interior y exterior. Se observa que la contribución del componente interior es la que predomina en la determinación de las tasas de variación del deflactor de la demanda final. En este período, la contribución del componente exterior ha sido negativa en casi todos los países, como consecuencia de la caída tanto de los precios en euros de las importaciones como del contenido en importaciones de la demanda final, lo que ha favorecido la contención de la inflación. No obstante, su influencia se ha distribuido de forma desigual entre los distintos países. Así, por ejemplo, Francia y Bélgica experimentaron, aproximadamente, la misma disminución de precios de importación en el período analizado, pero, en el segundo caso, la mayor pérdida de peso de los productos de importación en la oferta exterior amplificó la contribución negativa del componente exterior sobre la evolución del deflactor de la demanda final.

El segundo gráfico pone de relieve la existencia de una notable dispersión de las tasas nacionales de crecimiento del deflactor del PIB, así como de su composición. En la mayor parte de los países, que están ordenados de acuerdo con el ritmo de expansión de ese deflactor, y en el conjunto de la UEM, la aportación de los costes laborales unitarios (CLU) supera a la del resto de factores. La contribución de este componente es especialmente elevada en Holanda y Bélgica, seguidas por España e Italia. Para determinar el origen de ese comportamiento de los CLU, en el gráfico inferior se desglosa su tasa de variación entre la remuneración por asalariado y el aumento de la productividad. Así, se observa que las divergencias entre las tasas de avance de los salarios no son tan elevadas como las de los CLU, ya que en aquellos países en que la remuneración ha crecido en mayor medida, el aumento de la productividad por ocupado es más reducido y, sin embargo, en los países que mayor incremento de la remuneración por asalariado presentan, la productividad se ha expandido de forma más intensa. Por otra parte, Alemania y España son los países en los que la contribución del excedente bruto de explotación unitario al deflactor del PIB es mayor, tanto en relación con la de otros países como con la aportación de los demás componentes al crecimiento de sus deflatores del PIB. Por último, debe señalarse que los impuestos indirectos netos también han desempeñado un papel no desdeñable en la determinación del deflactor del PIB, con una contribución que va desde casi cero en Alemania a medio punto en el caso de Holanda y España.

De los datos analizados se desprende que las diferencias observadas entre los ritmos de crecimiento de los principales deflatores de los países de la UEM responden a la influencia conjunta de varias causas, relacionadas, además de con las diferentes posiciones cíclicas de los países, con el distinto grado de apertura al exterior, la diversidad de sus estructuras económicas y de sus mercados de productos y factores —que determinan la remuneración de esos factores— y de sus sistemas fiscales.

**Tasas medias de variación interanual en 2002 (a) y contribuciones**

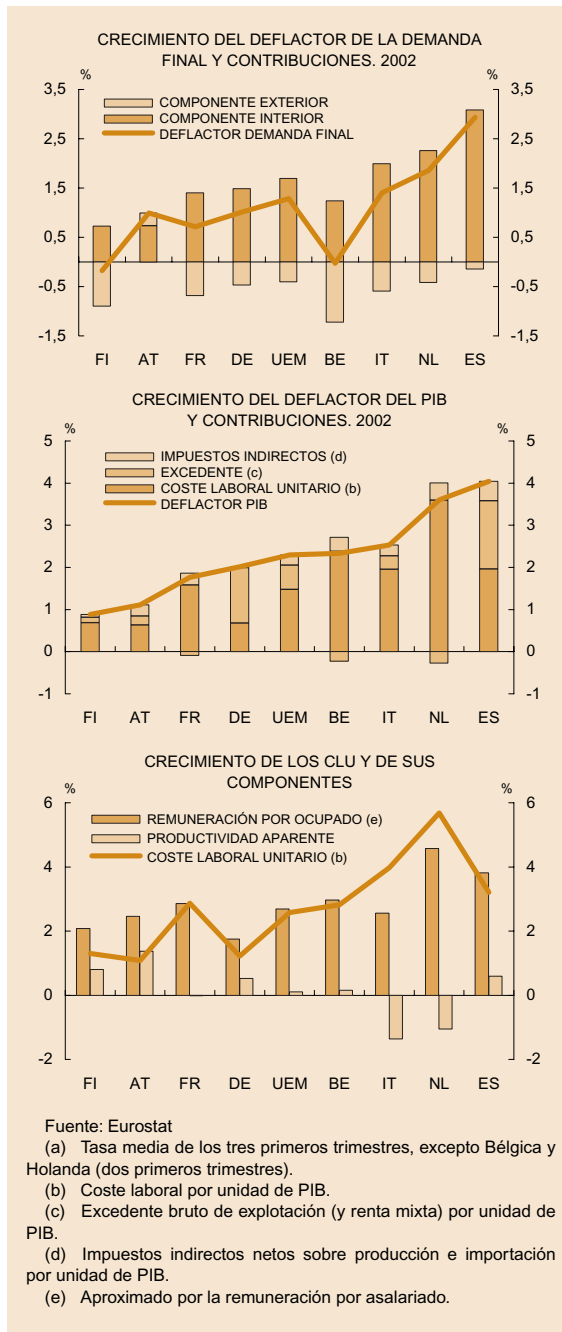
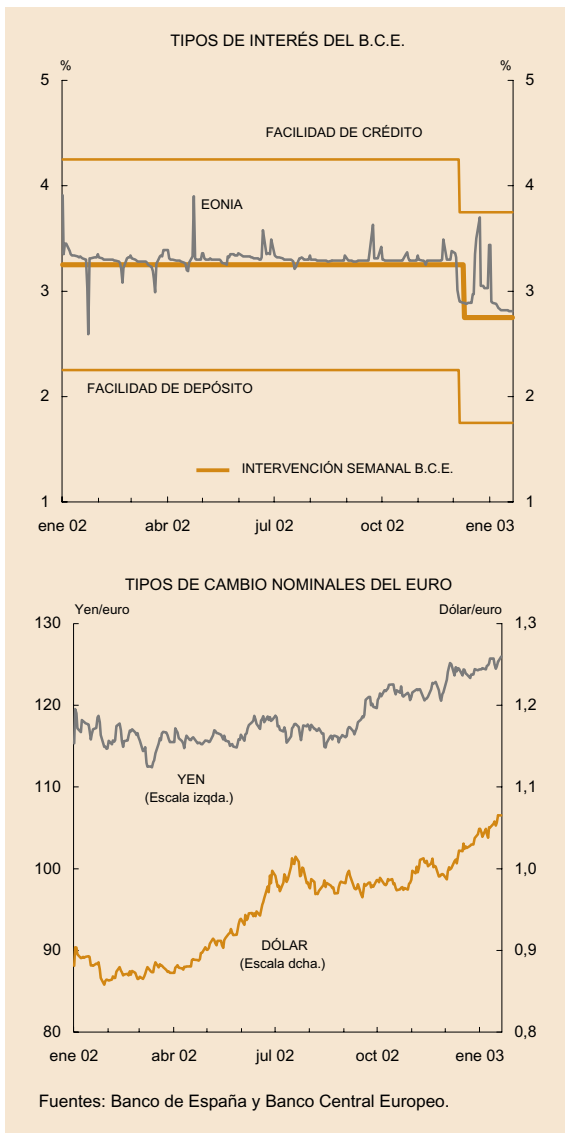


GRÁFICO 11

**Tipos de interés del BCE  
y tipos de cambio del euro**



ciones como por la mejora de la relación real de intercambio. Teniendo, además, en cuenta que las inversiones directa y de cartera experimentaron unas entradas netas de casi 40 mm de euros —en contraste con las salidas netas del resto de partidas de la cuenta financiera— el saldo de la balanza básica, que aproxima las necesidades de financiación de una economía de carácter más permanente, se situó en 80 mm de euros en el conjunto de los diez primeros meses del año, continuando así el progreso que venía experimentando desde mediados de 2001.

En el ámbito de las políticas fiscales, el déficit público del conjunto del área aumentó en el último ejercicio, de acuerdo con la información disponible, en siete décimas, hasta alcanzar el

2,2% del PIB (véase cuadro 1). El saldo presupuestario del conjunto del área se ha deteriorado así por segundo año consecutivo. En esta ocasión la ampliación del déficit del conjunto del área respondió, básicamente, según los cálculos de la Comisión Europea, al impacto de la desaceleración de la actividad. Sin embargo, esto no se observa cuando se analiza la situación en cada país. Aunque el empeoramiento es generalizado, entre los países que habían alcanzado una posición presupuestaria subyacente en torno al equilibrio antes de que se iniciara la desaceleración de la actividad, el deterioro observado deja traslucir la acción de los estabilizadores automáticos, sin que los saldos ajustados de ciclo hayan sufrido un empeoramiento significativo. Sin embargo, en los países en los que en la fase alta del ciclo no se corrigieron los desequilibrios estructurales, la fase de bajo crecimiento y, en algún caso, la aplicación de medidas discrecionales expansivas han empeorado adicionalmente sus posiciones presupuestarias, colocándolos en una situación muy delicada en términos de los saldos observados y del cumplimiento de las normas presupuestarias establecidas en el Tratado y en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Este es el caso, especialmente, de Alemania, en donde el déficit de 2002 alcanzó, según las estimaciones disponibles, el 3,7% del PIB, nivel superior al límite del 3% señalado en el Tratado, lo que ha desencadenado la apertura del procedimiento de déficit excesivo en aquel país. En la Recomendación aprobada por el Consejo ECOFIN de 21 de enero, se insta a las autoridades alemanas a corregir el déficit excesivo lo antes posible, introduciendo medidas como las propuestas en su programa de estabilidad, si bien no se les exige realizar un ajuste más ambicioso si el crecimiento es peor del esperado. Por su parte, en Francia, el déficit se situó en 2002 en el 2,8% del PIB, muy próximo, por tanto, al citado valor de referencia. Ello representa además una desviación significativa con respecto al objetivo trazado un año antes en su programa de estabilidad, que era un 1,4%, lo que ha conducido a que el Consejo sometiera a este país a un procedimiento de alerta temprana (*early warning*) en el que se le exige tomar todas las medidas necesarias para evitar que el déficit supere el 3% en 2003 y para que sea posible alcanzar el equilibrio presupuestario en 2006. En Italia, el déficit se estabilizó en 2002 en torno al nivel del 2,2% del PIB alcanzado un año antes, si bien ello se vio facilitado por la aplicación de medidas de efecto transitorio, que no contribuyen a mejorar la situación subyacente de las finanzas públicas. Finalmente, en Portugal, después de que en 2001 se registrara un déficit del 4,1% del PIB y, por tanto, se pusiera en marcha el procedimiento de déficit excesivo, las autoridades parecen



haber tenido éxito en corregir sustancialmente el desequilibrio presupuestario en 2002.

Todos los Estados miembros del área, con la excepción de Luxemburgo y Austria, han presentado las actualizaciones de sus programas de estabilidad, que definen las respectivas estrategias presupuestarias de medio plazo (por lo general, hasta el año 2006). De la agregación de los objetivos de saldo presupuestario para los países individuales resulta un déficit en el conjunto del área del 1,8% y 1,1% del PIB en 2003 y 2004, respectivamente. Estas perspectivas son notablemente más favorables que las recogidas en las previsiones de otoño de la Comisión Europea, según las cuales esos déficit serían, respectivamente, del 2,1% y 1,8% del PIB (véase el cuadro 1). En parte, la diferencia se explica porque los supuestos de crecimiento económico contenidos en los programas son más optimistas, a pesar de que, en numerosos casos, la publicación de las previsiones de la Comisión antecedió a la presentación de los programas y el entorno macroeconómico ha sufrido entretanto un deterioro adicional. No obstante, esas discrepancias responden también a que los programas prevén, en general, la aplicación de políticas de consolidación presupuestaria más ambiciosas, si bien, en muchos casos, el grado de especificación de las medidas que permitirían alcanzar los objetivos es insuficiente. Las estrategias presupuestarias diseñadas por los países que presentan los mayores desequilibrios cumplen, en líneas generales, el acuerdo del Eurogrupo, según el cual la posición fiscal subyacente debe mejorar como mínimo en 0,5 puntos porcentuales del PIB anual a partir de este mismo año. El resto de países, sin embargo, pueden dejar funcionar libremente los estabilizadores automáticos a lo largo del año actual. Por último, de acuerdo con los planes trazados en los programas, casi todos los países alcanzarán una posición próxima al equilibrio presupuestario en el año 2006.

Por último, respondiendo a un encargo del Consejo Barcelona, la Comisión publicó en noviembre una Comunicación cuyo objetivo era examinar las formas en que podía reforzarse la coordinación de las políticas presupuestarias en la UE. En este sentido, la Comunicación no proponía cambios en el marco legal que representan el Tratado y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, sino aclarar y sistematizar la interpretación que se hace de esas normas. Las propuestas más relevantes de la Comisión, que se discutirán en el Consejo durante los próximos meses, son: evaluar el concepto de superávit o posición cercana al equilibrio presupuestario a medio plazo sobre la base de los saldos ajustados del ciclo; dotar de mayor protagonismo al saldo de deuda pública y a la sostenibili-

GRÁFICO 12

**Zona del euro  
Curva de rendimiento por plazos**

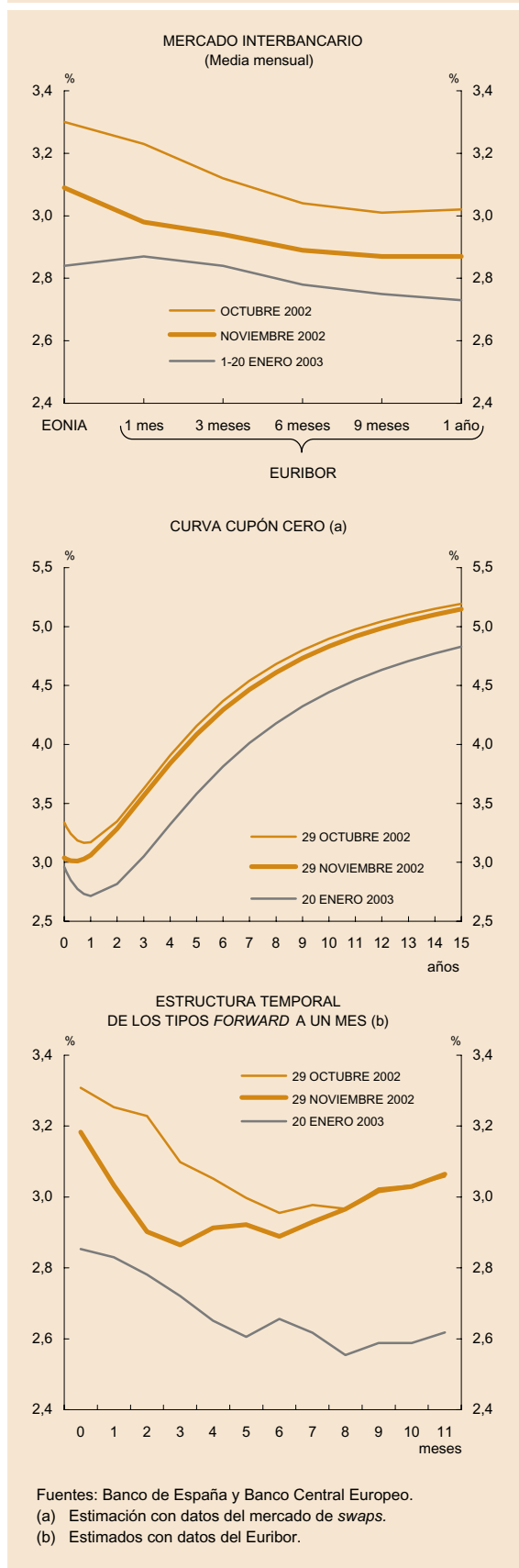
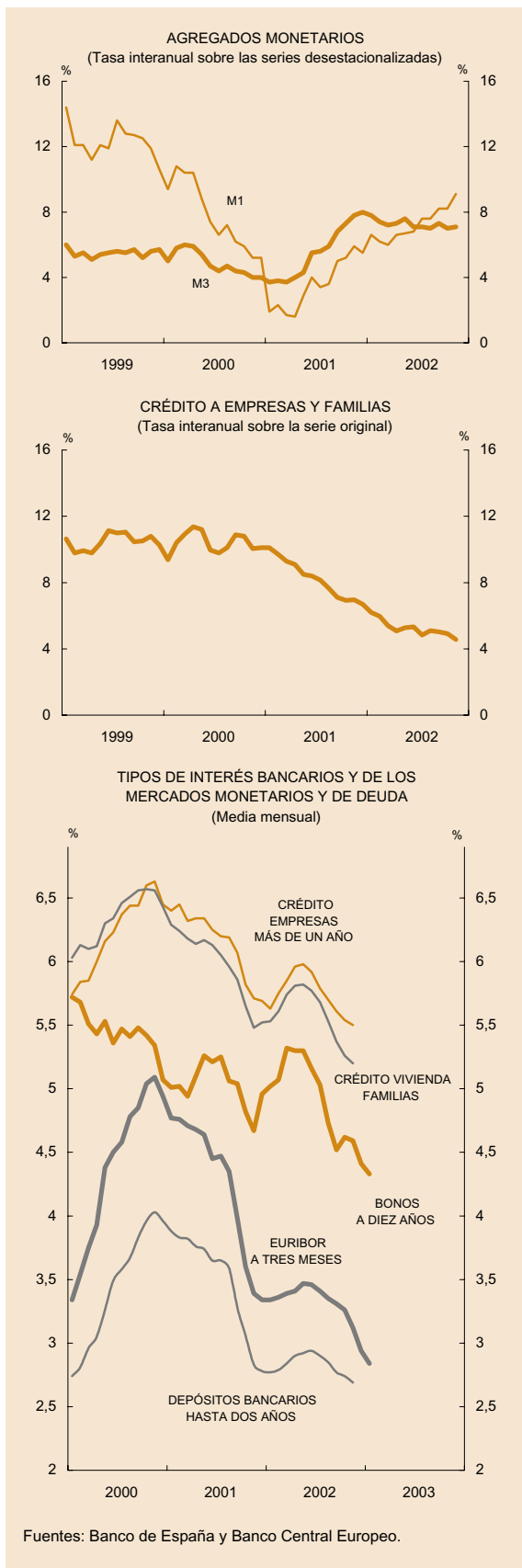


GRÁFICO 13

**Agregados monetarios y crediticios y tipos de interés en la zona del euro**



dad de la posición presupuestaria a la hora de valorar las políticas fiscales; vigilar con especial rigor la evolución fiscal en las fases de auge, para evitar ajustes insuficientes del saldo presupuestario; permitir, cuando se cumplan unas condiciones de partida relativamente exigentes, desviaciones moderadas del equilibrio presupuestario, siempre que ello tenga por objeto financiar reformas estructurales; y, finalmente, tratar de reforzar los mecanismos de disciplina mediante una mejora en la calidad de la información sobre finanzas públicas, una clarificación de las circunstancias que podrían dar lugar a que se iniciaran los procedimientos de déficit excesivo o de alerta temprana, y una mayor transparencia del proceso a través de la publicación por parte de la Comisión de los documentos de valoración de los programas de estabilidad y convergencia nacionales.

**3.2. Evolución monetaria y financiera**

En su reunión del 5 de diciembre de 2002, el Consejo de Gobierno del BCE, tras valorar las mejores perspectivas inflacionistas, la ausencia de síntomas de recuperación significativa de la actividad y la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento del área, decidió reducir los tipos de interés oficiales en 50 puntos básicos. Estos habían permanecido inalterados desde noviembre de 2001, cuando se adoptó una decisión similar. Por tanto, el tipo mínimo de las operaciones principales de financiación se situó en el 2,75%, mientras que el de las facilidades de depósito y de crédito lo hicieron en el 1,75% y 3,75%, respectivamente (véase gráfico 11).

En los últimos meses del año, las condiciones monetarias se mantuvieron relativamente estables en relación con el trimestre anterior, ya que la reducción de los tipos de interés se vio compensada, en mayor o menor medida, por la apreciación del tipo de cambio. Por otra parte, aunque las condiciones financieras no se han deteriorado adicionalmente, el mantenimiento de unas primas de riesgo de la renta fija privada relativamente elevadas y la atonía bursátil no han favorecido la financiación de los agentes, especialmente, de las empresas. Estos factores se reflejaron en la continuación de la desaceleración del crédito concedido al sector privado en la última parte del año pasado, cuya tasa interanual se situó en diciembre en el 4,7%.

A lo largo de octubre y noviembre, según se fue consolidando la percepción del retraso en el proceso de recuperación de la actividad, los tipos de interés del mercado monetario fueron reduciéndose y continuaron esta tendencia en diciembre, tras la rebaja de los tipos de interés oficiales, y en las primeras semanas de enero.

CUADRO 2

## Situación monetaria y financiera de la UEM y España

%

	2000	2001	2002				2003	
	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	ENE (a)
MAGNITUDES MONETARIAS (b):								
UEM								
M3	4,0	7,9	7,0	7,2	6,9	7,1	6,8	
M1	5,2	5,5	7,6	8,2	8,3	9,2	9,8	
Crédito al sector privado	10,1	6,7	5,1	5,0	4,9	4,6	4,7	
ESPAÑA								
Medios de pago	4,4	6,8	11,2	10,1	11,9	13,4	11,2	
Otros pasivos bancarios	19,8	8,4	3,8	2,3	3,9	3,0	3,2	
Fondos de inversión (c)	-27,1	26,2	20,1	17,9	15,8	13,3	11,7	
Financiación al sector privado	18,8	15,1	14,7	14,0	14,7	14,3	14,1	
MERCADOS FINANCIEROS (d):								
EONIA	4,83	3,36	3,29	3,32	3,30	3,30	3,10	2,78
EURIBOR a tres meses	4,94	3,35	3,35	3,31	3,26	3,12	2,94	2,84
Deuda pública								
Rendimiento bonos a diez años UEM	5,07	4,96	4,73	4,52	4,62	4,59	4,41	4,26
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,25	0,16	-0,43	-0,60	-0,68	-0,53	-0,32	-0,20
Diferencial bonos a diez años España-Alemania	0,31	0,23	0,19	0,19	0,17	0,12	0,10	0,05
Tipos de interés bancarios en España								
Tipo sintético pasivo	3,02	2,22	2,29	2,22	2,22	2,20	2,06	
Tipo sintético activo	6,35	4,86	5,06	4,92	4,72	4,67	4,41	
Tipo de cambio dólar/euro	0,897	0,892	0,978	0,981	0,981	1,001	1,018	1,058
Renta variable (e)								
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio	-5,9	-19,7	-26,0	-39,1	-31,5	-27,2	-34,5	-7,6
Índice General Bolsa de Madrid	-12,7	-6,4	-18,8	-30,1	-22,0	-15,9	-23,1	-0,6
Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.								
(a) Media del mes hasta el día 27 de enero de 2003.								
(b) Tasa de variación interanual.								
(c) Incluye FIAMM y FIM de renta fija en euros.								
(d) Medias mensuales.								
(e) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 27 para el EURO STOXX y para la Bolsa de Madrid.								

Así, a mediados de enero, los tipos de interés EURIBOR a plazos superiores a los 6 meses se sitúan alrededor del 2,7%, ligeramente por debajo de los tipos EURIBOR a plazos más cortos. Como se observa en la parte inferior del gráfico 12, la estructura temporal de los tipos *forward* a un mes refleja expectativas de reducciones de los tipos de interés oficiales de un cuarto de punto en el segundo trimestre del año. Por su parte, los tipos de interés a largo plazo del área del euro, tras los aumentos que experimentaron en octubre y noviembre, registraron un acusado descenso en diciembre y principios de enero de 2003, hasta alcanzar a mediados de enero un nivel próximo al 4,3% (véase cuadro 2).

Como se observa en la parte inferior del gráfico 13, los tipos de interés de activo y de

pasivo de las entidades de crédito del área del euro continuaron la pauta descendente iniciada en el segundo trimestre de 2002. Entre septiembre y noviembre, la reducción del tipo de interés del crédito a las familias para adquirir una vivienda fue de 17 puntos básicos, y el concedido a empresas a más de un año, de 11 puntos básicos. Por otro lado, la bajada del tipo sintético de las entidades bancarias españolas fue entre septiembre y diciembre de 15 puntos básicos en el caso de los instrumentos de pasivo y de 50 en los de activo (véase cuadro 2).

En el mercado de divisas, el tipo de cambio del euro retomó en la parte final del año la tendencia apreciatoria que registró en el segundo trimestre de 2002 en relación con la mayoría de las divisas relevantes, siendo particularmente notable con respecto al dólar. En las primeras

semanas de enero se intensificó esta tendencia, de manera que, a finales de dicho mes, y en relación con septiembre, la apreciación del euro ascendía a un 10% respecto al dólar y en torno al 6% en términos efectivos nominales (véase parte inferior del gráfico 11). La fortaleza del euro es, en gran medida, el resultado de la depreciación del dólar, que, probablemente, está siendo penalizado por la falta de corrección de algunos de los desequilibrios básicos que mantiene la economía estadounidense.

A lo largo de octubre y noviembre, la continuada caída de los mercados bursátiles se interrumpió, si bien volvieron a producirse reducciones de las cotizaciones a partir de entonces. Las crecientes tensiones en Oriente Medio y Corea del Norte, junto con el debilitamiento del optimismo sobre la recuperación económica en el corto plazo del área, volvieron a mermar la confianza de los inversores. Los sectores más afectados desde finales de noviembre han sido los de telecomunicaciones, tecnología y el financiero, debido a un creciente escepticismo sobre las perspectivas de beneficios de dichas empresas. La pérdida acumulada del índice Dow Jones EURO STOXX amplio en 2002 fue de un 35%, la mayor registrada en los últimos años. En las primeras semanas de 2003 este índice siguió mostrando una trayectoria descendente.

El agregado monetario M3 mantuvo en el transcurso del último trimestre un gran dinamismo. La fortaleza que sigue caracterizando a este agregado se explica, principalmente, por la

preferencia de los inversores por activos líquidos y seguros en un entorno de elevada incertidumbre en los mercados financieros. En diciembre alcanzó una tasa del 6,8% interanual, ligeramente inferior a las registradas en los meses precedentes. Por otro lado, el 5 de diciembre de 2002, el Consejo de Gobierno del BCE revisó el valor de referencia del crecimiento monetario y decidió confirmar el crecimiento anual del agregado monetario amplio M3 en el 4,5%. Asimismo, en la rueda de prensa posterior a esta misma reunión del Consejo de Gobierno, el presidente Duisenberg anunció que a lo largo del primer semestre de 2003 se llevaría a cabo una evaluación de la estrategia de política monetaria del BCE.

Por último, en lo que concierne a las contrapartidas de los agregados monetarios, el crédito otorgado al sector privado volvió a desacelerarse en el último trimestre del año, hasta presentar una tasa de crecimiento en diciembre del 4,7%, inferior en tres décimas a la correspondiente a septiembre. Según los datos de crédito por finalidades y agentes disponibles hasta el tercer trimestre de 2002, el crecimiento del crédito observado en ese período se debió a la fortaleza que todavía presentaba el crédito otorgado a los hogares para compra de la vivienda, ya que el resto de componentes experimentó tasas de avance más moderadas. En el caso de España, la financiación otorgada al sector privado no financiero mantuvo entre septiembre y diciembre su ritmo de avance en el 14%, muy superior, por tanto, al registrado en el área del euro.

## 4. La economía española

A partir de la información disponible sobre el cierre del año 2002, se estima que el PIB real habría registrado un crecimiento interanual del 2,1% en el cuarto trimestre del año, tras incrementarse un 1,8% en el tercero, según cifras de la CNTR. Por tanto, la economía española habría mantenido en la segunda mitad del pasado ejercicio ritmos de crecimiento real próximos a los registrados en el primer semestre, dando lugar a una tasa de crecimiento del producto del 2%, en el promedio del año (véase gráfico 1). Detrás de la evolución del PIB estimada para el cuarto trimestre se encuentra una recuperación de la demanda nacional (que se habría incrementado un 2,2%) y, en concreto, de la inversión en equipo, que podría estar alcanzando el final de su prolongada etapa contractiva. Por su parte, el consumo privado habría tendido a estabilizar su ritmo de expansión en el 1,4%, deteniendo el proceso de suave desaceleración experimentado en los trimestres anteriores, y la construcción habría moderado ligeramente su ritmo de avance. La demanda exterior neta, que ya en el tercer trimestre tuvo una aportación al crecimiento del producto inferior a la del segundo trimestre, como consecuencia del avance de las importaciones, pasó a tener una aportación negativa en el trimestre final del año (-0,2 pp), al mantener las compras al exterior un fuerte empuje, arrastradas por el repunte de la demanda interior. Las exportaciones, por su parte, avanzaron a tasas algo más moderadas que en el tercer trimestre, al verse afectadas por la debilidad económica en Europa.

Como se ha señalado, en el conjunto del año 2002 el crecimiento real del PIB fue del 2%, siete décimas inferior al estimado para 2001, en un contexto exterior dominado por la incertidumbre política y económica, que ha frenado los planes de inversión y ha favorecido el encarecimiento del petróleo y la apreciación del euro. El menor dinamismo del producto fue resultado de una desaceleración de igual magnitud de la demanda nacional (que creció un 2%) y de una aportación ligeramente negativa de la demanda exterior neta, similar a la del año precedente (-0,1 pp). Cabe destacar la moderación del consumo, con un avance del 1,7%, derivada del menor crecimiento de la renta real disponible y de la recuperación del ahorro de las familias, y la desaceleración de la formación bruta de capital fijo (hasta el 1,6%), muy afectada por el fuerte descenso de la inversión en equipo, en media anual. A pesar de su recuperación a lo largo del año, las exportaciones de bienes y servicios también redujeron su crecimiento anual, a lo que contribuyó el mal año turístico.

Desde la óptica del valor añadido generado por las distintas ramas productivas, cabe desta-



car la recuperación experimentada por la industria en la segunda mitad del año y el debilitamiento registrado por los servicios de mercado, que habrían finalizado el año a ritmos de crecimiento inferiores al del PIB. La actividad en la agricultura mostró descensos interanuales sustanciales en los dos trimestres finales de 2002, mientras que la construcción, tras el repunte transitorio de la actividad en el tercer trimestre, retornó a su trayectoria de desaceleración en el cuarto, aunque con tasas de avance aún significativas. En el conjunto del año, tanto la industria, cuya actividad registró un estancamiento, como los servicios de mercado y la construcción redujeron sus tasas de variación en relación con el año anterior, contrastando con la recuperación de las actividades energéticas. El empleo se desaceleró suavemente a lo largo del año 2002, especialmente en las actividades orientadas al mercado, dando lugar a una recuperación de la productividad del trabajo; no obstante, se estima que en la media del año la productividad avanzó un reducido 0,7%, tanto en el conjunto de la economía como en las actividades de mercado. Aunque la creación de puestos de trabajo ha mantenido, en contrapartida, un tono relativamente elevado, finalizando el año en tasas próximas al 1%, ello no ha impedido un aumento del desempleo, debido a la elevada incorporación de población al mercado de trabajo.

La tasa de inflación, medida por el IPC, se mantuvo en el año 2002 en cotas elevadas, a lo que contribuyeron algunos factores específicos, como las subidas impositivas del comienzo del ejercicio o la propia introducción del euro. El IPC finalizó el año en una tasa interanual del 4%, reflejando el impacto directo del encarecimiento de los productos petrolíferos en los últimos meses de 2002, y alcanzó un crecimiento del 3,5%, en media anual, ligeramente inferior al del año anterior. Por su parte, los deflatores de la demanda final y del PIB se incrementaron un 2,9% y un 4%, respectivamente, tasas algo inferiores también a las de 2001, destacando, por un lado, el efecto moderador que tuvieron los precios exteriores sobre los precios finales de la economía, y, por otro lado, el avance de los costes laborales y la ampliación de márgenes en algunas actividades, que explican el notable crecimiento del deflactor del PIB. En cuanto a los costes, la remuneración por asalariado se incrementó ligeramente por encima del 4%, en la economía de mercado, igualando prácticamente la tasa de variación que registró en 2001; aunque el suave repunte de la productividad contribuyó a moderar el avance de los costes laborales por unidad de producto, se estima que estos crecieron en torno a un 3,4%.

#### 4.1. Demanda

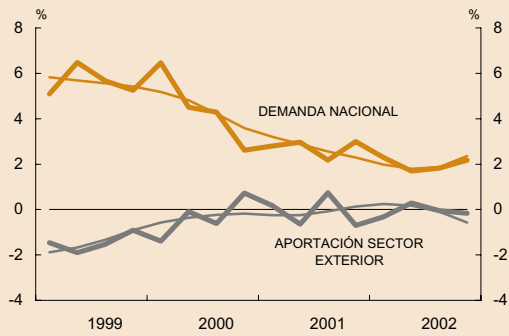
A lo largo de los tres primeros trimestres de 2002 el gasto en consumo final de los hogares españoles moderó su ritmo de crecimiento, hasta situarse en el 1,4% interanual en el tercer trimestre, de acuerdo con las estimaciones de la CNTR (véase gráfico 14). Aunque la incertidumbre que se desprende del entorno exterior no se redujo en el cuarto trimestre, lo que se tradujo en un empeoramiento adicional del clima de confianza de los consumidores, la información más reciente proporcionada por los indicadores coyunturales señala que en ese período el consumo habría estabilizado su ritmo de crecimiento interanual en tasas similares a las registradas en los meses de verano (véase gráfico 15). Este sostenimiento del gasto estuvo respaldado por la creación de empleo, que, a pesar de su pérdida de dinamismo en los últimos meses, siguió siendo significativa.

Entre los indicadores recogidos en el gráfico 15, las disponibilidades de bienes de consumo, estimadas con información todavía incompleta para el cuarto trimestre, han mantenido una tendencia ascendente, que refleja el comportamiento del componente no alimenticio, incluidos los bienes duraderos; por su parte, las disponibilidades de servicios han seguido una senda de desaceleración. Otros indicadores directamente relacionados con el gasto de las familias han registrado una evolución más estable en los meses finales de 2002, como el índice general de ventas del comercio al por menor y el correspondiente indicador de confianza. En cuanto a las matriculaciones de automóviles, la fuerte contracción experimentada a lo largo del año se atenuó notablemente en los últimos meses, de forma que en diciembre alcanzó una tasa interanual positiva del 6%, tras diez meses de consecutivos descensos.

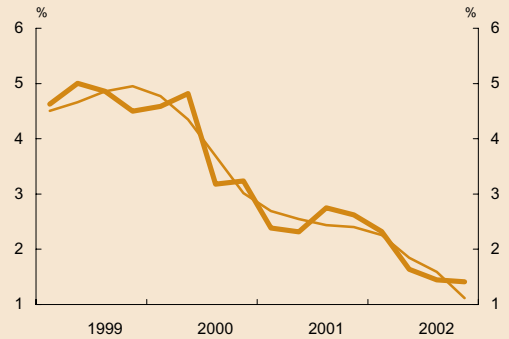
Se estima que, en el conjunto del año 2002, el consumo privado creció un 1,7%, experimentando una desaceleración más intensa que la de la renta disponible y dando lugar a una recuperación de la tasa de ahorro de las familias. El menor crecimiento de la renta real disponible de las familias en 2002 está relacionado con el repunte de los precios de consumo. A precios corrientes, se estima que la renta creció lo mismo que en 2001, ya que el menor avance de la masa salarial —resultado de una ligera desaceleración de la remuneración por asalariados y del menor crecimiento del empleo— se vio compensado por una contribución más expansiva de las transferencias netas de las AAPP y de otras rentas no salariales. Los cambios en la riqueza de las familias tuvieron efectos más complejos: la caída de las cotizaciones bursátiles se tradujo en un descenso de la riqueza fi-

GRÁFICO 14

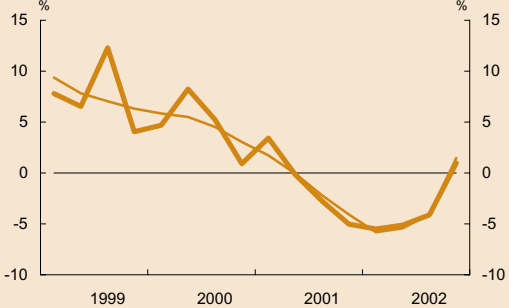
**Principales agregados de la demanda**  
**Tasas de variación interanual**



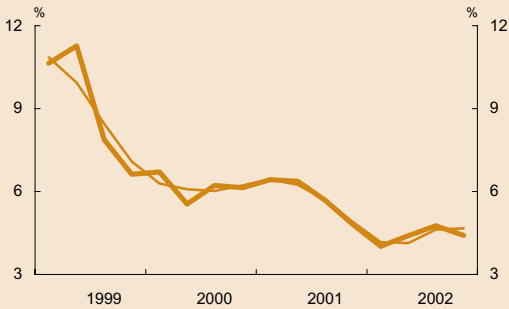
**CONSUMO FAMILIAS E ISFLSH**



**FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO EN EQUIPO**



**FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO EN CONSTRUCCION**



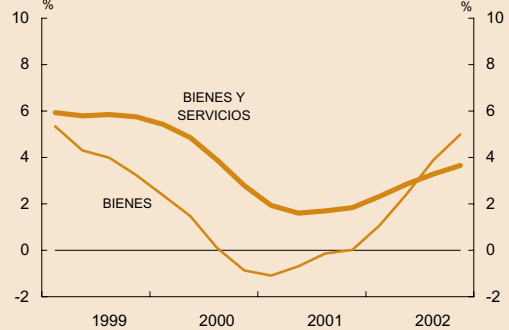
— CALCULADAS SOBRE SERIE AJUSTADA DE ESTACIONALIDAD  
— CALCULADAS SOBRE SERIE CICLO-TENDENCIA

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

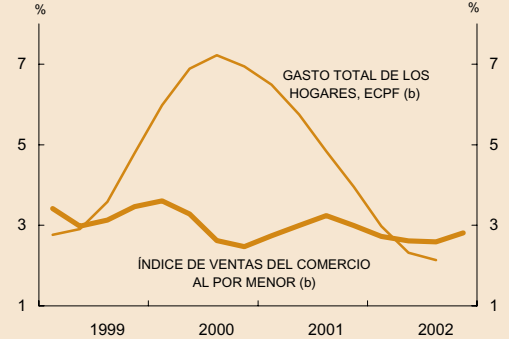
GRÁFICO 15

**Indicadores de consumo privado**

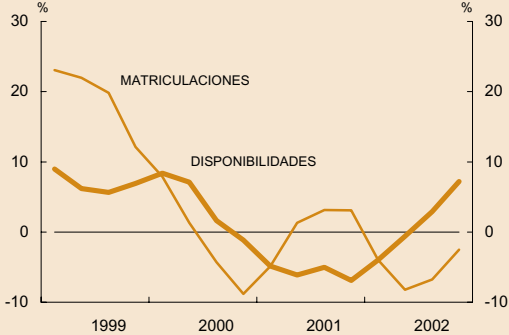
**INDICADORES DE DISPONIBILIDADES (a)**



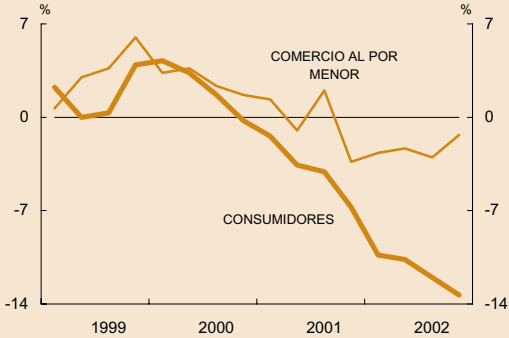
**INDICADORES DE GASTO (a)**



**INDICADORES DE CONSUMO DURADERO (a)**



**INDICADORES DE CONFIANZA**



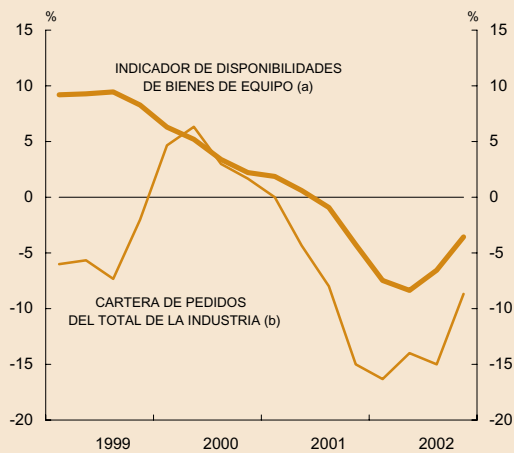
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Dirección General de Tráfico y Banco de España.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

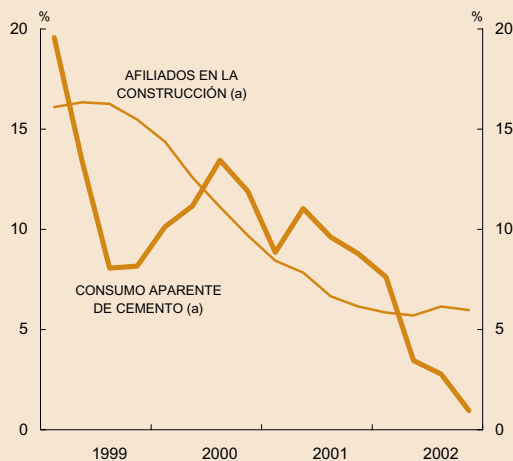
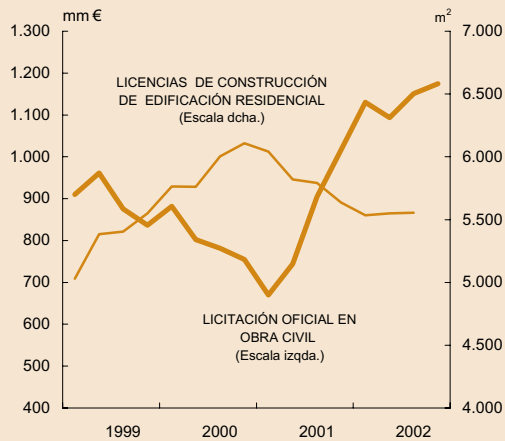
(b) Deflactado por el IPC.

GRÁFICO 16

**Indicadores de formación bruta de capital fijo**



**INDICADORES ADELANTADOS DE CONSTRUCCIÓN (c)**



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

- (a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.
- (b) Nivel, serie original.
- (c) Medias móviles anuales.

nanciera de los hogares, que contribuye a explicar el retraimiento del gasto, mientras que la significativa revalorización de los activos inmobiliarios durante el pasado año tuvo un impacto positivo sobre el consumo, que no compensó plenamente el del retroceso de la riqueza financiera, dando lugar al mencionado aumento del ahorro.

En el tercer trimestre de 2002, el consumo final de las Administraciones Públicas registró un avance del 3,2% en tasa interanual, superando en una décima el crecimiento registrado en el primer semestre. Tras la significativa revisión al alza efectuada por el INE de los datos correspondientes al primer semestre de 2002 y el ligero repunte observado en el tercer trimestre, la información actualmente disponible apuntaría hacia un pequeño repunte adicional en el último trimestre del año.

La formación bruta de capital fijo aumentó un 1,5% interanual en el tercer trimestre del pasado año, cuatro décimas más que en el segundo trimestre, consolidando la tendencia a la recuperación iniciada en la primavera pasada. Esta recuperación refleja tanto el comportamiento menos contractivo de la inversión en bienes de equipo, que recortó su ritmo de descenso interanual desde el 5,1%, en el segundo trimestre, al 4,1%, en el tercero, como el mayor impulso de la inversión en construcción, que creció un 4,8%, cuatro décimas por encima del registro del segundo trimestre. Se estima que en los últimos meses de 2002 la formación bruta de capital fijo se aceleró de nuevo, como consecuencia de la evolución de la inversión en equipo, que, tras seis trimestres de continuados descensos, se habría colocado en tasas de variación interanual positivas; la construcción, por su parte, habría moderado ligeramente su elevado dinamismo.

El cambio de tendencia de la inversión en equipo en el tercer trimestre vino recogido por la práctica totalidad de los indicadores coyunturales disponibles. El indicador de disponibilidades de estos bienes volvió a mejorar sensiblemente en el último trimestre del pasado año, debido tanto a la evolución de la producción interior como, principalmente, al fuerte impulso de las importaciones. En línea con esta evolución, el indicador de confianza de la industria mostró también una pauta de recuperación a partir del segundo trimestre, impulsado por la mejora en las expectativas de producción y en la cartera de pedidos, especialmente en su componente interior (véase gráfico 16). Por su parte, la utilización de la capacidad instalada experimentó un considerable aumento, alcanzando a principios del cuarto trimestre un valor del 79,3%, por encima de su media histórica.

Además, los resultados de la encuesta semestral dirigida a la industria confirman una tímida mejora del panorama inversor, al recoger una cierta recuperación de los planes de inversión programados para el año 2003.

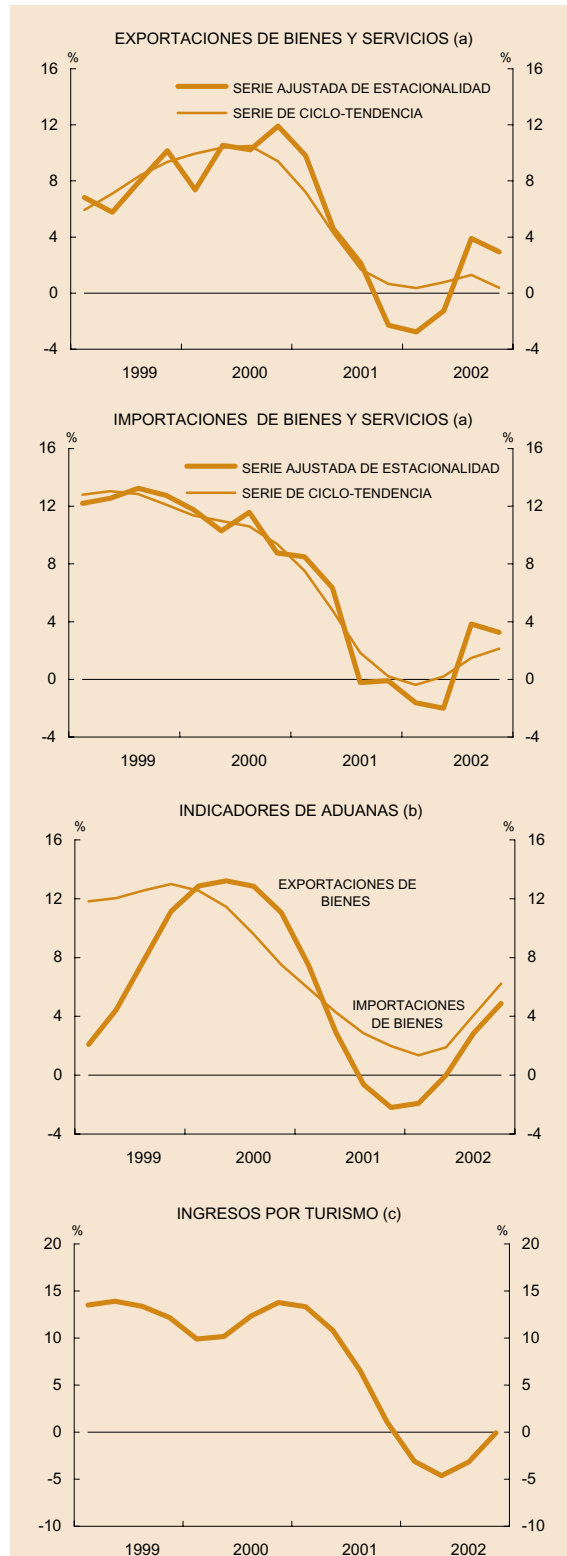
La información procedente de la Central de Balances Trimestral del Banco de España muestra que, en los tres primeros trimestres de 2002, la rentabilidad del activo neto de las empresas no financieras se mantuvo elevada, mientras que el coste de financiación tendió a reducirse, ampliándose el diferencial entre ambos (*ratio* de apalancamiento). Por su parte, la *ratio* de endeudamiento, medida con esta fuente de información, ha tendido a estabilizarse en los niveles elevados alcanzados en el año 2000. En definitiva, la situación financiera de las empresas españolas muestra la permanencia de unos niveles de rentabilidad altos, que favorecerían la materialización de nuevos proyectos de inversión, si bien el elevado endeudamiento podría frenar la intensidad de una eventual recuperación, que, en cualquier caso, no es probable que adquiera fuerza significativa mientras persista el clima de notable incertidumbre económica y no mejoren las perspectivas de crecimiento.

Pese a la aceleración experimentada por la inversión en construcción en el tercer trimestre de 2002, su evolución se encuentra inscrita en una trayectoria descendente, que ha retomado en el cuarto trimestre (véase gráfico 14). La encuesta coyuntural de la industria de la construcción (ECIC) ha confirmado —en contra del avance publicado por Eurostat— un repunte del valor de los trabajos realizados por las empresas constructoras en el tercer trimestre, cuyo origen fue el impulso recibido por la obra civil y por la edificación no residencial, mientras que la edificación residencial siguió desacelerándose, dentro de tasas de variación todavía elevadas. La información coyuntural referida al cuarto trimestre sustenta la estimación de un menor crecimiento en los meses finales de 2002. Aunque el índice de confianza se recuperó ligeramente en ese período, los indicadores de actividad en la construcción apuntan un debilitamiento, como es el caso del consumo aparente de cemento y de los afiliados a la Seguridad Social, ambos con datos hasta diciembre (véase gráfico 16).

Entre los indicadores de obras iniciadas y terminadas, el número de viviendas terminadas parece que alcanzó un máximo en 2002, mientras que el de viviendas iniciadas fue reduciéndose, por segundo año consecutivo. Por su parte, según los datos de visados y licencias, la nueva superficie de edificación residencial a construir tendió a estabilizarse en 2002, tras

GRÁFICO 17

**Comercio exterior**  
**Tasas de variación interanual**



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerios de Economía y Hacienda y Banco de España.  
(a) Datos de la CNTR a precios constantes.  
(b) Series deflactadas de ciclo-tendencia.  
(c) Serie nominal de ciclo-tendencia.

experimentar un marcado retroceso en 2001 (véase gráfico 14). Todo ello es coherente con la desaceleración estimada para la inversión residencial. En cuanto a la edificación no residencial, después del notable incremento que registraron los visados y licencias en 2001, que explicaría el perfil ascendente que mantiene la ECIC para este componente, en 2002 se ha apreciado un estancamiento. Por último, las cifras de licitación oficial muestran un incremento acumulado hasta el mes de septiembre, más elevado en obra civil, aunque inferior al de 2001.

De acuerdo con los resultados de la CNTR, en el tercer trimestre de 2002 la inversión en existencias contribuyó en una décima al crecimiento interanual del PIB. La información más actualizada, procedente de la encuesta de coyuntura industrial hasta noviembre, reflejó una acumulación adicional de *stocks* hasta niveles relativamente elevados. También hay evidencia de un cierto aumento de las existencias de petróleo, debido, posiblemente, a las expectativas de subidas de precios en los próximos meses. En conjunto, se estima una nueva aportación nula o ligeramente positiva de las existencias a la progresión interanual del producto en el cuarto trimestre del pasado año.

Como ya se ha señalado, se estima que en el último trimestre de 2002 la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento interanual del PIB habría pasado a ser negativa, tras haberse reducido en los meses de verano, en los que tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios experimentaron un repunte importante (véase gráfico 17). En los meses finales de 2002, las exportaciones de bienes y servicios mantuvieron un ritmo de avance más moderado que el registrado en el verano, en sintonía con la lenta reactivación del comercio mundial; adicionalmente, el mantenimiento de crecimientos de precios y costes más elevados que en otros países de la Unión Monetaria y la apreciación del tipo de cambio del euro han debido de restar impulso a las ventas al exterior. También las importaciones redujeron, aunque en menor medida, su tasa de crecimiento en los últimos meses del pasado año; en este caso, tanto el avance de la producción interior como el abaratamiento sus precios relativos habrían contribuido a sostener las compras en el exterior.

Las cifras de comercio exterior de bienes muestran que en octubre y noviembre las exportaciones experimentaron un incremento interanual del 4%, en términos reales, algo más moderado que el observado en el tercer trimestre (6,2%), si bien su evolución tendencial continuó mejorando (véase gráfico 17). Las exporta-

ciones dirigidas a áreas extracomunitarias reflejaron un creciente impulso a lo largo de 2002, con tasas de variación real positivas desde el segundo trimestre, de forma que acumularon un incremento del 5% en los once primeros meses, y del 15,6% en el bimestre octubre-noviembre. Destaca el notable dinamismo de las ventas a los países del centro y este de Europa, a la OPEP y a los países del Magreb, así como la recuperación de las ventas a los países asiáticos y a Estados Unidos; por el contrario, las ventas a Japón y a América Latina continuaron muy débiles. Las exportaciones dirigidas a la UE descendieron un 1,2% acumulado entre enero y octubre, en términos reales, ya que, tras su recuperación en los meses de verano, retornaron a tasas negativas en octubre y noviembre (-0,4%). Por países, las exportaciones dirigidas a Alemania y Francia se redujeron en los once primeros meses de 2002, mientras que las dirigidas al Reino Unido y a Italia han mantenido un tono bastante positivo. Por grupos de productos, cabe señalar la recuperación de las ventas de bienes de equipo y de bienes de consumo no alimenticio que, en términos reales, aumentaron un 6,4% y un 8,2%, respectivamente, en octubre y noviembre, mientras que las exportaciones de bienes intermedios no energéticos, que habían experimentado un notable avance durante el tercer trimestre, acusaron una importante desaceleración en los dos últimos meses (1,7%).

La CNTR ha reflejado una continuada debilidad de los ingresos reales por turismo, cuya caída interanual se situó en el 4,2%, en el tercer trimestre de 2002; a partir de la información más reciente, se estima que en el cuarto trimestre el descenso de esta variable pudo recortarse hasta tasas cercanas al -3,5%. Entre los indicadores reales destaca el comportamiento expansivo mantenido en los meses más recientes por los turistas entrados por frontera (6,4% en el cuarto trimestre) y el ligero incremento de los viajeros extranjeros alojados en hoteles; sin embargo, las pernoctaciones en hoteles disminuyeron un 3,7% en tasa interanual, en el último trimestre, tras haberse recortado un 5% en los meses de verano. El comportamiento negativo de los ingresos por turismo durante el pasado año fue consecuencia de la debilidad de algunas economías europeas —como la de Alemania, uno de nuestros principales clientes—, de la competencia ejercida por otros países mediterráneos, y del cambio observado en las preferencias de los turistas hacia estancias más cortas, en alojamientos extrahoteleros y en lugares cercanos a su residencia, a los que se desplazan por carretera, todo lo cual ha derivado en un descenso del gasto medio por turista. Así, aunque en el conjunto del año los turistas entrados por fronteras



crecieron un 3,3%, los viajeros extranjeros alojados en hoteles y las pernoctaciones que efectuaron acumularon descensos del 1,2% y 5,1%, respectivamente.

Según los datos de comercio exterior, la notable recuperación de las importaciones de bienes que tuvo lugar en el tercer trimestre se prolongó en octubre y noviembre, meses en los que crecieron un 7,8%, proyectando una tendencia ascendente acorde con el tono positivo de las exportaciones, la reactivación de la producción interior y el abaratamiento de sus precios, en un contexto de apreciación del euro. Por grupos de productos, cabe destacar el avance de las importaciones de bienes de consumo no alimenticio en octubre y noviembre (15,9%, en tasa real interanual) y, en especial, de su componente no duradero; del mismo modo, las importaciones de bienes intermedios no energéticos se incrementaron un 9,4% y las de bienes de equipo, un 4,5%. Por el contrario, las compras de productos energéticos disminuyeron un 2,4% en ese período. Pese a la recuperación de las importaciones en la segunda mitad del año, en el promedio de los once primeros meses de 2002 solo aumentaron un 2,7%, destacando el retroceso del 6% experimentado por las compras de bienes de equipo, y los aumentos del 6,5% y del 4,6% registrados por las compras de bienes de consumo no alimenticio y de intermedios no energéticos, respectivamente.

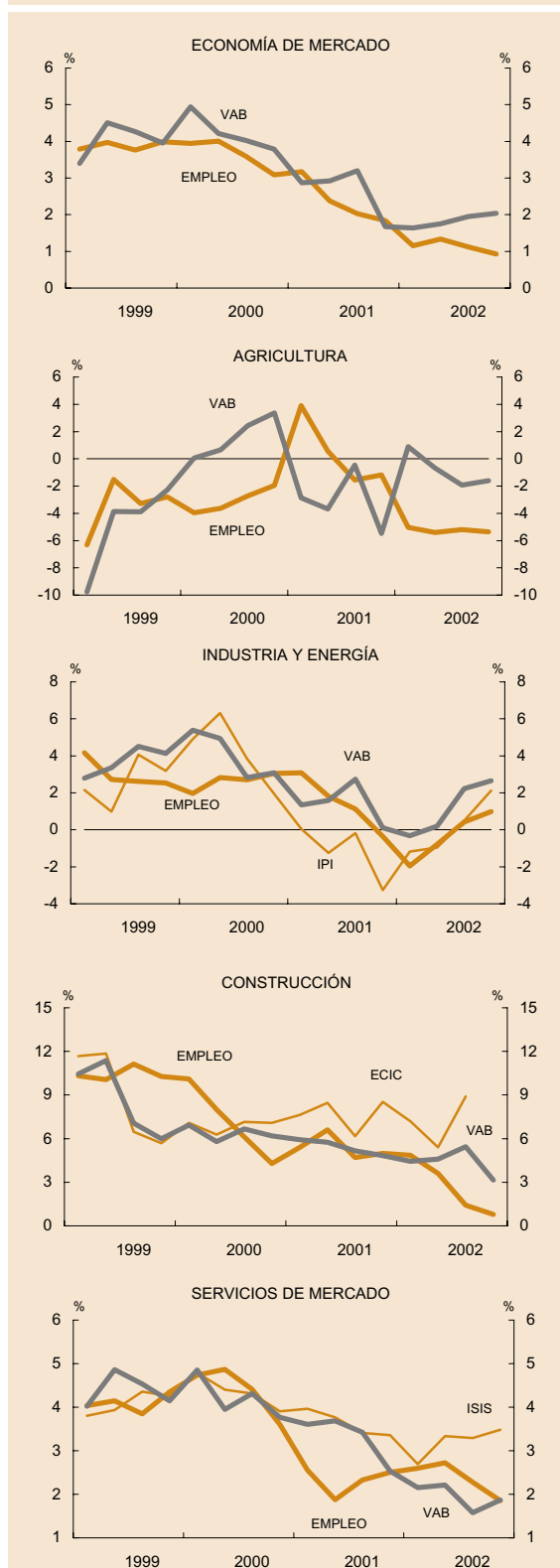
Por último, las importaciones reales de servicios avanzaron un 1,2% en el tercer trimestre de 2002, al aminorar los servicios no turísticos su ritmo de caída (-0,2%), a medida que se recuperaban las importaciones de mercancías. Los pagos reales por turismo continuaron creciendo a un ritmo notable durante el tercer trimestre, el 7,5%, acorde con el vigor que en este período reflejaron los datos nominales de Balanza de Pagos. Estas tendencias se habrían mantenido en el cuarto trimestre del año.

#### 4.2. Producción y empleo

Como puede observarse en el gráfico 18, el valor añadido bruto de la economía de mercado mostró un perfil de ligera recuperación a lo largo de 2002, en términos de su variación interanual. Este perfil se mantuvo en el cuarto trimestre, apoyado en la evolución favorable de la actividad en la industria y en un avance más estable de los servicios de mercado, tras varios trimestres de desaceleración. Por el contrario, la actividad en la construcción habría experimentado una moderación, mientras que el valor añadido de las ramas primarias habría vuelto a retroceder. En el caso de la agricultura, la acti-

GRÁFICO 18

Valor añadido bruto y empleo por ramas de actividad  
Tasas interanuales (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.  
(a) Series ajustadas de estacionalidad. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

vidad acentuó su tono contractivo en el tercer trimestre, en el que experimentó un retroceso del 1,9% en tasa interanual. En los meses finales del año, sin embargo, el ritmo de descenso se moderó ligeramente, en línea con la evolución de los indicadores de empleo y con el impulso registrado por las compras de bienes de equipo en el sector. Además, el actual año hidrológico se ha iniciado de forma favorable, con una elevada pluviosidad que genera perspectivas positivas para la producción agrícola en 2003.

Los datos de la CNTR correspondientes al tercer trimestre confirmaron la recuperación de la actividad industrial, que ya se apuntaba en el segundo trimestre, y la tasa de avance interanual del valor añadido en el conjunto de la industria se situó en el 2,2%. La recuperación vino impulsada por la expansión de las ventas al exterior y, de acuerdo con la información proporcionada por el índice de producción industrial (IPI), se concretó en un avance notable de la producción de bienes de consumo y un comportamiento menos negativo de la fabricación de bienes de equipo. Casi la totalidad de los indicadores coyunturales disponibles indican que la tendencia expansiva de la industria se prolongó durante los últimos meses de 2002: en octubre y noviembre, el IPI mejoró su tasa de crecimiento, una vez corregida de efectos calendario, y el indicador de confianza de la industria también experimentó sucesivos ascensos, mientras que las importaciones de bienes intermedios prosiguieron su aceleración; la utilización de la capacidad productiva se ha situado por encima de su media histórica. Cabe destacar la evolución de la producción de bienes de equipo, que en el mes de noviembre experimentó una tasa de variación positiva, corregida de efectos calendario, tras año y medio de sucesivos descensos, e intensificó de forma muy acusada el perfil de recuperación que ya venía mostrando.

Como queda recogido en el gráfico 18, siguiendo un perfil similar al de la inversión en construcción, la actividad constructora experimentó un impulso en el tercer trimestre de 2002, en el que su valor añadido registró un avance interanual del 5,4%, ocho décimas superior a la tasa de crecimiento del segundo trimestre. Como se señaló en el epígrafe anterior, parece que esta recuperación fue transitoria: los indicadores de consumos intermedios —como el consumo de cemento— y de empleo —afiliados y paro registrado— apuntarían hacia una desaceleración en el cuarto trimestre.

El valor añadido bruto del conjunto de las actividades terciarias registró un avance interanual del 2%, en el tercer trimestre del pasado

año, recortando en cuatro décimas el ritmo de crecimiento del primer semestre. Esta evolución obedeció al menor dinamismo de los servicios de mercado, que redujeron su tasa interanual desde el 2,2% del segundo trimestre al 1,6%, en los meses de verano, mientras que la actividad en los servicios no destinados al mercado experimentó una aceleración, hasta crecer un 3,2% sobre el mismo periodo del año anterior. La información disponible para el cuarto trimestre apoyaría una ligera recuperación de la actividad de los servicios de mercado, basada en el sostenimiento del consumo y en la incipiente expansión de la actividad industrial. El indicador sintético de los servicios de mercado (ISIS), que en el tercer trimestre registró una desaceleración muy atenuada, ha tendido a acelerarse en los meses finales del año y los indicadores de opinión han mostrado un comportamiento positivo. A nivel desagregado, entre las actividades que han mostrado signos de recuperación están la hostelería —con un avance estable del empleo, pese al retroceso de las pernoctaciones en hoteles— y el comercio, donde los indicadores de empleo también se mantienen estables y se ha observado una mejora del clima de confianza de los minoristas y un repunte de las ventas al por menor. Por otra parte, la intermediación financiera y las actividades de transporte, almacenamiento y comunicaciones presentan indicios de haber experimentado ligeras pérdidas de dinamismo en los últimos meses del año, más acusadas en las comunicaciones, mientras que el sector de transporte ha estabilizado su ritmo de avance, frenando el proceso de recuperación que se apuntaba en el segundo trimestre. Por último, el conjunto de actividades inmobiliarias, de alquiler y empresariales ha presentado una suave desaceleración, más intensa en informática e I+D.

Las estimaciones de la CNTR indican que el empleo, medido en puestos de trabajo equivalentes a jornada completa, creció a una tasa interanual del 1,4% en el tercer trimestre de 2002, reduciendo en una décima el registro del trimestre precedente. El recorte en el ritmo de avance del empleo fue algo inferior al experimentado por el PIB, dando lugar a una desaceleración de la productividad aparente del trabajo en el conjunto de la economía. En la economía de mercado, sin embargo, la productividad aparente del trabajo creció un 0,8% interanual, significativamente por encima del incremento observado en el segundo trimestre, como consecuencia de la reducción del ritmo de avance del empleo, en un contexto de leve repunte en el crecimiento del valor añadido.

La evolución del empleo de la CNTR está en consonancia con la Encuesta de Población Ac-

tiva (EPA), que recogió un aumento del número de ocupados del 1,8% en el tercer trimestre, cinco décimas menos que en el segundo. En el último trimestre de 2002, el empleo habría experimentado un nuevo recorte en su tasa de avance, en coherencia con la información recogida en los distintos indicadores coyunturales. Por una parte, las afiliaciones a la Seguridad Social han moderado ligeramente su ritmo de crecimiento interanual en el período octubre-diciembre hasta el 3%, siendo destacable la reducción intermensual en el número de afiliados en diciembre —de 180.000 personas—, que dejó la tasa interanual en el 2,8%. La estadística de paro registrado también sugiere una reducción del crecimiento del empleo en los últimos meses de 2002; en diciembre registró un aumento muy superior al observado en el mismo mes del año anterior, que ya contrastaba con los descensos sistemáticos del paro observados en ese mes entre 1994 y 2000. Por último, el número de contratos se redujo un 2% interanual en los meses finales de 2002.

Por ramas de actividad, el empleo evolucionó en el tercer trimestre en sintonía con el valor añadido, excepto en la construcción, donde la generación de nuevos puestos de trabajo perdió empuje, dando lugar a un importante avance de la productividad aparente del trabajo (véase gráfico 18). La recuperación de la actividad industrial en ese período dio lugar a un modesto aumento interanual del empleo, del 0,4%, tras tres trimestres de retrocesos; la productividad aparente del trabajo siguió mejorando. En las actividades primarias el empleo experimentó un nuevo y sustancial recorte, reflejo de la evolución contractiva de la producción. Por último, en los servicios de mercado el ritmo de avance de la ocupación se ralentizó en el tercer trimestre, rompiendo con su trayectoria ascendente, mientras que la creación de empleo en los servicios no orientados al mercado siguió siendo elevada. La información desagregada de las afiliaciones a la Seguridad Social en el cuarto trimestre sugiere una nueva desaceleración del empleo en los servicios de mercado y, especialmente, en la construcción, manteniéndose estable en la industria.

El número de puestos de trabajo asalariado registró un crecimiento mayor que el del total de ocupados, en los tres primeros trimestres de 2002, mientras que el colectivo de trabajadores por cuenta propia experimentó sucesivos recortes. Sin embargo, de acuerdo con la CNTR, en el tercer trimestre el empleo asalariado se desaceleró en mayor medida que el empleo total. La información más detallada proporcionada por la EPA muestra que el colectivo de trabajadores con contrato fijo siguió experimentando un notable dinamismo en ese período, con un

avance interanual del 3,9%, siendo el empleo temporal el que asumió el ajuste provocado por la desaceleración de la economía, experimentando un retroceso del 0,3% en los meses de verano, frente al aumento del 1,9% registrado en el segundo trimestre. La dispar evolución del empleo fijo y temporal dio lugar a un importante recorte de la *ratio* de temporalidad, que se situó en el 31% (31,9% en el tercer trimestre de 2001). Por otra parte, tras el repunte experimentado en el segundo trimestre, el empleo a tiempo completo redujo su crecimiento interanual hasta el 2,5% en el tercero y los asalariados a tiempo parcial registraron un nuevo recorte de su tasa de variación, de forma que la *ratio* de parcialidad se situó en el 7,9%, una décima más que en el tercer trimestre de 2001.

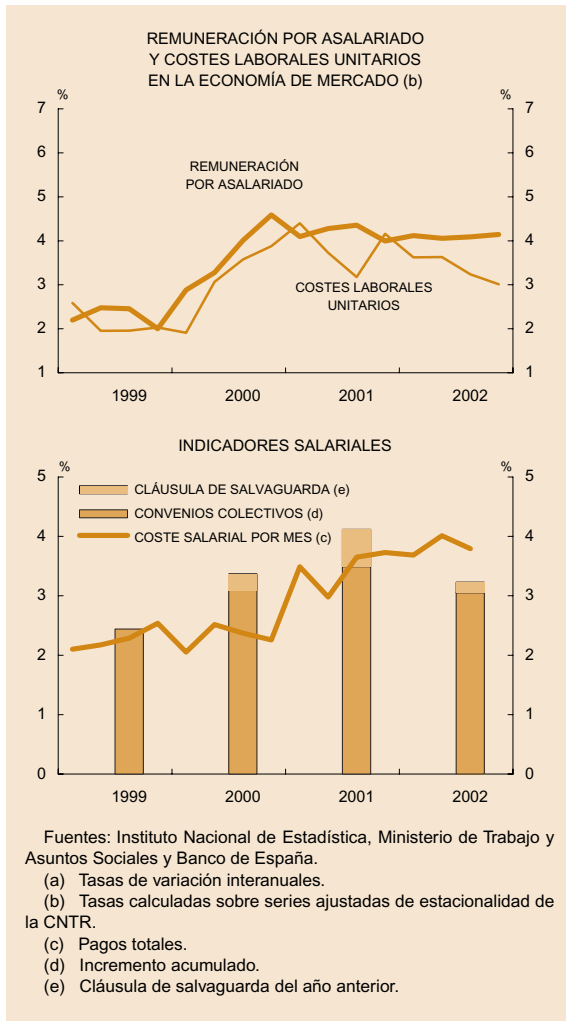
Según la EPA, la tasa de actividad aumentó en el tercer trimestre hasta el 54,3%, 1,2 pp más que en el tercer trimestre de 2001; para el colectivo de edades comprendidas entre los 16 y los 64 años, habitualmente utilizado en las comparaciones internacionales, la tasa de actividad aumentó 1,6 pp, alcanzando un nivel del 67,5%. La fuerte incorporación de población al mercado de trabajo, a pesar de la pérdida de dinamismo en la generación de puestos de trabajo, dio lugar a un avance del nivel de desempleo: la tasa de paro aumentó tres décimas respecto a la primavera, hasta el 11,4%, superando en más de un punto porcentual la tasa del mismo período del año anterior. El aumento del desempleo afectó en mayor medida a los hombres que a las mujeres, pese a lo cual la tasa de paro femenina dobla a la masculina (16,5%, frente a 8,1%). Por último, la incidencia del paro de larga duración prolongó su senda descendente, afectando al 36,6% de los desempleados, aunque, por primera vez en los últimos años, experimentó un ligero aumento entre las mujeres.

#### 4.3. Costes y precios

Los costes laborales unitarios tendieron a desacelerarse en la segunda mitad de 2002, en un contexto de ligero repunte de la productividad aparente del trabajo, tanto en el conjunto de la economía como en las actividades orientadas al mercado. En concreto, según las estimaciones de la CNTR, el coste laboral unitario se desaceleró en cuatro décimas en el tercer trimestre, en ambos casos, creciendo un 2,9% y un 3,2%, respectivamente. En la economía de mercado, la remuneración por asalariado creció a un ritmo estable del 4,1% durante los tres primeros trimestres, cifra que no incorpora todavía los efectos de la activación de las cláusulas de salvaguarda de los convenios de 2002, como consecuencia de la desviación de la inflación

GRÁFICO 19

**Evolución de los salarios y costes laborales (a)**

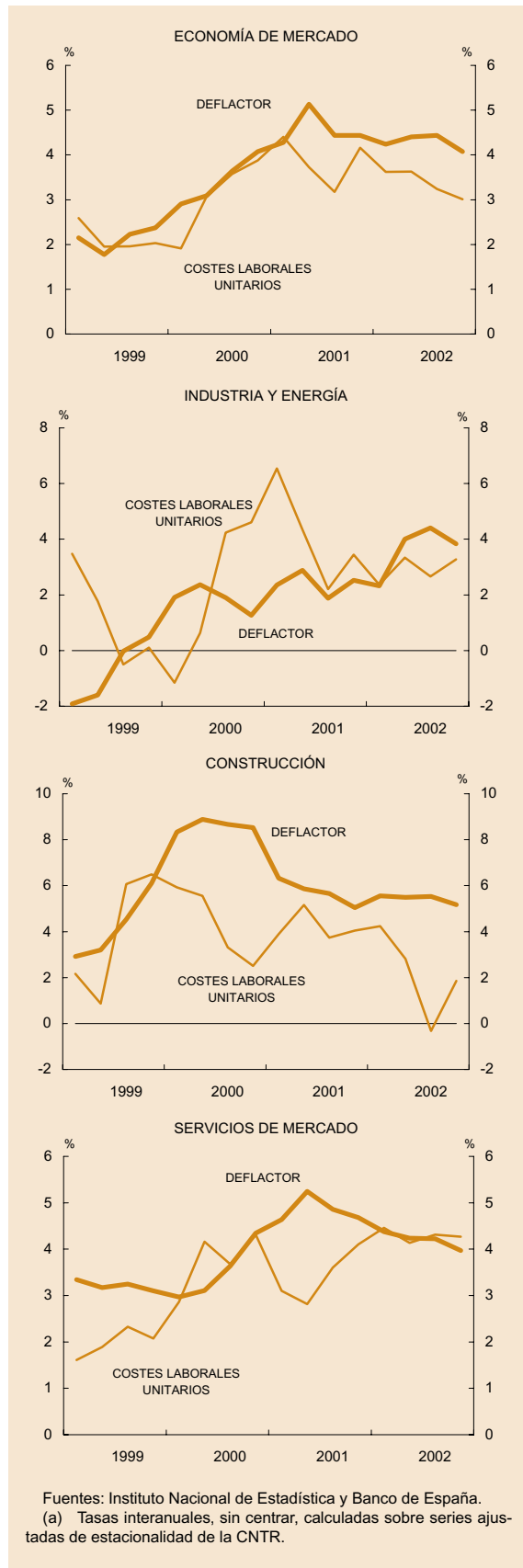


respecto de la referencia del 2% (véase gráfico 19). La moderación de los salarios en el sector público permitió situar el incremento de la remuneración por asalariado, en el conjunto de la economía, en el 3,7% en el tercer trimestre.

Entre los indicadores coyunturales referidos a la evolución de los salarios, el índice de costes laborales (ICL) ha reflejado un incremento de los costes totales por trabajador y mes del 4,3% en el tercer trimestre, tres décimas menos que en el período anterior, observándose comportamientos diferenciados en las distintas ramas de actividad cubiertas por esta estadística. Así, el ICL aumentó un 5% en la industria, tasa similar a la registrada en el trimestre anterior, consolidando la fuerte aceleración que sufrieron entonces. Por su parte, en los servicios los costes laborales se desaceleraron seis décimas, hasta el 4,1%, mientras que en la construcción experimentaron una significativa aceleración, situándose en el 5,2%. Como es habi-

GRÁFICO 20

**Precios y costes por ramas de actividad (a)**

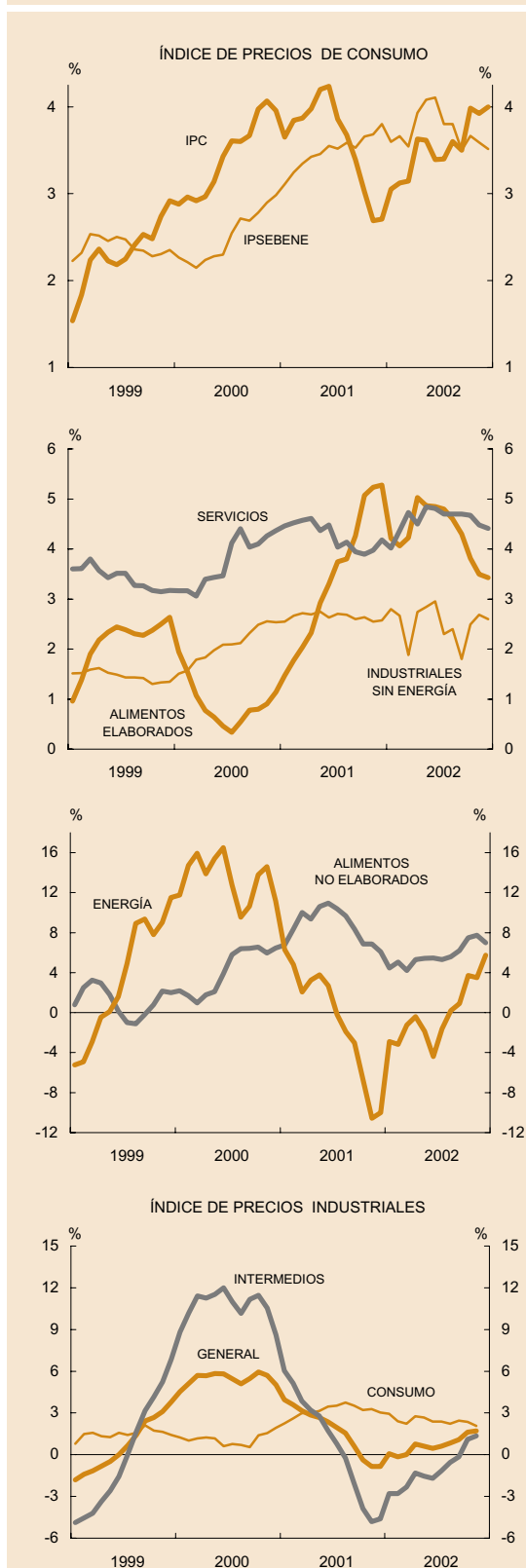


tual, el aumento de las tarifas salariales negociadas en los convenios colectivos muestra una mayor homogeneidad entre ramas; los convenios registrados hasta el 30 de noviembre de 2002 incorporaban un incremento medio de las tarifas del 3%, frente al 3,5% correspondiente a 2001, antes de incorporar las cláusulas de salvaguarda (véase gráfico 19). La generalización de estas cláusulas, que afectan a más de las tres cuartas partes de los trabajadores sometidos a convenio, junto con la significativa desviación de la inflación respecto de la referencia del 2%, permiten adelantar un efecto significativo de las revisiones salariales, que terminará reflejándose en los costes laborales de 2002. El pacto cerrado recientemente entre patronal y sindicatos, que servirá de referencia para la negociación colectiva de 2003, permite proyectar una continuidad en la pautas de determinación salarial a lo largo del presente año, cuyo resultado final dependerá en gran medida del comportamiento de los precios.

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, en el tercer trimestre de 2002, el deflactor del valor añadido bruto de las ramas que constituyen la economía de mercado experimentó un crecimiento del 4,4%, similar al registrado en el trimestre precedente y tres décimas superior al observado para el conjunto de la economía. El mantenimiento de la tasa de avance del deflactor del valor añadido, en el contexto de moderada desaceleración de los costes laborales unitarios que se acaba de describir, dio lugar a una considerable ampliación del excedente unitario, que ha debido de prolongarse en el último trimestre del año (véase gráfico 20). No obstante, el comportamiento de precios y márgenes ha sido desigual entre las distintas ramas de actividad.

Las estimaciones más recientes de la CNTR indican que en las ramas industriales el deflactor del valor añadido habría intensificado su tendencia expansiva en el tercer trimestre, situándose claramente por encima del ritmo de avance de los costes laborales unitarios. Ello habría posibilitado una recuperación del excedente unitario, tras un dilatado período de compresión de márgenes. En la construcción, los costes laborales unitarios experimentaron una notable desaceleración en el tercer trimestre, apoyada en el comportamiento menos expansivo del empleo y la consiguiente recuperación de la productividad, que permitió una nueva y considerable ampliación del margen de explotación. Por último, según estas estimaciones, el deflactor de los servicios de mercado habría estabilizado su ritmo de crecimiento en el año 2002 en tasas muy próximas a las del coste laboral unitario, estabilizando el excedente unitario, aunque es probable que a nivel desagregado se hayan producido compor-

GRÁFICO 21

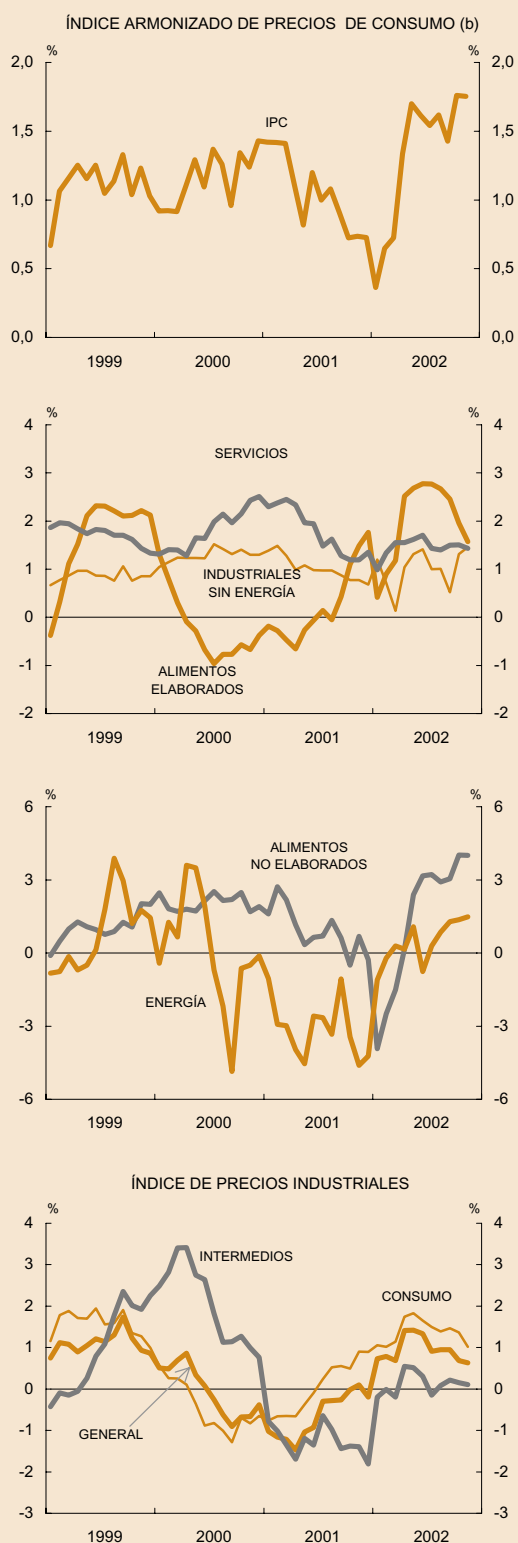
**Indicadores de precios (a)  
España**


Fuente: Instituto Nacional de Estadística.  
 (a) Tasas interanuales sobre las series originales.



GRÁFICO 22

**Indicadores de precios  
Diferenciales con la UEM (a)**



Fuentes: Eurostat y Banco de España.  
(a) Tasas interanuales sobre las series originales.  
(b) Hasta diciembre de 2001, las series corresponden a las publicadas en esa fecha.

tamientos diferentes en las distintas actividades de servicios.

La evolución de los precios finales de la economía en 2002 se vio favorecida por el buen comportamiento de los precios de importación, que moderaron las presiones inflacionistas de origen interno. El deflactor de las importaciones de bienes y servicios experimentó un recorte interanual del 1,6%, en el tercer trimestre, que permitió reducir en cuatro décimas la tasa de crecimiento del deflactor de la demanda final, hasta el 2,7%. No obstante, en el caso de los precios de consumo el efecto moderador de los precios exteriores fue reducido, de forma que tanto el deflactor del consumo privado como el índice de precios de consumo (IPC) mantuvieron su ritmo de avance del 3,5%, en el tercer trimestre, tasa similar a la registrada el trimestre anterior. En los tres meses finales del año, el IPC experimentó una sensible aceleración, creciendo a una tasa media interanual del 4% (véase gráfico 21). Sin embargo, los componentes más estables del IPC, agrupados en el IPSEBENE, registraron un crecimiento interanual del 3,6% en el cuarto trimestre, rebajando en una décima la tasa observada en el trimestre precedente. El peor comportamiento del índice general en ese período respondió, principalmente, al encarecimiento de los precios energéticos y de los alimentos no elaborados, aunque también los precios de los bienes industriales no energéticos repuntaron ligeramente.

El fuerte incremento observado en los precios de la energía, en el cuarto trimestre de 2002, fue consecuencia, por una parte, del efecto base derivado de las fuertes caídas ocurridas en los últimos meses de 2001 y, por otra parte, de la escalada del precio del crudo en los mercados internacionales durante el pasado mes de diciembre, debido a la huelga general de Venezuela y al aumento del riesgo de que se produzca un conflicto bélico en Irak. Todo ello explica la aceleración de más de cuatro puntos porcentuales que ha experimentado el componente energético del IPC en el cuarto trimestre, situando su tasa interanual en el 4,3%. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos registraron un incremento interanual del 2,6% en el último trimestre del pasado año, superando en cuatro décimas el registro del trimestre anterior. Los precios del vestido y del calzado fueron nuevamente los que experimentaron mayores aumentos, al entrar los artículos de la nueva temporada de otoño. Por su parte, los alimentos no elaborados registraron un avance del 7,4% interanual, en el cuarto trimestre del pasado año, frente al 5,7% del tercer trimestre; entre los productos que mostraron un comportamiento más alcista destacan el pescado y la carne de porcino y de ave.

Los precios de los servicios moderaron su ritmo de crecimiento en los dos últimos meses del año, que acabaron con una tasa interanual del 4,5%, dos décimas por debajo de la observada en el tercer trimestre. Se observaron comportamientos diferenciados dentro de los servicios, entre los que destaca la moderada aceleración experimentada por las partidas relacionadas con el turismo y con la enseñanza superior, mientras que los servicios telefónicos y el transporte aéreo recortaron su tasa de variación interanual. Por último, los alimentos elaborados intensificaron su pauta de desaceleración, destacando la moderación de los precios de los aceites y, en menor medida, de la leche y del vino.

La aceleración de los precios de consumo en España, en el cuarto trimestre del pasado año —también cuando se miden por el índice armonizado (IAPC)— fue mayor que en el conjunto de la UEM, de forma que el diferencial de inflación con la zona aumentó tres décimas, hasta situarse en 1,8 pp, el nivel máximo desde que en 1996 se inició la elaboración de este indicador (véase gráfico 22). Una parte importante del aumento del diferencial proviene de que la incidencia del repunte en el precio del crudo ha sido mayor en España que en la zona euro, aunque también se ha ampliado el diferencial correspondiente al componente de bienes industriales no energéticos. Por lo que se refiere a los servicios, la reducción de la tasa de inflación ha sido de una magnitud similar en España y la UEM, manteniéndose el diferencial en 1,4 pp.

Entre los restantes indicadores de precios, el índice de precios industriales (IPRI) se aceleró en los últimos meses de 2002, alcanzando una tasa interanual del 2 % en diciembre. La aceleración del índice general fue debida, fundamentalmente, al fuerte aumento de los precios de producción de la energía, cuya tasa de variación interanual se situó por encima del 5% en el último mes, frente a las tasas negativas registradas hasta septiembre. También se ha registrado una aceleración, algo más moderada, de los precios de producción de los bienes intermedios no energéticos. Por el contrario, los bienes de consumo se desaceleraron en noviembre y diciembre, tanto los precios de los productos alimenticios como, en menor medida, los de las restantes manufacturas de consumo, mientras que los precios de los bienes de equipo siguieron manteniendo un ritmo de crecimiento en torno al 1,5%. El aumento en el ritmo de avance en los precios de producción de la zona euro llevó a un estrechamiento de tres décimas en el diferencial entre España y la UEM entre septiembre y noviembre, último dato publicado para la zona. Finalmente, los precios

percibidos por los agricultores mantienen un comportamiento muy moderado, habiendo aumentado un 0,9% entre octubre y el mismo mes del año anterior.

#### 4.4. La actuación del Estado

Durante el mes de diciembre se presentó la Actualización del Programa de Estabilidad de España para el período 2002-2006, que aportó, además de las proyecciones fiscales de medio plazo —manteniendo sin cambios la previsión de equilibrio para el año 2003—, nuevas cifras de cierre de la Cuenta de las AAPP para 2002. Según el citado Programa, el saldo del sector Administraciones Públicas en términos de Contabilidad Nacional en dicho año aumentaría ligeramente hasta el 0,2% del PIB, frente a previsiones anteriores que estimaban un equilibrio presupuestario. Por agentes, el empeoramiento del saldo se debería a la revisión al alza del déficit de las Comunidades Autónomas, que se situaría en el 0,5% del PIB, frente a la previsión de equilibrio anterior. Para las administraciones centrales, por el contrario, el Programa prevé un superávit del 0,2% del PIB [un déficit del 0,6% del PIB para la Administración Central y un excedente del 0,8% del PIB para la Seguridad Social (véase recuadro 3, en el que se comenta la ejecución presupuestaria)]. En diciembre se aprobaron también la Ley de Presupuestos Generales del Estado para el 2003, la Ley de Acompañamiento (1) correspondiente y la Ley Reguladora de las Haciendas Locales (2) (véase recuadro 4, en el que se presentan las principales medidas de los Presupuestos para el 2003).

A pesar de la previsión citada para la Administración Central, el Estado registró hasta noviembre, últimos datos publicados, un superávit del 1,1% del PIB en el año 2002, frente a un superávit del 0,6% del PIB registrado un año antes, aunque hay que hacer notar que el mes de noviembre es, tradicionalmente, excedentario para el Estado, debido a la estacionalidad de las cifras. En cuanto a la ejecución presupuestaria del Estado, el saldo de caja hasta el mes de noviembre se saldó con un ligero déficit de 332 millones de euros, frente al superávit de 392 millones alcanzado en el mismo período de 2001 (véase cuadro 3). La mayor parte de las discrepancias entre ambos saldos se explica por el ajuste de intereses y la variación en derechos y obligaciones pendientes. A conti-

(1) Ley 52/2002, de 30 de diciembre, y Ley 53/2002, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y de orden social.

(2) Ley 51/2002, de 27 de diciembre, de reforma de la Ley 39/1988, de 28 de diciembre, reguladora de las haciendas locales.

## Estado. Ejecución presupuestaria

Millones de e y %

	Liquidación	Variación	Avance	Variación	Liquidación	Liquidación		
		porcentual	liquid.	porcentual	ENE-SEP			
	2001	2001/2000	2002	2002/2001	Variación	2001	2002	Variación
	1	2	3	4=3/1	5	ENE-NOV	ENE-NOV	porcentual
						6	7	8=7/6
<b>1. Ingresos no financieros</b>	<b>125,187</b>	<b>5.5</b>	<b>104,953</b>	<b>-16.2</b>	<b>-12.5</b>	<b>115,848</b>	<b>99,585</b>	<b>-14.0</b>
Impuestos directos	55,697	8.3	53,999	-3.0	-4.6	51,578	50,620	-1.9
<i>IRPF</i>	36,469	13.4	32,464	-11.0	-13.5	34,063	30,362	-10.9
<i>Sociedades</i>	17,217	0.1	19,703	14.4	19.0	15,799	18,520	17.2
<i>Otros (a)</i>	2,012	-3.0	1,832	-9.0	-22.3	1,715	1,737	1.3
Impuestos indirectos	53,157	3.7	37,276	-29.9	-26.0	50,239	36,429	-27.5
<i>IVA</i>	34,674	3.8	24,977	-28.0	-22.5	33,287	25,064	-24.7
<i>Especiales</i>	16,612	3.5	10,333	-37.8	-36.7	15,231	9,569	-37.2
<i>Otros (b)</i>	1,871	2.5	1,966	5.1	4.7	1,721	1,796	4.3
Otros ingresos	16,333	2.1	13,678	-16.3	16.4	14,031	12,537	-10.7
<b>2. Pagos no financieros (c)</b>	<b>128,072</b>	<b>5.7</b>	<b>108,602</b>	<b>-15.2</b>	<b>-14.6</b>	<b>115,455</b>	<b>99,917</b>	<b>-13.5</b>
Personal	16,827	3.5	17,643	4.8	3.7	14,710	15,328	4.2
Compras	2,554	7.7	2,680	4.9	3.8	2,216	2,355	6.3
Intereses	18,264	3.1	19,070	4.4	-3.5	17,696	18,681	5.6
Transferencias corrientes	77,151	5.9	57,038	-26.1	-24.9	69,924	52,560	-24.8
Inversiones reales	6,461	7.1	6,263	-3.1	10.7	5,368	5,739	6.9
Transferencias de capital	6,815	15.2	5,908	-13.3	-4.4	5,541	5,254	-5.2
<b>3. Saldo de caja (3 = 1 – 2)</b>	<b>-2,884</b>	<b>18.7</b>	<b>-3,649</b>	<b>26.5</b>	<b>-33.4</b>	<b>392</b>	<b>-332</b>	
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL :								
Ingresos no financieros	126,611	6.1	107,808	-14.9	-10.6	117,339	102,643	-12.5
Pagos no financieros	129,945	4.6	111,288	-14.4	-16.1	113,363	95,782	-15.5
<b>Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación</b>	<b>-3,334</b>	<b>-31.8</b>	<b>-3,480</b>	<b>4.4</b>	<b>—</b>	<b>3,976</b>	<b>6,861</b>	<b>72.6</b>

Fuente: Ministerio de Hacienda.

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

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

(c) Incluye pagos sin clasificar.

nuación se comenta la evolución más reciente de ingresos y gastos del Estado, utilizando la información de caja, debido a que la información publicada contiene datos homogéneos de ingresos para ambos años.

A falta de un mes para cerrar el año, se observa que tanto los ingresos como los gastos cayeron algo menos de lo previsto en el Avance de Liquidación, aunque esta discrepancia es mayor en el caso de los ingresos, por lo que el aumento esperado en el déficit de caja para el conjunto del año (26,5%) podría ser algo menor, debido a la evolución favorable de los

ingresos. El exceso de ingresos provendría tanto del mayor dinamismo de la recaudación impositiva (especialmente, Sociedades e IVA) como de los otros ingresos no tributarios. Por su parte, el exceso de gastos se debería fundamentalmente a las mayores transferencias corrientes y a los mayores gastos de capital (sobre todo, entre estos últimos, las inversiones reales).

En cuanto a la información presupuestaria hasta noviembre, se observa una aceleración en la caída de los ingresos y una moderación en la de los pagos. Para el análisis de la evolución

**Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social**

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 9.526 millones de euros, según los datos de ejecución presupuestaria hasta octubre de 2002, inferior en 559 millones de euros (un 5,5%) al registrado durante el mismo período del año precedente (véase cuadro adjunto). Este descenso del superávit hasta octubre continuó siendo muy inferior al previsto en el presupuesto inicial de 2002 en relación con la liquidación de 2001. Como en el caso del Estado, las cifras de ejecución presupuestaria de la Seguridad Social en el año 2002 se hallan afectadas por el nuevo modelo de financiación autonómica, que supone una reducción tanto de ingresos (por las transferencias que el INSALUD recibe del Estado) como de gastos (por las competencias transferidas de sanidad y servicios sociales). Tanto los ingresos como los pagos no financieros mantuvieron hasta octubre una reducción superior a la prevista en el Presupuesto.

Los ingresos por cotizaciones sociales elevaron ligeramente su ritmo de crecimiento en los últimos meses y alcanzaron un 6,1% hasta octubre, lo que supone, no obstante, una apreciable desaceleración respecto a la evolución seguida en el 2001, que se explica en parte por un menor incremento del número de afiliados a la Seguridad Social, que fue del 3% en el conjunto del año 2002, frente al 3,9% en 2001. Este ritmo de crecimiento de las cotizaciones hasta octubre de 2002, aunque resulta muy superior al que se deriva del Presupuesto, en comparación con la liquidación del año anterior, se sitúa en línea con las estimaciones oficiales de liquidación para el conjunto del año (1). La otra fuente importante de ingresos, las transferencias corrientes, procedentes del Estado casi en su totalidad, registró una disminución del 76,5% hasta octubre (más intensa que la presupuestada), como consecuencia del nuevo sistema de financiación de las CCAA.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas retornó a un ritmo de crecimiento del 5,3%, en línea con lo presupuestado para el conjunto del año. El número de pensiones contributivas sigue una evolución muy moderada, situándose su tasa de crecimiento en el 0,9% para el conjunto de 2002, en línea con lo previsto y ligeramente por debajo del crecimiento registrado en 2001. Por su parte, el gasto en incapacidad temporal mantuvo un elevado ritmo de crecimiento, del 13,8%, en contraste con la caída prevista presupuestariamente.

Con respecto al gasto del INEM, el destinado a prestaciones por desempleo presentó datos anormalmente bajos en octubre y noviembre, si se tiene en cuenta que el paro registrado aumentó un 7,4% en el conjunto de 2002, frente al 0,1% de 2001, y que la tasa de cobertura se situó en el 71,7% hasta noviembre, frente al 68,5% con que terminó el año 2001. Como consecuencia, el número de beneficiarios creció un 12,6% hasta noviembre, frente al 5,9% de crecimiento medio en 2001.

Por otra parte, las cotizaciones percibidas por el INEM se incrementaron un 6,3% hasta julio, frente al 9,4% previsto en el Presupuesto, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 7,1% hasta agosto, algo por encima de lo previsto.

(1) En el Proyecto de presupuestos de la Seguridad Social para 2003 se estima un incremento del 6,1% en las cotizaciones normales al Régimen General para el conjunto del año 2002.

**Sistema de Seguridad Social (a)**  
**(Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas) (b)**  
**(Operaciones corrientes y de capital, en términos de derechos y obligaciones reconocidos)**

Millones de euros y %

	Liquidación		Presupuesto		Liquidación ENE-JUL		Liquidación ENE-OCT	
	2001	2002	% variación	% variación	2001	2002	% variación	
	1	2	3=2/1	4	5	6	7=6/5	
<b>Ingresos no financieros</b>	<b>100.265</b>	<b>83.282</b>	<b>-16,9</b>	<b>-21,9</b>	<b>84.772</b>	<b>66.160</b>	<b>-22,0</b>	
Cotizaciones sociales (c)	67.350	67.852	0,7	5,6	55.689	59.090	6,1	
Transferencias corrientes	31.383	14.389	-54,2	-72,7	27.880	6.542	-76,5	
Otros (d)	1.533	1.042	-32,0	-60,1	1.203	529	-56,1	
<b>Pagos no financieros</b>	<b>93.941</b>	<b>79.411</b>	<b>-15,5</b>	<b>-23,1</b>	<b>74.687</b>	<b>56.634</b>	<b>-24,2</b>	
Personal	14.545	6.683	-54,1	-72,4	12.328	2.825	-77,1	
Gastos en bienes y servicios	9.188	4.214	-54,1	-74,6	7.534	1.713	-77,3	
Transferencias corrientes	68.784	67.615	-1,7	-4,4	53.948	51.879	-3,8	
Prestaciones	68.326	67.615	-1,0	-4,3	53.882	51.878	-3,7	
Pensiones contributivas	53.375	56.231	5,4	3,6	41.628	43.841	5,3	
Incapacidad temporal	4.278	4.027	-5,9	12,3	3.206	3.648	13,8	
Resto	10.673	7.358	-31,1	-47,0	9.049	4.389	-51,5	
Resto transferencias corrientes	457	0	-100,0	-98,4	66	1	-98,5	
Otros (e)	1.424	899	-36,9	-72,5	876	217	-75,3	
<b>Saldo no financiero</b>	<b>6.324</b>	<b>3.871</b>	<b>-38,8</b>	<b>-10,4</b>	<b>10.085</b>	<b>9.526</b>	<b>-5,5</b>	

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 solo se hallan disponibles hasta julio de 2002.

(b) Las transferencias a las Comunidades Autónomas para financiar la sanidad y los servicios sociales transferidos 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.

CUADRO 4

**Balanza de pagos: resumen (a)**

Millones de euros

	ENERO-OCTUBRE	
	2001	2002
	INGRESOS	
<b>Cuenta corriente</b>	<b>194.977</b>	<b>194.979</b>
Mercancías	109.862	109.753
Servicios	54.799	55.485
<i>Turismo</i>	31.649	30.540
<i>Otros servicios</i>	23.150	24.945
Rentas	18.234	16.607
Transferencias corrientes	12.083	13.135
<b>Cuenta de capital</b>	<b>5.408</b>	<b>7.930</b>
	PAGOS	
<b>Cuenta corriente</b>	<b>207.768</b>	<b>206.404</b>
Mercancías	138.588	136.881
Servicios	31.392	32.750
<i>Turismo</i>	5.628	5.954
<i>Otros servicios</i>	25.763	26.796
Rentas	27.781	26.491
Transferencias corrientes	10.008	10.282
<b>Cuenta de capital</b>	<b>859</b>	<b>811</b>
	SALDOS	
<b>Cuenta corriente</b>	<b>-12.791</b>	<b>-11.425</b>
Mercancías	-28.726	-27.128
Servicios	23.407	22.734
<i>Turismo</i>	26.021	24.586
<i>Otros servicios</i>	-2.613	-1.852
Rentas	-9.547	-9.884
Transferencias corrientes	2.075	2.853
<b>Cuenta de capital</b>	<b>4.549</b>	<b>7.119</b>

Fuente: Banco de España.

(a) Avance provisional.

de los ingresos se cuenta con información homogénea, tanto de la parte que continúa asignándose al Estado como de la correspondiente a las Comunidades Autónomas, aunque esta información no se recoge en el cuadro 3. Estas cifras indican que, al igual que en el tercer trimestre, los impuestos directos aceleraron su recaudación en estos últimos meses, al contrario de lo observado en los impuestos indirectos. El IRPF aceleró ligeramente su tasa de variación, siendo destacable el incremento en un 8,6% hasta noviembre de los ingresos por retenciones sobre el trabajo y actividades profesionales. El Impuesto sobre Sociedades, por el contrario, se desaceleró, aunque su crecimiento siguió siendo muy elevado (un 17,2% hasta noviembre). Hay que hacer notar, no obstante, que el fuerte incremento registrado se debió,

sobre todo, a los ingresos excepcionales ligados a la utilización por parte de las empresas de la Disposición Transitoria 3ª de la Ley de Acompañamiento de los Presupuestos para el 2002, que incentivaba la integración en la base imponible del año 2002 de los beneficios extraordinarios pendientes de dicha integración. En cuanto al IVA, en términos homogéneos, siguió desacelerándose durante los dos últimos meses, registrando un crecimiento del 6,4%, frente al 7,4% de septiembre. Los impuestos especiales, por su parte, se aceleraron ligeramente en este período, aunque con crecimientos moderados. Por último, los otros ingresos registraron una caída del 10,7%, frente al crecimiento del 16,4% del trimestre anterior. Este cambio fue debido, principalmente, a la eliminación de la transferencia corriente de la Seguridad Social al Estado por la sanidad transferida al País Vasco y Navarra.

Por el lado del gasto, se registró una aceleración generalizada en todos los capítulos de pagos corrientes, al contrario de lo ocurrido con los pagos de capital, aunque los cambios no fueron especialmente significativos, con la excepción de la fuerte aceleración registrada en el capítulo de los pagos por intereses (que vienen determinados por el calendario de vencimientos de la deuda pública) y, en menor medida, de las compras.

#### 4.5. La balanza de pagos

En el período comprendido entre enero y octubre de 2002, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 4.306 millones de euros, frente al saldo negativo de 8.242 millones de euros observado en el mismo período del año anterior. Esta notable mejora refleja, principalmente, el aumento del superávit de capital, que fue 2.570 millones de euros más elevado que el alcanzado en los diez primeros meses de 2001, y, en menor medida, un saldo menos negativo de la cuenta corriente, que redujo su déficit en 1.366 millones de euros, debido a la notable corrección del déficit comercial y a la ampliación del superávit por transferencias corrientes, que compensó el deterioro sufrido por los saldos de turismo y de rentas.

En los diez primeros meses de 2002 el déficit acumulado por la balanza comercial se redujo en 1.598 millones de euros sobre el nivel alcanzado en el mismo período del ejercicio anterior. La importante mejora que experimentó la relación real de intercambio, en un contexto de fuerte apreciación del euro, unida a la ralentización de los flujos reales de importaciones en el conjunto del período —a pesar de su repunte desde el tercer



**Principales medidas de los Presupuestos Generales del Estado para el año 2003**

Los Presupuestos Generales del Estado para el 2003 son los primeros elaborados siguiendo las directrices establecidas en las leyes de estabilidad presupuestaria. Esto implica, entre otras novedades, la fijación por el Pleno del Congreso, con anterioridad a la elaboración de los Presupuestos, de un límite máximo de gasto no financiero del Estado, y la inclusión entre dichos gastos de un Fondo de Contingencia (establecido en el 2% del total de gastos no financieros del Estado), con el que podrán atenderse necesidades de gasto no financiero de carácter no discrecional y no previstas en el presupuesto inicial que surjan de su ejecución. La cuantía establecida para el Fondo de Contingencia para el 2003 tiene un carácter marcadamente restrictivo, ya que supone aproximadamente la mitad del valor medio de las modificaciones de crédito aplicadas al gasto no financiero del Estado en los últimos años. Hay que señalar, no obstante, que las prestaciones sociales de la Seguridad Social no están sujetas a esta restricción, aplicable estrictamente al Presupuesto del agente Estado.

En este contexto de restricción general del gasto, los Presupuestos Generales del Estado para el 2003 y la Ley de Acompañamiento incorporan, sin embargo, una serie de medidas, que se describen a continuación, cuyo carácter es, en general, de tipo expansivo, sobre todo por el lado de los ingresos, es decir, que suponen una menor recaudación. Entre ellas, destaca la reforma del IRPF, que supondrá una reducción de un 11% en la carga media del impuesto y un incremento de la renta disponible de las familias de aproximadamente cinco décimas del PIB. A esta reforma del IRPF hay que añadir la reforma de la Ley Reguladora de las Haciendas Locales (tramitada en el Parlamento de forma paralela a los Presupuestos Generales del Estado), que ha supuesto, entre otras modificaciones de los tributos locales, la exención del Impuesto de Actividades Económicas (IAE) para un amplio número de contribuyentes. La propia Ley de reforma de las Haciendas Locales establece que el Estado compensará a las entidades locales por la pérdida de recaudación en el IAE, lo que incidirá en los gastos no financieros del Estado en una cantidad que se estima en torno a una décima del PIB. También hay que destacar la congelación de los impuestos especiales, la reducción, en el Impuesto de Hidrocarburos, de los tipos aplicables al gas licuado del petróleo utilizado como carburante de uso general para vehículos y al queroseno utilizado como combustible de calefacción, así como el establecimiento de un tipo cero para los biocarburantes, y la reducción (del 16% al 7%) del tipo del IVA sobre determinados productos de higiene femenina. En el Impuesto de Sociedades se eleva a un 20% (frente al 17% anterior) la deducción de la cuota del impuesto de las plusvalías obtenidas que sean reinvertidas. Se establece en un 60% la reducción en la aportación empresarial en las cotizaciones a la Seguridad Social por contingencias comunes en el caso de los trabajadores mayores de 60 años, así como la exoneración de las cuotas de empresarios y trabajadores respecto a los mayores de 65 años, que acrediten 35 o más años de cotización efectiva a la Seguridad Social y que permanezcan en el puesto de trabajo. En sentido contrario, es decir, en el de aumentar los ingresos, se vuelve a actualizar la base máxima de cotización a la Seguridad Social un punto por encima de la variación prevista en el IPC.

En cuanto a las tasas, estas se elevan, en general, de acuerdo con la evolución prevista para el IPC (el 2%). Se establecen nuevas tasas judiciales, y se establecen y regulan los nuevos cánones por la utilización de las infraestructuras ferroviarias que deberán pagar las empresas operadoras de transporte al ente Gestor de Infraestructuras Ferroviarias (GIF).

Por el lado del gasto, hay que destacar en primer lugar que se recoge el resultado del Acuerdo Administración-Sindicatos aprobado por el Consejo de Ministros de 15 de noviembre del 2002. Como consecuencia de dicho Acuerdo, se eleva la tasa de reposición del personal al servicio de las Administraciones Públicas hasta el 100%, frente al 25% vigente en años anteriores, manteniendo determinadas excepciones en la administración de Justicia, Fuerzas y Cuerpos de Seguridad y Fuerzas Armadas. Por otra parte, se incluirán en la oferta de empleo público todos los puestos temporales creados durante los dos ejercicios anteriores. También, como resultado del Acuerdo citado, aumenta en un 2%, con carácter general, el conjunto de conceptos retributivos del personal al servicio de las AAPP, añadiendo una mejora en las pagas extraordinarias.

Entre las políticas de gasto señaladas como prioritarias en los Presupuestos del 2003, figuran la seguridad ciudadana y la Justicia, destacando el Plan de Lucha contra la Delincuencia y la aplicación del Pacto de Estado para la reforma de la Justicia, que supondrán un coste de 136 y 150 millones de euros, respectivamente.

Las pensiones se actualizan, con carácter general, de acuerdo con la evolución prevista para el IPC en el 2003. Por otra parte, se producen mejoras en las pensiones de viudedad, que aumentan del 46% al 48% de la base reguladora, y en las pensiones mínimas. Además, se mantienen las bonificaciones a las cuotas empresariales a la Seguridad Social para el fomento del empleo estable, así como la renta de inserción a desempleados con especiales necesidades y dificultades para encontrar empleo.

Por último, cabe destacar algunas medidas que no tendrán una influencia en el déficit de las Administraciones Públicas, bien por desaparecer en la consolidación de los diversos agentes (transferencia del Estado a la Seguridad Social por el complemento de pensiones mínimas, que aumenta en 300 millones de euros respecto al año anterior), bien por tener la consideración de operaciones financieras. Entre estas últimas cabe citar la dotación de 1.202 millones de euros al fondo de reserva de pensiones y la aportación patrimonial al GIF por 1.268 millones de euros.

trimestre— propiciaron esta corrección del desequilibrio nominal del comercio de bienes.

En cuanto a los servicios, el saldo positivo acumulado en el período enero-octubre se situó en 22.734 millones de euros, frente a los 23.407 millones contabilizados en igual período de 2001, lo que supone una reducción del 2,9%, explicada en su totalidad por el descenso del superávit de turismo y viajes (-5,5%), mientras que el déficit del resto de servicios disminuyó un 29%. Los flujos turísticos experimentaron una importante desaceleración en el conjunto de los diez primeros meses del año, especialmente los ingresos, que disminuyeron un 3,5%, en línea con la moderación de los turistas entrados por fronteras y la reducción de su gasto medio, como refleja la notable caída de sus pernoctaciones en establecimientos hoteleros. Por su parte, los pagos por turismo también se ralentizaron en el conjunto del período, hasta el 5,8%, en sintonía con el debilitamiento de la confianza de los consumidores y por la sustitución de turismo extranjero por turismo interior, en un contexto de inestabilidad mundial.

En el período enero-octubre la balanza de rentas acentuó su deterioro, situando su déficit en 9.884 millones de euros, 337 millones por encima del registrado en el mismo período del ejercicio anterior. Los ingresos descendieron un 8,9%, afectados por el recorte de las inversiones en el exterior que viene observándose desde el ejercicio anterior, en un contexto de debilidad de la actividad mundial y de aumento de la incertidumbre en los mercados financieros, derivado, en parte, de las crisis sociales y políticas que atraviesan algunos países latinoameri-

canos. Los pagos también descendieron en el conjunto de los diez primeros meses de 2002, un 4,6%, influidos por el debilitamiento acusado por la inversión extranjera en España en 2001. En 2002 continuó apreciándose un descenso de los flujos de inversión directa, aunque tanto los flujos de inversión de cartera como las colocaciones de depósitos a corto plazo experimentaron un avance.

El superávit de la balanza de transferencias corrientes se situó en 2.853 millones de euros, en el período enero-octubre, lo que supone un incremento de 778 millones de euros en relación con el nivel observado en igual período del ejercicio anterior. Los ingresos aumentaron un 8,7%, fruto del notable impulso que experimentaron los flujos procedentes de la UE, en concepto de Fondo Social Europeo, mientras que los destinados a FEOGA-Garantía descendieron ligeramente. Los pagos, por su parte, crecieron a un ritmo moderado, el 2,7%, destacando el importante incremento que acumulan los pagos por remesas de emigrantes.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 7.119 millones de euros en el conjunto de los diez primeros meses de 2002, lo que supone un incremento de 2.570 millones de euros en relación con idéntico período de 2001. Esta importante mejora, que en tasas interanuales se cifró en el 56,5%, se explica por el notable aumento que experimentaron la mayoría de los fondos estructurales procedentes de la UE, especialmente los destinados al Fondo de Cohesión y FEOGA-Orientación, y, en menor medida, de los procedentes del FEDER.

## 5. Evolución financiera

### 5.1. Rasgos más destacados

La evolución de los mercados financieros españoles en la segunda mitad de 2002 estuvo condicionada por el clima internacional de incertidumbre relacionado, principalmente, con los efectos de un posible conflicto bélico en Irak, las dudas sobre la recuperación económica en algunos países y el proceso electoral en Brasil. En el tercer trimestre, el Índice General de la Bolsa de Madrid cayó un 20,3%, lo que situó las pérdidas acumuladas desde principio de año en el 30%, y la volatilidad implícita del IBEX 35 alcanzó unos valores históricamente muy elevados, por encima, incluso, de los niveles observados tras los atentados del 11 de septiembre de 2001 (véase gráfico 23). Este clima de marcada incertidumbre también tuvo su reflejo en las primas de riesgo corporativo, medidas a partir de los precios de los derivados de crédito, de las principales empresas españolas que alcanzaron en el tercer trimestre los niveles máximos de los últimos tres años (3). Durante el cuarto trimestre, sin embargo, se apreció una cierta mejora, de forma que el Índice General de la Bolsa de Madrid redujo las pérdidas acumuladas desde el principio del año al 23,1%, disminuyó la volatilidad implícita de las cotizaciones y descendieron las primas de los derivados de crédito.

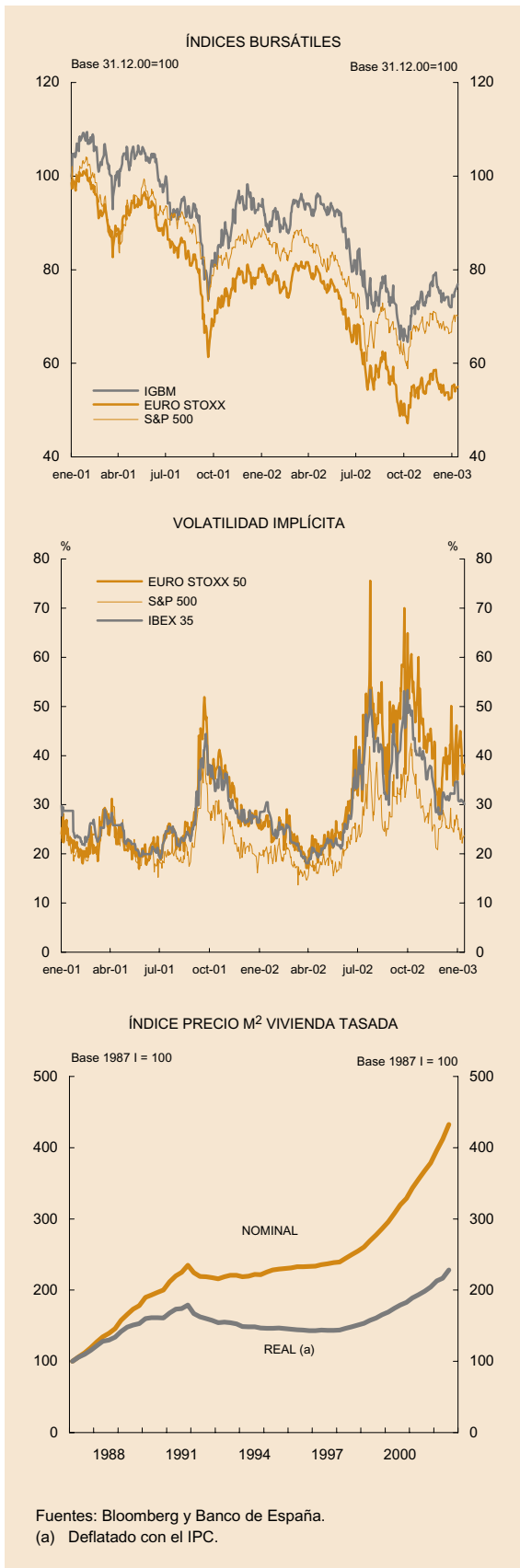
En los mercados de deuda pública, tanto durante el tercer trimestre como durante el cuarto se observó una reducción de las rentabilidades en todos los plazos y, en especial, en aquellos inferiores a un año. Esta tendencia no tuvo la misma intensidad en todos los países de la zona euro, de forma que el diferencial entre los rendimientos a largo plazo de la deuda pública española y la alemana se estrechó significativamente (véase recuadro 5). Finalmente, en el mercado de la vivienda continuó, durante el tercer trimestre, la fase de crecimiento de los precios iniciada en 1997, sin que se apreciaran síntomas de agotamiento. De este modo, el precio por metro cuadrado de las viviendas tasadas creció en el trimestre a una tasa interanual del 17,7%, lo que situó su variación acumulada desde 1997 en el 59% en términos reales.

A pesar del contexto de mayor incertidumbre, la financiación concedida al sector privado no financiero ha seguido aumentando a tasas elevadas durante el tercer trimestre de 2002. En el caso de los hogares, el crecimiento del crédito continuó sin mostrar signos de desace-

(3) Para un análisis más detallado de la información extraída de los derivados de crédito, véase el artículo de Roberto Blanco, titulado «El contenido informativo de los derivados crediticios», publicado en este Boletín.

GRÁFICO 23

Indicadores de precios de distintos activos



Fuentes: Bloomberg y Banco de España.  
(a) Deflatado con el IPC.

lación y, en particular, el destinado a la adquisición de vivienda siguió expandiéndose a tasas en el entorno del 18%. Por su parte, la financiación ajena recibida por las sociedades no financieras mantuvo la senda de moderada desaceleración, pero su ritmo de expansión es todavía elevado dada la situación cíclica de la economía española. Al igual que sucede con los hogares, el comportamiento del crédito vinculado al sector inmobiliario explica en buena medida este elevado ritmo de avance. Adicionalmente, la información provisional correspondiente al cuarto trimestre no parece reflejar un cambio significativo en el crecimiento de la financiación a empresas y familias y, en concreto, la concedida por las entidades residentes aumentó en diciembre a una tasa interanual similar a la observada en septiembre.

En paralelo con esta evolución de la financiación, el ahorro financiero del sector privado no financiero se deterioró en el tercer trimestre (véase cuadro 5), situándose todavía en niveles positivos, pero muy reducidos, en el caso de los hogares, y significativamente negativos en el caso de las sociedades no financieras. El nivel de endeudamiento relativo de empresas y familias ha seguido aumentando, aunque con menor intensidad que en trimestres anteriores, por lo que no se ha reducido su grado de exposición ante posibles perturbaciones adversas en los costes de financiación, en su riqueza o en sus rentas presentes o futuras.

A pesar del deterioro del ahorro financiero neto de empresas y familias, el saldo deudor de las operaciones financieras netas de la nación se redujo ligeramente, situándose en el 1,6% del PIB en términos acumulados de cuatro trimestres (4) (véase cuadro 5). El signo de esta evolución se explica por el comportamiento de las AAPP, que presentaron un ahorro positivo del 0,5%, que compensó la mayor apelación a los recursos externos por parte del sector privado.

5.2. El sector de hogares

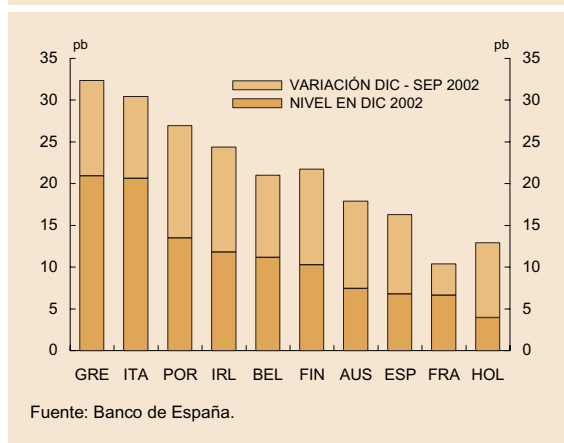
A lo largo del tercer trimestre los hogares presentaron un ahorro financiero neto positivo del 0,1% del PIB, de modo que en términos acumulados de cuatro trimestres se situó en el 0,5% del PIB, frente al 0,8% del trimestre anterior (véase cuadro 5). En términos de su RBD, el ahorro no destinado al servicio de la deuda se redujo también hasta el 1,5% (véase gráfi-

(4) A lo largo de esta sección, en consonancia con la información de cuadros y gráficos, las cifras sobre flujos financieros harán referencia a datos acumulados de cuatro trimestres, salvo que se indique lo contrario.

**Evolución reciente de los diferenciales de rentabilidad de la deuda pública en la UEM**

La desaparición del riesgo cambiario dentro de la UEM, tras la introducción del euro en 1999, implica que los únicos elementos que actualmente afectan a los diferenciales de rentabilidad entre la deuda emitida por los tesoros de los países del área son la distinta calidad crediticia de los emisores y factores de carácter microestructural, como el grado de liquidez relativa. Desde entonces, dichos diferenciales han evolucionado de manera muy estable y la deuda alemana ha sido la que ha mostrado una rentabilidad más baja (especialmente en los plazos largos), lo que está relacionado con la elevada calidad crediticia del tesoro alemán y con el mayor grado de liquidez de los activos emitidos por este.

**Diferenciales de rentabilidad de la deuda pública a 10 años frente a la alemana**



En este contexto, durante el último trimestre de 2002 se ha observado una reducción significativa de los diferenciales de rentabilidad de la deuda pública a largo plazo de los países de la UEM frente a los bonos alemanes, como se aprecia en el gráfico adjunto. Con la excepción de la deuda francesa, cuyo diferencial solamente se ha estrechado unos 4 puntos básicos (pb), el descenso relativo del resto de las emisiones ha sido muy similar (entre 9 y 13 pb). Tras estos movimientos, dichos diferenciales se sitúan, en todos los casos, en sus niveles más reducidos desde la introducción del euro y, en la mayoría de los países, en mínimos históricos. En relación con los tipos *swap*, sin embargo, las rentabilidades de los bonos alemanes y franceses han aumentado en 9 y 5 pb, respectivamente, mientras que las del resto de emisores del área del euro se han mantenido relativamente estables. Esto sugiere que los cambios en la valoración relativa de los bonos públicos en el área del euro podrían obedecer a factores idiosincrásicos de las economías alemana y francesa.

Estos movimientos han coincidido con una revisión a la baja tanto de los saldos presupuestarios como del crecimiento económico estimado para 2002 y 2003 en la mayoría de los países del área y, particularmente, en Francia y Alemania. El deterioro de la situación presupuestaria en estos dos países ha desembocado, a finales de 2002, en el inicio, por parte de la Comisión Europea, de procedimientos de Déficit Excesivo para Alemania y de Alerta Temprana para Francia. De acuerdo con las previsiones de otoño de la Comisión Europea, el saldo de deuda en relación con el PIB habría crecido en 2002 en 1,4 puntos porcentuales (pp) en Alemania y en 1,3 pp en Francia, y para 2003 aumentaría adicionalmente en 0,9 y 0,7 pp, respectivamente. De este modo, es plausible pensar que la revisión en la valoración de los bonos alemanes y franceses durante el cuarto trimestre de 2002 haya podido estar relacionada con la percepción por parte de los mercados de un deterioro de la calidad crediticia de sus emisores. No obstante, debe advertirse que una parte del aumento de la *ratio* deuda-PIB en estos dos países ya se había anticipado durante la primavera y que, en algunos países, como Italia y Grecia, la revisión al alza de dicha *ratio* ha sido incluso superior y, en cambio, la valoración relativa de su deuda en relación con los tipos *swap* no se ha visto modificada. Por ello, no puede descartarse que otros factores de carácter más microestructural hayan podido también contribuir a los cambios en el precio relativo de las emisiones de los tesoros alemán y francés. En este sentido, es posible que el aumento significativo previsto para los próximos meses en la oferta de bonos del tesoro en estos países haya podido presionar adicionalmente al alza sobre la rentabilidad de estos valores.



**Operaciones financieras netas y flujos intersectoriales  
(Datos acumulados de cuatro trimestres)**

% PIB

	OPERACIONES FINANCIERAS NETAS								
	1997	1998	1999	2000	2001		2002		
					III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
<b>Economía nacional</b>	<b>1,6</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,6</b>
<b>Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH</b>	<b>4,0</b>	<b>2,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,5</b>
Sociedades no financieras	-0,5	-1,1	-2,4	-3,5	-4,3	-4,1	-4,6	-4,0	-4,1
Hogares e ISFLSH	4,5	3,3	2,0	0,9	2,2	1,0	0,9	0,8	0,5
<b>Instituciones financieras</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>
<b>Administraciones Públicas</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>
	FLUJOS INTERSECTORIALES (a)								
<b>Hogares e ISFLSH</b>	<b>4,5</b>	<b>3,3</b>	<b>2,0</b>	<b>0,9</b>	<b>2,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	-6,7	-4,4	0,2	-0,2	-0,5	-1,5	-2,3	-2,9	-3,4
Inversores institucionales (c)	10,8	7,5	0,8	0,5	3,1	3,6	3,4	3,4	3,2
<b>Sociedades no financieras</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,5</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,1</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,1</b>
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	-3,1	-4,3	-3,8	-6,7	-4,3	-3,8	-4,0	-4,1	-3,6
Resto del mundo	1,7	0,9	-0,8	1,8	-0,1	-1,8	-2,0	-1,2	-1,2
<b>Administraciones Públicas</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	1,4	1,4	1,4	2,2	-0,7	-2,4	-0,3	-0,4	0,7
Inversores institucionales (c)	-3,9	-2,6	1,7	3,9	3,0	2,9	1,6	1,3	0,6
Resto del mundo	-2,0	-1,1	-4,4	-6,0	-3,1	-1,7	-1,8	-1,6	-1,6
<b>Resto del mundo</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>2,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	2,8	7,1	2,0	5,2	4,5	3,8	2,7	3,9	3,3
Inversores institucionales (c)	-2,5	-6,3	-3,6	-5,6	-4,9	-4,7	-3,6	-3,7	-3,3
Sociedades no financieras	-1,7	-0,9	0,8	-1,8	0,1	1,8	2,0	1,2	1,2
Administraciones Públicas	2,0	1,1	4,4	6,0	3,1	1,7	1,8	1,6	1,6

Fuente: Banco de España.

(a) Un signo positivo indica que se otorga financiación al sector de contrapartida. Un signo negativo refleja la financiación recibida del sector de contrapartida.

(b) Definido según la 1.ª Directiva bancaria.

(c) Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

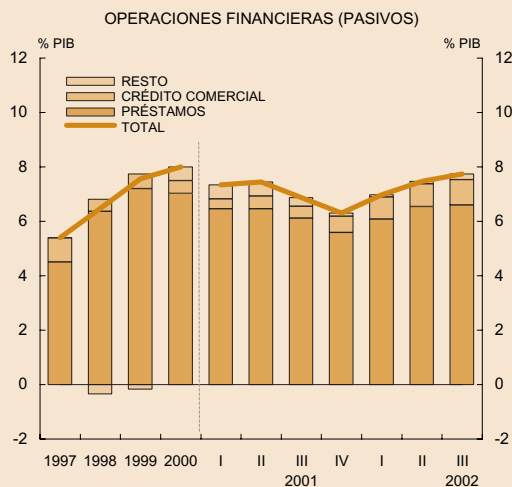
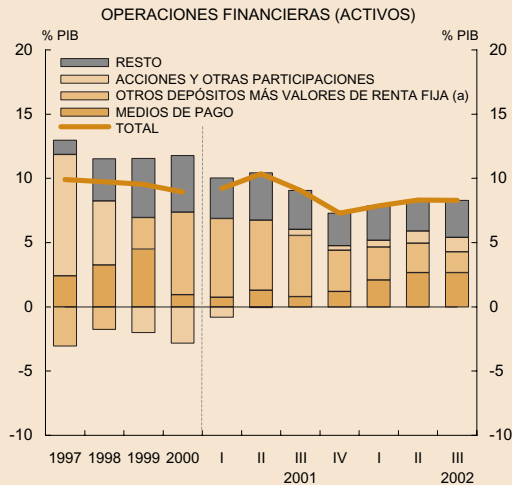
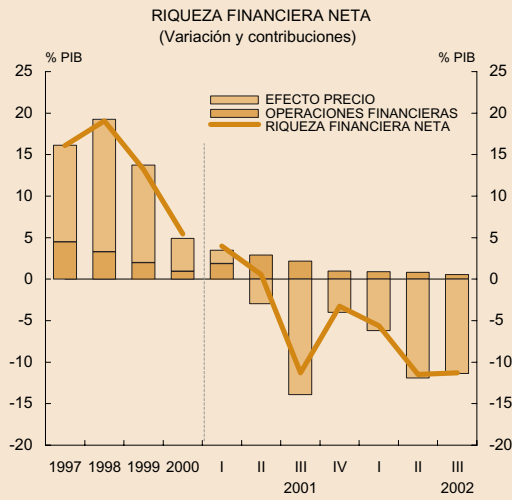
co 25). Este bajo nivel de ahorro, en un contexto de elevada incertidumbre y moderación del gasto, parece estar relacionado, como se ha comentado en los últimos informes trimestrales, con el nivel del coste de la financiación y la continuada expansión en el precio de la vivienda. Por otro lado, la evolución negativa de los mercados financieros nacionales e internacionales generó, por segundo trimestre consecutivo, un deterioro de la riqueza financiera de los hogares superior, en términos acumulados de cuatro trimestres, al 10% del PIB (véase gráfico 24). Asimismo, su nivel de endeudamiento en relación tanto con su riqueza financiera como

con su renta bruta disponible continuó aumentando aunque, lógicamente, el incremento fue menor en términos de esta última. Sin embargo, dada la evolución favorable de los tipos de interés, este aumento del endeudamiento no se tradujo en un incremento significativo en la carga financiera (véase gráfico 25).

Finalmente, en relación con sus decisiones de cartera, la adquisición de activos financieros por parte de los hogares, en términos acumulados de cuatro trimestres, se situó en el 8,3% del PIB, cifra idéntica a la del segundo trimestre (véase cuadro 6). La composición por instru-

GRÁFICO 24

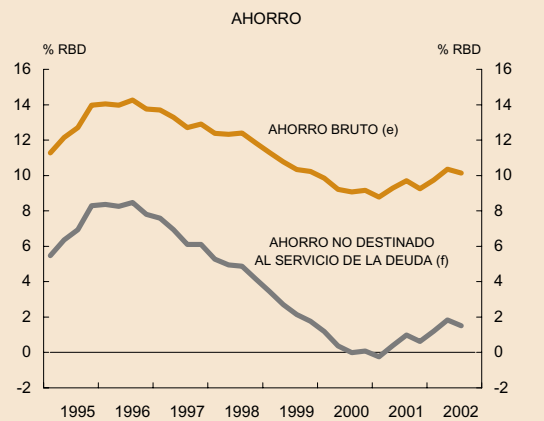
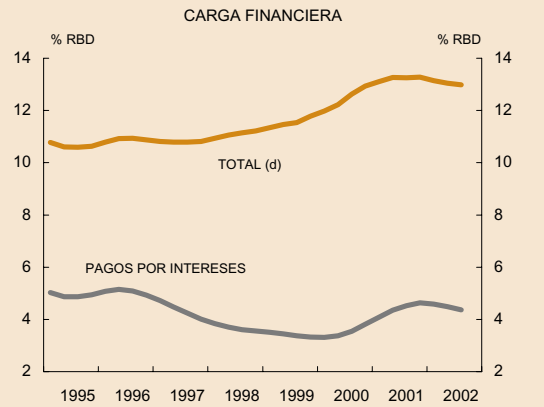
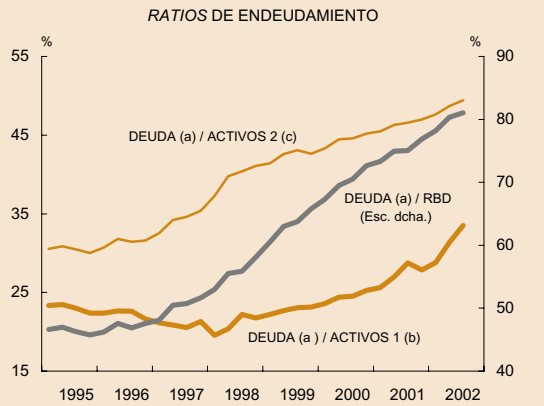
**Hogares e ISFLSH**  
(Datos acumulados de cuatro trimestres)



Fuente: Banco de España.  
(a) No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.

GRÁFICO 25

**Indicadores de posición patrimonial de los hogares e ISFLSH**



Fuente: Banco de España.

(a) Incluye crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

(b) Activos 1 = Total de activos financieros – la rúbrica de «Otros».

(c) Activos 2 = Activos 1 – acciones – participaciones de FIM.

(d) Calculado sobre el crédito bancario concedido por las entidades de crédito residentes.

(e) Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible de los hogares. Incluye los pagos por intereses.

(f) Ahorro bruto menos los pagos por amortización de la deuda estimados.

CUADRO 6

**Activos financieros y pasivos de los hogares, ISFLSH y sociedades no financieras**  
**(Datos acumulados de cuatro trimestres)**

% PIB

	1999	2000	2001	2002		
				I TR	II TR	III TR
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
<b>Operaciones financieras (activos)</b>	<b>9,5</b>	<b>8,9</b>	<b>7,3</b>	<b>7,9</b>	<b>8,3</b>	<b>8,3</b>
Medios de pago	4,5	0,9	1,2	2,1	2,7	2,7
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	2,5	6,4	3,2	2,6	2,3	1,6
Acciones y otras participaciones (b)	0,1	0,5	-0,4	-0,1	0,1	0,4
Fondos de inversión	-2,2	-3,4	0,8	0,6	0,8	0,7
FIAMM	-1,4	-1,4	1,3	1,4	1,2	1,0
FIM	-0,8	-2,0	-0,5	-0,8	-0,4	-0,4
Reservas técnicas de seguros	3,3	3,5	2,2	2,2	2,0	2,0
De las cuales:						
Seguros de vida	2,0	1,9	1,5	1,5	1,3	1,4
Fondos de pensiones	1,0	1,4	0,5	0,5	0,5	0,4
Resto	1,3	1,0	0,3	0,5	0,4	0,9
<b>Operaciones financieras (pasivos)</b>	<b>7,6</b>	<b>8,0</b>	<b>6,3</b>	<b>7,0</b>	<b>7,5</b>	<b>7,7</b>
Créditos de entidades de crédito residentes	6,5	6,8	5,1	5,7	6,1	6,3
Fondos de titulización	0,6	0,1	0,3	0,2	0,3	0,1
Resto	0,5	1,0	0,9	1,0	1,1	1,3
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
<b>Operaciones financieras (activos)</b>	<b>17,8</b>	<b>27,2</b>	<b>17,6</b>	<b>17,6</b>	<b>14,3</b>	<b>13,9</b>
Medios de pago	0,7	0,9	1,7	1,9	1,6	1,5
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	-0,3	1,2	0,9	0,3	0,5	0,5
Acciones y otras participaciones	8,2	14,1	4,2	4,6	3,7	3,2
De las cuales:						
Frente al resto del mundo	6,5	10,9	3,7	3,5	2,6	2,3
Resto	9,1	10,9	10,8	10,7	8,5	8,7
<b>Operaciones financieras (pasivos)</b>	<b>20,2</b>	<b>30,7</b>	<b>21,6</b>	<b>22,2</b>	<b>18,2</b>	<b>18,0</b>
Créditos de entidades de crédito residentes	4,8	6,7	6,0	6,5	5,4	5,5
Fondos de titulización	0,4	0,9	0,8	1,0	1,3	1,1
Préstamos exteriores	3,0	3,5	3,6	3,6	2,9	2,7
Valores de renta fija (a)	0,5	-0,7	0,2	0,1	0,0	0,0
Acciones y otras participaciones	5,0	12,1	3,8	3,4	2,9	2,7
Resto	6,4	8,1	7,3	7,6	5,7	6,0
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
<b>Financiación (c)</b>	<b>19,5</b>	<b>18,8</b>	<b>15,1</b>	<b>16,1</b>	<b>14,4</b>	<b>14,1</b>
Hogares e ISFLSH	19,6	17,3	12,4	13,4	14,0	14,1
Sociedades no financieras	19,4	19,9	17,2	18,1	14,6	14,0

Fuente: Banco de España.  
 (a) No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.  
 (b) No incluye los fondos de inversión.  
 (c) Incluye crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

mentos de este flujo muestra algunas diferencias en relación con el trimestre precedente. Así, el proceso de recomposición de la cartera de los hogares hacia activos más líquidos parece haberse moderado, de modo que se apreció una mayor adquisición de acciones y otras participaciones, que supuso el 0,4% del PIB, frente al 0,1% registrado tres meses antes (véase gráfico 24). Por otro lado, las suscripciones netas de

fondos de inversión continuaron siendo positivas debido a que el incremento de las correspondientes a los fondos de inversión en activos del mercado monetario compensó la disminución de las registradas en el resto de los fondos.

Por el lado del pasivo, la financiación total alcanzó una tasa de crecimiento interanual del 14,1%, frente al 14% del trimestre anterior. En

términos de PIB, el flujo de financiación recibido de otros sectores pasó del 7,5% al 7,7%. La información correspondiente a la distribución del crédito por finalidades revela que, en gran parte, este comportamiento fue debido al notable dinamismo de los préstamos destinados a la adquisición de vivienda, cuya tasa de expansión (18,1% interanual, frente al 16,6% registrado en junio) compensó la desaceleración del crédito destinado al gasto en bienes corrientes y duraderos.

### 5.3. El sector de sociedades no financieras

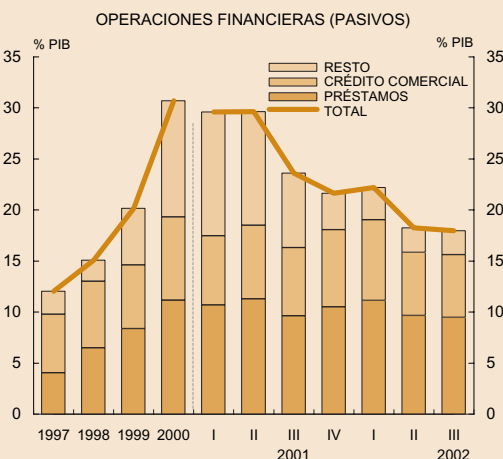
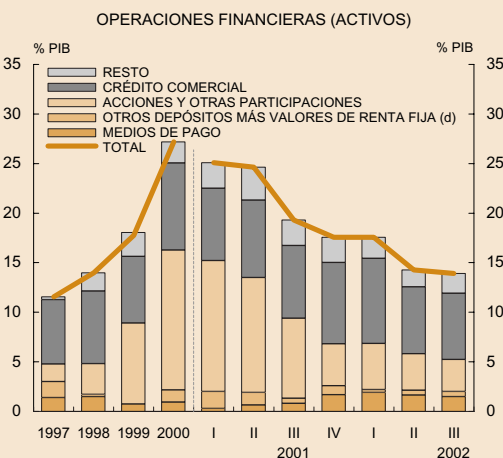
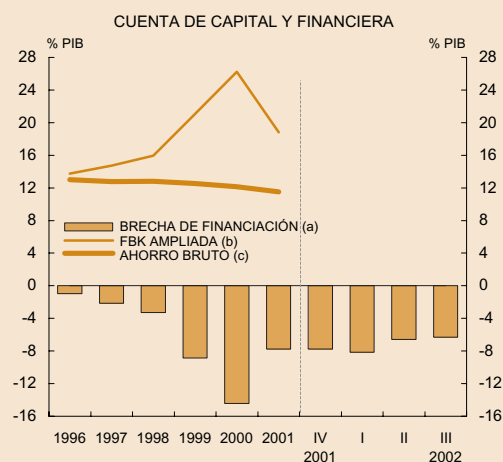
Durante el tercer trimestre de 2002 el saldo de las operaciones financieras netas de las sociedades no financieras fue del -1,4% del PIB (-1,3%, el mismo trimestre del año anterior). En términos acumulados de un año, dicho saldo alcanzó el -4,1% del PIB (-4% en el segundo trimestre, como muestra el cuadro 5). Parecida estabilidad se registró en la brecha de financiación de este sector (véase gráfico 26). De este modo, a pesar de la moderación registrada respecto a principios de 2001, el desahorro de las sociedades no financieras continúa en cifras elevadas, lo que tiene su reflejo en la evolución del endeudamiento del sector, que siguió aumentando en el tercer trimestre de 2002 tanto en relación con el excedente bruto de explotación como, al menos en el caso de las empresas colaboradoras con la Central de Balances, en relación con su activo (véase gráfico 27). No obstante, la favorable evolución de los tipos de interés evitó que la carga financiera siguiera creciendo. De cualquier modo, la exposición de las empresas españolas a posibles *shocks* adversos es ahora mayor y, en consecuencia, sus decisiones de inversión estarán, previsiblemente, más condicionadas por la evolución de los costes de la financiación de lo que lo estuvieron durante la fase de recuperación de la actividad del anterior ciclo económico (5).

La inversión de las empresas en activos financieros continuó el proceso de desaceleración observado en trimestres anteriores y se situó en el 13,9% del PIB, frente al 14,3% del trimestre anterior. Este comportamiento es el resultado de una menor adquisición de acciones y otras participaciones, junto con una ligera reducción en sus necesidades de liquidez (véase cuadro 6). Por el contrario, la inversión en los activos agrupados bajo la rúbrica «Resto» en el cuadro 6, entre los que se incluye el crédito co-

(5) Para más detalle véase el artículo de A. Benito e I. Hernando, titulado «Los efectos de la presión financiera en el comportamiento de las empresas españolas», publicado en este mismo Boletín económico.

GRÁFICO 26

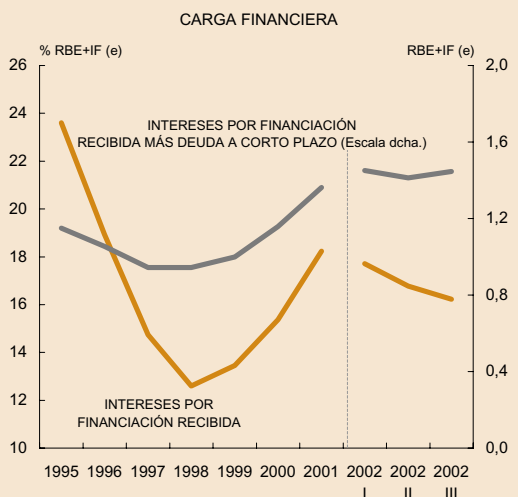
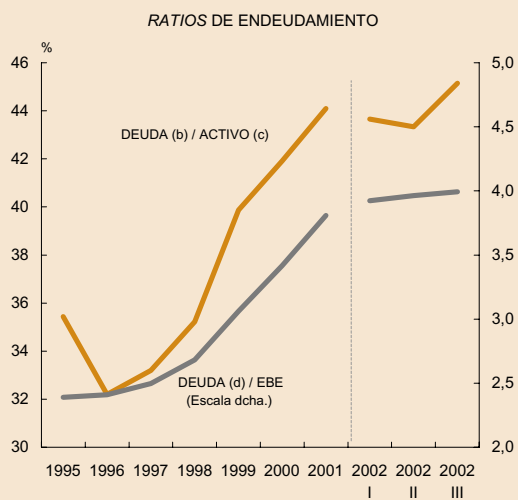
#### Sociedades no financieras (Datos acumulados de cuatro trimestres)



Fuente: Banco de España.  
 (a) Recursos financieros que cubren el diferencial entre la inversión real y financiera permanente y el ahorro bruto.  
 (b) Incluye la formación bruta de capital, la variación de existencias y la renta variable en el exterior.  
 (c) Incluye las transferencias de capital.  
 (d) No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.

GRÁFICO 27

**Indicadores de posición patrimonial de las sociedades no financieras (a)**



Fuente: Banco de España.

(a) El cálculo de todas las series, excepto la *ratio* deuda/excedente bruto de explotación (EBE), se realiza con información de la Central de Balances.

(b) Definida como recursos ajenos a largo plazo más financiación a corto plazo con coste.

(c) Definido como total del activo menos proveedores y menos resto de pasivo sin coste.

(d) Incluye crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

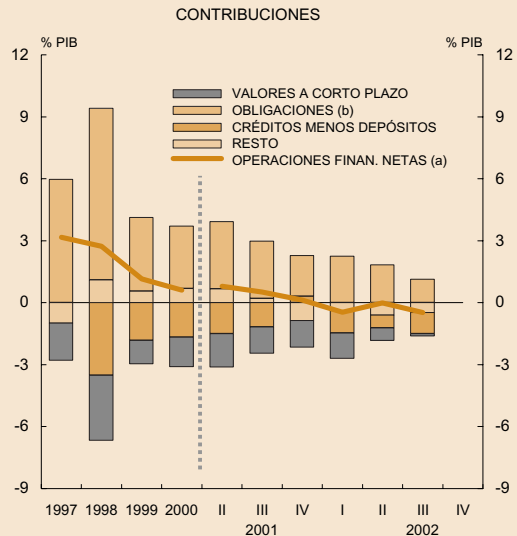
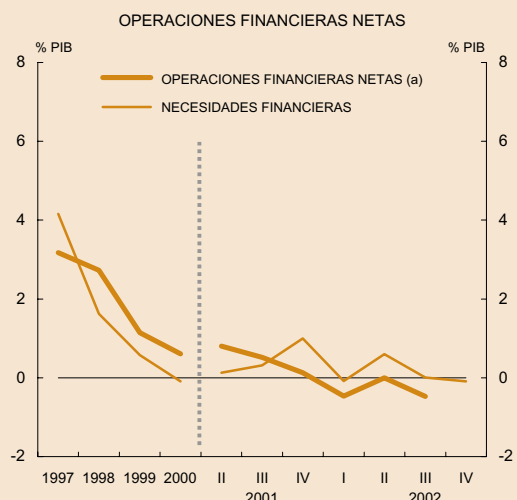
(e) Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

mercantil, creció ligeramente (8,7% del PIB, frente al 8,5% tres meses atrás). No obstante, también se observó una evolución similar de los flujos recogidos bajo esta rúbrica en el lado del pasivo, por lo que, en conjunto, no se apreciaron cambios significativos de los flujos netos de financiación interempresarial.

Las operaciones de pasivo, por su parte, continuaron desacelerándose, aunque de forma

GRÁFICO 28

**Administraciones Públicas (Datos acumulados de cuatro trimestres)**



Fuente: Banco de España.

(a) Cambiado de signo.

(b) No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.

más moderada que el pasado trimestre. La tasa de crecimiento interanual de la financiación ajena total concedida a las sociedades no financieras se situó en el 14%, frente al 14,6% del trimestre anterior. En términos acumulados, los fondos obtenidos supusieron el 18% del PIB (18,2% tres meses antes). Esta desaceleración se produjo en la mayoría de partidas, con la principal excepción, ya comentada, de la rúbrica «Resto». Así, la financiación conjunta procedente de créditos de entidades residentes y fondos de titulización se contrajo hasta el 6,6% del PIB y tanto la canalizada a través de los préstamos del exterior como la obtenida a través de acciones y participaciones pasaron del



CUADRO 7

## Operaciones financieras de la nación (Datos acumulados de cuatro trimestres)

% PIB

	1999	2000	2001	2002		
				I TR	II TR	III TR
<b>Operaciones financieras netas</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,6</b>
<b>Operaciones financieras (activos)</b>	<b>14,8</b>	<b>24,5</b>	<b>10,8</b>	<b>8,7</b>	<b>9,9</b>	<b>10,6</b>
<b>Oro y DEG</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Efectivo y depósitos</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>-2,6</b>	<b>-3,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,0</b>
Sistema crediticio	3,7	2,5	-2,7	-3,3	-0,6	0,2
Otros sectores residentes	-2,0	0,4	0,1	-0,6	0,2	0,8
<b>Valores distintos de acciones</b>	<b>2,8</b>	<b>3,8</b>	<b>7,1</b>	<b>7,4</b>	<b>5,8</b>	<b>5,6</b>
Sistema crediticio	-0,9	-0,3	2,0	2,3	1,0	1,3
Otros sectores residentes	3,7	4,1	5,1	5,1	4,9	4,3
<b>Acciones y otras participaciones</b>	<b>9,8</b>	<b>15,1</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>
Sistema crediticio	0,7	1,7	-0,1	-0,4	0,1	0,1
Otros sectores residentes	9,1	13,4	3,8	3,4	2,6	2,4
De los cuales:						
Sociedades no financieras	6,5	10,9	3,7	3,5	2,6	2,3
<b>Créditos</b>	<b>0,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>
Sistema crediticio	-0,2	0,5	0,8	0,6	0,6	0,5
Otros sectores residentes	0,9	2,1	1,9	1,5	1,2	1,1
<b>Operaciones financieras (pasivos)</b>	<b>15,9</b>	<b>27,0</b>	<b>12,8</b>	<b>10,6</b>	<b>11,7</b>	<b>12,2</b>
<b>Depósitos</b>	<b>4,1</b>	<b>6,8</b>	<b>2,8</b>	<b>1,1</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>
De los cuales:						
Sistema crediticio	4,1	6,8	2,8	1,1	4,5	4,7
<b>Valores distintos de acciones</b>	<b>5,4</b>	<b>6,9</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>3,8</b>
Sistema crediticio	0,9	0,7	0,6	0,8	0,2	0,7
Administraciones Públicas	4,3	5,7	1,6	1,6	1,4	1,5
Otros sectores residentes	0,2	0,4	0,9	0,8	1,4	1,6
<b>Acciones y otras participaciones</b>	<b>3,9</b>	<b>9,1</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>
Sistema crediticio	0,3	1,7	0,5	0,2	0,3	0,2
Otros sectores residentes	3,6	7,3	2,9	2,6	1,8	1,8
<b>Créditos</b>	<b>3,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>	<b>4,6</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>
Administraciones Públicas	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Otros sectores residentes	3,7	4,4	4,3	4,5	3,5	3,3
<b>Otros neto (a)</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,7</b>

Fuente: Banco de España.

(a) Incluye la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro.

2,9% al 2,7%. El elevado ritmo de expansión de la financiación es fruto de un comportamiento heterogéneo de los distintos sectores. Así, la tasa de avance interanual del crédito vinculado al sector inmobiliario (construcción y servicios inmobiliarios) alcanzó el 22%, frente al 17% del trimestre anterior. Sin embargo, el crédito destinado a la industria, excluyendo la construcción, continuó aumentando a los reducidos ritmos observados durante el primer semestre, mientras que la financiación percibida por el sector

servicios, excluyendo los relacionados con la actividad inmobiliaria, siguió expandiéndose a tasas interanuales próximas al 10%.

#### 5.4. Las Administraciones Públicas

El saldo de las operaciones financieras netas de las AAPP durante el tercer trimestre de 2002 fue positivo, de modo que, en términos acumulados de un año, se incrementó su aho-

CUADRO 8

**Activos financieros netos frente al resto del mundo (a)**  
**(Datos del cuarto trimestre)**

% PIB

	1997	1998	1999	2000	2001	2002 (b)
<b>Economía nacional</b>	<b>-21,0</b>	<b>-21,6</b>	<b>-22,3</b>	<b>-20,5</b>	<b>-21,6</b>	<b>-24,0</b>
<b>Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH</b>	<b>-10,9</b>	<b>-8,6</b>	<b>-8,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,5</b>
Sociedades no financieras	-17,2	-14,8	-16,3	-8,4	-8,9	-8,8
Hogares e ISFLSH	6,3	6,2	7,6	7,6	7,8	8,3
<b>Instituciones financieras</b>	<b>6,9</b>	<b>4,8</b>	<b>6,9</b>	<b>5,1</b>	<b>4,6</b>	<b>2,1</b>
Instituciones de crédito (c)	2,4	-5,4	-7,5	-12,5	-14,5	-15,3
Inversores institucionales (d)	4,6	10,7	15,0	18,3	20,7	19,9
Resto de instituciones financieras	-0,1	-0,4	-0,6	-0,8	-1,6	-2,5
<b>Administraciones Públicas</b>	<b>-17,0</b>	<b>-17,9</b>	<b>-20,5</b>	<b>-24,8</b>	<b>-25,1</b>	<b>-25,5</b>

Fuente: Banco de España.

(a) Calculados como diferencia entre el saldo de activos financieros y de pasivos frente al resto del mundo con los datos de las cuentas financieras trimestrales.

(b) Datos del tercer trimestre.

(c) Definido según la 1.ª Directiva bancaria.

(d) Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

ro financiero hasta situarse en el 0,5% del PIB (véase gráfico 28).

Por componentes, la menor financiación requerida por las AAPP durante este trimestre se reflejó en un volumen prácticamente nulo de emisiones netas a corto y largo plazo y en una significativa amortización de la financiación recibida a través de créditos. Por otra parte, continuó el proceso de alargamiento del plazo medio de la deuda. En concreto, el saldo de bonos y obligaciones de las AAPP se incrementó un 1,1% del PIB, mientras que tanto el de valores a corto plazo como los créditos netos de depósitos reflejaron amortizaciones netas del 0,1% y 1%, respectivamente. En cuanto a la distribución de la cartera de deuda pública entre los distintos inversores, no se apreciaron cambios significativos durante este período, de modo que prácticamente la mitad de las tenencias de bonos y obligaciones continuaron en manos de no residentes.

La información provisional correspondiente al cuarto trimestre recogida en el indicador de *necesidades financieras*, que mide la apelación de las AAPP a los mercados financieros, se redujo hasta el -0,09% del PIB, frente al 0,01% del trimestre anterior.

### 5.5. El resto del mundo

Entre julio y septiembre de 2002 el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación mostró una ligera reducción, situándose en

el -1,6% del PIB en términos acumulados de cuatro trimestres (véase cuadro 7). Los flujos de activos y pasivos frente al resto del mundo fueron significativamente inferiores a los del trimestre anterior, si bien, debido al efecto base producido por el reducido volumen observado entre julio y septiembre del 2001 (probablemente influido por los acontecimientos del 11 de septiembre), las cifras acumuladas de cuatro trimestres reflejan un incremento en ambos conceptos. Por otro lado, los flujos materializados en valores de renta variable experimentaron un nuevo retroceso, que estuvo condicionado por el clima de extrema volatilidad de los mercados financieros.

La adquisición neta de activos exteriores creció hasta el 10,6% del PIB, frente al 9,9% registrado tres meses antes. Esta evolución fue el resultado de un incremento significativo en los activos líquidos (efectivo y depósitos), cuyo flujo acumulado se situó en el 1% del PIB, frente al -0,4% del trimestre anterior, compensando la reducción registrada en el resto de partidas. De acuerdo con la información de la Balanza de Pagos, la inversión en el extranjero con carácter permanente, inversión directa, fue significativamente inferior a la realizada en el mismo trimestre del año anterior. Del mismo modo, la inversión en cartera se redujo de modo notorio y supuso un 60% de la realizada en el tercer trimestre de 2001.

Por su parte, el volumen de las operaciones de pasivo creció hasta el 12,2% del PIB, frente al 11,7% del segundo trimestre. Esta

evolución fue el resultado, sobre todo, del comportamiento de los valores distintos de acciones, que experimentaron un importante crecimiento, hasta alcanzar el 3,8% del PIB. Este incremento se explica, fundamentalmente, por el notable ascenso de la inversión de no residentes en valores de renta fija emitidos por las entidades de crédito. De acuerdo con la información disponible de la Balanza de Pagos, las inversiones en cartera del exterior en España mostraron un importante crecimiento en relación con el mismo trimestre del año anterior, mientras que las inversiones directas se mantuvieron estables.

Como resultado de las operaciones financieras con el exterior y de la evolución de los precios de los activos financieros y del tipo de cambio, la economía nacional ha incrementado su posición deudora neta frente al exterior, hasta alcanzar el -24% del PIB en el tercer trimestre de 2002 (véase cuadro 8). Esta situación resulta del deterioro de los activos netos exteriores de las instituciones financieras, que solo ha sido parcialmente compensado por la mejora de la posición exterior conjunta del resto de los sectores.

30.1.2003.