

---

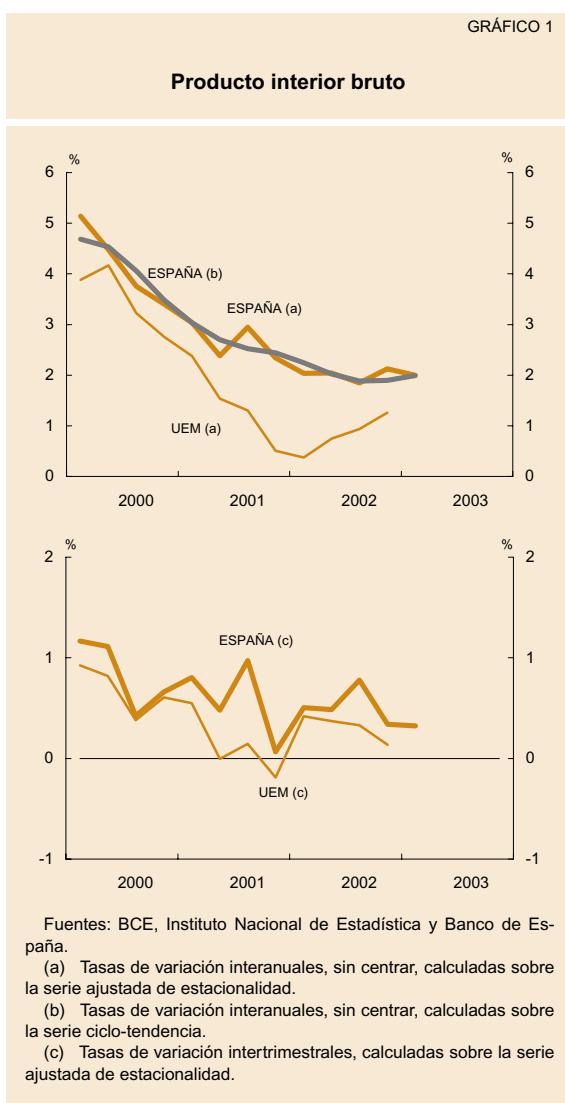
# Informe trimestral de la economía española

## 1. Rasgos básicos

El análisis de la situación económica internacional al comienzo de 2003 resulta especialmente complicado. El conflicto bélico en Irak ha dificultado la valoración de los datos disponibles, sin que sea posible discernir en qué medida responden al clima de incertidumbre asociado a estos acontecimientos o si reflejan, además, otro tipo de factores que pueden estar entorpeciendo la recuperación de la economía mundial. En esta coyuntura, se espera que los resultados del primer trimestre sean, en líneas generales, similares o, incluso, peores —en algún país— a los de los últimos meses del pasado año, siendo las notas más esperanzadoras —junto con el rápido desenlace de la guerra— la tendencia a la estabilización del precio del crudo y el comportamiento más favorable de algunos mercados financieros, en particular en determinadas economías latinoamericanas.

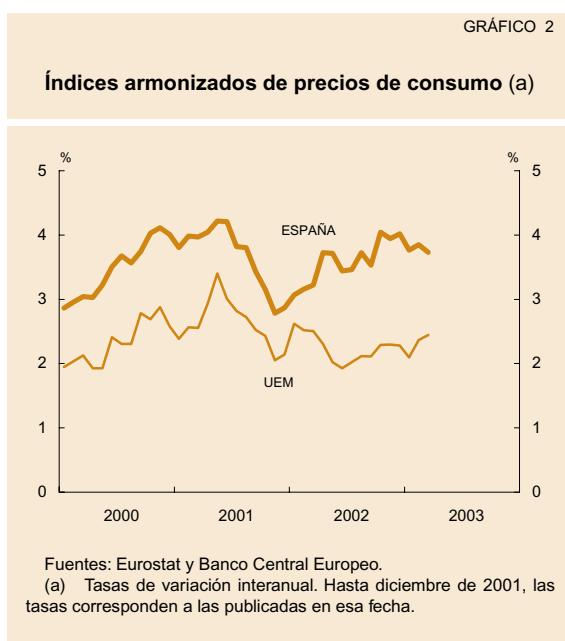
En esta tesisura, todavía rodeada de incertidumbre, se estima que el PIB real de la economía española habría experimentado una tasa de crecimiento interanual en torno al 2% durante los tres primeros meses de 2003, en términos de la serie desestacionalizada, similar al 2,1% publicado por la CNTR para el último trimestre del pasado año. De hecho, el ritmo de crecimiento intertrimestral habría sido idéntico en ambos períodos, del 0,3%. Estos resultados prolongan las pautas que caracterizaron la evolución de la economía española en el pasado año y que se sustentan en gran medida, como es bien conocido, en el sostenimiento del gasto de los hogares. La renta disponible de las economías domésticas ha seguido creciendo apreciablemente, a lo que ha contribuido el aumento del empleo —que, según la EPA, que acaba de publicarse al cierre de este Boletín, habría acelerado su tasa de aumento hasta el 2,3%— y de las retribuciones salariales, así como la rebaja en los tipos de la imposición sobre la renta. Además, las familias han continuado aumentando sus niveles de endeudamiento, en un contexto de tipos de interés a la baja. La inversión en construcción no residencial realizada por las empresas y por las Administraciones Públicas, así como el consumo de estas últimas, han ayudado también al sostenimiento de la actividad.

Junto con el crecimiento del empleo, el rasgo más relevante del comienzo de este ejercicio es la mejora en las expectativas inflacionistas. En el pasado mes de marzo, la tasa de aumento del IAPC se situó en el 3,7% y el diferencial con los países de la zona euro se redujo hasta 1,3 puntos porcentuales (1,7 puntos a finales de 2002). La desaceleración de los precios se debe, en parte, a que se están superando los impactos alcistas de la introducción del euro y que afectaron, de forma especial, a algunos



componentes de los índices de servicios y de bienes industriales no energéticos. Este proceso de mejora en la tasa de inflación se espera que continúe en los próximos meses, a medida que se atenúe el ritmo de crecimiento de los precios de la energía y de algunos productos alimenticios.

Los signos de recuperación que se apreciaban en la economía de Estados Unidos en el último trimestre del pasado año no han tenido continuidad y los datos más recientes son, en general, menos favorables, en especial los relativos a la creación de empleo. Como antes se indicaba, es difícil determinar si esta situación responde a la inminencia del comienzo de la guerra y a las dudas sobre su desarrollo o si tiene unas raíces más profundas, relacionadas con la persistencia de desequilibrios que, desde los sectores privado y público, abarcan a la economía en su conjunto. Los datos más positivos se encuentran en el crecimiento de la productividad, que sigue siendo notable —aun-



que descansa en la destrucción de empleo—, y en el control de la inflación, lo que permite a las autoridades norteamericanas, casi agotado ya el margen para la instrumentación de políticas macroeconómicas expansivas, ser optimistas con respecto a una rápida recuperación de la economía, una vez que acaben de despejarse las incertidumbres de carácter geopolítico. Desde este punto de vista, una dinamización del crecimiento apoyado en la incorporación de las mejoras tecnológicas puede ayudar a aliviar algunos de los desequilibrios acumulados.

El panorama en otras áreas es igualmente incierto. Los indicadores recientes en Japón proporcionan señales mixtas, y resulta difícil, como en otras áreas, discernir el impacto específico del conflicto de Irak, aunque, en todo caso, persisten los problemas de carácter estructural que aquejan a esta economía. Algunas de las zonas más dinámicas han atenuado ligeramente su ritmo de avance, como es el caso de la mayoría de los países candidatos a integrarse en la UE. Se aprecia, en fin, una mayor calma en los mercados financieros latinoamericanos, y algunas de las principales economías —sobre todo, Brasil— han mejorado sustancialmente las condiciones de acceso a la financiación internacional. Es también reseñable el comienzo de la recuperación de la economía argentina.

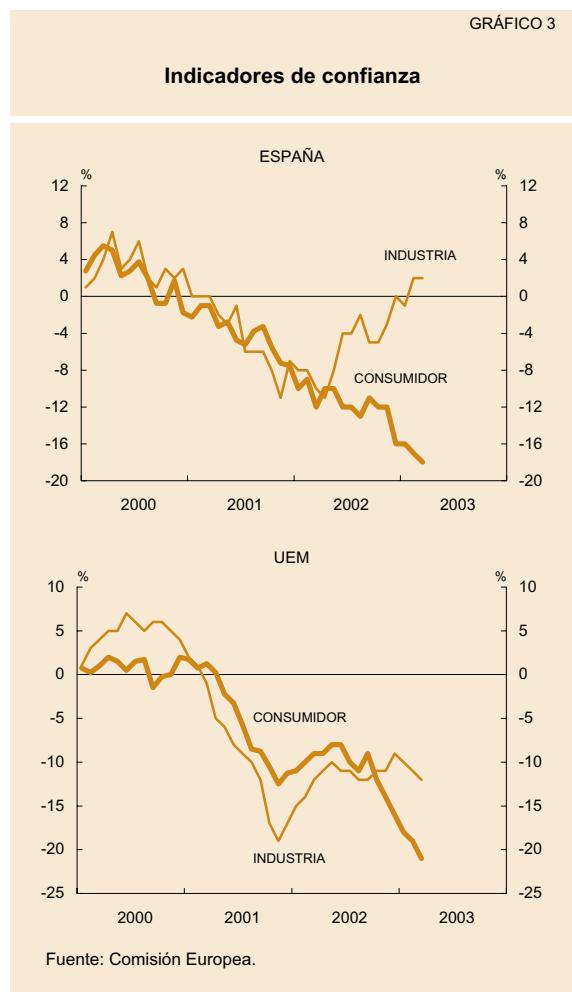
La zona del euro mantiene, al comienzo de 2003, la tónica de debilidad con la que se cerró el año pasado, sin que haya factores que anticipen una rápida recuperación. Los datos de empleo no han sido favorables y el crecimiento del consumo, que había sostenido la demanda en

los últimos trimestres, tiende a estancarse. El rebrote de la inversión en algún país del área durante el cuarto trimestre parece tener un carácter circunstancial, por lo que, a corto plazo, solo la demanda externa puede aportar el dinamismo necesario para reanimar el crecimiento, en un contexto en el que, además, la contribución de las AAPP a la estabilización de la demanda puede verse afectada por la situación presupuestaria existente en algunos países, que se ha deteriorado significativamente en el último año.

La tasa de inflación alcanzó el 2,4% el pasado mes de marzo, una décima más que en diciembre, debido al aumento de los precios de los productos energéticos, aunque se espera que se vaya moderando en los próximos meses, como ya anticipa la evolución de los componentes más estables del índice de precios de consumo. Para ello, los salarios deberán atenuar su ritmo de crecimiento, ya que la desaceleración que han experimentado los costes laborales unitarios se ha debido, básicamente, a las ganancias de productividad asociadas al descenso del empleo.

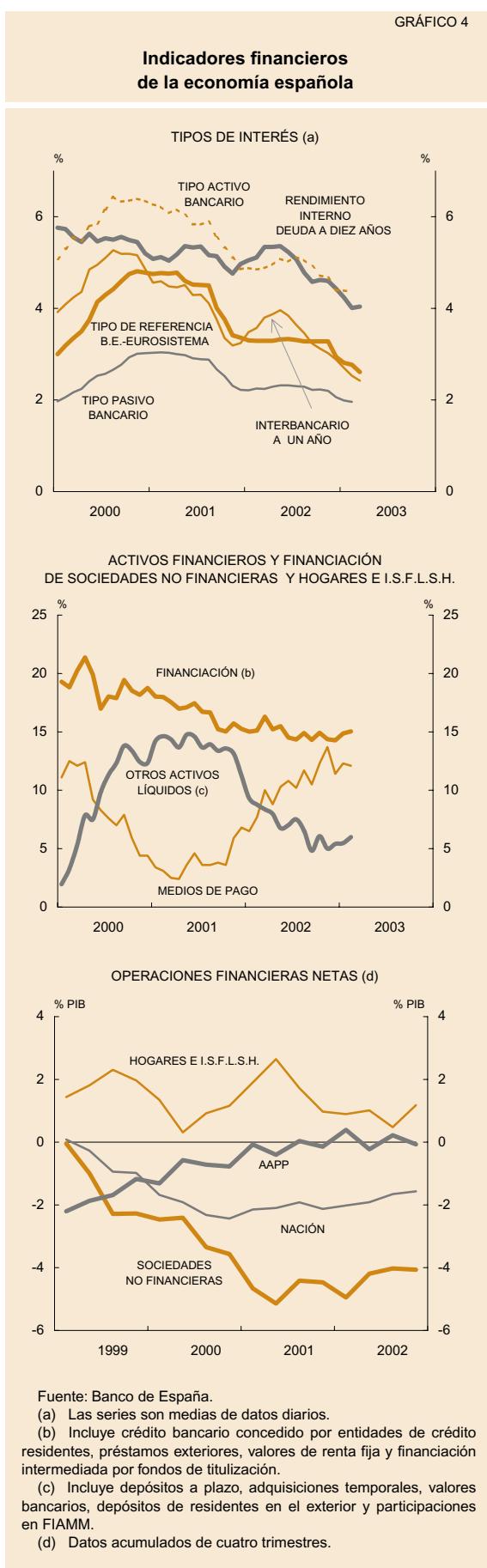
En una situación en la que algunas de las principales economías de la zona se enfrentan a la necesidad de recomponer sus equilibrios presupuestarios —de acuerdo con los compromisos correspondientes al Pacto de Estabilidad y Crecimiento, recientemente reafirmados y claramenteados por el Consejo Ecofin—, la política monetaria ha utilizado con prudencia sus márgenes de maniobra, habiéndose decidido un descenso en los tipos de intervención del Banco Central Europeo de 25 puntos básicos el pasado mes de marzo, de forma que el tipo de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se ha situado, desde entonces, en el 2,5%. Tras la finalización de la guerra en Irak, parece vislumbrarse un mayor optimismo en los mercados financieros: la curva de rendimientos en los mercados monetarios se ha aplanado, lo que es señal de que se han moderado las expectativas de bajadas adicionales en los tipos de interés, al tiempo que la disminución de las cotizaciones bursátiles acumulada hasta marzo parece haberse corregido en el mes de abril. Las variaciones de los agregados monetarios han seguido respondiendo, en gran medida, al aumento en la preferencia por la liquidez por parte del público, mientras que los agregados crediticios han registrado ritmos de crecimiento estables, del orden del 5%, con diferencias notables entre países y con un mayor peso de la financiación concedida a las familias, en particular para la adquisición de vivienda.

La economía española sigue desenvolviéndose, por tanto, al comienzo del año actual, en



unas condiciones de financiación holgadas, que contribuyen al sostenimiento del gasto de los agentes privados, en un entorno internacional poco propicio que ha afectado al ritmo de crecimiento de las exportaciones y a las decisiones de inversión en bienes de equipo de las empresas. La actuación de las Administraciones Públicas está contribuyendo también a moderar la desaceleración de la demanda, tanto a través de la actuación de los estabilizadores automáticos, tras haberse alcanzado unas condiciones de estabilidad presupuestaria sólidas, como a través de su incidencia directa sobre la renta de las familias, vía descenso en los tipos impositivos. Los datos sobre la ejecución del presupuesto del Estado correspondientes al primer trimestre responden, en general, a este planteamiento, apreciándose una cierta ralentización en la recaudación de algunos tributos, a la vez que se acentúa el crecimiento de otros rendimientos del gasto.

En esta situación, el crecimiento estimado para el PIB real de la economía española durante el primer trimestre de 2003 —2%, en términos interanuales— se sustenta en el comportamiento de la demanda interna, cuya tasa de



aumento puede encontrarse en torno al 2,3%, que no resulta muy distinta a la del cuarto trimestre de 2002, si se elimina el impacto de la variación de existencias en uno y otro período. La aportación negativa de la demanda exterior neta ha seguido siendo, por tanto, notable —de unas cuatro décimas porcentuales—, de menor cuantía que en el trimestre inmediatamente precedente. Desde el punto de vista de las ramas productivas, junto al dinamismo ya reseñado de la actividad constructora, tanto la industria como los servicios de mercado mantienen un tono no muy distinto al que tenían al cerrar el pasado ejercicio.

Ya se han comentado los factores que respaldan el crecimiento de la renta disponible de las familias. Los indicadores disponibles apuntan hacia un crecimiento del consumo privado similar al del cuarto trimestre, o ligeramente inferior, que podría ser compatible con una continuidad en la modesta recuperación de la tasa de ahorro que tuvo lugar el pasado año. El notable aumento del gasto inversor de las familias en la compra de viviendas sigue apoyándose en el recurso al endeudamiento. De hecho, el crecimiento del crédito concedido a las familias, en especial el crédito hipotecario, aceleró su ritmo de crecimiento en el cuarto trimestre de 2002, y no existen indicios de que se haya desacelerado en el primer trimestre del año actual.

El gasto en inversión de las empresas, por el contrario, se está viendo limitado por la situación de incertidumbre que rodea la toma de decisiones. Es posible que el crecimiento interanual real de la inversión en equipo durante el primer trimestre de 2003 sea prácticamente nulo, que, si bien es un pobre resultado, contrasta con las tasas negativas registradas en el promedio de los dos años precedentes. Solo la inversión empresarial en actividades constructoras de tipo no residencial sigue dando pruebas, como ya se ha dicho, de un notable dinamismo.

Las condiciones de financiación favorables disponibles actualmente para familias y empresas hacen que estas puedan seguir sustentando unos flujos de gasto superiores a los que podrían afrontar con sus recursos corrientes, con el consiguiente aumento de los niveles de endeudamiento, en mayor medida, como ya se ha visto, en el caso de las unidades familiares. Los datos del último trimestre del pasado año confirman esta tendencia, que parece ha continuado en los primeros meses de 2003. Aunque la carga financiera se mantiene relativamente estable, e incluso ha disminuido ligeramente en el pasado inmediato —como consecuencia de la evolución de los tipos de interés—, el aumen-

to de la deuda supone una mayor exposición a la hipotética aparición de cambios bruscos en algunos de sus factores determinantes. Asimismo, la acumulación de pasivos limita el margen disponible para que el gasto del sector continúe descansando, en el futuro, en el recurso a la financiación, en la misma medida que en los últimos años.

Los indicadores sobre el comportamiento del empleo en el primer trimestre de 2003 —a los que se acaba de añadir la EPA— confirman que la economía española ha seguido mostrando una capacidad notable para la creación de nuevos puestos de trabajo. La tasa estimada para el crecimiento del empleo en el primer trimestre es del 1,3%, en términos homogéneos de las cuentas nacionales, lo que supone que se ha detenido la recuperación de la productividad que se observaba en los datos del último trimestre de 2002. En esta situación, el crecimiento de los costes laborales unitarios continúa registrando valores por encima del 3%, ya que, aunque la información sobre la marcha de la negociación colectiva es todavía poco significativa, el crecimiento de los costes salariales debe haber sido considerable —no inferior al 4%—, como consecuencia del pago de las cláusulas de revisión del pasado año. Es preciso que los resultados de las negociaciones se ajusten al cambio en el panorama inflacionista de la economía que se vislumbra al comienzo de este ejercicio, para que, una vez que se descuenten en el ritmo de crecimiento interanual de los precios de consumo los aumentos de carácter, en gran medida, transitorios que tuvieron lugar durante el pasado año, el proceso de desaceleración de la tasa de inflación continúe y se reduzca el diferencial con los países de la zona euro. Y que esto pueda hacerse sin que se produzca una compresión en los márgenes de las empresas más expuestas a la competencia exterior.

La desaceleración de la tasa de crecimiento de los precios de consumo a lo largo del primer trimestre del año actual ha sido especialmente relevante en el caso del componente de servicios. En términos del índice armonizado (IAPC), el diferencial entre el ritmo de crecimiento de estos precios y los correspondientes al conjunto de la zona euro se ha situado en 0,9 puntos porcentuales, cuando en el promedio de los tres últimos meses de 2002 estuvo en 1,5 puntos. Contrastá con este comportamiento el fuerte diferencial que mantienen los precios alimenticios, aunque, en el caso de los alimentos no elaborados, tiende a atenuarse, y se espera que siga haciéndolo en los próximos meses. Resultan más difíciles de evaluar las diferencias en el crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos, ya que, en el caso de la economía española, la incidencia de las rebajas hace que fluctúen considerablemente no solo las tasas intertrimestrales, sino también las interanuales.

La economía española ha iniciado el año 2003 bajo los efectos de un entorno internacional particularmente incierto, a pesar de lo cual ha mantenido unas condiciones favorables para la reanimación de la actividad en la segunda parte del año, aunque ello dependerá, en gran medida, de cómo vayan desarrollándose los acontecimientos en el ámbito internacional. El ritmo de crecimiento continúa siendo apreciable —dentro de ese contexto poco estimulante— y las expectativas inflacionistas han mejorado, aunque para su consolidación es imprescindible que no se abandone la moderación en el crecimiento de los costes laborales que ha caracterizado su pasado reciente. Profundizar en las mejoras de competitividad y en el funcionamiento de los mercados es la mejor garantía para poder obtener el máximo provecho del cambio que se espera vaya asentándose en la economía mundial a lo largo de este ejercicio.

## 2. El entorno exterior del área del euro

Durante los últimos meses, la situación económica del entorno exterior del área del euro se ha caracterizado por la elevada incertidumbre geopolítica asociada a la guerra en Irak y su impacto sobre las perspectivas de recuperación económica mundial, así como por un fuerte deterioro general de los indicadores de confianza, especialmente destacable en EEUU, por la elevada dependencia de la economía mundial respecto de la evolución en este país.

La evolución de los mercados financieros internacionales también ha estado muy influida por este clima de incertidumbre. Hasta mediados de marzo se registraron notables pérdidas en los mercados bursátiles, que contrarrestaron el positivo comportamiento del cuarto trimestre. Posteriormente, coincidiendo con el inicio de la campaña militar, las bolsas experimentaron un fuerte repunte, con elevada volatilidad. Los precios de los bonos públicos de los países industrializados han seguido una trayectoria opuesta a la de las bolsas, en consonancia con el papel de inversión alternativa a las acciones que vienen desempeñando: experimentaron significativas subidas en el primer trimestre y caídas a partir del mes de abril, aunque las rentabilidades siguen en niveles históricamente muy bajos. Durante estos meses, el dólar registró una tendencia significativa a la depreciación, que lo llevó a alcanzar ocasionalmente niveles superiores a 1,10 dólares por euro. El precio del petróleo ha mantenido una acusada volatilidad: tras experimentar un fuerte aumento antes de la guerra en Irak, que lo llevó a niveles de 35 dólares por barril, la pronta terminación del conflicto militar indujo una caída hasta niveles de en torno a 25 dólares, favorecida también por el incremento de la producción de la OPEP y una cierta normalización de la situación en Venezuela.

Estados Unidos ha cerrado el año 2002 con un crecimiento del 2,4%, impulsado principalmente por el consumo privado, que creció un 3,1%. El inicio de este año ha tenido, como se ha señalado más arriba, un desarrollo muy influenciado por el conflicto de Irak y sus efectos sobre la confianza. En enero, los indicadores presentaron signos de un mayor empuje en las decisiones de gasto, tanto de los consumidores como de las empresas; pero, a medida que se acercaba la fecha de inicio de la guerra, los indicadores experimentaron un giro negativo generalizado. El descenso real del gasto de consumo en febrero, la caída de la confianza del consumidor en marzo, a niveles de 1993, y las caídas en las ventas de viviendas en enero y febrero, en las que también han influido factores climáticos, evidencian la desaceleración del consumo privado. Por el lado de la inversión empresarial, hay que resaltar la reducción de los pedidos de bienes

duraderos en febrero, sobre todo los bienes de capital, que cayeron un 1,8% interanual, tras el aumento del 3,6% en enero. Los índices de confianza de manufacturas y servicios se situaron en marzo muy por debajo de los niveles compatibles con el crecimiento del producto, aunque el mejor indicio del retraimiento de las empresas es la reducción del empleo en más de 460.000 personas en febrero y marzo, lo que ha situado la tasa de paro en el 5,8%.

En cuanto a los precios, el IPC de marzo se aceleró hasta el 3% interanual, en buena medida por la subida de los precios del crudo, pero la tasa subyacente siguió desacelerándose y alcanzó el 1,7% interanual, la más baja en casi cuarenta años. En este contexto, la Reserva Federal decidió, a finales de marzo, mantener los tipos de interés oficiales en el 1,25%, tras considerar que el tono acomodaticio de la política monetaria y el aumento de la productividad son suficientes para que mejore el clima económico, una vez se terminen de despejar las incertidumbres geopolíticas relacionadas con la situación en Irak. En cuanto a la política fiscal, la aprobación del amplio paquete de rebajas impositivas es incierta, ya que el Senado ha propuesto recortarlo como compensación del gasto de la guerra. El déficit de las Administraciones Públicas, que alcanzó un 3,6% del PIB en 2002, podría sobrepasar el 4% este año.

En Japón se cerró el año 2002 con un crecimiento del 0,3% interanual, gracias a que la actividad en el segundo semestre superó las expectativas iniciales, impulsada principalmente por la demanda externa, que compensó la debilidad de la demanda interna, afectada básicamente por la atonía del consumo privado. Los indicadores disponibles para el primer trimestre de 2003 ofrecen señales mixtas, lastrados en parte por la incertidumbre que ha caracterizado el entorno internacional. Los últimos datos muestran una desaceleración de la producción industrial en febrero, tras el buen dato de enero, si bien se mantienen tasas positivas en términos interanuales (5,8% de media en los dos primeros meses del año). También destaca en el lado positivo el repunte en enero de la utilización de la capacidad en el sector de manufacturas, propiciado por la evolución positiva de los beneficios, pero la persistencia de la deflación (-0,2% interanual en febrero, y -0,7% la subyacente) y de las caídas en el empleo no ofrece indicios de una recuperación clara del gasto de los hogares, a pesar del reciente descenso de la tasa de paro (5,2% en febrero). Finalmente, y en consonancia con la evolución del entorno externo, los flujos comerciales han experimentado una moderada desaceleración en enero y febrero, tanto por el lado de las importaciones como por el de las exportaciones.

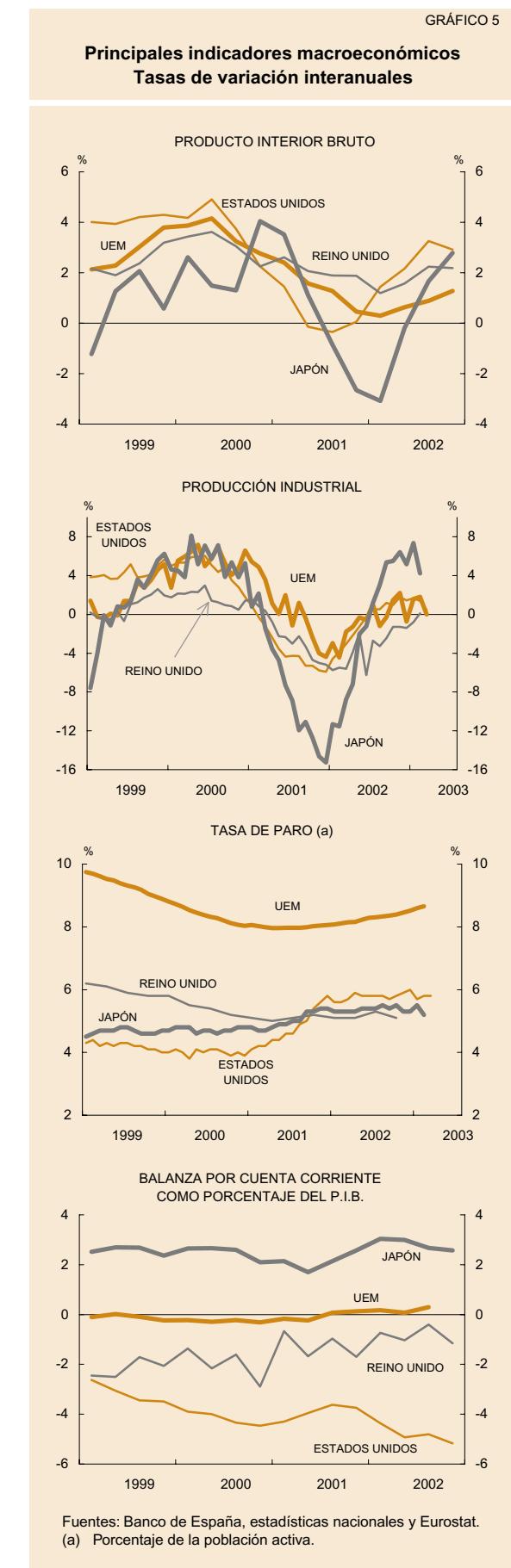
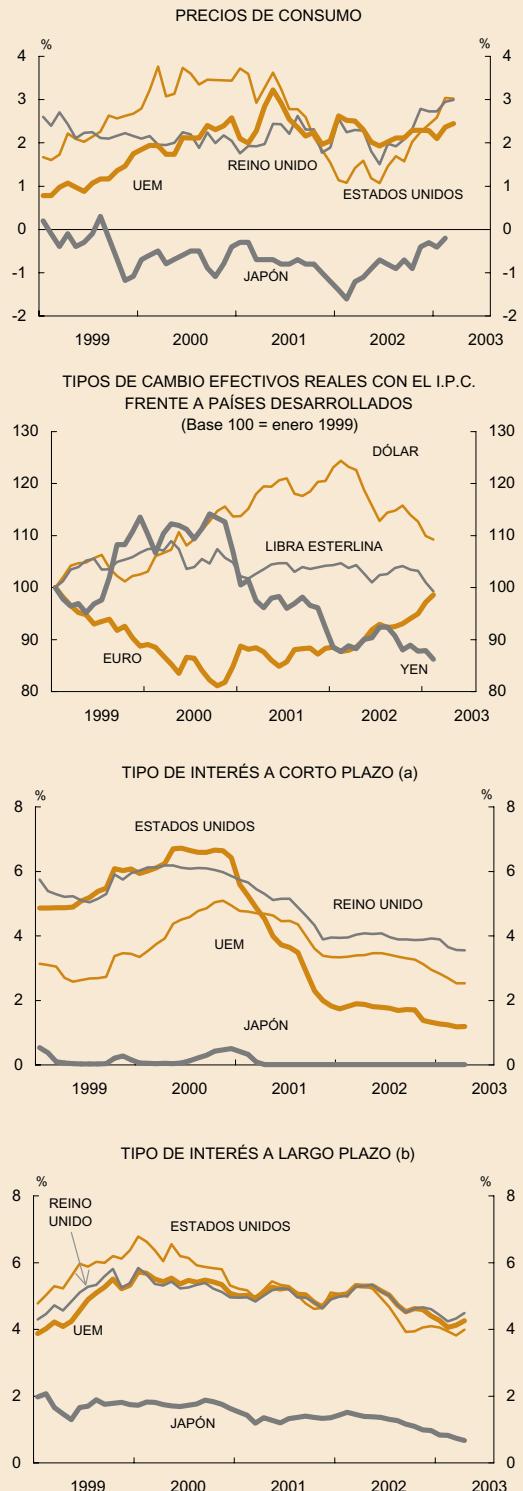


GRÁFICO 6

Precios, tipo de cambio real y tipos de interés



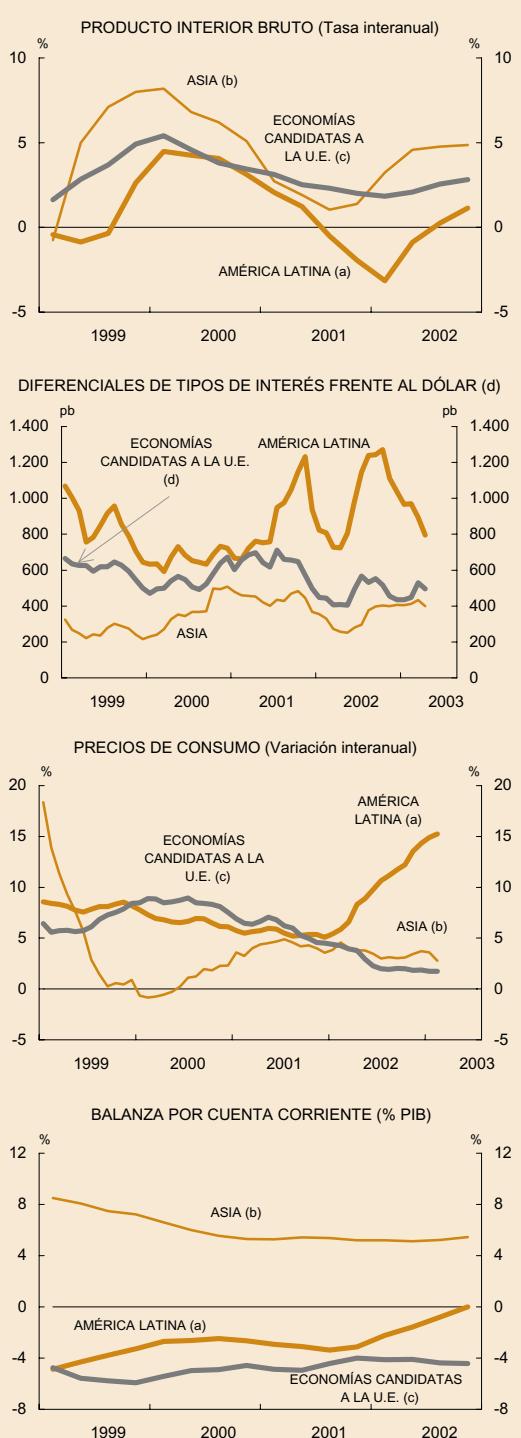
Fuente: Banco de España.

(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.

GRÁFICO 7

Economías emergentes: principales indicadores macroeconómicos



Fuentes: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

(a) Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela, Perú.

(b) Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur y Taiwán.

(c) Letonia, Lituania, Estonia, República Checa, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.

(d) Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Las economías candidatas son una estimación propia a partir de datos de Bulgaria, Hungría, Croacia, Turquía y Polonia.

La economía del Reino Unido cerró 2002 con un crecimiento real del 1,8%, sostenido por el dinamismo del consumo privado, que compensó la retracción de la inversión y el deterioro del saldo comercial. La economía se ha mostrado más débil en el primer trimestre de este año, de acuerdo con los indicadores de oferta, que apuntan a que la desaceleración económica se ha extendido a todos los sectores, y los de demanda, que muestran un claro deterioro, en especial los de consumo, principal sostén de la actividad hasta ahora. No obstante, los datos del mercado de trabajo siguen reflejando cierta fortaleza: la tasa de paro se encuentra en el 5,1% y los salarios crecen al 3%. La tasa de inflación se ha incrementado hasta el 3%, medio punto por encima del objetivo del gobierno, y los precios de la vivienda siguen aumentando a tasas cercanas al 25% interanual.

En los países candidatos a la Unión Europea, el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2002 fue, en general, superior al del trimestre anterior, gracias a la contribución del consumo privado, que compensó las caídas de la inversión y la falta de dinamismo de la demanda externa. En el conjunto de 2002, sin embargo, el crecimiento de las economías de estos países fue —con algunas excepciones— inferior al de 2001. Los indicadores económicos del primer trimestre de este año siguen mostrando cierta debilidad, que se refleja, entre otras cosas, en tasas de desempleo récord en algunos países, como Polonia o la República Checa, mientras que la evolución de la inflación ha continuado la senda general descendente, favorecida en muchos casos por la apreciación de las monedas. En algunos países, la inflación se ha situado en mínimos históricos, lo que ha permitido a algunos países reducir los tipos de interés oficiales. Por último, Eslovenia, Hungría y Malta han celebrado sus respectivos referendos para aprobar la adhesión a la Unión Europea, con resultado favorable en todos los casos.

Las economías de América Latina han iniciado el año en un contexto de relativa calma general, lo que ha permitido, por un lado, una

significativa mejoría de los indicadores financieros y, por otro, la consolidación de los incipientes procesos de recuperación en algunas economías. Este proceso se ha visto favorecido por la aprobación de numerosos acuerdos financieros con el FMI. Los diferenciales de rentabilidad con el bono americano se han estrechado notablemente, unos 200 puntos básicos para el conjunto de la región, hasta los niveles previos al período de turbulencia del verano pasado, antes de las elecciones en Brasil, a lo que también ha contribuido la búsqueda de rentabilidad en el ámbito internacional. Asimismo, han aumentado sustancialmente las emisiones de bonos públicas y privadas respecto a los niveles de 2002. Los tipos de cambio han mostrado un comportamiento divergente, con fuertes recuperaciones en Argentina y Brasil y depreciaciones adicionales en Uruguay y Venezuela. Por el lado negativo, hay que resaltar el aumento de la inflación, que ha obligado a instrumentar políticas monetarias más restrictivas en un buen número de países.

Por países, la recuperación es cada vez más clara en Argentina, apoyada por el sector exterior y, en menor medida, por la demanda interna. También se han cumplido los compromisos fiscales y monetarios acordados con el FMI en el acuerdo transitorio alcanzado en enero. La estabilización de la inflación y la recuperación del tipo de cambio han facilitado el levantamiento de buena parte de las restricciones bancarias y algunas cambiarias. En Brasil, la actividad ha resistido bastante bien la erosión de las rentas reales derivada de la aceleración de la inflación y el endurecimiento de las condiciones crediticias, gracias a la demanda externa, empujada a su vez por la depreciación del real. En México, la actividad continúa débil, en línea con la evolución en EEUU. El moderado desbordamiento de los objetivos de inflación ha ido acompañado de subidas de los tipos de interés, al tiempo que el peso alcanzaba un mínimo histórico a finales de febrero, tras el que se ha recuperado notablemente. Por último, la economía venezolana sigue en fuerte recesión, a pesar de la finalización de la huelga petrolera, y con una deuda pública creciente.

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

Según la información más reciente, en los primeros meses del año se ha prolongado la atonía que mostró la actividad económica en el área del euro a finales de 2002. De acuerdo con las previsiones de los principales organismos internacionales, el crecimiento anual del PIB se situará alrededor del 1% en 2003. Esto exigiría una aceleración de la actividad en la segunda parte del año, inducida por una normalización de la situación política internacional que impulse la expansión del gasto en las principales economías. A la materialización de este escenario contribuyen, en el área del euro, el mantenimiento de unas condiciones monetarias relativamente favorables y la ausencia de desequilibrios macrofinancieros generalizados. Entre los principales riesgos a los que se enfrenta esta previsión se encuentran la todavía incierta evolución de la tensión geopolítica y su repercusión sobre el precio del petróleo y los mercados financieros, y el agravamiento de los déficit exterior y público en Estados Unidos, que impide descartar la posibilidad de ajustes en los mercados que puedan generar efectos adversos sobre la actividad en el resto del mundo. Por su parte, aunque las perspectivas sobre la evolución de los precios son, en general, favorables, estas se encuentran condicionadas por la trayectoria del precio del crudo y por los resultados de las negociaciones salariales para el año en curso.

En este contexto de vacilante recuperación y mejora de las perspectivas inflacionistas, el BCE redujo los tipos de interés en 25 puntos básicos a comienzos de marzo, de tal forma que el tipo de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se situó en el 2,5%, el nivel más bajo alcanzado por los tipos oficiales desde la creación de la moneda única. En cuanto a las políticas fiscales, ha continuado evidenciándose un deterioro acusado de la situación presupuestaria en algunos países. Así, la Comisión Europea inició un procedimiento de déficit excesivo para Francia, que se suma a los que ya se encuentran abiertos para Portugal y Alemania. En este marco, las autoridades han procedido a reexaminar los criterios seguidos en la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Como resultado, han reafirmado la utilidad de este instrumento para favorecer el mantenimiento de políticas fiscales disciplinadas, al tiempo que han adoptado un enfoque pragmático que permite tener en consideración las circunstancias específicas de cada Estado miembro.

#### 3.1. Evolución económica

A la luz de la segunda estimación de la Contabilidad Nacional de la UEM, el PIB aumentó

en el cuarto trimestre de 2002 a un ritmo del 0,1%, en tasa intertrimestral, dos décimas por debajo del incremento del trimestre previo (véase gráfico 8). La demanda interna mantuvo una aportación estable al producto y la contribución de la variación de existencias aumentó, de manera que la desaceleración del PIB se debió a la contribución negativa de la demanda externa —por la mayor pérdida de ritmo en las exportaciones que en las importaciones—. La evolución del comercio exterior durante el año pasado, tanto por áreas geográficas como por productos, se analiza con detalle en el recuadro 1. En cuanto a la demanda interna, conviene aclarar que parte de la relativa fortaleza que experimentó en la segunda mitad de 2002 en relación con el primer semestre se debió a la existencia de algunos factores especiales que impulsaron transitoriamente la formación bruta de capital fijo en ese período. En particular, en Italia la finalización en 2002 de la concesión de ayudas fiscales a la inversión en equipo pudo incentivar el adelanto de decisiones de gasto de las empresas, mientras que, en Alemania, la reparación de inmuebles tras el deterioro sufrido por las inundaciones que tuvieron lugar en los meses de verano también impulsó la inversión por encima de lo que justificarían sus factores determinantes habituales.

El detalle de la Contabilidad Nacional por países del cuarto trimestre muestra que en la mayor parte de ellos se redujo el crecimiento intertrimestral. Entre las economías más grandes, debe destacarse el estancamiento del PIB en Alemania, debido a la fuerte desaceleración de todos los componentes de la demanda final, con la excepción de la inversión, en parte, al menos, por las causas ya señaladas en el párrafo anterior. En Francia, la moderación de la tasa de avance de las exportaciones justificó el menor crecimiento del PIB, ya que la demanda interna mantuvo constante su aportación; y, en Italia, el repunte del consumo privado y de la inversión compensó la contribución más negativa de la demanda exterior, por lo que el aumento del PIB superó ligeramente al del trimestre anterior.

Desde el punto de vista de la oferta, el menor ritmo de crecimiento del producto en el cuarto trimestre de 2002 se debió a la intensa desaceleración del valor añadido de la industria, que, junto con la construcción, registró tasas de variación negativas. El resto de ramas, sin embargo, mostró un comportamiento más dinámico que en el trimestre precedente. Por lo que respecta al mercado de trabajo, según datos provisionales, el empleo experimentó una tasa de avance nula o ligeramente positiva en el cuarto trimestre, en términos intertrimestrales. El menor dinamismo del empleo en compa-

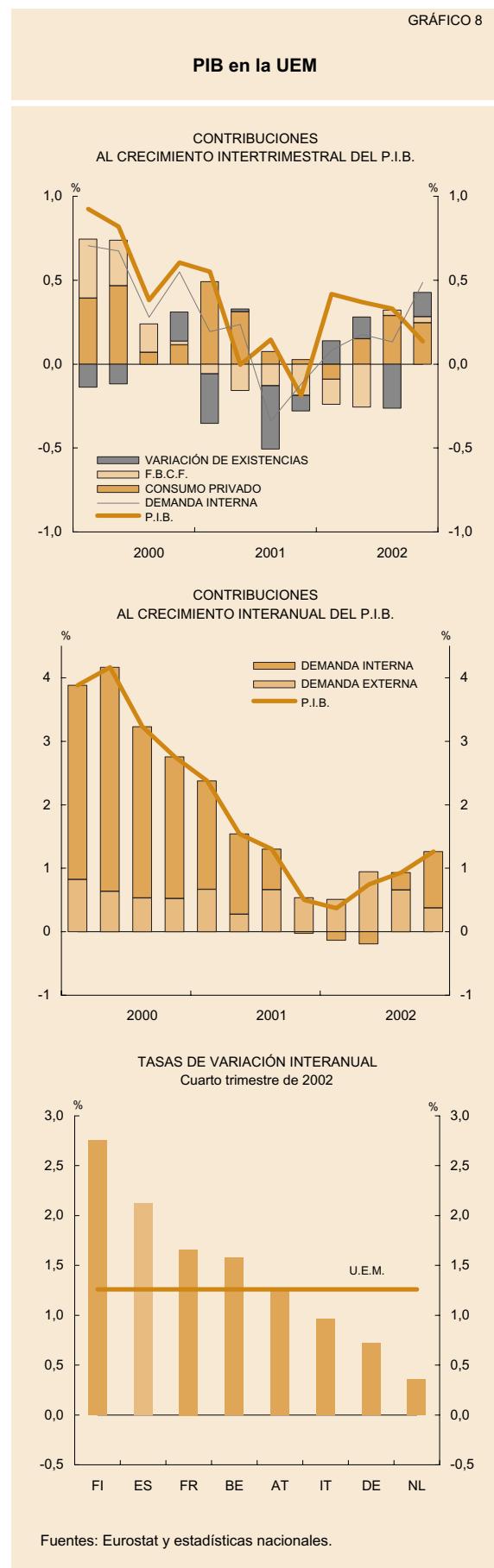
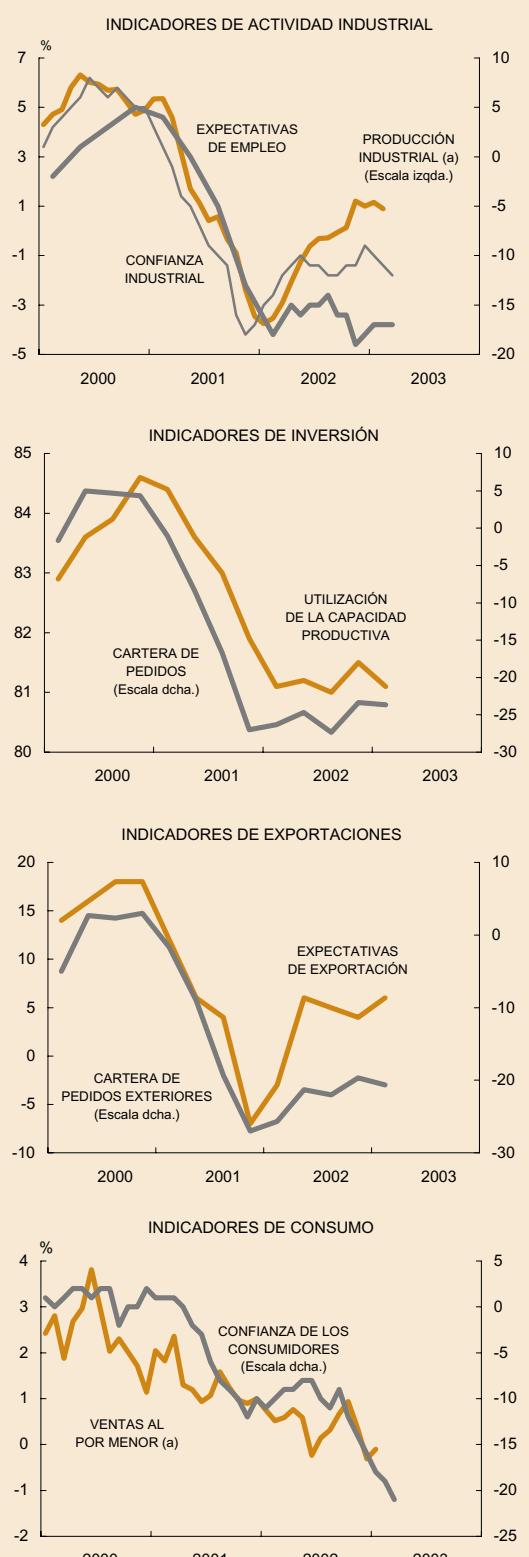


GRÁFICO 9

## UEM. Indicadores reales



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.

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

ración con el PIB permitió una recuperación de la productividad aparente del trabajo.

Los indicadores de coyuntura que se han publicado sobre la evolución de la actividad en el primer trimestre del año en curso no señalan, en general, una mejora del ritmo de avance del producto. De hecho, el intervalo de crecimiento intertrimestral estimado por la Comisión Europea para ese período, que se sitúa entre el -0,2% y el 0,2%, equivale a una tasa interanual de alrededor del 1%, inferior a la del último trimestre de 2002. Esta percepción vendría avalada por la ausencia de síntomas de recuperación de los indicadores de opinión del sector industrial y por el notable empeoramiento que han registrado los relativos a la rama de servicios. Sin embargo, también debe reseñarse que el índice de producción industrial mostró un comportamiento relativamente favorable en los meses de enero y febrero en relación con el trimestre anterior, y el indicador de opinión del sector de la construcción mejoró ligeramente (véase gráfico 9).

Desde el punto de vista de la demanda, tampoco se vislumbran signos claros de reactivación. En particular, los indicadores de consumo privado provenientes de las encuestas de opinión empeoraron en los tres primeros meses de 2003. Así, el indicador de confianza del consumidor de la CE disminuyó bruscamente, de modo que se situó en los valores más bajos de los últimos años (véase gráfico 9). Por su parte, el indicador de confianza de los minoristas también empeoró, aunque en menor medida. No obstante, es probable que la caída de la confianza de los consumidores contenga algún elemento de sobrereacción, como consecuencia de la tensa situación política internacional existente en los primeros meses del año. A su vez, los indicadores relativos a la inversión de la encuesta de opinión de la industria de la CE también empeoraron. La valoración de la cartera de pedidos se debilitó y el grado de utilización de la capacidad productiva se redujo. Además, las opiniones procedentes de la Encuesta de coyuntura industrial señalaron que el nivel de existencias todavía se encuentra muy por encima del nivel deseado, aunque ya se ha producido un cierto ajuste respecto al último trimestre de 2002. Por otra parte, del análisis de los factores determinantes del consumo y de la formación bruta de capital fijo, no puede deducirse que la demanda vaya a abandonar la tónica de debilidad de los últimos meses de 2002. En este sentido, es previsible que la elevada incertidumbre sobre la situación económica y el empleo se haya traducido en un aplazamiento de los planes de inversión de las empresas y en una mayor propensión al ahorro de las familias. El continuado deterioro de las cotizaciones

RECUADRO 1

## Evolución del volumen de comercio exterior de la UEM por destinos geográficos y tipos de productos

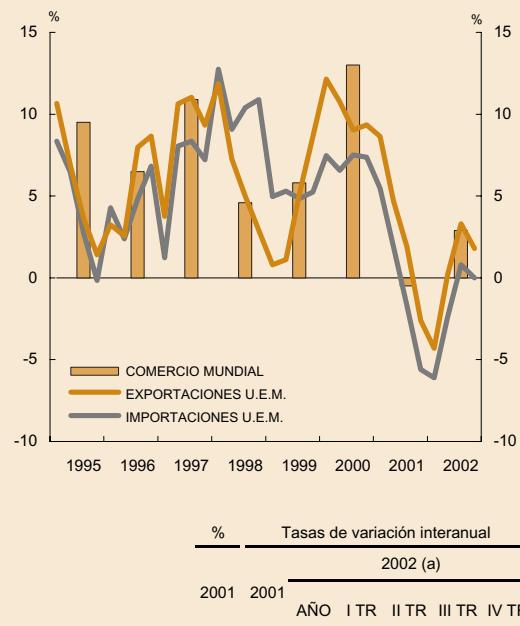
Según los datos de Contabilidad Nacional, los intercambios de bienes y servicios del área del euro con el exterior mostraron en 2002, por segundo año consecutivo, una considerable atonía: las exportaciones crecieron un 1,2% y las importaciones disminuyeron un 0,3%. Teniendo en cuenta el ligero repunte estimado para el comercio mundial en ese período, que llegó a alcanzar el 2,9%, es previsible que la cuota de exportación del área en los mercados exteriores haya descendido en 2002.

Para analizar detalladamente, por destino geográfico y por productos, la evolución de los flujos comerciales del área en 2002 se utiliza la información facilitada por Eurostat relativa al comercio de bienes en volumen. Según esta información, que es la que aparece en el cuadro adjunto, las exportaciones de bienes solo crecieron un 0,1% a lo largo del año 2002, mientras que las importaciones se redujeron un 2,2%. Como se observa en el gráfico, el crecimiento de las exportaciones y de las importaciones totales del área alcanzó su mínimo en el primer trimestre y, a partir de entonces, iniciaron una moderada trayectoria alcista, que se interrumpió en los últimos meses del año.

La relativa fortaleza del comercio con mercados fuera del área del euro en 2002 impidió un deterioro más acusado de las exportaciones, ya que, aunque la desaceleración afectó a todas las zonas, las ventas extra-UEM mantuvieron una tasa de variación positiva. En particular, el dinamismo de las ventas extracomunitarias se debió a la pujanza de la demanda de los países que recientemente han firmado el Tratado de Adhesión a la UE, cuyo peso en el comercio total (que incluye el comercio intracomunitario) alcanza ya el 6,7%, y de China, mientras que las exportaciones al resto de mercados experimentaron una tasa de crecimiento negativa o muy próxima a cero. Así, en línea con la notable crisis que han experimentado algunos países de América Latina, las exportaciones a esta área se redujeron notablemente en 2002. Las ventas al Sudeste asiático también registraron un notable empeoramiento en 2002, aunque fueron ganando dinamismo según fue transcurriendo el año. Por último, las exportaciones a Estados Unidos y al Reino Unido se estancaron, lo que puede estar relacionado con la fortaleza del euro frente a las monedas de esos dos países.

La atonía de las compras al exterior fue generalizada, por lo que no parece que, en el conjunto del año, el abaratamiento relativo de las importaciones procedentes de fuera del área del euro en relación con las intracomunitarias, debido a la apreciación del euro, haya influido significativamente en su trayectoria. También en este caso, las importaciones procedentes de los países candidatos y China son las que presentaron un mayor incremento, por lo que estas áreas han prolongado su proceso de ganancia de cuota en los mercados europeos en 2002.

En el desglose por productos, dentro de la atonía que mostraron las manufacturas, destaca la disminución de las importaciones de *maquinaria y transporte*, en línea con la notable desaceleración de la inversión en bienes de equipo en el año 2002. Cabe reseñar, sin embargo, la importancia relativa de las compras al exterior de productos químicos, cuyo crecimiento anual se cifró en un 9,1%. En las exportaciones, fueron también los epígrafes *maquinaria y transporte* y *productos químicos* los que experimentaron un mayor descenso y un mayor crecimiento, respectivamente, lo que pone de relieve la importancia de los flujos de comercio intraindustrial entre las distintas áreas económicas. La fortaleza que muestran las ventas de productos químicos es especialmente relevante, pues es el único grupo de productos en el que la UEM ha conseguido no perder cuota en el mundo a lo largo de la década de los noventa.

Evolución del comercio real de bienes  
(Tasas de variación interanuales)

## EXPORTACIONES - DESGLOSE POR ÁREAS:

Total	3,0	0,1	-4,3	0,2	3,3	1,8	
Intra-euro area	50,2	1,0	-1,5	-6,2	-2,2	1,9	2,3
Extra-euro area	49,8	5,1	1,6	-2,3	2,7	4,7	1,2
Reino Unido	9,5	6,7	0,0	1,9	1,2	0,1	-4,5
Países candidatos	6,4	0,9	8,1	-0,6	12,3	12,8	7,9
Estados Unidos	8,5	3,8	0,9	-4,2	0,1	5,1	3,7
América Latina	2,3	5,5	-11,6	-16,5	-10,9	-9,2	-9,0
Japón	1,6	2,0	-2,7	-12,9	-2,2	4,3	2,4
China	1,2	21,4	19,2	14,7	18,4	21,6	22,0
Sudeste asiático	1,6	7,6	-8,4	-16,2	-7,2	-7,4	0,4

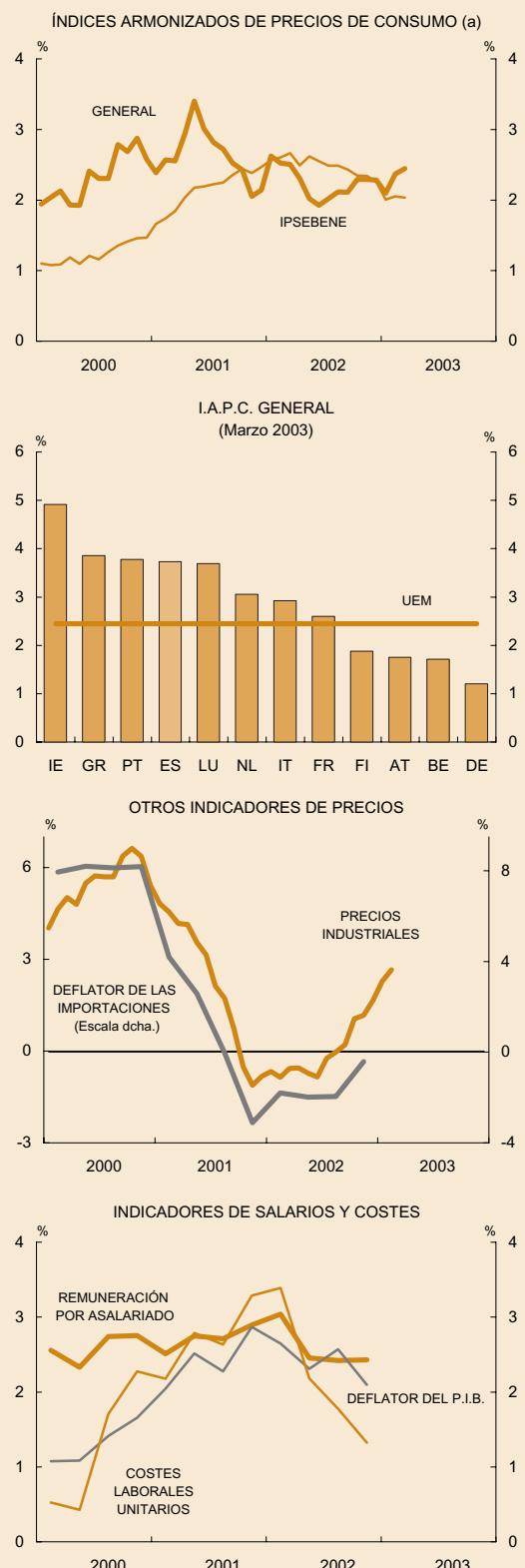
## IMPORTACIONES - DESGLOSE POR PRODUCTOS:

Total	-0,1	-2,2	-6,1	-2,4	0,8	0,0	
(Del cual, extra-UEM	50,0	-1,0	-2,2	-6,1	-1,4	0,8	-1,4)
Alimentos	6,6	2,6	-0,7	-1,7	-1,6	0,2	0,8
Materias primas	3,7	-3,5	-3,7	-7,2	-3,3	-1,1	-2,6
Petróleo y derivados	9,6	2,9	0,0	1,9	0,5	-0,3	-3,1
Manufacturas	76,5	-0,2	-4,1	-9,1	-4,5	-0,3	-1,2
Prod. químicos	11,7	5,2	9,1	6,7	10,1	11,3	7,9
Derivados de							
mat. prim.	14,1	-2,7	-4,2	-9,8	-4,3	-0,1	-1,5
Maq. y transporte	38,8	-1,2	-8,1	-14,1	-8,7	-3,8	-3,5
Otros	11,9	0,7	-4,1	-6,4	-5,2	-1,6	-2,7

Fuentes: Eurostat y FMI.

(a) Información hasta noviembre.

GRÁFICO 10

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


Fuentes: Eurostat y Banco Central Europeo.

(a) En enero de 2002 se produce una ruptura, al comenzar la base 2001.

bursátiles y el saneamiento de su situación patrimonial que han llevado a cabo algunas sociedades tampoco han favorecido las decisiones de gasto.

En cuanto a los indicadores de las exportaciones, la información apunta hacia una ligera mejora en el primer trimestre de 2003. Así, el indicador de expectativas de exportación de la encuesta trimestral de opinión de la industria del primer trimestre y los datos de balanza de pagos de enero relativos a las exportaciones fuera del área mejoraron. En sentido contrario, sin embargo, evolucionó el indicador de valoración de la cartera de pedidos exteriores de la encuesta de confianza industrial mensual, que se redujo ligeramente en promedio los tres primeros meses del año, aunque se mantiene por encima del dato medio de 2002. Por lo tanto, es previsible que la mayor atonía de la demanda interna que se percibe para el primer trimestre sea parcialmente compensada por una mayor contribución de la demanda exterior, derivada tanto de un avance de las exportaciones como de un menor peso de las importaciones, a pesar de la apreciación del tipo de cambio. Por último, los indicadores procedentes de las encuestas de opinión relativos al empleo señalan un detenimiento en los primeros meses de 2003 del empeoramiento registrado a lo largo del pasado año, aunque la tasa de paro de la UEM aumentó ligeramente, hasta situarse, en febrero, en el 8,7%, dos décimas por encima de la correspondiente al trimestre anterior.

Los indicadores de precios del área del euro mostraron, en general, una ligera moderación de las presiones inflacionistas en el primer trimestre del año en curso. Pese a la inercia registrada por los salarios, los costes laborales unitarios se contuvieron en el cuarto trimestre, debido a la recuperación de la productividad. Es previsible que, en los primeros meses de 2003, el avance de la productividad a ritmos próximos al 1% también haya contribuido a aliviar las presiones de precios interiores.

El IAPC aumentó en marzo un 2,4%, en tasa interanual, una décima más que en diciembre. Este repunte se debió, principalmente, a la evolución de los precios de la energía, dado que se moderó el ritmo de expansión de los correspondientes a los servicios y a los bienes industriales no energéticos (véase gráfico 10). Por ello, en marzo la tasa de variación del índice que recoge los componentes menos volátiles —el IPSEBENE— se redujo en tres décimas en relación con la de diciembre de 2002. La evolución de los precios en los países miembros de la UEM continuó mostrando notables disparidades, puestas de manifiesto, por ejemplo, en el mantenimiento de diferenciales de in-

CUADRO 1

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

% del PIB

	2000	2001	2002	2003 (b)	2003 (c)
Bélgica	0,1	0,2	0,1	-0,2	0,0
Alemania	-1,4	-2,8	-3,6	-3,4	-2,8
Grecia	-1,9	-1,9	-1,2	-1,1	-0,9
España	-0,9	-0,1	-0,1	-0,4	0,0
Francia	-1,4	-1,6	-3,1	-3,7	-2,6
Irlanda	4,3	1,1	-0,3	-0,6	-0,7
Italia	-1,8	-2,6	-2,3	-2,3	-1,5
Luxemburgo	6,1	6,4	2,6	-0,2	-0,3
Holanda	1,5	0,1	-1,1	-1,6	-1,0
Austria	-1,9	0,3	-0,6	-1,1	-1,3
Portugal	-3,1	-4,2	-2,7	-3,5	-2,4
Finlandia	6,9	5,1	4,7	3,3	2,7

## PRO MEMORIA:

## UEM

Saldo primario	3,0	2,3	1,5	1,1	
Saldo total	-1,0	-1,6	-2,2	-2,5	-1,8
Deuda pública	70,2	69,2	69,2	69,9	

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) Previsiones de la Comisión Europea (abril 2003).

(c) Objetivos de los programas de estabilidad que han sido presentados entre noviembre de 2002 y enero de 2003.

flación elevados —de casi cuatro puntos porcentuales— entre Irlanda y Alemania. Por último, los precios industriales recogieron el efecto del aumento de los precios energéticos, de tal forma que el IPRI creció en febrero a un ritmo del 2,7% en tasa interanual, frente al 1,7% registrado en diciembre.

En los próximos meses se espera que la inflación se desacelere, como consecuencia, principalmente, de la normalización de las condiciones de oferta en el mercado de petróleo tras la finalización del conflicto bélico en Irak, aunque la inestabilidad política en Oriente Medio está lejos de haber desaparecido. Este factor, junto con la apreciación del euro frente al dólar y la escasa presión de la demanda, deberá facilitar un retorno de la tasa de variación interanual del IAPC a valores inferiores al 2% en los próximos meses. La probabilidad de que esto se consolide en el medio plazo depende crucialmente del mantenimiento de la moderación salarial, lo que, además, propiciaría la recuperación del empleo en el futuro próximo.

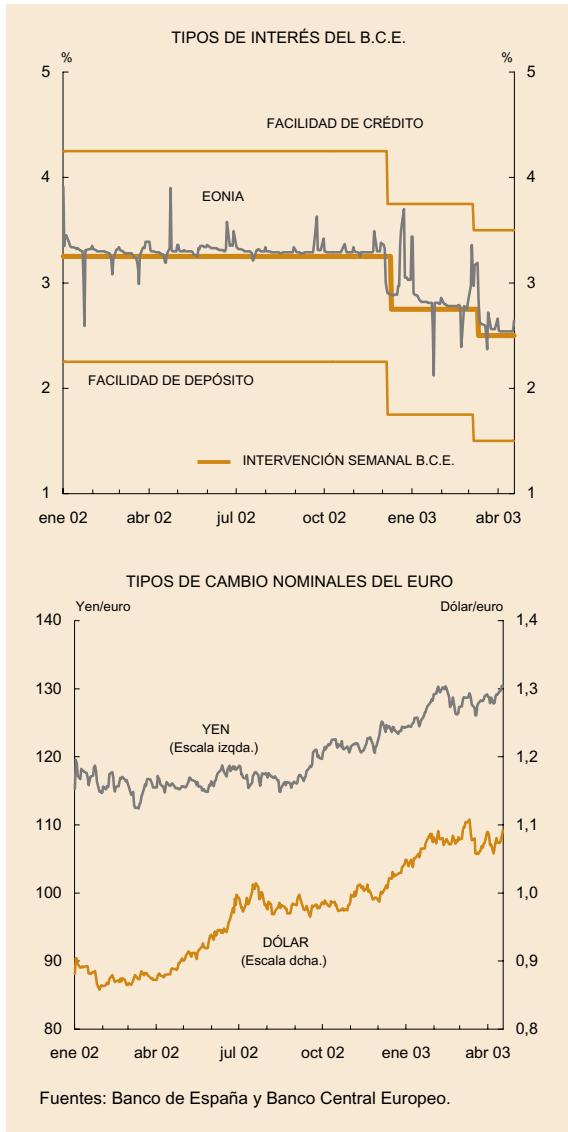
Sobre la balanza de pagos, solo se encuentra disponible la información relativa al mes de enero, por lo que es difícil extraer conclusiones acerca de las pautas observadas y su posible evolución futura. Según los datos publicados por el BCE, la balanza por cuenta corriente re-

gistró en enero de 2003 un déficit de 6,4 mm de euros, frente a un saldo cercano al equilibrio en el mismo mes del año pasado. Esto se debió tanto a un aumento del déficit de la balanza de rentas, de 3,7 mm de euros, como a una reducción de los superávit de las balanzas de bienes y de transferencias corrientes, de 2 mm y 2,5 mm de euros, respectivamente. En cambio, el déficit de la balanza de servicios se redujo en 1,9 mm de euros. Las inversiones directas y en cartera presentaron unas salidas netas de capitales de 16,5 mm de euros, como consecuencia, sobre todo, de la adquisición neta de activos negociables en el exterior (14,7 mm de euros). La balanza básica, que incluye la balanza por cuenta corriente y el saldo de las inversiones directas y en cartera, y que approxima las necesidades de financiación de la economía, se saldó con un déficit de 22,9 mm de euros en enero.

En el terreno de las políticas fiscales, las cifras nacionales que se han ido conociendo muestran que el déficit presupuestario del conjunto del área aumentó en 2002 seis décimas, hasta situarse en el 2,2% del PIB. Este empeoramiento fue el resultado de un incremento de la participación del gasto primario en el producto en medio punto porcentual y de una disminución del correspondiente al conjunto de ingresos en tres décimas, en tanto que los pagos

GRÁFICO 11

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



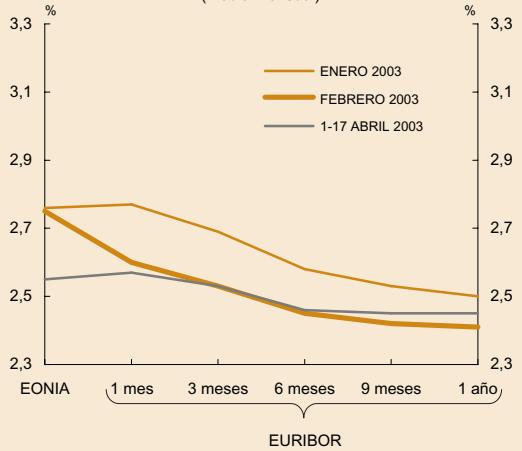
por intereses cayeron en dos décimas. Los resultados fueron especialmente desfavorables en Alemania y Francia, países en los que el déficit excedió el límite del 3% del PIB establecido en el Tratado de la Unión Europea (véase cuadro 1). En el caso francés, la publicación de estos datos presupuestarios motivó la apertura por parte de la Comisión Europea de un procedimiento de déficit excesivo, que se suma a los ya iniciados con anterioridad para Alemania y Portugal.

En marzo, el Consejo ECOFIN adoptó un informe sobre el fortalecimiento de la coordinación de las políticas fiscales (posteriormente respaldado por el Consejo Europeo de Bruselas). El informe —elaborado sobre la base de una propuesta presentada por la Comisión, en

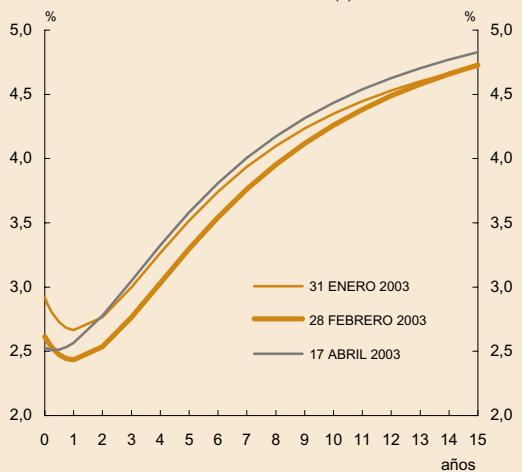
GRÁFICO 12

## Zona del euro Curva de rendimiento por plazos

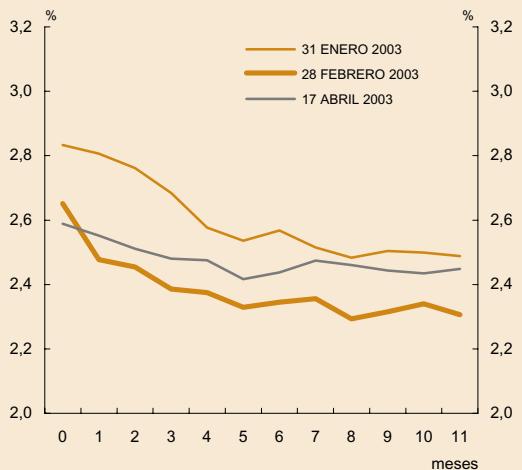
## MERCADO INTERBANCARIO (Media mensual)



## CURVA CUPÓN CERO (a)



## ESTRUCTURA TEMPORAL DE LOS TIPOS FORWARD A UN MES (b)



Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.

(a) Estimación con datos del mercado de swaps.

(b) Estimados con datos del Euribor.

CUADRO 2

## Situación monetaria y financiera de la UEM y España

%

	2000	2001	2002		2003		
	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR

## MAGNITUDES MONETARIAS (b):

## UEM

M3	4,1	7,9	7,0	6,9	7,2	7,9	7,9
M1	5,2	5,4	9,1	9,9	9,5	10,3	11,6
Crédito al sector privado	10,1	6,7	4,6	4,7	4,8	4,9	4,6

## ESPAÑA

Medios de pago	4,4	6,8	13,7	11,4	12,3	12,1	11,0
Otros pasivos bancarios	19,8	8,4	3,3	4,1	3,9	4,3	3,6
Fondos de inversión (c)	-27,1	26,2	12,9	11,1	13,2	20,3	18,7
Financiación al sector privado	18,8	15,7	14,9	14,5	14,8	15,0	13,5

## MERCADOS FINANCIEROS (d):

## EONIA

EONIA	4,83	3,36	3,30	3,10	2,79	2,76	2,75	2,55
EURIBOR a tres meses	4,94	3,35	3,12	2,94	2,83	2,69	2,53	2,53

## Deuda pública

Rendimiento bonos a diez años UEM	5,07	4,96	4,59	4,41	4,27	4,06	4,13	4,26
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,25	0,16	-0,53	-0,32	-0,21	-0,12	-0,31	-0,28
Diferencial bonos a diez años España-Alemania	0,31	0,23	0,12	0,10	0,06	0,06	0,04	0,02

## Tipos de interés bancarios en España

Tipo sintético pasivo	3,02	2,22	2,20	2,06	1,99	1,96	1,83	
Tipo sintético activo	6,35	4,86	4,67	4,40	4,39	4,36	4,25	
Tipo de cambio dólar/euro	0,897	0,892	1,001	1,018	1,062	1,077	1,081	
Renta variable (e)								
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio	-5,9	-19,7	-27,2	-34,5	-4,8	-9,2	-12,9	-2,2
Índice General Bolsa de Madrid	-12,7	-6,4	-15,9	-23,1	-1,6	-1,2	-3,1	7,2

Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

(a) Media del mes hasta el día 17 de abril de 2003.

(b) Tasa de variación interanual.

(c) Incluye FIAMM y FIM de renta fija en euros.

(d) Medias mensuales.

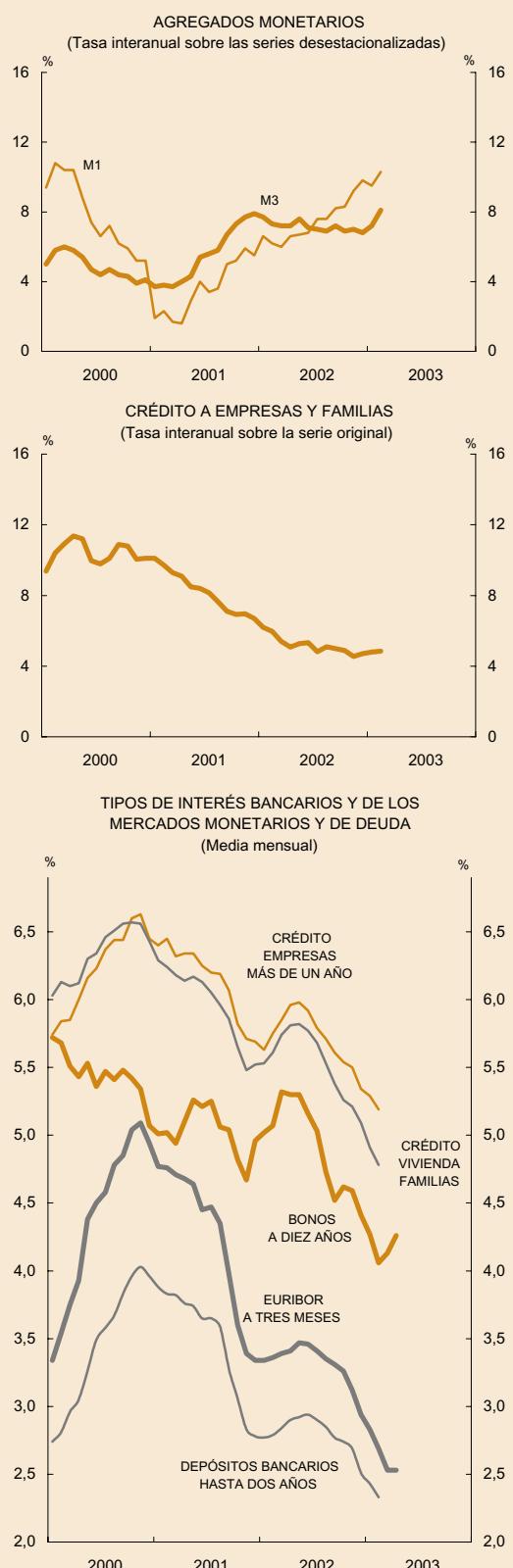
(e) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 17 de abril de 2003.

noviembre de 2002, en respuesta a un encargo del Consejo Europeo de Barcelona de marzo de ese mismo año— persigue aclarar algunos aspectos de la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, a la luz de la experiencia acumulada en sus seis años de vida. Para ello, el texto adopta una aproximación que permite conjugar los elementos de disciplina con la necesidad de proporcionar una respuesta adecuada a determinadas situaciones específicas. En particular, el Consejo renueva el acuerdo del Eurogrupo de octubre de 2002 para que los países que, por presentar elevados déficit, se encuentran aún alejados de una posición presupuestaria cercana al equilibrio, corrijan sus saldos ajustados por el ciclo económico en una cuantía mínima anual del 0,5% del PIB. En la valoración de esta mejora se tendrá en cuenta en qué medida se ha recurrido a acciones que ejercen solo efectos transitorios sobre la situa-

ción de las finanzas públicas. Además, el informe propugna otorgar una mayor relevancia, a la hora de valorar la situación presupuestaria de los distintos países, a aspectos tales como la sostenibilidad a largo plazo (para lo que deberán intensificarse los esfuerzos por disponer de proyecciones adecuadas y homogéneas acerca del coste presupuestario del envejecimiento de la población) y el ritmo de descenso de la *ratio* que representa la deuda sobre el PIB en los países en que esta se mantiene en niveles especialmente elevados. Además, el texto recuerda la importancia de evitar la aplicación de políticas procíclicas en etapas de elevado crecimiento económico, especialmente en los países que aún presentan desequilibrios.

Con las excepciones de los Países Bajos y Austria, la Comisión Europea y el Consejo ECOFIN han concluido el examen de las actualizacio-

GRÁFICO 13

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

Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.

nes de los programas de estabilidad elaborados en torno a finales del año 2002. Según esos documentos, el conjunto del área debería alcanzar un déficit del 1,8% y 1,1% del PIB en 2003 y 2004, respectivamente. En años sucesivos, los Estados miembros planean una disminución progresiva del saldo negativo de sus Administraciones Públicas, que se equilibraría, en términos agregados, en 2006. No obstante, de acuerdo con las previsiones de primavera de la Comisión, la reducción del déficit en 2003 y 2004 sería inferior en 0,7 y 1,3 puntos porcentuales, respectivamente, a la que se desprende de los objetivos formulados en los programas. Una parte de estas notables diferencias puede explicarse por el sustancial empeoramiento de las perspectivas de crecimiento en el área entre el momento en que fueron elaborados los escenarios macroeconómicos de los programas —a comienzos del otoño de 2002— y las previsiones formuladas en abril de 2003 por la Comisión Europea. Sin embargo, según estas últimas, el saldo ajustado de ciclo solo experimentará una ligera corrección entre 2003 y 2004, en tanto que de los programas se desprende una mejora aproximada de un punto porcentual en esos años. En cuanto a las perspectivas en los distintos países considerados individualmente, los Estados miembros que aún presentan desequilibrios planean cumplir, en general, con el requerimiento de mejorar sus saldos ajustados por el ciclo en una cuantía mínima anual del 0,5% del PIB, si bien en algunos países el ajuste no comienza hasta el año 2004. Aunque, de acuerdo con los programas, ningún país violaría la cota de déficit del 3% del PIB en 2003 y 2004, las previsiones de la Comisión, elaboradas bajo el supuesto de políticas inalteradas, apuntan a incumplimientos de este requisito en Alemania en el presente ejercicio, en Italia en el próximo y en Francia y Portugal en ambos años.

**3.2. Evolución monetaria y financiera**

En un contexto de perspectivas de inflación favorables y debilidad de la actividad económica, el Consejo de Gobierno del BCE redujo el 6 de marzo los tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos, con lo que el tipo mínimo de las operaciones principales de financiación se situó en el 2,5%; el de la facilidad de depósito, en el 1,5%, y el de la facilidad de crédito, en el 3,5% (véase gráfico 11). La anterior decisión de recorte de los tipos, por una cuantía de 50 puntos, se había tomado en diciembre de 2002. Posteriormente, en la reunión del 3 de abril, ante las circunstancias excepcionales de la situación política internacional, que complicaban enormemente la adecuada valoración de las perspectivas económicas, el BCE decidió no modificar los tipos de interés.

RECUADRO 2

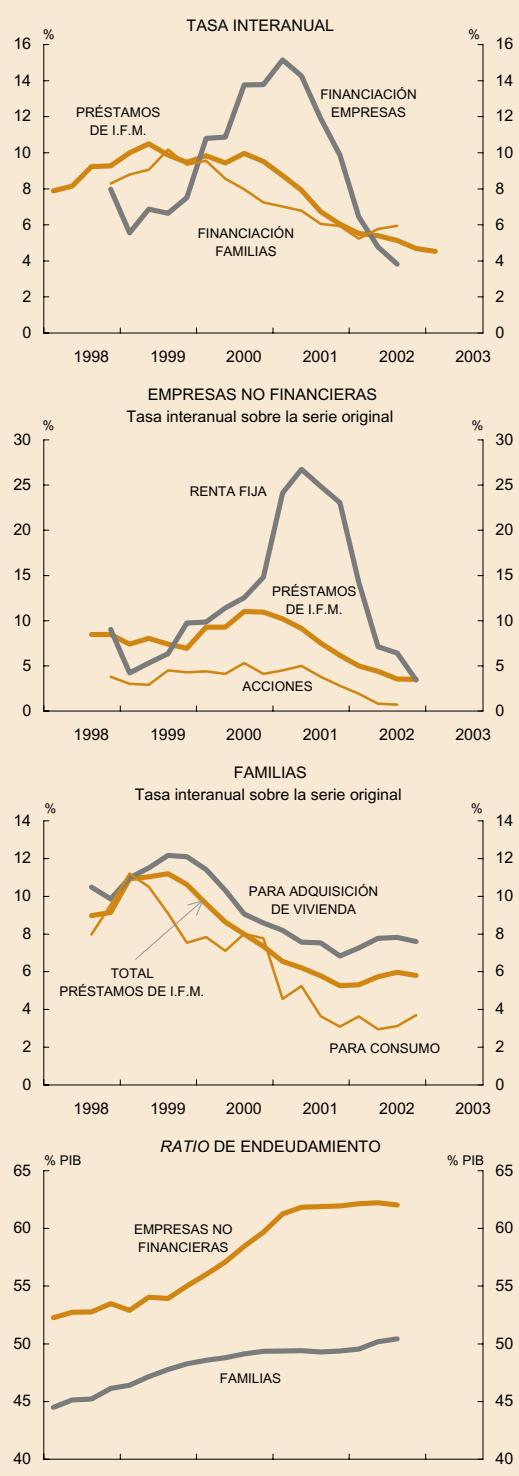
## Evolución reciente de la financiación del sector privado en el área del euro

La financiación del sector privado es una variable que muestra un comportamiento procíclico muy acentuado. Por eso, es lógico que el período de desaceleración económica experimentado en 2001 y 2002 se haya reflejado en unos menores ritmos de crecimiento de los recursos ajenos captados por las empresas no financieras y familias. Con la información disponible sobre financiación total, que llega hasta el tercer trimestre de 2002, se observa una ralentización de esa variable tanto en el caso de las empresas como de los hogares, si bien las empresas muestran una desaceleración mucho más brusca, desde tasas en torno al 15% en 2001 hasta ritmos por debajo del 4% en el tercer trimestre de 2002, mientras que, en el caso de las familias, la expansión interanual de la financiación ha oscilado entre el 10% y el 6% en esos períodos (véase la parte superior del gráfico adjunto). La mayor volatilidad de la inversión, en comparación con la relativa estabilidad de las decisiones de gasto de las familias, podría explicar, en parte, esas diferencias en las pautas que presentan ambos sectores. A la luz de la información relativa a los préstamos concedidos por las IFM al sector privado no financiero, que representan su fuente principal de financiación, no parece que esas pautas hayan cambiado en los últimos meses, pues se observa un mantenimiento de ritmos de crecimiento ligeramente por debajo del 5% en términos interanuales hasta marzo.

En el caso de las empresas no financieras, en los últimos años ha tenido lugar una persistente desaceleración de los préstamos concedidos por IFM, que, a finales de 2002, se expandían a una tasa interanual del 3,7%. Más significativo es el brusco descenso en la apelación a la emisión de valores de renta fija, que, tras aumentar a ritmos superiores al 20% en 2001, en los últimos meses está evolucionando con una pauta similar a la de los préstamos, lo que refleja tanto la desaceleración cíclica como las mayores rentabilidades exigidas por los inversores a esos valores, especialmente si la empresa emisora no cuenta con una elevada calificación crediticia. En el segundo de los gráficos que se adjuntan también se observa que los recursos obtenidos mediante la emisión de acciones cotizadas han disminuido apreciablemente en 2002. Aunque este es un instrumento que no se incluye entre los componentes de la financiación, puede ser una fuente importante de recursos, aunque, incluso en las fases de mayor auge bursátil, no alcanzó tasas de expansión tan altas como aquél. Atendiendo a la financiación total obtenida por las empresas no financieras, que incluye, junto con los préstamos de IFM y el saldo de valores de renta fija, los créditos concedidos por entidades de crédito de fuera del área y los pasivos por fondos de pensiones, se observa que el sostenido incremento que tuvo lugar en 1999 y 2000 de la *ratio* de endeudamiento en porcentaje del PIB se detuvo en 2001 y se ha mantenido a lo largo de 2002 en un nivel estable, algo por encima del 60% del PIB (véase gráfico inferior). Esto puede ser el resultado tanto de la atonía inversora como de los esfuerzos llevados a cabo por algunas empresas para sanear su situación patrimonial, tras el intenso incremento del endeudamiento de los años precedentes.

En el caso de las familias, la fuente más relevante de financiación es, obviamente, la procedente de las IFM. Como en el caso de las empresas, en los últimos años se ha observado una ralentización de los recursos ajenos captados por esa vía, si bien esa desaceleración es más suave y, además, se ha detenido e, incluso, ha revertido ligeramente a lo largo de 2002. Atendiendo a las finalidades a las que se destina dicha financiación, se comprueba que la dirigida a la adquisición de vivienda —que representa dos terceras partes del total— es la que muestra una mayor expansión, con un ritmo interanual cercano al 8%, que puede considerarse relativamente elevado si se tiene en cuenta la situación cíclica de la economía del área. Tanto el reducido nivel de los tipos de interés como la evolución de los precios de la vivienda —que, en algunas economías del área, han aumentado significativamente en el período reciente— explican gran parte de esa evolución. Por su parte, la financiación concedida para la compra de bienes de consumo duradero y para otras finalidades ha crecido en 2002 a tasas inferiores al 4%, más en sintonía, por tanto, con la evolución de la demanda agregada. Como consecuencia de esta evolución, la *ratio* de endeudamiento de los hogares respecto al PIB ha aumentado de modo persistente durante los últimos años. En el tercer trimestre de 2002, esa *ratio* se situó en el 51%, nivel que está por debajo del registrado en Estados Unidos o Gran Bretaña. En todo caso, cabe esperar que, una vez que se vayan diluyendo los efectos derivados del cambio de régimen que ha supuesto la incorporación a la UEM para muchos países del área, se produzca un retorno a un perfil de crecimiento del endeudamiento de las familias más alineado con el ciclo económico.

## Financiación del sector privado de la zona del euro



Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

En el primer trimestre, la situación monetaria y financiera siguió condicionada por las expectativas de un crecimiento débil de la economía real y por el mantenimiento de la atomía y volatilidad de las cotizaciones bursátiles, a lo que se sumó la incertidumbre provocada por las tensiones geopolíticas derivadas de los preparativos de la intervención militar en Medio Oriente. Tras el inicio de la guerra en Irak, a mediados de marzo, los mercados financieros comenzaron a reflejar las noticias que iban recibiéndose sobre la posible duración del conflicto y sus repercusiones en la actividad. Se observó, entonces, una tendencia hacia una modesta recuperación de las cotizaciones bursátiles y un repunte de los tipos de interés a largo plazo, como reflejo, en alguna medida, de una mejora de las expectativas de crecimiento tras el fin del conflicto.

Los tipos de interés de los mercados monetarios experimentaron a lo largo del trimestre una trayectoria descendente, como consecuencia de las expectativas de reducción de los tipos, confirmadas en marzo. En las tres primeras semanas de abril, la curva de rendimientos del EURIBOR muestra unos niveles medios de los tipos en torno al 2,5% para todos los plazos. De hecho, en los últimos días, el perfil de la curva de los tipos de interés *forward* a un mes se ha aplanado, aunque todavía el mercado asigna una probabilidad significativa a un recorte adicional de los tipos de interés en los próximos meses (véase gráfico 12).

En los mercados cambiarios, el euro siguió apreciándose durante los primeros meses del año frente a las principales monedas y, en especial, frente al dólar, de forma que en la tercera semana de abril se encontraba un 5,7% por encima del nivel registrado en diciembre de 2002. Este fortalecimiento del euro desde mediados del pasado año podría estar relacionado con el agravamiento del desequilibrio exterior estadounidense, favorecido por la reaparición de un déficit fiscal sustancial en aquel país, en parte ligado al impacto presupuestario del conflicto de Irak.

Desde principios de año hasta mediados de marzo continuaron las caídas de las cotizaciones de los mercados bursátiles, como consecuencia de la incertidumbre geopolítica y de los todavía escasos indicios de recuperación de las principales economías. No obstante, la evolución de los valores correspondientes a los distintos sectores fue dispar. Así, en el primer trimestre el sector más afectado por los descensos bursátiles fue el financiero, seguido del energético y del de bienes de consumo, mientras que las moderadas caídas sufridas por los sectores de telecomunicaciones, tecnológico e industrial pueden ser un indicio de que, a juicio de los inversores, los precios se sitúan ya en línea con sus determinantes fundamentales, tras los ajustes producidos en el pasado reciente. La recuperación general de las bolsas desde mediados de marzo fue el reflejo, dentro de la incertidumbre reinante, de un mayor optimismo sobre una rápida resolución del conflicto en Irak y sobre sus consecuencias para el crecimiento mundial. En este sentido, la pérdida acumulada en el primer trimestre de 2003 por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio ha sido, en gran medida, corregida en las primeras semanas de abril (véase cuadro 2).

A lo largo del primer trimestre, el agregado monetario M3 registró unos ritmos de avance crecientes, superiores incluso a los del trimestre anterior (véase gráfico 13). Esta pujanza se debe a la fuerte preferencia que, en un contexto de elevada incertidumbre, vienen mostrando los agentes por los activos líquidos incluidos en el agregado. Así, en marzo el agregado creció a una tasa del 7,9% interanual. Por último, el crédito concedido al sector privado se mantuvo en los primeros meses de 2003 en tasas ligeramente inferiores al 5%, similares a las del último trimestre del año pasado. En el recuadro 2 se analiza con detalle la evolución reciente del endeudamiento de las empresas no financieras y las familias en la zona del euro. En el caso de España, la financiación al sector privado no financiero ha seguido presentando un ritmo de avance sostenido, con una tasa interanual del 13,5% hasta marzo.

## 4. La economía española

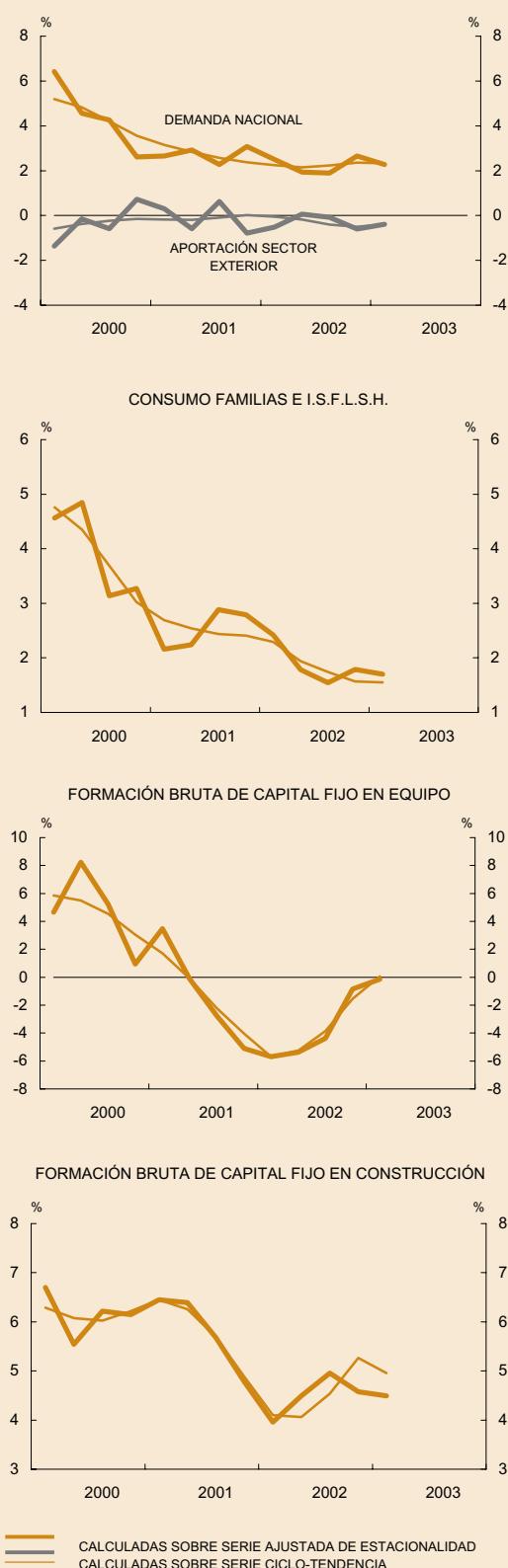
A partir de la información disponible para los primeros meses del año 2003, se estima que el PIB real registró un crecimiento interanual del 2% en el primer trimestre del año, tras cerrar el ejercicio anterior con un avance del 2,1% en el cuarto trimestre, según cifras de la CNTR. Detrás de este resultado se encuentra una desaceleración de la demanda nacional, que se habría incrementado un 2,3% respecto al mismo período del año anterior, cuatro décimas menos que en el último trimestre de 2002, y a la que habría contribuido una aportación de la variación de existencias menos expansiva. El consumo privado frenó la recuperación que había experimentado a finales del año 2002 y tendió a estabilizar su tasa de variación, mientras que se estima que la inversión en bienes de equipo recortó sustancialmente su ritmo de descenso interanual, aproximándose al final de su prolongada etapa contractiva, y que la construcción mantuvo una tendencia de suave desaceleración (véase gráfico 14). En cuanto a la demanda exterior neta, su aportación al crecimiento del PIB volvió a ser negativa en el primer trimestre, aunque inferior a la del trimestre precedente. Tanto las importaciones como las exportaciones avanzaron a tasas más moderadas que en el trimestre anterior, si bien las primeras mantienen un ritmo de expansión más elevado.

Desde la óptica del valor añadido de las distintas ramas productivas, cabe recordar que el año 2002 finalizó con una recuperación de la actividad en la industria y una estabilización en los servicios de mercado, en tasas relativamente moderadas, mientras que la construcción se desaceleraba y la agricultura experimentaba una fuerte contracción. La información relativa al primer trimestre apuntaría hacia una contención de la expansión de la industria, en tanto que los servicios de mercado continuarían avanzando a tasas similares a las de la segunda mitad de 2002 y la agricultura habría recortado su ritmo de descenso. Por su parte, se estima que el empleo inició el año con una tónica más sostenida que la del último trimestre de 2002, de forma que las ganancias de la productividad aparente del trabajo han continuado siendo reducidas en el período más reciente.

A lo largo del año 2002, los costes laborales por unidad de producto se estabilizaron en tasas en torno al 3,2%, fruto de una evolución expansiva de la remuneración por asalariado, que aumentó un 4%, y de una recuperación modesta de la productividad aparente del trabajo. Las estimaciones para 2003 proyectan un ligero incremento adicional de la remuneración, que podría trasladarse a los costes laborales. Por su parte, los precios de los productos importados han venido ejerciendo un impacto

GRÁFICO 14

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



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

moderador sobre los precios finales, intensificado por la apreciación del euro. En este contexto, los incrementos de precios finales han flexionado a la baja en los meses iniciales de 2003, desde las elevadas tasas con que finalizaron el ejercicio anterior. Así, el índice de precios de consumo se ha situado en una tasa interanual del 3,7% en marzo, tres décimas menos que en diciembre de 2002, al haberse descontado, además, algunos efectos transitorios, como los derivados de la puesta en circulación del euro y de los incrementos en la imposición indirecta de principios de 2002. Los márgenes empresariales han registrado ampliaciones significativas, aunque localizadas en actividades concretas.

#### 4.1. Demanda

A lo largo de 2002, el gasto en consumo final de los hogares moderó su pauta de crecimiento interanual de forma gradual, si bien en el último trimestre registró una cierta aceleración, que parece haber sido transitoria (véase gráfico 14). En el promedio del año, el incremento del consumo fue del 1,9%, seis décimas por debajo del año anterior. No obstante, el menor crecimiento anual del consumo vino acompañado de un fortalecimiento de la renta real bruta disponible, de forma que se detuvo el descenso de la tasa de ahorro, que venía produciéndose en años anteriores, y se registró, por el contrario, un ligero aumento de esta *ratio*. La información relativa al comportamiento del consumo en el primer trimestre de 2003, todavía parcial, indicaría que, tras el repunte del cuarto trimestre, este agregado redujo su ritmo de avance interanual ligeramente por debajo del 1,8% con el que cerró el año 2002, en un contexto de continua expansión de la renta disponible.

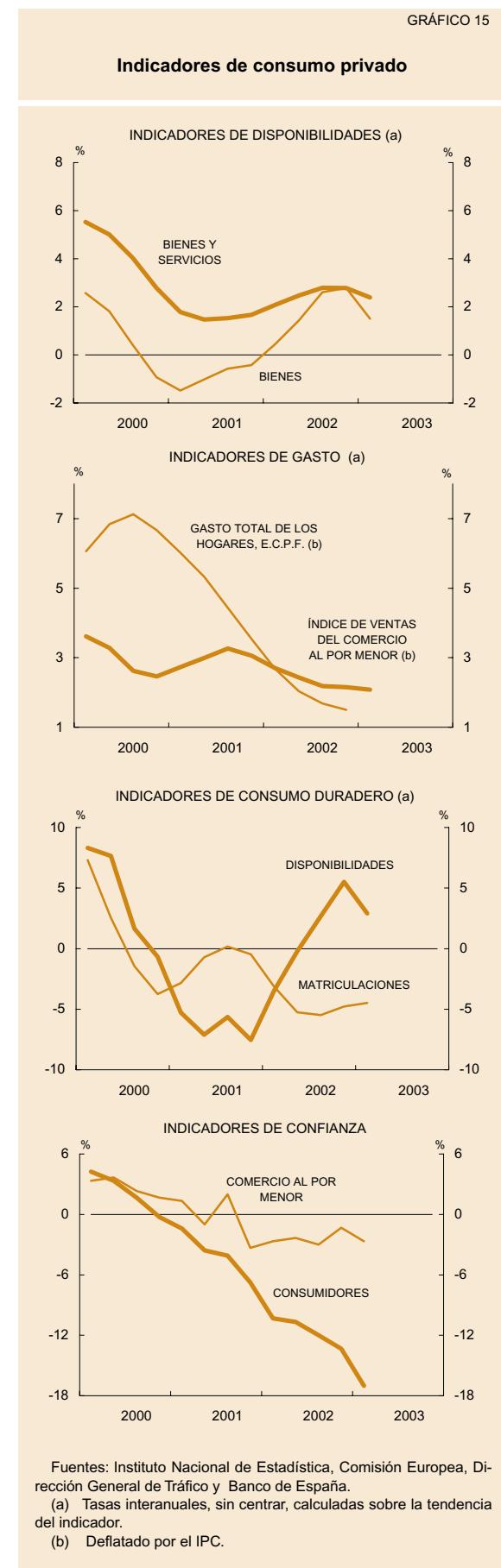
Los indicadores más directamente relacionados con el gasto de las familias, recogidos en el gráfico 15, apuntan hacia una moderación en el ritmo de expansión del gasto de consumo, tanto no duradero como duradero, en los tres primeros meses de 2003. A falta de la información completa para el período, se estima que las disponibilidades de bienes de consumo —alimenticio y no alimenticio— crecieron a un menor ritmo que en los trimestres anteriores. El indicador de confianza del comercio al por menor registró cierto deterioro hasta el mes de marzo, mientras que el índice de ventas del comercio al por menor mantuvo una pauta de mayor estabilidad, aunque marca una tendencia de suave desaceleración. Entre los indicadores de consumo duradero, las disponibilidades se comportaron de forma menos expansiva que en el trimestre previo y las matriculaciones de automóviles disminuyeron.

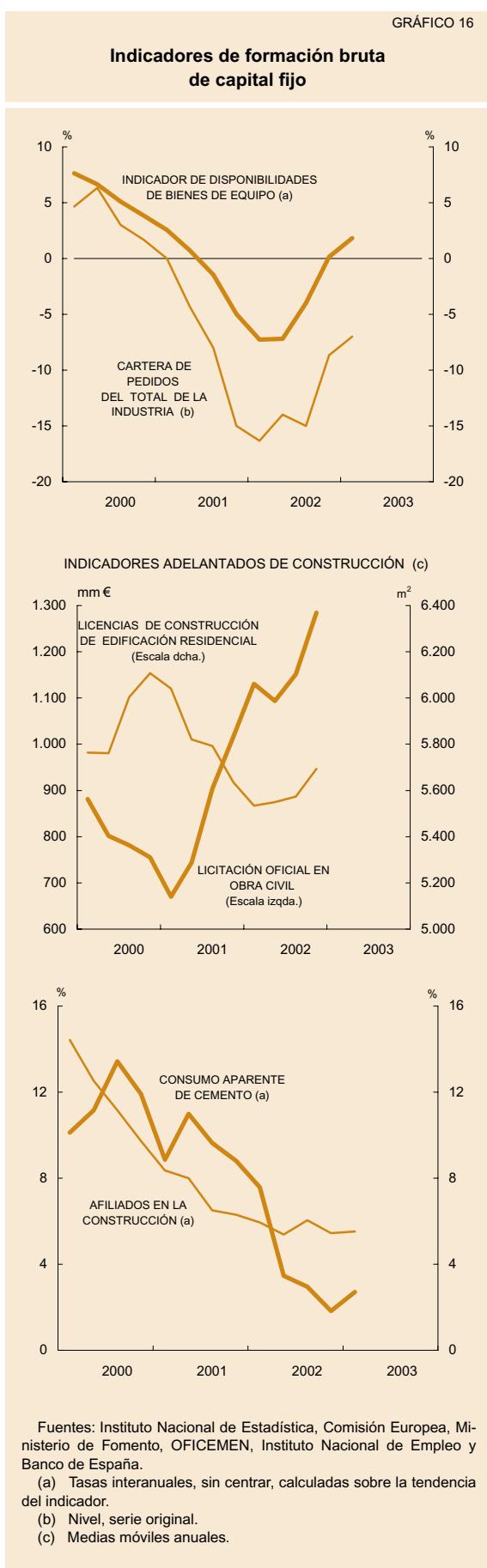
ron notablemente, en tanto que las opiniones de los consumidores respecto a la compra de este tipo de bienes han alcanzado niveles muy bajos. Por último, el indicador de confianza de los consumidores experimentó un nuevo descenso entre diciembre y marzo, arrastrado por un recorte adicional en las opiniones sobre las perspectivas económicas de las familias y de la economía, en general.

Como ya se ha señalado, se estima que la renta disponible de los hogares, en términos reales, está aumentando en 2003 a tasas similares o ligeramente más elevadas que en 2002. El sostenimiento de la renta real disponible está basado en el empleo y en el avance de los salarios nominales —incluido el efecto de la aplicación de las cláusulas de salvaguarda de los convenios colectivos de 2002—, así como en la contribución más expansiva de las transferencias netas de las AAPP, apoyada en la bajada del IRPF. Por su parte, la información más reciente sobre precios de la vivienda indica que los activos inmobiliarios han continuado revalorizándose a tasas significativas, y que siguen constituyendo, por tanto, un soporte adicional del consumo. Sin embargo, las cotizaciones bursátiles volvieron a registrar caídas importantes en el comienzo del año —aunque se han recuperado a lo largo del mes de abril—, lo que, junto con el deterioro de la confianza de los consumidores, contribuyeron a explicar el relativo retraimiento del gasto en los primeros meses de 2003. En conjunto, las estimaciones disponibles indicarían que en el primer trimestre el consumo ha crecido por debajo de la renta disponible y que se ha mantenido el proceso de recuperación de la tasa de ahorro.

El consumo final de las Administraciones Públicas mostró un crecimiento medio del 3,8% en 2002. La información coyuntural disponible, todavía muy incompleta, apunta hacia una aceleración de este agregado en los primeros meses de 2003, determinada, en parte, por las medidas introducidas para este año en materia de gasto de personal y por los gastos extraordinarios derivados del hundimiento del buque *Prestige*.

La formación bruta de capital fijo aumentó un 2,5% en el cuarto trimestre de 2002, respecto al último trimestre de 2001, dando lugar a un crecimiento del 1,4% en el promedio del año. La aceleración de la inversión en el cuarto trimestre fue consecuencia del menor ritmo de descenso en la inversión en bienes de equipo, dado que la inversión en construcción y en otros productos continuó avanzando, pero a tasas más modestas que en trimestres precedentes. Estas pautas parecen haberse prolongado





en los meses transcurridos de 2003, de forma que el agregado de inversión habría mantenido un crecimiento en el entorno del 2,5%.

Aunque todavía en tasas negativas, la inversión en bienes de equipo quebró en el último trimestre de 2002 el patrón de fuertes recortes mostrado con anterioridad, en línea con la reactivación apuntada por sus principales indicadores, y situó su tasa de variación interanual en el -0,8% (véase gráfico 16). En los primeros meses de 2003 se ha producido un nuevo recorte en dicha tasa, según se desprende de la evolución del índice de disponibilidades, que ha reflejado una pauta de recuperación de su crecimiento interanual, a pesar de que se ha apreciado un tono menos expansivo de la producción interior. En este sentido, el indicador de clima industrial y la cartera de pedidos de los productores de bienes de equipo mostraron una notable mejoría hasta el mes de febrero, que, sin embargo, se ha visto truncada en el mes de marzo. Por otra parte, en el primer trimestre de 2003 el índice de utilización de la capacidad productiva para el total de la industria experimentó un ligero retroceso, si bien las opiniones en esta rama de actividad mantienen una tendencia a la mejora, que se aprecia en la serie de cartera de pedidos.

La información procedente de la Central de Balances Trimestral del Banco de España, que cubre hasta el cuarto trimestre de 2002, ha reflejado un aumento de la rentabilidad del activo neto de las empresas no financieras durante el pasado ejercicio, en tanto que el coste de la financiación ajena se redujo ligeramente, ampliándose significativamente el diferencial entre ambos, y dejando sentadas las bases para una recuperación más fuerte de la inversión. Esta mejora de las rentabilidades empresariales se ha producido, no obstante, en un contexto de avance moderado de la producción y desaceleración de los recursos generados por las empresas, que ha llevado aparejado un aumento de sus niveles de endeudamiento, especialmente en sectores relacionados con la energía y los servicios. Como se ha mencionado en otras ocasiones, estos niveles relativamente elevados de endeudamiento podrían frenar la intensidad de la recuperación en el futuro.

Según la información coyuntural más reciente, la inversión en construcción sigue mostrando un tono de relativa fortaleza, dentro de la trayectoria de suave desaceleración en la que se encuentra inscrita desde mediados de 1999. En el cuarto trimestre de 2002, su avance interanual fue del 4,6%, tasa que se estima que podría haberse recortado ligeramente en el primer trimestre de este año (véase gráfico 16). En el momento actual, el dinamismo de la construc-

ción se apoya, en mayor medida, en la obra civil, como consecuencia de la puesta en práctica de los planes en infraestructuras, y así quedó recogido por la encuesta de coyuntura de la construcción (ECIC) hasta el tercer trimestre de 2002 y por los indicadores de iniciaciones de obras, como la licitación oficial. Los últimos datos disponibles de visados y licencias apuntan hacia una recuperación de la nueva superficie de edificación residencial a construir, que aún no se aprecia en el indicador de viviendas iniciadas, ya que registró importantes descensos, en tasa interanual, hasta los meses finales de 2002.

De acuerdo con la notable fortaleza que sigue manteniendo el gasto en construcción, a pesar de su suave desaceleración, el indicador de confianza del sector ha mejorado significativamente en los primeros meses de 2003, reflejando una percepción más optimista del nivel de contratación y de la tendencia del empleo. En este sentido, las afiliaciones a la Seguridad Social, con datos hasta marzo, han mantenido tasas de crecimiento interanual superiores a las del cuarto trimestre, y el paro en el sector, aunque continúa creciendo a tasas elevadas, se ha desacelerado notablemente en comparación con el último trimestre de 2002.

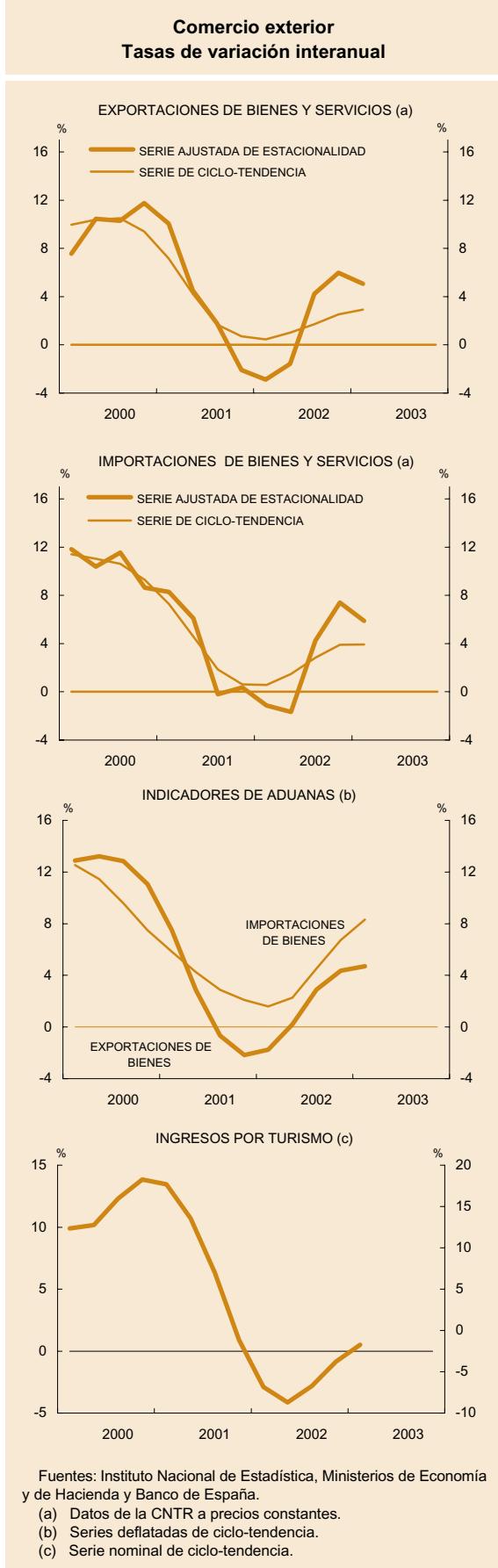
Según los últimos datos de la CNTR, en el cuarto trimestre de 2002 la demanda exterior neta detrajo seis décimas al crecimiento del producto, acentuando su tono contractivo y situando su aportación al crecimiento, en el conjunto del año, en tres décimas negativas (véase gráfico 14). En el cuarto trimestre de 2002, las exportaciones y, en mayor medida, las importaciones de bienes y servicios intensificaron la recuperación iniciada durante el tercer trimestre, registrando tasas de crecimiento interanual del 6% y 7,4%, respectivamente, tras la evolución negativa que habían mantenido a lo largo del primer semestre del año. A partir del segundo trimestre, las exportaciones se vieron impulsadas por la recuperación de algunos mercados, como los de Estados Unidos y el sudeste asiático, y, ya durante el segundo semestre del ejercicio, por la moderada reactivación que registraron las importaciones de la UE. No obstante, en 2002 las ventas al exterior se vieron frenadas por las pérdidas de competitividad de los productos españoles, resultado de un crecimiento más elevado de los precios y costes en España, y por la notable apreciación del tipo de cambio del euro. Las importaciones, por su parte, reflejaron la reactivación de las exportaciones y la incipiente recuperación de la actividad industrial en la segunda mitad de 2002. La información, aún muy incompleta, correspondiente al primer trimestre de 2003 apunta hacia una detacción de la demanda exterior neta algo

menor que la observada en el último trimestre de 2002. Las exportaciones habrían moderado su dinamismo, en un contexto de fuerte incertidumbre sobre la recuperación de la actividad mundial y de la demanda turística, y las importaciones también se habrían desacelerado, en línea con el menor vigor de las exportaciones y de la producción interior, en un contexto de fuerte alza de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas en los mercados internacionales.

Según la CNTR, las exportaciones de bienes registraron un creciente dinamismo a lo largo de la segunda mitad de 2002. La información procedente de los datos de Aduanas y correspondiente al mes de enero ha reflejado una importante moderación en el ritmo de avance de las exportaciones en ese mes (en el que crecieron un 1%), aunque, dadas la variabilidad que caracteriza a estos flujos y la fuerte estacionalidad del dato de enero, esta cifra ha de valorarse con cautela. En términos de su tendencia, recogida en el gráfico 17, la evolución de las exportaciones apunta hacia una ralentización en los meses más recientes. Por áreas geográficas, las exportaciones extra-comunitarias continuaron siendo las más dinámicas en el mes de enero (aumentaron un 2,9%, en términos reales), destacando el fuerte vigor que adquirieron las ventas a Estados Unidos y la fortaleza que mantuvieron las dirigidas a China y a los países del Magreb. Por su parte, las exportaciones destinadas a la UE apenas crecieron un 0,2%, en términos reales, si bien los mercados de Italia y Francia mantuvieron un buen tono.

En cuanto a las exportaciones de servicios, según la CNTR, en el cuarto trimestre de 2002 los ingresos reales por turismo descendieron un 2,7%, aminorando ligeramente su ritmo de caída interanual; no obstante, el año se cerró con una caída media del 4%. Estos resultados se han visto condicionados por el contexto de notable moderación de la demanda turística global, que se inició a raíz de los atentados del 11-S y que se ha visto afectada también por la desaceleración económica mundial y los bajos niveles de confianza de los consumidores. Adicionalmente, la ampliación de los diferenciales de precios frente a los países desarrollados y la fuerte apreciación del euro han determinado una pérdida de competitividad frente a nuestros principales clientes. Los indicadores reales de turismo —los turistas que han entrado por fronteras, así como los viajeros extranjeros alojados en hoteles y el número de sus pernoctaciones— reflejaron cierta mejora en su evolución durante el segundo semestre de 2002, que se mantuvo en el mes de enero de este año; sin embargo, este perfil se truncó a partir de febre-

GRÁFICO 17



ro, cuando, en un clima prebético, se observó una ralentización de los turistas que han entrado y un notable descenso de los viajeros alojados en hoteles, así como de las pernoctaciones. En el primer trimestre, tanto los viajeros extranjeros alojados en hoteles como, en mayor medida, las pernoctaciones han acumulado sendos descensos, en contraste con el incremento del número de turistas que han entrado por fronteras. Estos resultados estarían apuntando hacia una progresiva desviación de los turistas hacia establecimientos extra-hoteleros. Las perspectivas para los meses de primavera han empeorado notablemente, ante el retraso en las decisiones de viaje de los turistas ligadas a la guerra en Irak.

Las exportaciones de servicios no turísticos acentuaron su perfil de ralentización en el cuarto trimestre de 2002, con un avance del 2,9%, en línea con la desaceleración que se observaba en el indicador de la Balanza de Pagos. En el conjunto del año, su crecimiento se redujo hasta el 3,9%, desde el 9,8% en 2001, acusando la fuerte caída de las inversiones en el exterior durante el período.

Igual que el agregado de bienes y servicios, las importaciones reales de bienes mostraron una importante aceleración en la segunda mitad del año 2002, acorde con la evolución de la demanda final. Los datos de Aduanas correspondientes al mes de enero de 2003 han reflejado, sin embargo, una fuerte desaceleración, hasta alcanzar una tasa de variación interanual ligeramente negativa (-0,1%). De nuevo en este caso, la variabilidad de esta serie obliga a valorarla a través de su tendencia, que muestra una moderación de su ritmo de expansión al comienzo de 2003 (véase gráfico 17). Las compras de bienes intermedios energéticos registraron un abultado descenso en enero, afectadas por la fuerte escalada del precio del crudo en los mercados internacionales, mientras que las importaciones no energéticas se ralentizaron notablemente (1,5%). Dentro de estas últimas, las compras más dinámicas fueron las de bienes de consumo no alimenticio, a pesar de la reducción de las compras de automóviles. Las importaciones de bienes de equipo crecieron a un ritmo muy moderado, mientras que descendieron las compras de bienes intermedios no energéticos, en acusado contraste con el vigor que adquirieron en la segunda mitad de 2002.

Por último, las importaciones reales de servicios avanzaron un 2,5% en el último trimestre de 2002, ligeramente por debajo del 3,1% del trimestre precedente. Esta evolución se extendió tanto al consumo de residentes en el exterior (4,7%), en un clima de fuerte descenso de la confianza de los consumidores y de sustitu-

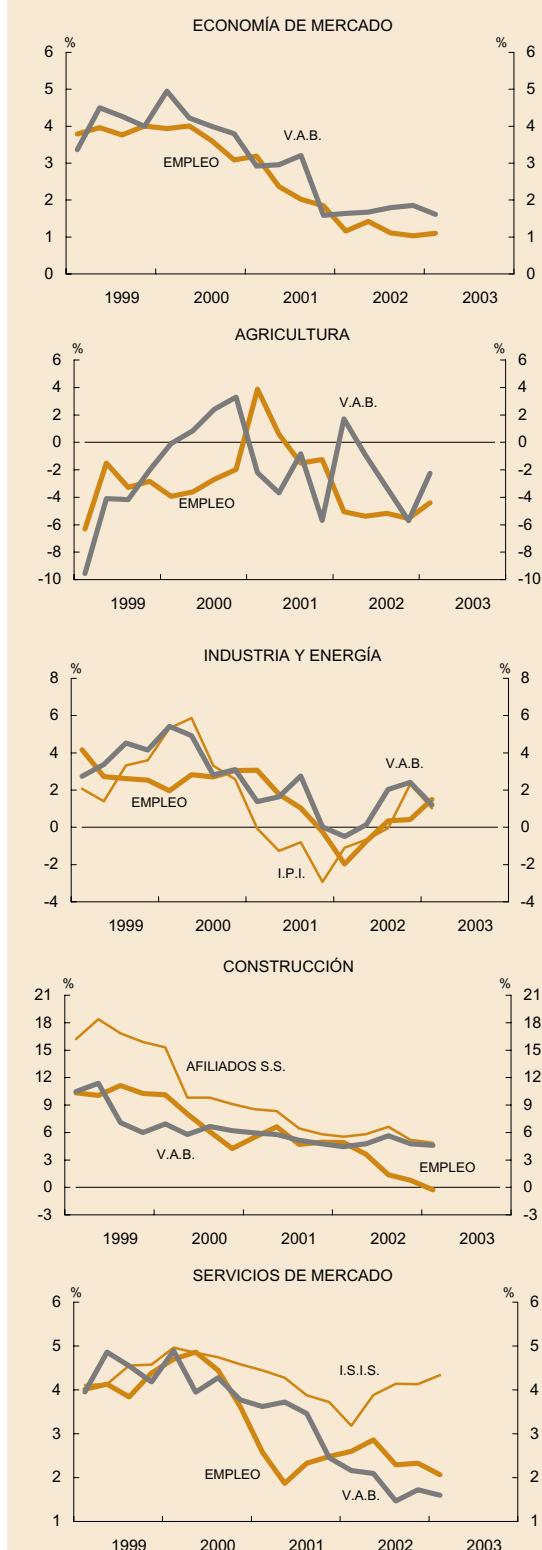
ción de turismo extranjero por turismo interior, como a los servicios no turísticos (2,1%).

## 4.2. Producción y empleo

El valor añadido de las ramas agraria y pesquera registró una nueva contracción en el cuarto trimestre de 2002, período en el que se redujo un 5,7%, en tasa interanual (véase gráfico 18). De esta forma, las ramas primarias cerraron un año 2002 claramente contractivo (-2,1%), acusando la baja pluviosidad, que afectó a algunos productos vegetales, entre los que destaca la producción olivarera. En los primeros meses del año 2003 podría estar registrándose una cierta recuperación del sector, reflejada en la evolución positiva de los indicadores de empleo, dado el favorable inicio del año hidrológico; no obstante, el valor añadido habría vuelto a registrar un descenso interanual.

La actividad en la rama de industria y energía inició una recuperación en el segundo trimestre de 2002, alcanzando una tasa de variación del 2,4% en el cuarto trimestre. Esta recuperación reflejó el mayor dinamismo de la producción de bienes intermedios, esencialmente de su componente no energético, así como un comportamiento menos contractivo de la fabricación de bienes de equipo. Sin embargo, algunos indicadores de actividad del primer trimestre de 2003 parecen indicar que esta recuperación se ha frenado, en un contexto exterior de notable incertidumbre, que ha afectado a las ventas al exterior, un motor esencial de la actividad industrial. Así, el índice de producción industrial (IPI) se desaceleró en los dos primeros meses del año (con un aumento del 1,2%, en serie corregida de calendario, frente al 2,5% del trimestre anterior), el nivel de utilización de la capacidad productiva y la entrada de nuevos pedidos se redujeron ligeramente, las importaciones de bienes intermedios no energéticos registraron aumentos muy inferiores a los de finales de 2002, y las afiliaciones a la Seguridad Social volvieron a experimentar descensos interanuales entre enero y marzo, tras haberse estancado en el cuarto trimestre del año pasado. Sin embargo, otros indicadores han evolucionado de forma más positiva, dando margen para una reanudación de la recuperación industrial. En este sentido, cabe citar, además del reciente dato de empleo de la EPA, la mejora del indicador de confianza empresarial y de las opiniones sobre la tendencia prevista de la producción. La continuidad del proceso de recuperación de la producción de bienes de equipo, que alcanzó en febrero una tasa interanual positiva por primera vez desde 2001, es también un resultado alentador. En cualquier caso, el entorno exterior sigue siendo poco

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.

propicio para impulsar la actividad de esta rama, en el corto plazo.

En el año 2002, la rama de la construcción volvió a ser la más dinámica de la economía de mercado, aunque experimentó un ligero recorte de su crecimiento, hasta el 4,9%. En los meses finales del año, la actividad constructora se desaceleró, manteniendo, en cualquier caso, una tasa de variación del 4,8%. Como se ha señalado en el epígrafe anterior, la edificación residencial tendió a debilitarse a lo largo del ejercicio, mientras que la edificación no residencial se mostraba pujante y la obra civil se beneficiaba de los planes de inversión en infraestructuras. El comienzo del año 2003 ha venido marcado por una continuidad de las pautas de crecimiento anteriores, y los indicadores disponibles confirman el mantenimiento de tasas interanuales de variación muy próximas a las de finales de 2002.

En 2002, las actividades terciarias recortaron su crecimiento en un punto porcentual, hasta el 2,2%, a pesar del mayor pulso mostrado por el componente no de mercado, que se aceleró en seis décimas, hasta el 3,5%. El valor añadido de los servicios de mercado creció un 1,9%, mostrando una desaceleración a lo largo de los tres primeros trimestres y acelerándose ligeramente en el cuarto. La información relativa a los servicios de mercado en los primeros meses de 2003 muestra, al menos, un mantenimiento en tasas interanuales similares a las observadas en el segundo semestre de 2002 (véase gráfico 18). Las afiliaciones a la Seguridad Social en el primer trimestre, el empleo, la tendencia del indicador sintético (ISIS) y los distintos indicadores de opinión apuntarían en esa dirección. Dentro de las actividades que se integran en los servicios de mercado, la rama de comercio y reparación se ha movido en sintonía con el consumo privado, mientras que el deterioro de las perspectivas turísticas se ha trasladado a las actividades relacionadas con este sector y, en particular, a la hostelería. Los indicadores de transporte, sobre todo los de empleo, muestran ritmos de crecimiento estable, con un ligero avance en el transporte aéreo, impulsado por el transporte interior de viajeros; sin embargo, la elevada sensibilidad de esta actividad al comportamiento del turismo hace prever una desaceleración. Por último, la rama de actividades inmobiliarias, de alquiler y empresariales se ha unido al tono económico general, mostrando un debilitamiento en los primeros meses de 2003, según muestran las afiliaciones a la Seguridad Social.

De acuerdo con la CNTR, el empleo registró un crecimiento medio del 1,3% en 2002. A lo largo del año, y con la excepción del ligero re-

punte observado en el segundo trimestre, esta variable prolongó el perfil descendente iniciado a principios de 2001, de forma que el año acabó con un aumento interanual del 1,1%. La moderación del empleo en 2002, en relación con el año precedente, fue mayor que la de la actividad, dando lugar a un crecimiento más elevado de la productividad aparente del trabajo, que, no obstante, siguió siendo muy modesto (0,7%). En la economía de mercado, los ocupados aumentaron un 1,2%, por debajo del total de la economía, debido, en parte, a la mayor ralentización del VAB; la recuperación de la productividad aparente fue en este caso algo menos intensa (hasta el 0,6%). Los indicadores de empleo reflejaron el menor vigor del proceso de creación de puestos de trabajo en 2002, aunque con intensidad desigual. Según la EPA, la ocupación experimentó una importante pérdida de empuje, al crecer un 2%, 1,7 puntos porcentuales por debajo del que se produjo en el año precedente. Por el contrario, las afiliaciones a la Seguridad Social reflejaron una desaceleración más moderada, y aumentaron un 3% en 2002, casi un punto menos que el año anterior. A este crecimiento contribuyeron de forma considerable —en algo más de una tercera parte— las afiliaciones de trabajadores extranjeros no comunitarios, lo que podría ayudar a explicar la discrepancia con la EPA. Por último, el número de contratos firmados en 2002 avanzó un 0,9%, frente al 1,6% de 2001. Sin embargo, en el primer trimestre de 2003 se ha producido un repunte en los principales indicadores de empleo, con un crecimiento de las afiliaciones del 3,3% y un aumento de los ocupados del 2,3%, según la EPA que acaba de publicarse. Se estima, por tanto, una aceleración en el crecimiento del empleo en la economía de mercado.

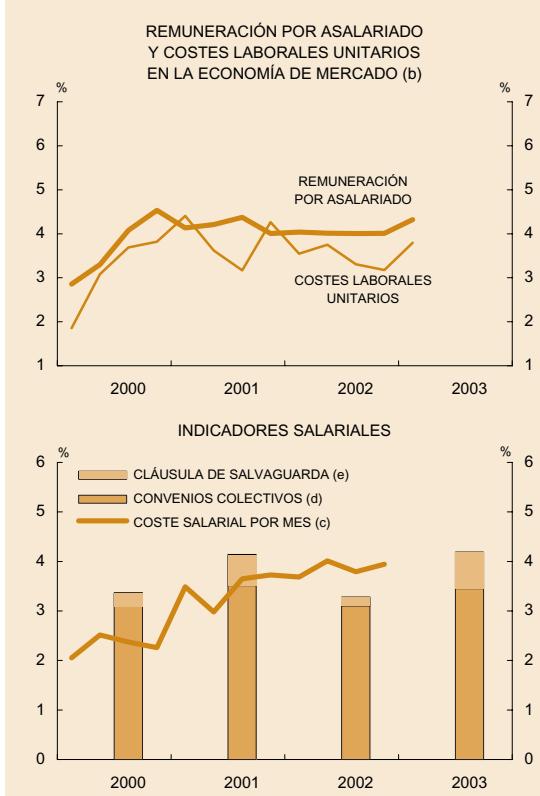
Por ramas de actividad, cabe mencionar la destrucción de puestos de trabajo en la agricultura en 2002, un -5,3%, que se intensificó en el último trimestre del año (véase gráfico 18). La industria también registró una caída de su nivel de ocupación, del 0,5%, en media anual, aunque, en consonancia con la mejora de la actividad de la rama, el empleo industrial mostró un perfil de recuperación hasta septiembre, estabilizándose en el trimestre final del año en el 0,4%; tanto la EPA como los afiliados al Régimen General (RG) reflejaron un perfil similar. Por otro lado, la construcción siguió siendo la rama más dinámica también en términos de empleo, aunque experimentó una notable pérdida de empuje en su ritmo de creación de puestos de trabajo respecto a 2001, pasando del 5,4% al 2,7% en 2002. Esta rama está experimentando un importante aumento de la presencia de inmigrantes, de forma que los afiliados al RG reflejaron una pérdida de empuje mucho menor. Finalmente, la rama de servicios de

mercado fue la que mostró el mejor comportamiento en materia de empleo en 2002, aumentando levemente su tasa de crecimiento medio anual hasta el 2,5%. Los últimos datos de la EPA, del primer trimestre, reflejaron un mayor ritmo de creación de puestos de trabajo en las ramas no agrarias.

El empleo asalariado creció un 2% en 2002, ocho décimas menos que el año precedente, mientras que el colectivo de no asalariados se redujo un 2,1%, en línea con su tradicional comportamiento contracíclico. Según la EPA, atendiendo al tipo de contrato, los asalariados con contrato indefinido siguieron mostrando una gran fortaleza en 2002, y, aunque redujeron su ritmo de crecimiento en ocho décimas, aumentaron un 3,8% en el promedio del año, con un perfil suavemente ascendente. Por el contrario, en la segunda mitad del año se inició un proceso de destrucción neta de puestos de trabajo de carácter temporal, acorde con la fase de desaceleración de la actividad, de forma que su tasa de crecimiento media anual fue del 0,6%, casi 3 puntos porcentuales por debajo de la del año precedente. La tasa de temporalidad experimentó un recorte de 0,7 puntos porcentuales, hasta el 31%. A pesar de ello, el peso de los contratos indefinidos en el total disminuyó ligeramente en 2002, según las cifras del INEM. Por lo que respecta a la duración de la jornada laboral, tanto los asalariados a tiempo completo como a tiempo parcial se vieron afectados en igual medida por la desaceleración del empleo. Esto originó un nuevo avance de solo una décima en la tasa de parcialidad, que alcanzó el 8,2% en 2002.

El notable dinamismo de la población activa en 2002 fue uno de los rasgos más destacados del mercado laboral en ese año. Pese a la desaceleración de la actividad, la fuerza de trabajo creció un 3%, según la EPA, tasa próxima a la de 2001, rompiéndose su perfil acelerado únicamente en el último trimestre, en el que experimentó un avance del 2,7%. Esta incorporación de población al mercado de trabajo fue debida, en su mayor parte, al aumento de la tasa de actividad en 1,1 puntos porcentuales, hasta el 54% —o hasta el 67,1% si solo se incluye la población menor de 65 años—. A su vez, el crecimiento de la población activa, unido a la moderación de la creación de empleo, llevó a un aumento del desempleo del 11,4%, en tasa de variación media anual, con una evolución marcadamente ascendente hasta el tercer trimestre del año, en línea con el perfil de la población activa. En consecuencia, la tasa de paro se situó en el 11,4%, en el conjunto del año. El paro registrado, por su parte, también mostró una evolución desfavorable el pasado año, con un aumento del 6%, aunque en los primeros me-

GRÁFICO 19  
Evolución de los salarios y costes laborales (a)



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

(a) Tasas de variación interanuales.

(b) Tasas calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

(c) Pagos totales.

(d) Incremento acumulado.

(e) Cláusula de salvaguarda del año anterior.

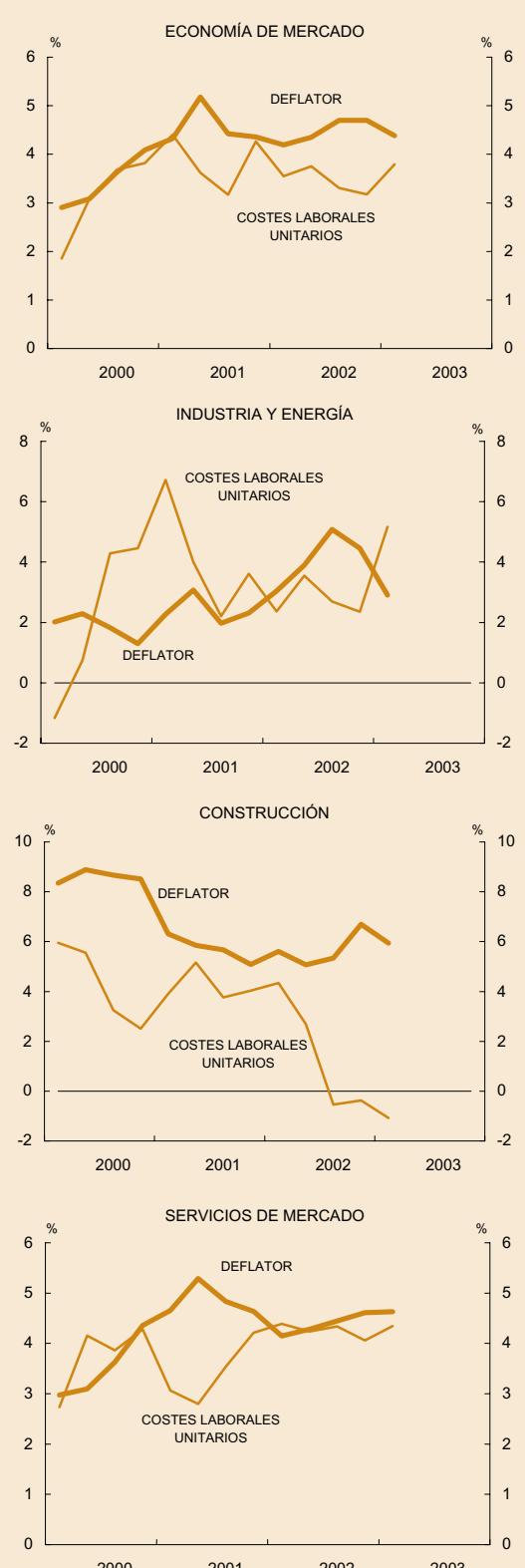
ses de 2003 ha ralentizado su ritmo de crecimiento hasta el 4,6%, al igual que se observa en las cifras de la EPA que se acaban de conocer, si bien ello es compatible con que el porcentaje de desempleados en la población activa haya aumentado en ese período, hasta situarse en el 11,7%. En el recuadro 3 se hace un repaso de la reforma de la protección que se llevó a cabo en 2002, aunque todavía es prematuro realizar una valoración de su introducción.

#### 4.3. Costes y precios

Según la CNTR del cuarto trimestre de 2002, el coste laboral por unidad de valor añadido creció un 3,2%, tanto en el conjunto de la economía como en las actividades que forman la economía de mercado (véase gráfico 19). En la economía de mercado, la productividad aparente del trabajo experimentó una cierta recuperación en el último trimestre, que vino acompañada

GRÁFICO 20

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



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.  
 (a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

da de una evolución estable de la remuneración por asalariado, dando lugar a una ligera desaceleración de los costes, en relación con el trimestre anterior. En el primer trimestre de 2003 se estima que los costes laborales unitarios han repuntado, debido a un avance más fuerte de la remuneración y al descenso de la productividad.

La información sobre la evolución de la negociación colectiva indica que, hasta finales del mes de febrero, se registraron convenios colectivos que afectan a algo más de cuatro millones de trabajadores, aproximadamente un 45% del total de trabajadores cubiertos por la negociación colectiva en 2002. El aumento salarial medio pactado para 2003 es del 3,5%, frente al 3,1% de 2002, antes de incorporar el efecto de cláusulas de salvaguarda. Las primeras estimaciones en relación con este efecto en 2002 lo sitúan en, aproximadamente, 0,7 puntos porcentuales, que se añadirían al aumento de las tarifas en 2003. Entre los convenios firmados para 2003, el aumento de las tarifas en los convenios de nueva firma es del 2,7%, en línea con el contenido del Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva, si bien todavía afecta a un número muy reducido de trabajadores. Por su parte, los convenios revisados, cuyo registro está muy avanzado, incorporan una subida salarial del 3,5%.

Según el índice de costes laborales (ICL), los costes totales por trabajador y mes aumentaron un 4,6% en el cuarto trimestre, tres décimas más que en el período anterior. Los dos componentes del coste laboral experimentaron un repunte en su tasa de crecimiento, si bien el coste salarial se aceleró solo una décima (hasta el 3,9%), mientras que los otros costes crecieron un 6,6%, ocho décimas más que en el trimestre anterior. En el conjunto del año, los costes laborales totales por trabajador y mes se incrementaron un 4,4%, 0,3 puntos porcentuales por encima del crecimiento en el año precedente; el crecimiento de los costes salariales se aceleró hasta el 3,9%, mientras que los costes no salariales, aunque se desaceleraron ligeramente, mantuvieron un crecimiento muy elevado (6%). Por ramas de actividad, en el último trimestre de 2002 el coste laboral por persona y mes aumentó un 5,4% en la industria (4,8% en el conjunto del año), un 4,4% en los servicios (4,4% en el año) y un 4,7% en la construcción (4,8% en la media anual).

En este contexto de crecimiento estable de los costes laborales unitarios, el deflactor del valor añadido en la economía de mercado mantuvo también estable su ritmo de aumento en la segunda mitad de 2002 (alcanzando un aumento del 4,5% en el conjunto del año), aunque se esti-

## RECUADRO 3

## La reforma de la protección por desempleo

La aprobación el pasado 12 de diciembre de la Ley 45/2002, de medidas urgentes para la reforma del sistema de protección por desempleo y mejora de la *ocupabilidad*, supuso la introducción de una serie de modificaciones en el sistema de protección por desempleo, que se analizan a continuación. El conjunto de medidas contenido en esta Ley puede agruparse en tres grandes puntos: *i*) cambios en las condiciones para acceder a las prestaciones por desempleo; *ii*) modificaciones en la reglamentación de los salarios de tramitación y en las prestaciones por desempleo de colectivos específicos, y *iii*) prohibición de nuevos entrantes en el subsidio a los trabajadores agrarios de Andalucía y Extremadura. Finalmente, se comenta brevemente la nueva prestación asistencial en estas dos regiones aprobada por el Real-Decreto 426/2003 el pasado 11 de abril.

En primer lugar, se han introducido modificaciones en las condiciones para acceder a la prestación por desempleo, que incluyen, como requisito imprescindible para acceder a esta prestación, que los desempleados firmen un compromiso de actividad en el que manifiesten su disponibilidad para realizar todas aquellas acciones que mejoren su *ocupabilidad* y para aceptar las ofertas de empleo que se les remitan. Se ha establecido, no obstante, un período inicial de 100 días durante el cual los desempleados no están obligados a aceptar las medidas propuestas de los Servicios Públicos de Empleo (SPE). Además, se ha modificado la definición de empleo adecuado para incentivar que un mayor número de ofertas de empleo sea aceptado por los trabajadores y, a su vez, se ha cambiado el régimen sancionador, introduciendo una pérdida progresiva de la prestación por desempleo ante los rechazos de las ofertas de empleo.

En conjunto, estas medidas afectan a las condiciones generales para acceder a las prestaciones contributivas por desempleo y tienen por objetivo incrementar tanto la búsqueda activa de un empleo por parte de los desempleados como los incentivos para aceptar las ofertas de empleo que realicen los SPE. Sin embargo, para que tengan efectos relevantes sobre el funcionamiento del mercado de trabajo, resulta imprescindible que vayan acompañadas por una mejora sustancial del papel de las oficinas públicas de empleo como intermediadoras en el mercado de trabajo (1), incrementando las ofertas ofrecidas a los desempleados y mejorando las actividades encaminadas a su reinserción profesional. A su vez, resulta necesario que el amplio margen de maniobra otorgado a las oficinas en la nueva definición de empleo adecuado sea utilizado para permitir que las sanciones impuestas sean compatibles con una búsqueda eficiente del mejor puesto de trabajo posible para el desempleado.

En segundo lugar, se ha modificado la normativa sobre los salarios de tramitación y se han introducido cambios en el sistema de prestaciones por desempleo en relación con los emigrantes retornados, el cobro de la prestación en períodos de vacaciones no disfrutados, la compatibilidad de prestaciones por desempleo con salarios para determinados colectivos, la redefinición de las rentas incompatibles con el subsidio por desempleo y los beneficiarios de la renta activa de inserción, los trabajadores fijos discontinuos y, por último, se ha introducido una bonificación del 100 % de la cuota de la Seguridad Social durante un año a las mujeres desempleadas tras tener un hijo.

Respecto a los salarios de tramitación, la Ley ha introducido la posibilidad de que el empresario acepte la improcedencia del despido y renuncie al procedimiento judicial, poniendo a disposición del trabajador la indemnización correspondiente, antes del acto de conciliación con el trabajador (2). A partir de ese momento, el empresario deja de estar obligado a pagar estos salarios y no deberá pagar ninguna cantidad al trabajador por este concepto si lo realiza antes de las 48 horas siguientes a la notificación del despido. Por tanto, la nueva regulación permite a las empresas reducir los costes de despido en una cuantía aproximada a un mes de salario, a cambio de una aceptación inmediata de la improcedencia del despido. En este caso, el trabajador estará en situación legal de desempleo desde la notificación del despido y recibirá la indemnización por despido improcedente. No obstante, debe tenerse en cuenta que esta nueva normativa puede reducir aún más los despídos procedentes, a pesar de que están sujetos a unas indemnizaciones más reducidas que los improcedentes.

El resto de medidas supone ajustes en la protección por desempleo con efectos sobre colectivos específicos menos relevantes en el funcionamiento general del sistema de prestaciones. Cabe destacar que la protección por desempleo de los trabajadores fijos discontinuos se mantiene para todos aquellos contratos realizados para actividades a fecha cierta, siempre que su contrato sea anterior a la reforma de marzo de 2001. Con posterioridad a esta reforma, todos los contratos que antes se firmaban bajo la modalidad de fijos-discontinuos para actividades a fecha cierta, pasaron a ser considerados contratos a tiempo parcial.

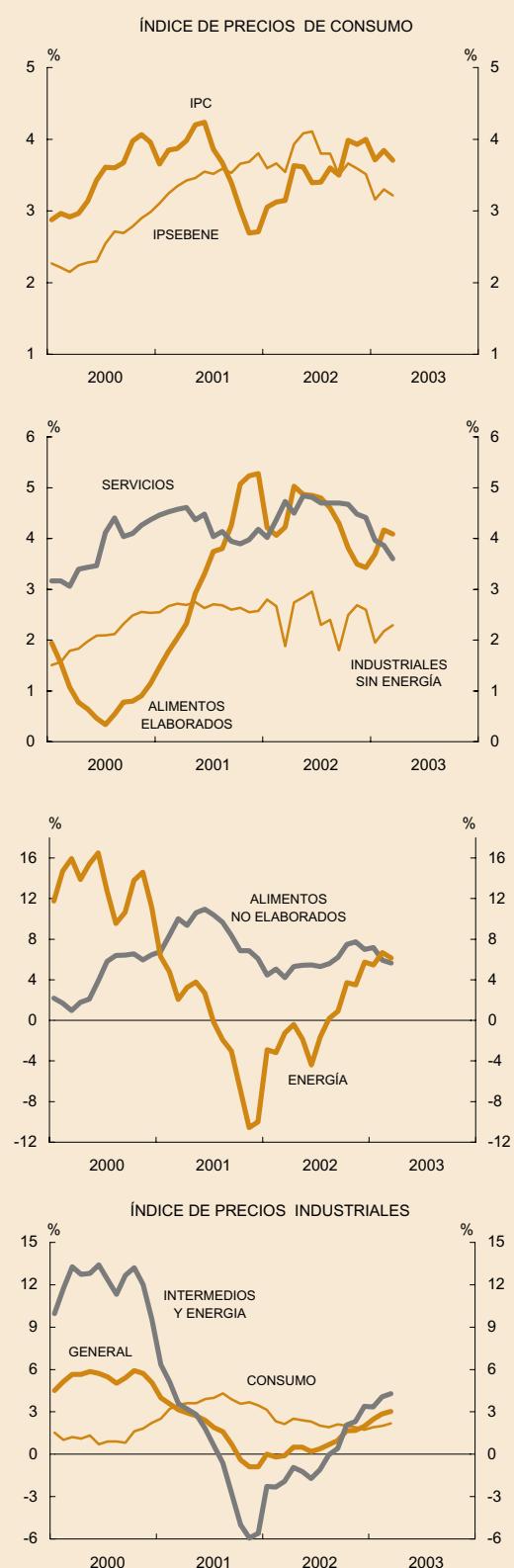
En tercer lugar, la reforma del subsidio agrario en Andalucía y Extremadura incluye la prohibición del acceso de nuevos beneficiarios al sistema actual, la creación de un sistema contributivo para los eventuales agrarios de cualquier Comunidad Autónoma y diversas medidas para impulsar la movilidad geográfica de los actuales beneficiarios. No obstante, el Real Decreto 426/2003, recientemente aprobado, introduce un nuevo sistema asistencial de protección para los trabajadores agrarios de Andalucía y Extremadura excluidos por esta reforma, con unas características similares al vigente anteriormente.

La reforma aprobada por la Ley 45/2002 supone la desaparición paulatina del sistema actual de subsidio agrario para los trabajadores agrarios eventuales en Andalucía y Extremadura, lo que puede tener efectos positivos en tanto que el actual sistema tiene problemas evidentes a la hora de ofrecer los incentivos adecuados para la reincorporación laboral de sus beneficiarios. Como alternativa, en primer lugar, se introduce un sistema contributivo puro para todos los trabajadores eventuales agrarios de cualquier Comunidad Autónoma —que resulta ser menos generoso que el sistema contributivo general—. En segundo lugar, el Real Decreto aprobado el pasado 11 de abril establece un sistema de subsidio agrario para los beneficiarios excluidos por la Ley 45/2002, que, en algunos aspectos, es bastante similar al existente anteriormente. Sin embargo, contiene varias modificaciones que intentan paliar algunas de las deficiencias básicas del antiguo sistema. Por ejemplo, se limita el número de solicitudes del subsidio a un máximo de seis veces, para evitar la permanencia indefinida en el sistema asistencial, se establecen medidas de reincisión laboral, que el INEM debe diseñar para los desempleados agrarios, y se incorporan incentivos al trabajo por encima de las 35 jornadas mínimas.

(1) En la actualidad, su papel está más centrado en la gestión de las prestaciones. Por ejemplo, las oficinas públicas de empleo solo traman alrededor del 15 % de las colocaciones registradas.

(2) Anteriormente, el acto de conciliación era el primer momento en el que el empresario podía aceptar la improcedencia del despido y consignar la indemnización correspondiente al trabajador. Este proceso suponía, en promedio, en torno a un mes de salario de tramitación.

GRÁFICO 21

Indicadores de precios (a)  
España

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

ma que ha podido desacelerarse ligeramente al comienzo de 2003. En cualquier caso, el excedente bruto por unidad de producto ha seguido creciendo por encima del deflactor durante todo ese período, dando lugar a una ampliación del margen empresarial, como se aprecia en el gráfico 20. En el gráfico se observan también diferencias importantes en la evolución de los costes y los márgenes entre las distintas ramas de actividad. Así, en el cuarto trimestre del año el deflactor del valor añadido en la industria y energía se desaceleró seis décimas, situándose en el 4,5%, mientras los costes laborales unitarios solo lo hicieron en tres, como resultado del mayor dinamismo de la productividad. De esta forma, el excedente unitario desaceleró su ritmo de crecimiento, a pesar de lo cual siguió creciendo por encima de los precios. En los servicios de mercado, el deflactor creció dos décimas más que el trimestre anterior, mientras que los costes laborales unitarios se desaceleraron en la misma magnitud, dando lugar a una ampliación de márgenes —con un crecimiento del excedente unitario por encima del deflactor— por primera vez en el año. Por último, en la rama de construcción, los costes laborales unitarios mantuvieron tasas de variación negativas, mientras que el deflactor se aceleró significativamente; por lo tanto, el excedente unitario mantuvo tasas de crecimiento muy elevadas y se produjo una notable ampliación de márgenes.

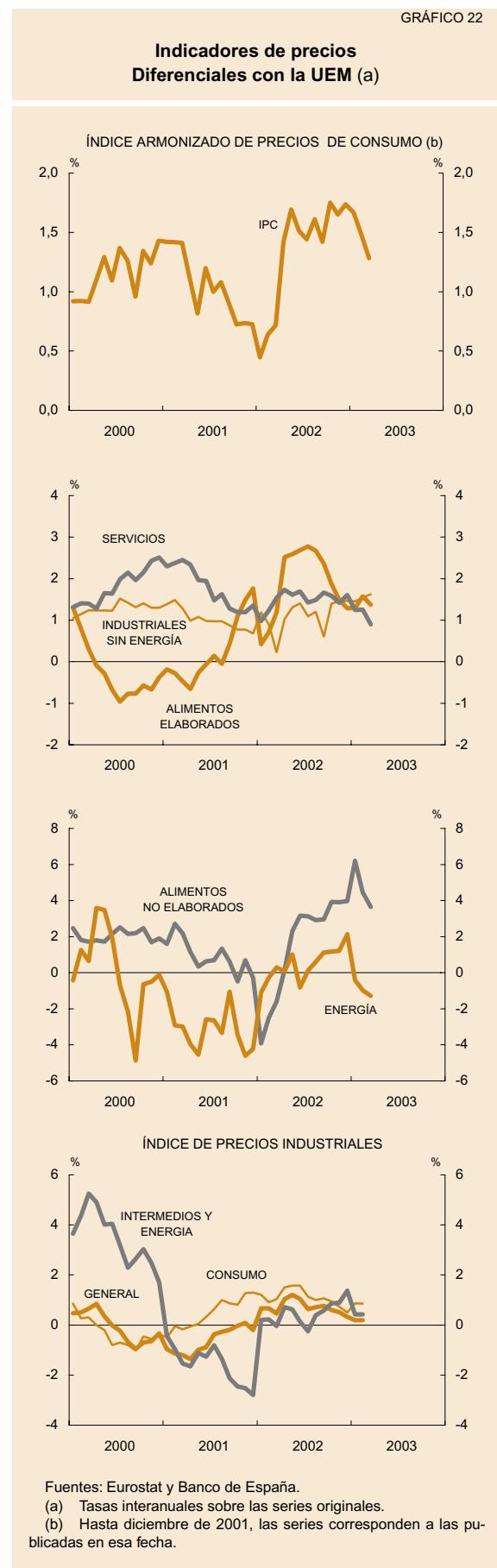
Cabe señalar que el deflactor del valor añadido para el conjunto de la economía registró tasas de variación más moderadas que el de la economía de mercado en 2002 (creciendo un 4,1%), si bien su perfil de aceleración a lo largo del año fue similar. A su vez, el deflactor de la demanda final se incrementó un 3,1% en 2002, reflejando el impacto moderador de los descensos de precios de importación (el deflactor correspondiente se redujo un 0,9%), si bien terminó el año repuntando hasta el 3,4%. Los indicadores de precios finales disponibles para los primeros meses de 2003 indican que en este período se ha producido una moderación de los aumentos de precios.

En línea con lo comentado para el deflactor de la demanda final, la tasa de variación interanual del IPC se incrementó en el último trimestre del pasado año, hasta alcanzar un nivel del 4%. Sin embargo, en el primer trimestre de 2003 se han moderado las tensiones en los precios y el crecimiento del IPC se ha situado, en marzo, en el 3,7% (véase gráfico 21). Por su parte, el IPSEBENE —una de las medidas habituales del núcleo inflacionista— ha recortado también en tres décimas de punto porcentual su ritmo de avance, alcanzando una tasa interanual del 3,2% en marzo. La evolución del índice general se ha visto afectada por los abultados aumentos de los precios energéticos y, en

menor medida, de los correspondientes a los alimentos. Por el contrario, los precios de los servicios y los de los bienes industriales no energéticos se han moderado apreciablemente en los primeros meses del año.

La evolución del IPC ha venido muy condicionada por el fuerte deterioro observado en los precios de la energía, como consecuencia de la escalada de precios del crudo en los mercados internacionales, ante la incertidumbre generada por la guerra en Irak. A partir del mes de abril se han producido, de nuevo, ajustes importantes a la baja, que se harán sentir en los meses siguientes. Los precios de los bienes industriales no energéticos registraron en marzo una tasa de variación interanual del 2,3%, tres décimas por debajo de la de diciembre, que, en parte, podría estar reflejando la desaparición de los efectos alcistas derivados de la introducción del euro. Por su parte, los precios de los servicios mantuvieron una tendencia a la ralentización, iniciada a mediados del pasado año, y su tasa de crecimiento interanual se recortó hasta el 3,6% al finalizar el primer trimestre, casi un punto porcentual por debajo de la tasa media del último trimestre de 2002. También en este caso el descenso de la tasa interanual estaría recogiendo el descuento de los posibles efectos al alza derivados de la puesta en circulación del euro. Entre las partidas que pudieran haberse visto más afectadas por este hecho se encuentran las relacionadas con el turismo y hostelería. Además, a comienzos del año se produjo un encarecimiento de las comunicaciones, debido a un incremento de la cuota de abono por parte del operador principal de telefonía fija y a un aumento de las tarifas postales. Por último, los precios de los alimentos han aumentado en el primer trimestre de 2003 a una tasa muy similar a la del último trimestre de 2002 (un 4,8%), al haberse compensado la aceleración de los precios de los productos elaborados con la evolución favorable de los alimentos no elaborados. Cabe destacar el aumento del precio del tabaco y el tensionamiento en el precio del vino, y resultaron abultadas las caídas de precios de algunas carnes.

La desaceleración de los precios de consumo en España —medidos ahora por el índice armonizado (IAPC)— en el primer trimestre de 2003 contrasta con el ligero repunte que registraron en el conjunto de la UEM, de forma que el diferencial de inflación con la zona se estrechó en tres décimas, hasta 1,4 puntos porcentuales en febrero (véase gráfico 22). Tanto los precios de los servicios como los de la energía contribuyeron al estrechamiento del diferencial, observándose un diferencial favorable a España en este segundo caso. El diferencial de inflación de los bienes industriales no energéticos ha



permanecido relativamente estabilizado, mientras se ha observado un deterioro en el caso de los precios de alimentos.

El índice de precios industriales (IPRI) se ha acelerado en los últimos meses, alcanzando una tasa de variación interanual del 3% en marzo, más de un punto porcentual por encima de la media del último trimestre de 2002. La aceleración se ha debido, fundamentalmente, al deslizamiento observado en los precios de producción de la energía, cuya tasa de variación interanual se ha situado en el 9,5%. Por otra parte, los precios de los bienes intermedios no energéticos han detenido la aceleración que registraron hasta finales de 2002, y mantienen tasas de variación del 1,5%, mientras que los precios de producción de los bienes de consumo han seguido acelerándose, creciendo un 2,2% interanual en marzo. Los precios de los bienes de equipo evolucionan a una tasa del 1,4%.

#### 4.4. La actuación del Estado

Las cifras publicadas sobre la ejecución del presupuesto del Estado hasta el mes de marzo del 2003 en términos de Contabilidad Nacional muestran un aumento del superávit en las cuentas del Estado en comparación con el mismo período del año anterior. No obstante, hay que señalar que la comparación con las cifras del 2002 (tanto en Contabilidad Nacional como en caja) se encuentra distorsionada por el proceso de transferencia de competencias de ingresos y gastos a las Comunidades Autónomas que se desarrolló a lo largo del 2002, y que puede estar incidiendo en dicha comparación, aunque en menor medida que el año anterior. Por otra parte, se ha modificado el calendario del ingreso de las retenciones del trabajo procedentes de las Administraciones Públicas, que, desde principios de este año, ha pasado a realizarse con periodicidad mensual (el ingreso correspondiente al primer trimestre del 2002 se produjo en abril de ese año). Además, una parte importante de los ingresos del IRPF en estos primeros meses no está afectada todavía por la rebaja en las retenciones motivada por la reforma de este impuesto. Las tasas de variación que aparecen en la última columna del cuadro 3 reflejan estos hechos.

En los tres primeros meses del año, el Estado acumuló un superávit de 3.642 millones de euros (un 0,5% del PIB), frente a los 3.164 millones de euros (mismo porcentaje sobre el PIB) registrados en idéntico período del año anterior (véase el cuadro 3). Tanto los ingresos como los gastos disminuyeron ligeramente respecto al mismo período del año anterior (un 0,8% y un 2,8%, respectivamente), por el efecto

residual del cambio de financiación autonómica. Entre las rúbricas no afectadas por este cambio, cabe destacar los menores recursos por rentas de la propiedad, debido al descenso de los beneficios del Banco de España. Entre los gastos, destaca el crecimiento de las compras (30,1%) y de la inversión (un 65%).

En términos de caja, los últimos datos disponibles indican que en el primer trimestre del 2003 se produjo una ligera reducción en el déficit del Estado, que quedó situado en 2.807 millones de euros, frente a los 2.846 millones de déficit acumulado en el período enero–marzo del 2002. Esta reducción del déficit de caja contrasta con el aumento presupuestado para el conjunto del año (cuadro 3), aunque hay que tener en cuenta los efectos de calendario que afectan a la comparación con el año anterior, a los que ya se ha hecho referencia.

Para el análisis de la evolución de los ingresos se cuenta con datos sobre la totalidad de la recaudación de las principales figuras impositivas, tanto de la parte asignada al Estado como de la que corresponde a las Comunidades Autónomas, no incluidas estas últimas en el cuadro 3. Así, en términos agregados, el IRPF tuvo un crecimiento del 14,7% en el primer trimestre, acelerándose notablemente respecto al conjunto del año anterior. Esta fuerte aceleración del IRPF, no obstante, se ha debido al efecto de calendario citado en relación con las retenciones del trabajo. Los impuestos indirectos, por su parte, registraron en estos meses un avance similar al del conjunto del año 2002. El IVA tuvo un crecimiento, en términos homogéneos, del 6,1% (frente al 6,4% en el año 2002), mientras que los impuestos especiales aumentaron un 5,3% (4,6% en el año precedente). Cabe añadir, finalmente, que la caída registrada en los ingresos no impositivos refleja la reducción de los ingresos patrimoniales del Estado y que los datos sobre el Impuesto de Sociedades no son todavía representativos.

Por el lado del gasto, se observa en el primer trimestre una caída con respecto al mismo período del año anterior, debida al capítulo de transferencias corrientes, que, influidas todavía por el nuevo sistema de financiación de las Comunidades Autónomas, se redujeron un 11% (véase cuadro 3). Por su parte, los gastos de funcionamiento (personal y compras) registraron notables crecimientos, especialmente altos en el caso de las compras, que se incrementaron un 14,6%, lo que contrasta fuertemente con la caída del 12,4% presupuestada para el conjunto del año 2003. Finalmente, los gastos de capital también aumentaron por encima de la previsión presupuestaria, tanto en el caso de las inversiones reales como en el de las transferencias de capital.

CUADRO 3

## Estado. Ejecución presupuestaria

Millones de € y %

	Liquidación 2002	Variación porcentual 2002/2001	Presupuesto 2003	Variación porcentual 2003/2002	Liquidación		
					2002		2003
					1	2	3
1. Ingresos no financieros	<b>108.456</b>	<b>-13,4</b>	<b>105.696</b>	<b>-2,5</b>	<b>27.948</b>	<b>27.085</b>	<b>-3,1</b>
	Impuestos directos	55.531	-0,3	55.218	-0,6	10.327	11.147
	IRPF	32.268	-11,5	32.217	-0,2	9.326	10.930
	Sociedades	21.420	24,4	21.090	-1,5	601	-173
	Otros (a)	1.843	-2,9	1.911	3,7	400	391
	Impuestos indirectos	38.026	-28,5	37.741	-0,7	13.751	12.740
	IVA	25.720	-25,8	25.742	0,1	10.600	10.015
	Especiales	10.347	-37,7	9.880	-4,5	2.681	2.233
	Otros (b)	1.959	2,5	2.119	8,2	470	493
	Otros ingresos	14.898	-8,8	12.736	-14,5	3.870	3.197
2. Pagos no financieros	<b>111.082</b>	<b>-13,3</b>	<b>114.517</b>	<b>3,1</b>	<b>30.794</b>	<b>29.891</b>	<b>-2,9</b>
	Personal	17.554	4,3	18.490	5,3	3.843	4.200
	Compras	2.843	11,3	2.491	-12,4	565	648
	Intereses	18.863	3,3	19.672	4,3	7.465	7.575
	Transferencias corrientes	58.324	-24,4	57.500	-1,4	15.373	13.682
	Fondo de contingencia	—	—	2.290	—	—	—
	Inversiones reales	7.043	9,0	7.247	2,9	2.095	2.211
	Transferencias de capital	6.455	-5,3	6.827	5,8	1.452	1.576
3. Saldo de caja (3 = 1 - 2)	<b>-2.626</b>	<b>—</b>	<b>-8.821</b>	<b>—</b>	<b>-2.846</b>	<b>-2.807</b>	<b>—</b>
	PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL (c) :						
Ingresos no financieros	110.819	-12,5	—	—	27.858	27.639	-0,8
Pagos no financieros	114.395	-12,4	—	—	24.694	23.997	-2,8
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	<b>-3.576</b>	<b>—</b>	<b>-3.620</b>	<b>—</b>	<b>3.164</b>	<b>3.642</b>	<b>—</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) Las cifras son conformes con el criterio del Protocolo sobre Déficit Excesivo.

En cuanto a la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social, se cuenta solo con información parcial del Sistema, referida al mes de enero. En términos de derechos reconocidos, las cotizaciones sociales han experimentado un aumento del 8% respecto a enero del año anterior, lo que supone una apreciable aceleración respecto a la evolución seguida en 2002. Esta aceleración se explica solo en muy pequeña parte por un mayor crecimiento del número de afiliados a la Seguridad Social, que ha sido del 3,1% en enero de 2003 y ha continuado acelerándose hasta el 3,3% en marzo (3% en 2002). Por el lado del gasto, las pen-

siones aumentaron un 5,5% en enero de 2003 respecto al mismo mes del año anterior, 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 1% en enero. Las prestaciones por desempleo se redujeron un 3,4% hasta febrero, en consonancia con la desaceleración del paro registrado (creció un 5,1% hasta marzo, frente al 7,4% en el conjunto de 2002) y la disminución de la tasa de cobertura, que se situó en el 70,8% hasta febrero, frente al 71,6% con que terminó el año 2002.

CUADRO 4		
Balanza de pagos: resumen (a)		
	Millones de euros	
	ENERO-ENERO	
	2002	2003
	INGRESOS	
<b>Cuenta corriente</b>	<b>19.024</b>	<b>20.046</b>
Mercancías	10.385	10.592
Servicios	4.431	4.751
Turismo	2.094	2.121
Otros servicios	2.337	2.630
Rentas	2.025	1.953
Transferencias corrientes	2.185	2.751
<b>Cuenta de capital</b>	<b>1.639</b>	<b>1.378</b>
	<hr/>	
	PAGOS	
<b>Cuenta corriente</b>	<b>20.099</b>	<b>22.246</b>
Mercancías	12.718	13.286
Servicios	3.332	3.575
Turismo	553	578
Otros servicios	2.778	2.997
Rentas	3.072	3.816
Transferencias corrientes	977	1.568
<b>Cuenta de capital</b>	<b>93</b>	<b>101</b>
	<hr/>	
	SALDOS	
<b>Cuenta corriente</b>	<b>-1.075</b>	<b>-2.199</b>
Mercancías	-2.334	-2.694
Servicios	1.099	1.176
Turismo	1.541	1.543
Otros servicios	-442	-367
Rentas	-1.048	-1.864
Transferencias corrientes	1.207	1.183
<b>Cuenta de capital</b>	<b>1.547</b>	<b>1.276</b>

Fuente: Banco de España.  
(a) Avance provisional.

#### 4.5. La balanza de pagos y la cuenta de capital en la economía

En el primer mes de 2003, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 923 millones de euros, frente al superávit de 423 millones de euros observado en enero del ejercicio anterior. Este resultado refleja, fundamentalmente, el deterioro del saldo por cuenta corriente, que amplió su déficit en 1.124 millones de euros, hasta los 2.199 millones de euros. También contribuyó el descenso de 270 millones de euros en el superávit por cuenta de capital. Por partidas de la cuenta corriente, el empeoramiento fue generalizado, a excepción del saldo de servicios, que mejoró; el saldo de la balanza de rentas se deterioró notablemente, el déficit comercial registró una sensible ampliación y el

superávit por transferencias corrientes descendió ligeramente.

En enero de 2003, el déficit de la balanza comercial registró un empeoramiento de 361 millones de euros sobre el nivel alcanzado en enero del año anterior; en tasas interanuales, el saldo negativo aumentó un 15,5%. Este deterioro prolonga los ya observados en los meses finales de 2002, y está relacionado con la fuerte escalada de los precios de los productos petrolíferos importados en este período. En cuanto a los servicios, el saldo positivo en enero de 2003 fue de 1.176 millones de euros, 77 millones por encima del contabilizado en igual mes del año anterior. Esta mejora se explica por la corrección del 16,9% que reflejó el déficit de servicios no turísticos, ya que el superávit por turismo fue muy similar al de un año antes. Los ingresos por turismo crecieron un 1%, prolongando la tónica ligeramente positiva iniciada a finales de 2002, mientras que los pagos avanzaron un 4,6% en enero de 2003, prolongando el tono más moderado que registraron en el trimestre anterior.

El déficit de la balanza de rentas registró un deterioro de 816 millones de euros en enero de 2003, en relación con el observado en idéntico mes del ejercicio anterior, situando su déficit en 1.864 millones de euros. Los ingresos descendieron un 3,6%, afectados por las menores entradas de beneficios procedentes de las inversiones en el exterior, ante la debilidad de la actividad mundial, así como por el propio recorte de las inversiones en los años recientes. Los pagos, sin embargo, reflejaron un importante repunte en enero (24,2%), debido al notable incremento de los realizados por el sector privado no financiero.

El superávit de la balanza de transferencias corrientes se situó en 1.183 millones de euros en el primer mes del año, lo que supone un descenso de 24 millones de euros en relación con el nivel observado en enero de 2002. Los ingresos aumentaron un 25,9%, fruto del notable impulso que experimentaron los flujos procedentes de la UE en concepto de FEOGA-Garantía, mientras que los pagos crecieron a un ritmo todavía mayor (60,4%) por el incremento de los pagos destinados a la UE en concepto de Recurso IVA y Recurso PNB.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 1.276 millones de euros en enero de 2003, 270 millones de euros menos que en idéntico mes del año anterior, debido al retroceso que experimentó la mayoría de los fondos estructurales procedentes de la UE, que, no obstante, suelen mostrar retrasos en los primeros meses del año.

## 5. Evolución financiera

### 5.1. Rasgos más destacados

Durante el cuarto trimestre de 2002 se produjo una cierta recuperación en los mercados financieros internacionales, que también se reflejó en los españoles (véase gráfico 23). De este modo, el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) aumentó un 10%, con lo que las pérdidas acumuladas en el año se redujeron hasta el 23,1%. Esta evolución vino acompañada de un descenso en la volatilidad implícita del IBEX 35 y en las primas de riesgo crediticio de las empresas españolas negociadas en los mercados de derivados de crédito, tras los elevados niveles alcanzados en el tercer trimestre (en el recuadro 4 se explica el contenido informativo de las últimas). En los mercados de deuda pública, las rentabilidades continuaron mostrando una trayectoria descendente y el diferencial a largo plazo entre la deuda española y la alemana se estrechó en casi 11 puntos básicos (pb), hasta los 8 pb. En el mercado de la vivienda, los precios continuaron sin dar síntomas de desaceleración y cerraron el año con un ascenso del 17,4%, que situó su variación acumulada desde 1997 en el 60,7% en términos reales.

En la parte transcurrida de 2003 los precios negociados en los mercados bursátiles españoles han mostrado una elevada volatilidad, ligada fundamentalmente a la incertidumbre sobre los efectos del conflicto en Irak. A mediados del mes de abril, el IGBM se situaba alrededor de siete puntos porcentuales por encima del nivel con el que concluyó el año anterior, una evolución más favorable que la de la media de las bolsas de la UEM. En los mercados de derivados, las primas de riesgo crediticio de las principales empresas españolas en los sectores de telecomunicaciones y servicios públicos se han mantenido estables, mientras que para la industria petrolífera se han reducido significativamente. Finalmente, las rentabilidades negociadas en los mercados de deuda pública han presentado una tendencia descendente en todos plazos, que en el caso de los activos a largo plazo se ha invertido en el mes de marzo, hasta situarse los tipos de interés en niveles muy próximos a los de principios de año. En cambio, los de la deuda a corto plazo cerraron el primer trimestre 34 pb por debajo del nivel de finales de 2002.

En este contexto, el ahorro financiero del sector privado no financiero se recuperó moderadamente en el cuarto trimestre de 2002, de modo que sus necesidades de financiación alcanzaron el 2,9% del PIB (véase cuadro 5). Esta evolución, conjuntamente con el ligero desahorro de las Administraciones Públicas, llevó a que el saldo deudor de las operaciones financieras netas de la nación se situase en el 1,6% del PIB.

GRÁFICO 23

## Indicadores de precios de distintos activos



Fuentes: Bloomberg, JPMorgan, Credit Trade y Banco de España.

(a) Primas medias ponderadas por activos.

(b) Deflatado con el IPC.

La financiación concedida al sector privado no financiero siguió mostrando un elevado crecimiento durante el último trimestre de 2002. En el caso de los hogares, se observó incluso una cierta aceleración en el ritmo de expansión del crédito. Más concretamente, el destinado a la adquisición de vivienda continuó avanzando a tasas en el entorno del 17%, mientras que el obtenido para la adquisición de bienes duraderos y corrientes se desaceleró notablemente. Por su parte, los recursos ajenos captados por las sociedades no financieras crecieron a un ritmo ligeramente inferior al del trimestre anterior (13,9%). Esta evolución de los fondos obtenidos llevó a un nuevo aumento en el nivel de endeudamiento relativo de las familias y las empresas no financieras, que no se tradujo en incrementos de la carga financiera asociada, debido al comportamiento favorable del coste de la deuda. De acuerdo con la información provisional correspondiente al primer trimestre de 2003, los recursos captados por las empresas y las familias españolas continúan expandiéndose a tasas próximas al 14%.

Las empresas y familias españolas, pues, continuaron recurriendo durante el cuarto trimestre de 2002 —y es probable que siguieran haciéndolo en el primero del año en curso— a la financiación ajena para sustentar niveles de gasto superiores a los que se corresponderían con la evolución corriente de sus rentas. Este recurso, apoyado en su confianza en el mantenimiento del marco actual de estabilidad macroeconómica, está contribuyendo positivamente a moderar la intensidad de la fase de desaceleración cíclica experimentada por la economía española. Asimismo, las condiciones holgadas en las que ambos sectores están captando los nuevos fondos están permitiendo que la carga financiera asociada a ese mayor endeudamiento no se incremente, por lo que, a nivel agregado, la posición patrimonial de hogares y sociedades no parece suponer un obstáculo ni para el consumo ni para la inversión futuros.

No obstante, el mayor volumen de pasivos contraído supone un menor margen disponible para continuar sustentando las decisiones de gasto de estos sectores en un recurso intensivo a la financiación ajena. Análogamente, el mayor endeudamiento de empresas y familias conlleva también una mayor sensibilidad de sus decisiones de gasto a los cambios en las variables que determinan la evolución tanto de los costes de esa deuda como de la capacidad del sector para hacer frente al servicio de la misma.

## 5.2. El sector de hogares

En el cuarto trimestre de 2002 el ahorro financiero neto de los hogares fue del 0,9 % del

## RECUADRO 4

**El contenido informativo de los derivados crediticios**

Los derivados crediticios son instrumentos financieros que pueden utilizarse para transferir riesgo de crédito desde los agentes expuestos a este hacia otros que desean tomarlo. La negociación con estos instrumentos se inició a principios de la década de los noventa y durante los últimos tres años su actividad ha crecido exponencialmente. Los seguros de riesgo crediticio (SRC) (1), que son los más negociados, proporcionan protección contra el riesgo de que se produzca un suceso crediticio (quiebra, suspensión de pagos u otros) por parte de una empresa o de un emisor soberano. El comprador de protección realiza un pago periódico (prima) a su contrapartida hasta el vencimiento de la operación o hasta la ocurrencia del suceso crediticio contra el que se protege. En este último caso, el comprador de protección es compensado por la pérdida, que es igual a la diferencia entre el valor a la par del bono o el préstamo y su valor de mercado después del suceso.

De este modo, los precios de los SRC proporcionan información relevante sobre la calidad crediticia de las entidades de referencia. Así, ante incrementos (reducciones) en la probabilidad de quiebra estimada por el mercado, las primas tenderán a aumentar. En ausencia de distorsiones, existe una relación de no arbitraje que garantiza la igualdad entre las primas y el diferencial crediticio de los bonos (diferencia entre la rentabilidad del bono y la de un activo sin riesgo), que es el indicador tradicional de riesgo corporativo. La prima de los SRC presenta, sin embargo, algunas ventajas prácticas en comparación con dicho indicador tradicional. Así, los precios de los SRC reflejan el riesgo a un plazo fijo, mientras que en el mercado de bonos la información disponible se refiere a instrumentos cuya vida residual se reduce con el paso del tiempo, por lo que, para calcular un indicador de riesgo a un plazo constante, se necesita cambiar periódicamente de activo. Por otra parte, en el mercado de bonos se negocian generalmente más de una referencia de un mismo emisor con plazos similares y, en ocasiones, precios diferentes. En estas circunstancias, no es obvio cuál es el activo más representativo que debe elegirse. En cambio, en el mercado de SRC se negocia un único instrumento para cada plazo.

En el cuadro adjunto se muestran los principales resultados de la comparación entre las primas de los SRC y los diferenciales crediticios (calculados utilizando los tipos *swap* para aproximar el tipo de interés libre de riesgo) para una muestra de empresas europeas y estadounidenses (2). Las dos primeras columnas muestran el valor medio del diferencial entre ambos indicadores (o «base») y su valor absoluto para el total de emisores de la muestra y para algunos grupos concretos. Según se observa, la base media es positiva en todos los casos considerados, si bien está muy próxima a cero, lo que indica que a largo plazo la información que proporcionan ambos indicadores es la misma. El valor absoluto de la base es, asimismo, reducido, lo que sugiere que a corto plazo las primas de los SRC no se alejan significativamente de los diferenciales crediticios. Existen, no obstante, emisores para los que esto no se verifica, circunstancia que se produce principalmente en las sociedades europeas de peor calificación, para las que las primas tienden a estar por encima del diferencial crediticio de los bonos.

El hecho de que para la mayoría de los emisores la información que proporcionan los dos indicadores sea la misma a largo plazo no impide que a corto plazo la información se incorpore antes en uno de ellos. Para aproximar esta cuestión, la última columna del cuadro muestra la contribución del mercado de SRC a la formación de los precios relevantes, según una medida habitualmente utilizada en la literatura. Valores superiores (inferiores) al 50% indicarían que los SRC incorporan antes (más tarde) la información en relación con los bonos. Los resultados sugieren claramente que el indicador basado en los mercados derivados tiende a reaccionar con mayor celeridad ante cambios en la situación de las sociedades. Esta característica, junto con su mayor facilidad de cálculo, convierte a la prima de los SRC en un indicador preferible para analizar la evolución en la calidad crediticia de las empresas.

Además, para aquellas sociedades en las que el contenido informativo de los dos indicadores es distinto, existen argumentos para considerar que la mejor opción para analizar la evolución de la calidad crediticia de esas compañías sería combinar ambos indicadores, tomando el precio de los SRC como una cota superior del riesgo de crédito, mientras que el diferencial crediticio proporcionaría una cota inferior.

(1) En inglés estos contratos se denominan *single-name credit default swap*.

(2) Para mayor detalle, véase el artículo «El contenido informativo de los derivados crediticios», elaborado por Roberto Blanco, publicado en el *Boletín económico* de enero de 2003.

**Las primas de los SRC frente al diferencial crediticio de los bonos**

	Prima SRC-diferencial crediticio bonos (pb)	Contribución del mercado de SRC a la formación de precios (%)
	Nivel medio	
Total de la muestra	5,5	14,6
Sociedades con rating AAA-AA	6,9	11,6
Sociedades con rating A	0,5	13,0
Sociedades con rating BBB	14,9	22,5
Sociedades europeas	7,4	17,3
Sociedades americanas	3,5	11,7

CUADRO 5

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

% PIB

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

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.

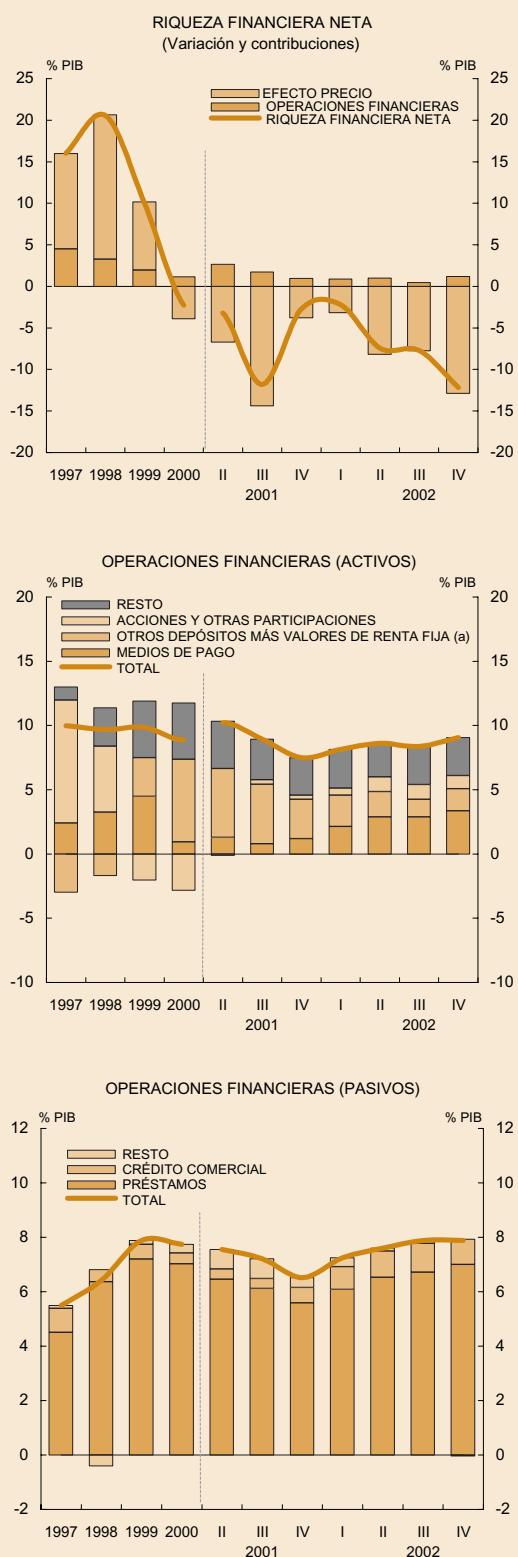
PIB, con lo que, en términos acumulados de cuatro trimestres, se situó en el 1,2% del PIB (véase cuadro 5). Esto supuso una cierta recuperación en relación con el año anterior, aunque moderada, sobre todo teniendo en cuenta el clima de incertidumbre y la reducción de la riqueza financiera de las familias de un 12,2% del PIB acumulado en el conjunto de 2002 (véase gráfico 24). En relación con su RBD, el ahorro no destinado al servicio de la deuda volvió a disminuir hasta alcanzar el 1,1%, al tiempo que el nivel de endeudamiento tanto en términos de riqueza financiera como de RBD volvió a incrementarse (véase gráfico 25). Con

este nuevo ascenso, la *ratio* de deuda sobre RBD, aunque está todavía por debajo de la del Reino Unido y Estados Unidos, ha alcanzado ya el nivel medio de la UEM. No obstante, al igual que sucedió en el trimestre anterior, la trayectoria descendente de los tipos de interés permitió que este aumento en el nivel de deuda acumulada por las familias no se tradujese en una elevación de la carga financiera soportada.

En relación con sus decisiones de cartera, la adquisición de activos financieros por parte de los hogares fue superior a la del trimestre anterior, situándose, en términos acumulados

GRÁFICO 24

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

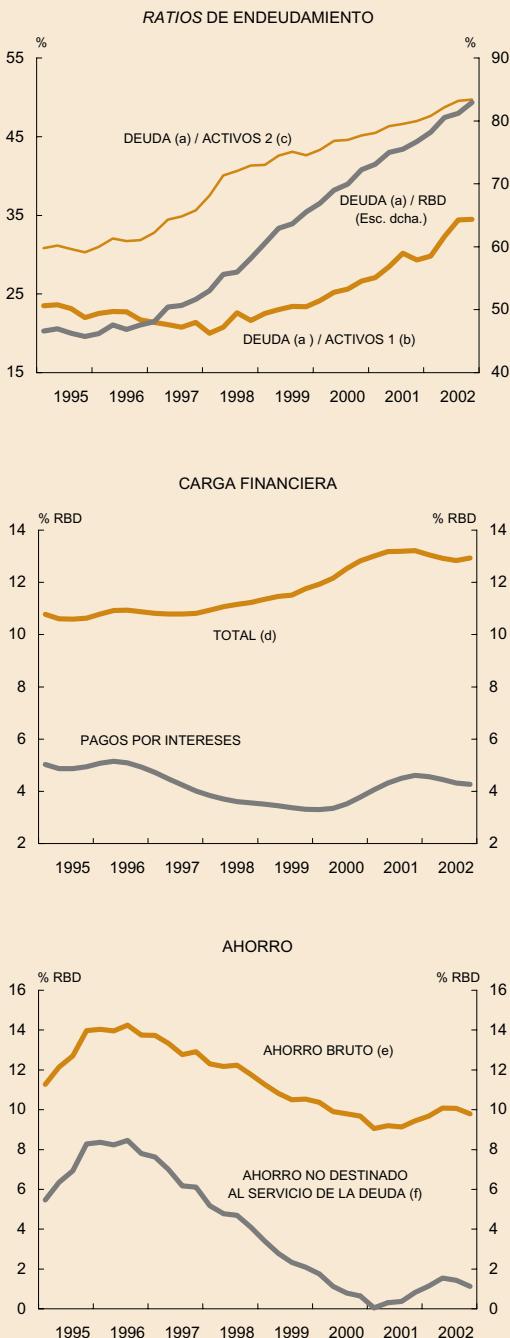


Fuente: Banco de España.

(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.

(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		
				II TR	III TR	IV TR
<b>HOGARES E I.S.F.L.S.H.:</b>						
<b>Operaciones financieras (activos)</b>	<b>9,9</b>	<b>8,9</b>	<b>7,5</b>	<b>8,6</b>	<b>8,4</b>	<b>9,1</b>
Medios de pago	4,5	0,9	1,2	2,9	2,9	3,4
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	3,0	6,4	3,1	2,0	1,4	1,7
Acciones y otras participaciones (b)	0,1	0,5	-0,4	0,3	0,5	0,7
Fondos de inversión	-2,2	-3,4	0,8	0,8	0,7	0,3
FIAMM	-1,4	-1,4	1,3	1,2	1,0	0,8
FIM	-0,8	-2,0	-0,5	-0,4	-0,3	-0,5
Reservas técnicas de seguros	3,3	3,5	2,6	2,3	2,2	2,2
De las cuales:						
Seguros de vida	2,0	1,9	1,4	1,2	1,2	1,3
Fondos de pensiones	1,0	1,4	0,9	0,9	0,8	0,7
Resto	1,1	0,9	0,4	0,3	0,7	0,7
<b>Operaciones financieras (pasivos)</b>	<b>7,9</b>	<b>7,7</b>	<b>6,5</b>	<b>7,6</b>	<b>7,9</b>	<b>7,9</b>
Créditos de entidades de crédito residentes (c)	7,1	7,0	5,4	6,4	6,6	6,8
Resto	0,8	0,8	1,1	1,2	1,3	1,0
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
<b>Operaciones financieras (activos)</b>	<b>17,6</b>	<b>27,5</b>	<b>17,7</b>	<b>14,9</b>	<b>14,6</b>	<b>13,4</b>
Medios de pago	0,7	0,9	1,7	1,6	1,4	1,4
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	-0,2	1,2	0,9	0,8	0,9	1,2
Acciones y otras participaciones	8,1	14,5	4,6	4,1	3,7	3,5
De las cuales:						
Frente al resto del mundo	6,5	10,9	3,7	3,0	2,6	2,4
Resto	9,0	10,9	10,6	8,3	8,6	7,2
<b>Operaciones financieras (pasivos)</b>	<b>19,9</b>	<b>31,1</b>	<b>22,2</b>	<b>19,1</b>	<b>18,7</b>	<b>17,4</b>
Créditos de entidades de crédito residentes (c)	5,3	7,6	6,9	6,8	6,7	6,6
Préstamos exteriores	3,0	3,5	3,6	2,9	2,7	3,2
Valores de renta fija (a)	0,5	-0,7	0,1	0,0	-0,1	-0,3
Acciones y otras participaciones	4,9	12,5	4,1	3,1	2,8	2,8
Resto	6,2	8,2	7,4	6,3	6,5	5,2
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
<b>Financiación (d)</b>	<b>19,5</b>	<b>18,8</b>	<b>15,3</b>	<b>14,5</b>	<b>14,3</b>	<b>14,3</b>
Hogares e ISFLSH	19,6	17,3	12,4	14,0	14,4	14,8
Sociedades no financieras	19,4	19,9	17,4	14,9	14,2	13,9

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 los créditos titulizados.

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

de cuatro trimestres, en el 9,1% del PIB (véase cuadro 6). Por instrumentos, continuó el desplazamiento hacia activos de menor riesgo, si bien, a diferencia de lo observado en 2001, la adquisición neta de valores de renta variable (acumulada en los cuatro trimestres del año) se situó en valores positivos. Así, la inversión neta en acciones y participaciones supuso un 0,7 % del PIB, mientras que las suscripciones netas de fondos de inversión siguieron siendo positi-

vas, aunque reducidas, como resultado de un aumento en las de participaciones en FIAMM superior a la desinversión en FIM.

Respecto a las operaciones de pasivo, la financiación recibida por las familias se aceleró en el cuarto trimestre de 2002 y creció a una tasa interanual del 14,8%. Este flujo supuso un 7,9% del PIB, la misma cifra que en el trimestre anterior. En cuanto a la distribución del crédito por fi-

nalidades, la evolución observada en la financiación es el resultado, nuevamente, de la elevada expansión de los préstamos destinados a la adquisición de vivienda (17,3%), mientras que el crédito para la adquisición de bienes duraderos y corrientes se desaceleró notablemente, pasando de una tasa de crecimiento interanual del 10,2% al 6,4%, pese a que a finales del pasado año se registró un ligero repunte de este componente del gasto, que, sin embargo, no parece haberse prolongado en los primeros meses de 2003.

### 5.3. El sector de sociedades no financieras

El saldo de las operaciones financieras netas de las sociedades no financieras se situó, en el cuarto trimestre de 2002, en el -0,4% del PIB, lo que en términos acumulados de cuatro trimestres supuso un saldo deudor del 4,1% del PIB (véase cuadro 5). La brecha de financiación (la diferencia entre la suma de las inversiones real y financiera permanente del sector y su ahorro bruto) alcanzó niveles similares a los del trimestre anterior (véase gráfico 26), lo que se reflejó en el mantenimiento de la tasa de crecimiento de la financiación ajena del sector en niveles cercanos al 14%. Este elevado ritmo de avance del recurso a la financiación ajena, combinado con una moderada evolución del resultado operativo —aproximado como el excedente bruto de explotación más ingresos financieros— y de los activos del sector, determinó un nuevo incremento de sus *ratios* de endeudamiento (véase gráfico 27). De acuerdo con la información de la Central de Balances, la distribución de estas *ratios* por tamaño y por sector de actividad es bastante heterogénea. En particular, las empresas grandes, las energéticas y las de las ramas de servicios de mercado presentan unos niveles de endeudamiento relativo más elevados que las del sector industrial y las compañías pequeñas y medianas.

Este aumento en los niveles de endeudamiento no se ha traducido, sin embargo, en incrementos en la carga financiera por intereses soportada por las empresas, debido a la evolución favorable del coste de financiación. De hecho, dicha carga se redujo en el trimestre 0,63 puntos porcentuales en relación con el resultado operativo del sector. No obstante, si se incluye también la deuda a corto plazo, la carga financiera resultante mostró un ligero aumento en el trimestre. De acuerdo con dicho indicador, las empresas grandes y las de servicios de mercado son las que soportan una mayor carga financiera relativa.

Por lo que se refiere a los beneficios de las sociedades no financieras, el resultado neto de

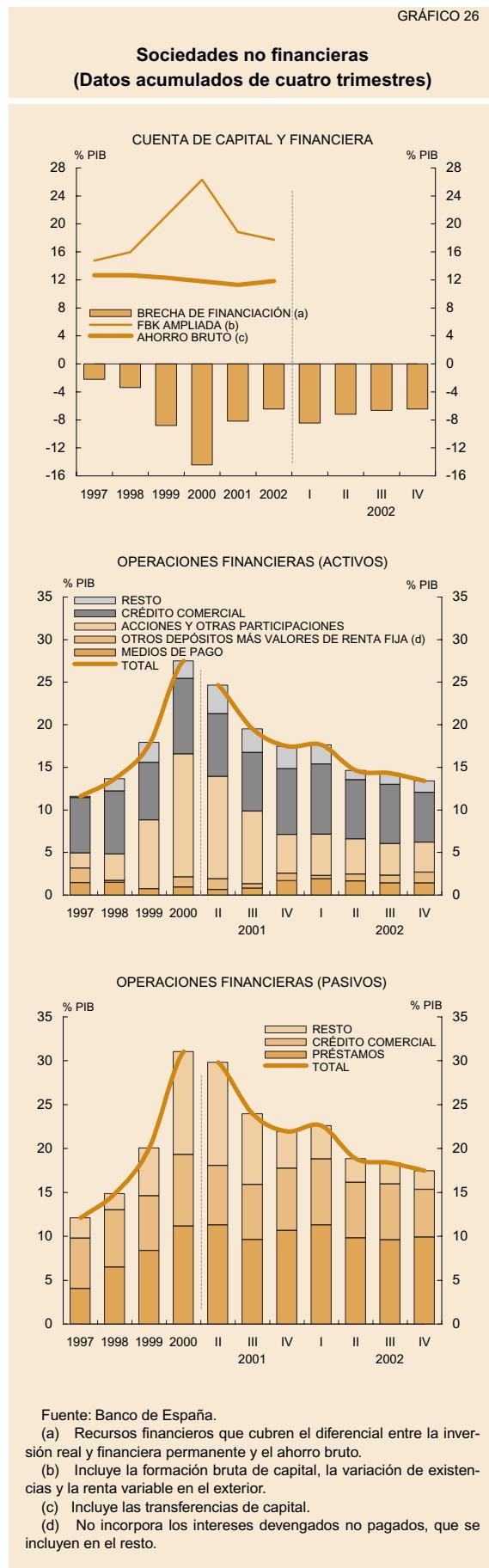
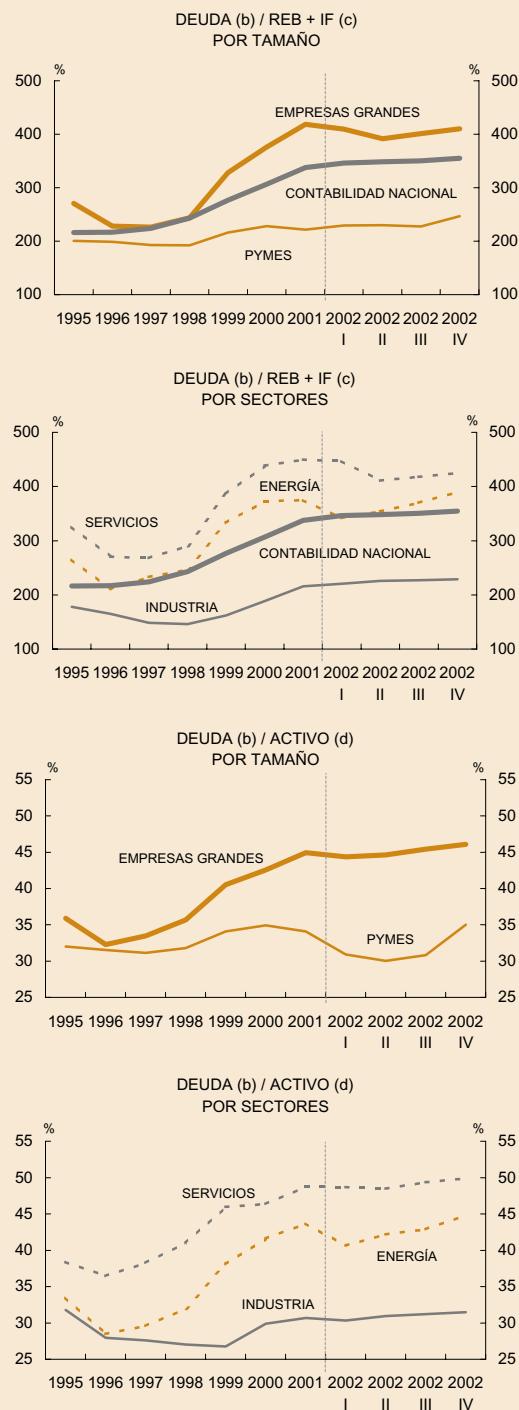


GRÁFICO 27

**Ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras (a)**



Fuente: Banco de España.

(a) El cálculo de todas las series, excepto «Contabilidad Nacional», se realiza con información de la Central de Balances. Hasta 2001 la información procede de la Central de Balances Anual. Desde esa fecha en adelante, los indicadores se han estimado a partir de la evolución de la Central de Balances Trimestral.

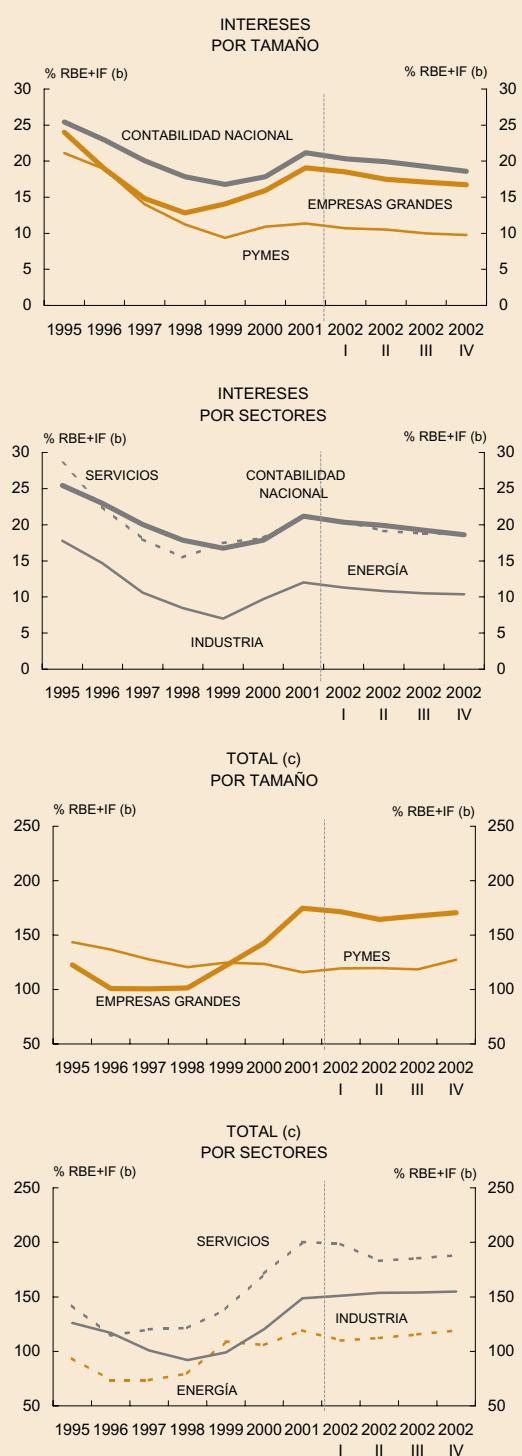
(b) Recursos ajenos con coste.

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

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

GRÁFICO 28

**Carga financiera de las sociedades no financieras (a)**



Fuente: Banco de España.

(a) El cálculo de todas las series, excepto «Contabilidad Nacional», se realiza con información de la Central de Balances. Hasta 2001 la información procede de la Central de Balances Anual. Desde esa fecha en adelante, los indicadores se han estimado a partir de la evolución de la Central de Balances Trimestral.

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

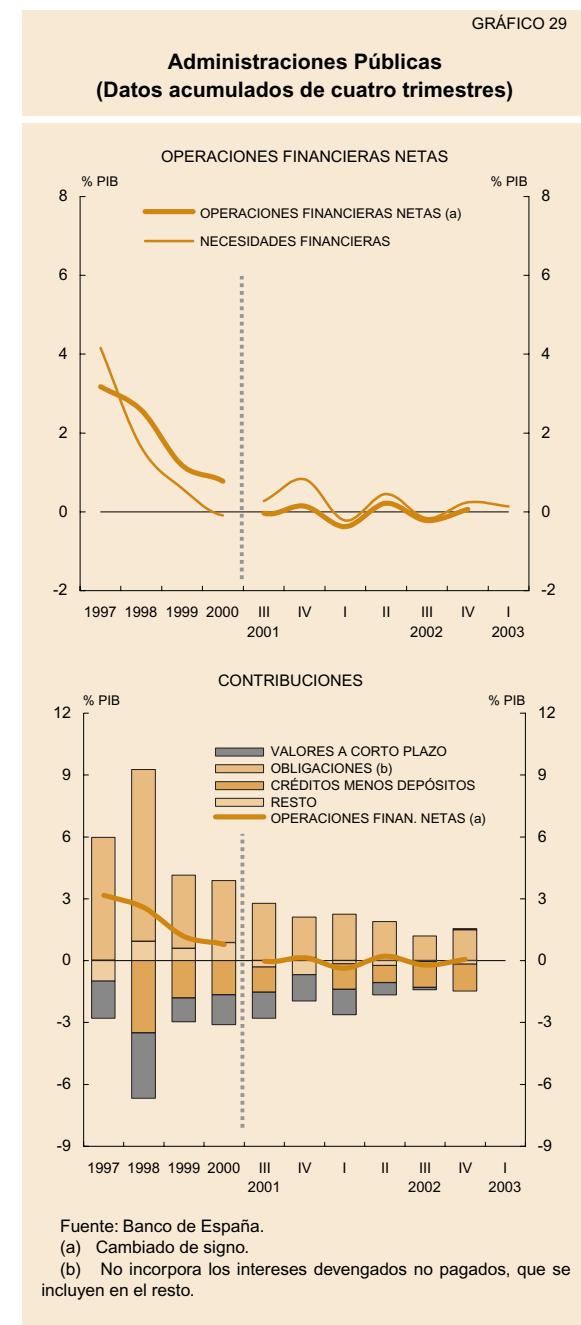
(c) Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.

las empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral mostró tasas negativas ( $-31,2\%$ ), debido fundamentalmente al aumento de las dotaciones a provisiones por inversiones no rentables. Sin embargo, el resultado ordinario neto, que excluye los resultados extraordinarios, creció a una tasa similar a la registrada en 2001:  $7,6\%$ . De este modo, la rentabilidad ordinaria del activo, que es la *ratio* entre el resultado ordinario neto y el activo neto, se situó en el  $9\%$ , tasa que excede en más de cuatro puntos el coste medio de financiación para estas empresas.

Por su parte, el volumen de activos financieros adquiridos por las sociedades no financieras continuó desacelerándose en el último trimestre de 2002, situándose en el  $13,4\%$  del PIB (véase cuadro 6). Esto fue el resultado de una nueva reducción en la adquisición de acciones y otras participaciones y de los activos agrupados bajo la rúbrica «Resto», que pasaron a representar el  $7,2\%$  del PIB, frente al  $8,3\%$  del trimestre anterior. Por su parte, los medios de pago se mantuvieron en el mismo nivel que en el tercer trimestre.

Por lo que se refiere a las operaciones de pasivo, en términos acumulados de cuatro trimestres, los fondos obtenidos supusieron el  $17,4\%$  del PIB, frente al  $18,7\%$  del trimestre anterior. La financiación ajena con coste creció, como ya se ha señalado, a una tasa ligeramente inferior a la observada en el trimestre anterior ( $13,9\%$ ), apreciándose una reducción en el peso de la financiación obtenida vía valores de renta fija, mientras que la captada a través de préstamos bancarios y exteriores pasó a tener mayor importancia. Por su parte, el crédito comercial, recogido en la partida «Resto», se redujo, mientras que la financiación obtenida a través de acciones y participaciones se mantuvo en el nivel del trimestre anterior ( $2,8\%$  del PIB).

Es importante destacar, no obstante, que, por sectores, la evolución de la financiación ajena fue desigual. Así, el crédito concedido al sector inmobiliario (construcción más servicios inmobiliarios) volvió a crecer a una tasa interanual superior al  $20\%$  ( $24,8\%$ ), en línea con el dinamismo mostrado por la actividad en este sector en el conjunto del año. Por el contrario, el destinado a la industria (excluyendo la construcción) continuó aumentando a un ritmo moderado, aunque superior al del trimestre anterior ( $3,2\%$ , frente a  $1,1\%$ ), lo que parece tender a confirmar los indicios de reactivación de esta rama. Los préstamos obtenidos por el sector servicios (excluyendo los relacionados con la actividad inmobiliaria) redujeron su ritmo de avance en casi cuatro puntos porcentuales, situándose en el  $5,7\%$ . El análisis por tamaño



muestra que las empresas grandes, cuya *ratio* de endeudamiento es más elevada que la del conjunto de sociedades no financieras, aumentaron su recurso a la financiación ajena de manera más moderada ( $2,16\%$ ), lo que refleja los procesos de saneamiento que han llevado a cabo algunas de estas sociedades.

#### 5.4. Las Administraciones Públicas

El saldo de las operaciones financieras netas de las AAPP durante el cuarto trimestre de 2002 fue negativo y, en términos acumulados de cuatro trimestres, se situó en el  $-0,1\%$  del PIB (véase gráfico 29).

CUADRO 7

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

% PIB

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

Fuente: Banco de España.

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

Para hacer frente a sus necesidades de fondos, este sector aumentó la emisión de valores a largo plazo. Así, en términos del PIB, aumentó la contribución de bonos y obligaciones, y aunque la financiación recibida a través de valores a corto plazo fue ligeramente negativa en el cuarto trimestre de 2002, en términos acumulados de cuatro trimestres se situó en valores positivos, algo que no sucedía desde el tercer trimestre de 1997.

Los avances provisionales sobre el primer trimestre del año en curso apuntan hacia una

reducción en la financiación neta obtenida por las Administraciones Públicas. El indicador de *necesidades financieras* se situó en el 0,09% del PIB, frente al 0,24% del trimestre anterior.

## 5.5. El resto del mundo

Al concluir 2002, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación se situó en el 1,6% del PIB, lo que supone una reducción de medio punto porcentual en relación con el saldo

Activos financieros netos frente al resto del mundo (a) (Datos del cuarto trimestre)						CUADRO 8
						% PIB
	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Economía nacional</b>	<b>-20,9</b>	<b>-21,6</b>	<b>-22,2</b>	<b>-20,6</b>	<b>-22,2</b>	<b>-23,3</b>
<b>Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH</b>	<b>-10,9</b>	<b>-8,6</b>	<b>-8,6</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,8</b>	<b>0,3</b>
Sociedades no financieras	-17,2	-14,8	-16,2	-8,4	-9,6	-8,6
Hogares e ISFLSH	6,3	6,2	7,6	7,6	7,8	9,0
<b>Instituciones financieras</b>	<b>6,9</b>	<b>4,8</b>	<b>6,9</b>	<b>5,1</b>	<b>4,7</b>	<b>1,8</b>
Instituciones de crédito (b)	2,4	-5,4	-7,5	-12,5	-14,5	-15,7
Inversores institucionales (c)	4,6	10,7	15,0	18,3	20,8	20,5
Resto de instituciones financieras	-0,1	-0,4	-0,6	-0,8	-1,6	-3,0
<b>Administraciones Públicas</b>	<b>-17,0</b>	<b>-17,9</b>	<b>-20,6</b>	<b>-24,8</b>	<b>-25,1</b>	<b>-25,4</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) Definido según la 1.ª Directiva bancaria.

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

existente a finales de 2001. Esta recuperación fue posible, fundamentalmente, por el menor saldo deudor que presentaron las sociedades no financieras, y se consiguió en un contexto en el que las operaciones de activo y pasivo fueron de magnitud similar a las registradas en 2001.

La adquisición neta de activos exteriores aumentó hasta el 10,7% del PIB, frente al 10,4% del trimestre anterior (véase cuadro 7). Esta evolución fue el resultado, nuevamente, de un importante aumento en los activos líquidos, que compensó la reducción registrada en el resto de partidas. De acuerdo con la información de Balanza de Pagos, la inversión en el exterior de carácter permanente, inversión directa, aumentó en relación con el mismo trimestre del año anterior, mientras que las inversiones en cartera se redujeron significativamente en relación con las realizadas en el cuarto trimestre de 2001.

Por el lado de los pasivos, los flujos netos alcanzaron el 12,2% del PIB, frente al 12% del trimestre anterior, pese al descenso en los depósitos y acciones y otras participaciones, que pasaron a representar, respectivamente, el 4,3% y el 1,5% del PIB. De acuerdo con la información disponible de Balanza de Pagos, las inversiones directas del exterior en España mostraron un incremento importante en relación con el cuarto trimestre de 2001, mientras que las inversiones en cartera se redujeron ligeramente en relación con el mismo trimestre del año anterior.

Finalmente, la posición deudora de la economía española frente al exterior se situó, al final del pasado año, en el 23,3% del PIB (véase cuadro 8), 1,1 puntos porcentuales más que al cierre de 2001.

29.4.2003.