

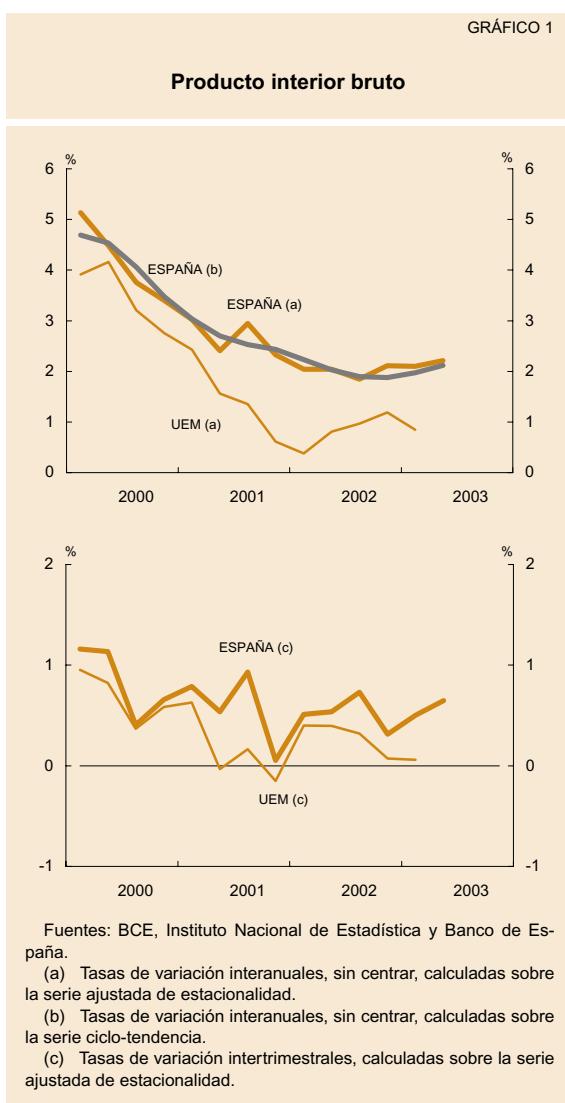
---

# Informe trimestral de la economía española

## 1. Rasgos básicos

A lo largo de los últimos meses y una vez finalizada la guerra en Irak, se han ido despejando algunas de las incertidumbres que condicionaban el entorno económico internacional, aunque todavía persisten ciertas tensiones de carácter geopolítico. El impacto de las políticas macroeconómicas expansivas instrumentadas en diversas áreas está contribuyendo a que cobre cada vez más verosimilitud el escenario previsto de moderada recuperación de la economía mundial en la segunda mitad de 2003. El panorama, sin embargo, no está exento de riesgos, ya que existen dudas sobre si algunas de las economías más dinámicas se encuentran ya en situación de adentrarse con firmeza en una senda de crecimiento sostenido. En esta situación, la economía española ha reavivado ligeramente su ritmo de crecimiento durante el segundo trimestre de 2003, a la vez que reducía sensiblemente su tasa de inflación. Se estima que la tasa de variación interanual del producto interior bruto (PIB) real en ese período ha sido del orden del 2,2%, y del 0,6% la tasa intertrimestral —calculadas sobre las series desestacionalizadas—, superiores, ambas, en una décima porcentual, a las avanzadas por el Instituto Nacional de Estadística (INE) para el primer trimestre. Si se cumplen las previsiones disponibles y el crecimiento en la zona euro en el segundo trimestre fuera similar al del trimestre anterior, persistiría la notable divergencia que viene registrándose entre los ritmos de crecimiento de España y la UEM, y habría proseguido, por tanto, el proceso de convergencia real (recuadro 1). En cuanto al diferencial de inflación respecto a los países del área, disminuyó hasta los 0,8 puntos porcentuales el pasado mes de junio (1,3 puntos tres meses antes), al haberse situado la tasa de aumento del IAPC en dicho mes en el 2,8%, casi un punto porcentual menos que en marzo.

Las perspectivas de crecimiento de la economía de Estados Unidos han mejorado en los últimos meses. Se espera que el descenso acumulado de los tipos de interés, el aumento persistente del gasto público y el adelanto de las rebajas impositivas anunciadas previamente contribuyan a la expansión del gasto en el segundo semestre. Las posiciones financieras de las familias han mejorado ya sensiblemente —gracias, sobre todo, al descenso de los tipos de interés— y el consumo puede recibir un nuevo impulso por el impacto del recorte fiscal en la renta disponible, a pesar de que los indicadores de confianza siguen siendo negativos y la tasa de desempleo elevada. En el caso de las empresas, las expectativas son aún inciertas y la baja tasa de utilización de la capacidad productiva hace que no acabe de despegar el gasto de inversión. En cualquier caso, el crecimiento de la productividad es elevado y los costes sa-



lariales unitarios evolucionan de forma muy contenida, lo que, unido a las favorables condiciones financieras, hace que se confíe en una sensible recuperación de los beneficios empresariales.

La economía norteamericana podría crecer en los próximos meses, por tanto, a un ritmo apreciable, como consecuencia, básicamente, de las políticas fuertemente expansivas que se han ido instrumentando, sin que se haya progresado suficientemente en la corrección de sus desequilibrios, lo que podría condicionar y restar intensidad a la recuperación.

En otras áreas externas a la zona euro las perspectivas siguen siendo inciertas aunque mejores, en general, a las que había hace unos meses. El reciente rebrote experimentado por los precios del petróleo no parece que vaya a mantenerse, ya que responde, sobre todo, a las dificultades de abastecimiento del crudo iraquí, a las interrupciones de los suministros de algu-



nas áreas importantes y al bajo nivel alcanzado por las existencias. En esta situación, se están retrasando los efectos beneficiosos que se esperaban de un descenso en los precios del crudo más acusado.

En Japón, los datos recientes son más positivos, ya que ha sido la demanda interna la que ha mostrado una cierta recuperación y el empleo ha abandonado las tendencias negativas. En los próximos meses, una vez que se confirme que se han superado los efectos de la neumonía atípica en los mercados de la zona, la demanda exterior podría volver a contribuir positivamente al crecimiento. La situación en América Latina y en los países europeos candidatos no difiere sustancialmente de la que se comentaba en el último Informe. La mejora que se apreciaba en los principales mercados financieros latinoamericanos, sin que haya revertido, sí parece que ha tendido a frenarse recientemente. Los países que habían registrado aumentos en sus tasas de inflación han mejorado sus resultados, gracias a la mayor firmeza de los tipos de cambio, lo que ha permitido alguna relajación en las políticas monetarias. El ritmo de crecimiento de los países candidatos, en fin, se ha frenado ligeramente, aunque con resultados muy diversos entre ellos.

La economía de la zona euro ha mantenido en los últimos meses un ritmo de crecimiento débil, tras la situación de práctico estancamiento que reflejaban los datos de la Contabilidad Nacional del primer trimestre. Solo algunos indicadores de consumo evidencian un cierto impulso, que responde más a las favorables condiciones de financiación del área y al impacto estabilizador de la política fiscal que al compor-

RECUADRO 1

**Algunas consideraciones sobre el cálculo del PIB per capita**

El PIB *per capita* es una variable que trata de sintetizar el nivel de bienestar alcanzado por una economía, por lo que su comparación con los PIB *per capita* de otros países o áreas de referencia constituye el indicador de convergencia por excelencia. Ahora bien, al margen de las dificultades que entraña su correcta medición, el PIB *per capita* resulta poco informativo a la hora de examinar los factores que subyacen en los procesos de convergencia, por lo que es habitual enriquecer su análisis con su descomposición en las tres variables que lo integran: tasa de ocupación, productividad del trabajo y porcentaje de la población en edad de trabajar (véase el artículo del *Boletín económico* de julio/agosto de 2001 sobre el seguimiento de la convergencia real a partir de indicadores). Esta descomposición permite relacionar el crecimiento del PIB *per capita* con el funcionamiento del mercado de trabajo, la eficiencia productiva y las variables demográficas.

Para que las comparaciones entre las distintas áreas económicas resulten homogéneas, se ha generalizado el uso de las paridades de poder de compra (PPC), que corregirán el nivel del PIB por la estructura de precios relativos. Además, cabe plantearse si la valoración debe realizarse a precios corrientes o constantes, y, en este último caso, qué año base se debe utilizar. Medir el PIB de una forma u otra arroja resultados que pueden variar de forma significativa, sin que se pueda determinar si un criterio es mejor que otro, ya que depende, en cada caso, del aspecto que se quiera resaltar. Así, en las comparaciones internacionales, es frecuente que el PIB *per capita* se valore a precios corrientes y en PPC. Esta es la manera en que lo publica Eurostat, lo que permite obtener la posición relativa de España con respecto a la UE, para cada año, con los precios relativos de ese año. Sin embargo, esta forma de valoración plantea inconvenientes cuando se quiere descomponer el PIB *per capita* en las tres variables citadas anteriormente o cuando quieren hacerse comparaciones temporales, ya que estas quedan distorsionadas por la evolución de los precios relativos.

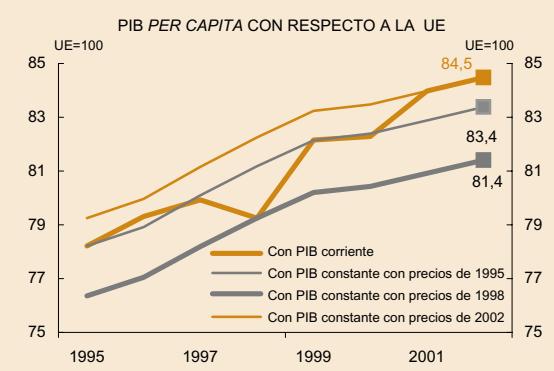
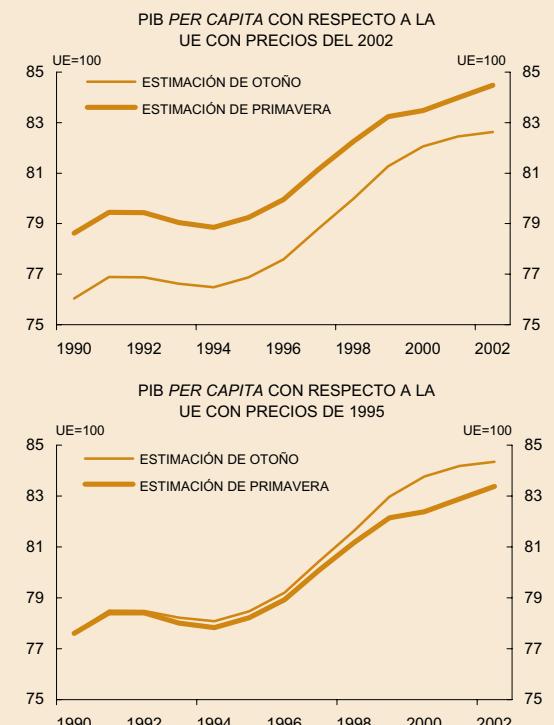
La utilización de precios constantes de un determinado año, valorados también en términos de PPC, para medir el PIB *per capita* supone empeorar la comparabilidad de las estimaciones en términos contemporáneos, a cambio de obtener una mejor comparabilidad temporal. En este caso, hay que decidir el año base que se toma como referencia. Una primera opción es utilizar como base el último año que se presenta en las estimaciones, lo que tiene la ventaja de facilitar la comparación contemporánea y de permitir utilizar los precios relativos más actuales. Pero esta opción tiene algunos inconvenientes. En primer lugar, implica cambiar el año base cada vez que se incorpora un nuevo dato, lo que requiere modificar en cada actualización el nivel de todas las series expresadas en precios constantes; en segundo lugar, supone utilizar como valores de referencia series sometidas a un alto grado de provisionalidad (el deflactor y la PPC del último año).

Otra opción es utilizar como año base el de las Cuentas Nacionales —que, en el caso de España, es 1995—. Esta opción tiene la ventaja de que las variables reales se refieren en el año para el que la estimación de la estructura de precios relativos en cada país se ha obtenido con mayor precisión.

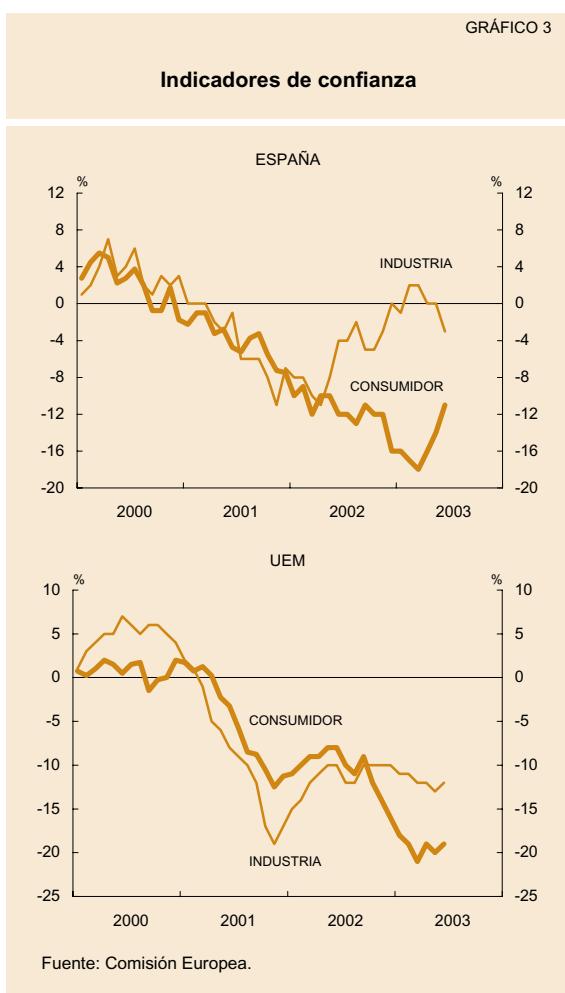
Los dos gráficos adjuntos ilustran las consecuencias de cada una de las opciones mencionadas. En el gráfico superior, se representa el PIB *per capita* de España con respecto a la UE, calculado, en un caso, a precios corrientes de cada año (y en PPC), y en otro, expresado en precios constantes, con base en distintos años. Como se puede observar, la relación del PIB *per capita* entre España y la UE depende del año elegido como base para los precios, dado que en cada uno de estos años la estructura de precios relativos de la economía de referencia —en este caso, la UE— se ha ido modificando.

Por su parte, las figuras inferiores muestran la cuantía de las revisiones en la estimación del PIB *per capita* según se utilice como base el último año disponible (2002), o un año base alternativo (1995). Obsérvese que, si se expresan las series en los precios del último año, se produce una revisión mayor, que, además, afecta a toda la serie, debido al mayor grado de provisionalidad del dato que se toma como referencia.

Para solventar toda esta casuística, el Banco de España, además de publicar la serie del PIB *per capita* a precios corrientes, que permite analizar la posición en cada año con los precios de ese año y, en particular, el último año ofrecido con la estructura de precios relativos más actualizada, ha decidido incorporar en los indicadores de convergencia el PIB *per capita* de España y la UE-15 con precios constantes de 1995, con la descomposición correspondiente entre las variables que lo determinan, lo que permite realizar comparaciones temporales de forma homogénea.

**Comparación del PIB *per capita* estimado con distintos supuestos sobre los precios utilizados****Revisões del PIB *per capita***

Fuentes: Ameco y Banco de España.



tamiento del empleo, que sigue mostrando escaso dinamismo. La tasa de inflación se ha moderado como consecuencia de la evolución del componente energético, ya que el incremento del IPSEBENE se ha estabilizado, prácticamente, en los meses recientes. Las expectativas son favorables para que la tasa de inflación se sitúe por debajo del 2% en los próximos meses, apoyadas en la previsible moderación de otros componentes más estables del IAPC, como consecuencia de la traslación de la apreciación del euro, así como de la previsible normalización del mercado de productos petrolíferos. Además, las ganancias de productividad, derivadas, básicamente, del deterioro del empleo, están conteniendo el aumento de los costes laborales unitarios.

El descenso acordado en el Consejo del BCE del pasado 5 de junio en los tipos oficiales, de 50 puntos básicos, hasta situar el tipo central en el 2%, se transmitió a los tipos de interés en los mercados monetarios. Esta tendencia, junto con la interrupción del proceso de apreciación del euro, el bajo nivel de los tipos de interés a largo plazo, el incremento en las cotizaciones bursátiles y la reducción de los di-

ferenciales de los tipos de interés de los bonos corporativos, ha creado unas condiciones monetarias y financieras favorables para el aumento de la inversión en los próximos meses, una vez que se haya completado el proceso de saneamiento de los balances actualmente en curso en algunos sectores.

Esta fase de debilidad cíclica ha propiciado un incremento notable de los déficit públicos de los países más afectados por la pérdida de dinamismo de la actividad. En aquellos en los que la posición presupuestaria estaba más alejada del equilibrio, la desaceleración económica ha situado los déficit por encima del 3% establecido en el Tratado de la Unión Europea. El intento de algunos de estos gobiernos de favorecer la recuperación mediante la adopción de políticas discretionales expansivas podría prolongar los procedimientos de déficit excesivos abiertos en estos momentos. En esta difícil coyuntura, es necesario que se preserve el consenso entre los distintos países y autoridades europeas sobre la vigencia de las normas acordadas en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y sobre la forma más adecuada de aplicarlas en la situación actual. En todo caso, el avance en las reformas de carácter estructural, en la línea de las medidas emprendidas recientemente en Francia y, sobre todo, en Alemania, parece una vía particularmente necesaria, a medio plazo, para superar los problemas que aquejan a la zona y recuperar su capacidad de crecimiento.

Todos los componentes de la demanda interior han contribuido al crecimiento de la economía española durante el segundo trimestre de 2003. Si se excluyen los movimientos en la variación de existencias, la tasa de crecimiento interanual estimada para este agregado en dicho período ha sido del 2,9% (por encima del 3%, si se incluye la variación de stock), dos décimas superior a la del trimestre precedente. Además del dinamismo que sigue mostrando el gasto de los hogares, el de las Administraciones Públicas y el de inversión en construcción no residencial, en los datos más recientes destaca —junto al crecimiento del empleo y la desaceleración de la tasa de inflación— la recuperación de la inversión en equipo y el tono sostenido de las exportaciones de bienes, aunque, en este último caso, el crecimiento paralelo de la importación ha hecho que la contribución de la demanda exterior neta al aumento del producto real haya sido considerablemente negativa, en una cuantía similar a la del primer trimestre del año.

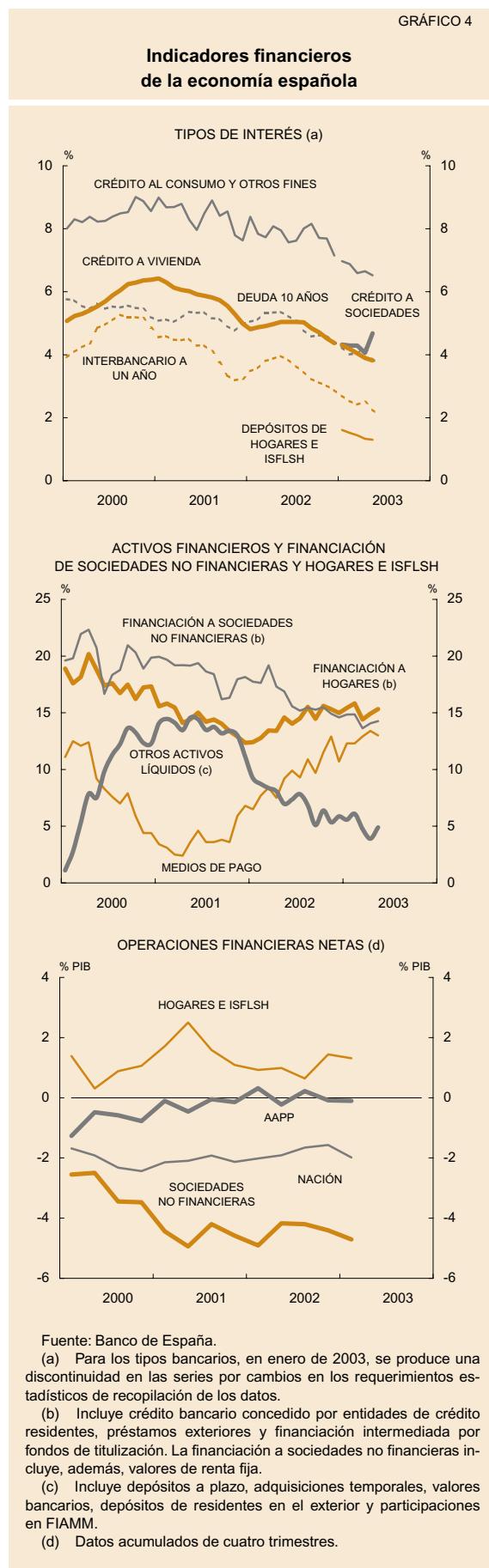
El crecimiento de las rentas familiares, las holgadas condiciones monetarias y financieras en las que se desenvuelve la economía espa-

ñola y, más recientemente, el aumento de la riqueza neta —al unirse la recuperación de los mercados bursátiles al crecimiento del precio de las viviendas— son los factores que han contribuido de manera más destacada al aumento del gasto de los hogares. Se espera que el incremento del consumo haya superado al que se había registrado en el primer trimestre; por su parte, la mayoría de los indicadores adelantados del sector de la construcción residencial han venido mostrando un renovado dinamismo, lo que debe ser indicativo, lógicamente, del crecimiento de la demanda.

Una serie de factores han contribuido al crecimiento de la renta disponible en la primera mitad del año: rebajas en los tipos del impuesto sobre la renta y aplicación de las cláusulas de revisión salarial por desviaciones en la tasa de inflación, entre otros; pero sigue siendo el dinamismo del empleo el que proporciona una base más sólida y permanente al sostenimiento de esta variable, tal como reflejan los datos de la Encuesta de Población Activa que acaban de publicarse.

En cuanto a la financiación recibida por los hogares, ha continuado creciendo durante el primer semestre a tasas interanuales próximas al 15%, ligeramente superiores a las del pasado mes de diciembre. Aunque el crédito destinado a la vivienda es el que ha venido manteniendo tasas de aumento más elevadas (15,6% en mayo), los últimos datos muestran una ligera desaceleración, mientras que la financiación destinada al consumo y a otros fines se ha acelerado, hasta el 14,6%, en dicho mes. Los datos provisionales referidos a junio confirman estas tendencias. Las *ratios* de endeudamiento de las familias con respecto a su renta disponible han seguido incrementándose, si bien su posición patrimonial se ha visto fortalecida por el aumento de su riqueza neta ya comentado. Debe tenerse en cuenta, no obstante, que una situación como la actual, en la que los niveles de ahorro son reducidos y las *ratios* de endeudamiento aumentan apreciablemente, implica un aumento de la vulnerabilidad ante cambios bruscos que pudieran producirse en alguna de las variables que determinan la capacidad de las familias para hacer frente a sus deudas, como son el empleo, los costes de financiación o el valor de sus activos reales o financieros.

La situación de las empresas también está siendo favorable para la recuperación de la inversión, que se había circunscrito, hasta ahora, a las actividades relacionadas con el sector de la construcción, privada y en infraestructuras, o con la inversión pública. Los últimos indicadores han acentuado los síntomas de recuperación que se venían observando en la inversión en



equipo desde el comienzo del año, de forma que su tasa de crecimiento interanual se ha situado ya en registros claramente positivos en el segundo trimestre, del orden del 2,5%. La financiación recibida por las sociedades ha mantenido ritmos de aumento elevados (del 14,3%, en mayo) y se aprecia un mayor dinamismo en la dirigida a actividades ajenas al sector de la construcción e instrumentada a través de entidades de crédito residentes. En todo caso, las *ratios* de endeudamiento del sector han continuado aumentando, si bien su evolución difiere según el tipo de empresas, ya que mientras que las de mayor tamaño están saneando sus balances reduciendo sus niveles de endeudamiento relativos, las pequeñas y medianas los siguen aumentando. En cualquier caso, según los datos aportados por las empresas colaboradoras con la Central de Balances, los resultados económicos y las *ratios* de rentabilidad y de carga financiera hasta el primer trimestre se sitúan en niveles confortables, lo que crea unas condiciones favorables para la expansión gradual de la inversión productiva en el futuro próximo.

Como ya se ha destacado, otro rasgo significativo de los datos disponibles para el segundo trimestre de 2003 es el buen tono que conservan las exportaciones de bienes, con aumentos reales superiores a los de los mercados de destino. Destaca el comportamiento positivo de las ventas en varios países comunitarios, ya que en las áreas extracomunitarias las pérdidas de competitividad derivadas de la evolución del tipo de cambio del euro se están dejando sentir y los resultados han sido más negativos. Aunque los indicadores del sector turístico también muestran cierta reanimación, el incremento real estimado para las exportaciones de bienes y servicios en este período no difiere significativamente del avanzado para el primer trimestre del año.

El crecimiento conjunto de la demanda interna y la exportación —la demanda final de la economía— se ha trasladado, en parte, a las importaciones, que resultaron también estimuladas por la pérdida de competitividad del mercado nacional frente algunas áreas exteriores, como consecuencia de la apreciación de la moneda. De hecho, la *ratio* importaciones–demanda final, que se había estabilizado en los últimos años —en parte, como consecuencia de la estructura del crecimiento de la demanda—, está volviendo a recuperarse.

Ya se ha comentado el papel relevante de la actividad de las Administraciones Públicas en el crecimiento de la economía en la primera mitad del año. Además de su contribución al aumento de la renta disponible de las familias, el consu-

mo y la inversión pública se han incrementado a un ritmo notable. El que en esta situación el saldo de las cuentas del Estado haya presentado unos resultados más favorables de los que se registraron en las mismas fechas del año pasado se debe, lógicamente, al buen rendimiento de las principales figuras impositivas, entre ellas la imposición sobre la renta de las personas físicas y la recaudación por IVA.

El crecimiento de la economía española se ha distribuido con bastante homogeneidad entre las distintas ramas productivas —con la excepción negativa de la agricultura— aunque, lógicamente, han sido la construcción y las ramas de servicios que no se dirigen al mercado las que han mostrado un mayor dinamismo, a la vez que se ralentizaba la recuperación de la actividad industrial. Los datos de empleo responden a este patrón y, aunque algunos de los indicadores del mes de junio han mostrado cierta contención en el proceso de aumento de esta variable, los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA) que se acaban de publicar han confirmado el dinamismo en la creación de puestos de trabajo.

Según la EPA, el empleo aumentó un 2,6% en el segundo trimestre de 2003, prosiguiendo la senda de recuperación marcada en el período precedente. La población activa ha conservado también un notable dinamismo y la tasa de paro ha vuelto a desacelerarse. Por ramas, destaca el crecimiento que ha experimentado la ocupación en la construcción y en los servicios, mientras que ha tendido a disminuir, hasta variaciones interanuales negativas (como en la agricultura), la ocupación en la industria.

La información sobre la evolución de los costes laborales referida al primer trimestre del año refleja el impacto de las cláusulas de revisión sobre los costes salariales, así como el notable aumento que seguían experimentando aquellos costes de naturaleza no salarial. Las pautas de la negociación colectiva no han variado de forma significativa durante el segundo trimestre, por lo que, dado el bajo crecimiento de la productividad aparente, la presión de los costes salariales unitarios habrá seguido siendo elevada. Esta presión se ha transmitido con irregularidad entre las distintas ramas, y mientras que en la construcción el aumento de los márgenes empresariales ha seguido siendo muy elevado, en la industria, y sobre todo en su actividad exportadora, la evolución ha sido negativa. Téngase en cuenta que los precios de exportación llevan varios meses registrando tasas de variación prácticamente nulas, con el fin de aminorar las pérdidas de competitividad en los mercados extracomunitarios y mantener la posición frente a los países de la zona euro.

El descenso experimentado por la tasa de inflación a lo largo del segundo trimestre ha sido, como ya se ha dicho, notable. En términos del IPC, el ritmo de crecimiento interanual ha disminuido en un punto porcentual entre abril y junio, habiendo quedado situado en el 2,7% en este último mes. Aunque la desaceleración de los precios energéticos ha sido el factor más relevante para explicar este comportamiento, otros componentes más estables del índice han disminuido también sus tasas de variación, sobre todo los alimentos elaborados y, en menor medida, los servicios. El recorte en el diferencial de inflación respecto a los países de la zona euro, calculado a través de los índices armonizados respectivos, se explica, sobre todo, por el comportamiento de los precios de los alimentos, que han cerrado, prácti-

camente, el notable diferencial que existía desde hace más de un año, mientras que ha tendido a ampliarse el diferencial de los bienes industriales no energéticos.

La economía española debe seguir avanzando en la moderación de su tasa de inflación, de forma que, a medida que se vaya recuperando la actividad internacional, los flujos netos del comercio exterior no resten potencial al crecimiento, sino que supongan un estímulo que se transmita a la actividad de las empresas y a sus decisiones de inversión. En este sentido, el comportamiento reciente de los costes laborales —salariales y no salariales— y la persistencia de tasas de aumento de la productividad muy modestas podrían constituir una rémora para la consolidación de este proceso.

## 2. El entorno exterior del área del euro

Durante el segundo trimestre de 2003, las principales economías del entorno exterior del área del euro mantuvieron un ritmo lento de recuperación, similar al experimentado en el primer trimestre. Sin embargo, la mejora gradual de las condiciones subyacentes, combinada con el impulso previsto de las políticas de demanda, fue generando un moderado optimismo de cara al segundo semestre del año.

La evolución de los mercados financieros internacionales fue reflejo en gran medida de este optimismo. Durante el segundo trimestre de 2003, los mercados de renta variable registraron un comportamiento positivo y mejoraron también las condiciones de financiación de las empresas, gracias a la reducción en los diferenciales de los bonos corporativos. En este contexto, resultó destacable la depreciación del dólar, que, frente al euro, llegó a valores mínimos desde el nacimiento de la moneda europea, aunque esta tendencia revirtió parcialmente en junio y julio. Por su parte, los tipos de interés de la deuda pública de los países industrializados tendieron inicialmente a reducirse —a pesar del deterioro de las finanzas públicas—, evolución apoyada, entre otros factores, por las expectativas de reducción de los tipos de interés oficiales. La materializaron de estas expectativas, al ser más moderada de lo previsto, provocó, a partir de mediados de junio, un rápido y significativo aumento de los tipos de interés a largo plazo, especialmente en Japón.

En Estados Unidos, el PIB creció finalmente un 1,4% (trimestral anualizado) durante el primer trimestre de 2003. El consumo creció un 2%, mientras que la inversión empresarial volvió a tasas negativas. Los indicadores económicos publicados mostraron señales ambiguas, que apuntaron a que el crecimiento durante el segundo trimestre permaneció en tasas moderadas. Los datos positivos de ventas al por menor en mayo y junio confirmaron la recuperación gradual del consumo privado, pese a que la confianza del consumidor cayó tras la notable mejoría observada con la finalización del conflicto en Irak. Por su parte, las empresas no dieron muestras de aprovechar su mejor situación financiera para aumentar la inversión y el empleo, pese a la fortaleza de los resultados empresariales durante el primer trimestre del año. La caída en el indicador de pedidos de bienes duraderos de mayo y los modestos avances mensuales de la producción industrial en mayo y junio reflejaron la atonía de la inversión. En cuanto a los indicadores de confianza empresarial, la evolución por sectores fue claramente divergente: en las manufacturas el aumento fue muy gradual, mientras que en los servicios hubo una fuerte expansión. Como en el trimestre anterior, la

recuperación económica tuvo lugar en un entorno de debilidad en el mercado de trabajo: el empleo cayó en 100.000 personas entre mayo y junio, lo que situó la tasa de paro en el 6,4%, la mayor en nueve años. En cuanto a la inflación, en junio aumentaron ligeramente las tasas mensuales de los índices generales de los precios de consumo, de producción y de importación, en consonancia con el alza de los precios del crudo. La tasa de variación interanual del IPC se situó en el 2,1%, pero la tasa subyacente disminuyó hasta el 1,5%, la menor desde los años sesenta. La Reserva Federal, en su reunión del 25 de junio, redujo los tipos de interés oficiales hasta el 1%. En su valoración de riesgos, la Reserva Federal siguió asignando un peso preponderante a los asociados a una reducción excesiva de la tasa de inflación; ratificó el compromiso de mantener los tipos de interés oficiales bajos, con la finalidad de alejar cualesquiera riesgos de deflación; y destacó, en todo caso, las positivas perspectivas de cara a una reactivación más decidida de la actividad en la segunda mitad del año, sustentadas en la evolución favorable de la productividad, la corrección parcial de los desequilibrios financieros de hogares y empresas y el impulso a la actividad por parte de las políticas monetarias y fiscales.

En Japón, la actividad económica permaneció prácticamente estancada durante el primer trimestre del año. Según la contabilidad nacional, el PIB creció un 0,1% en tasa trimestral no anualizada, impulsado por un leve repunte del consumo, pese a la caída de la inversión. El sector exterior lastró el crecimiento japonés, al contrario de lo ocurrido en el último trimestre de 2002, debido en parte al efecto negativo de la neumonía atípica en los países del sudeste asiático. Los indicadores disponibles para el segundo trimestre recogieron señales moderadamente positivas, especialmente por el lado de la oferta, como el aumento de la producción industrial en mayo. Asimismo, la encuesta Tankan de sentimiento empresarial registró avances, mientras que los datos del mercado de trabajo mostraron una estabilización en el ritmo de destrucción de empleo, situación algo más favorable que la de trimestres anteriores. Una vez superados, aparentemente, los efectos de la neumonía atípica en la región, la demanda externa entró en un terreno más positivo. Las tendencias deflacionistas siguieron, no obstante, claramente presentes en la economía japonesa: la caída en tasa interanual del deflactor del PIB supuso un récord histórico (3,3%) y los precios de consumo cayeron un 0,2% interanual en mayo (índice general) y un 0,4% la tasa subyacente. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo su estrategia de expansión cuantitativa de la base monetaria.

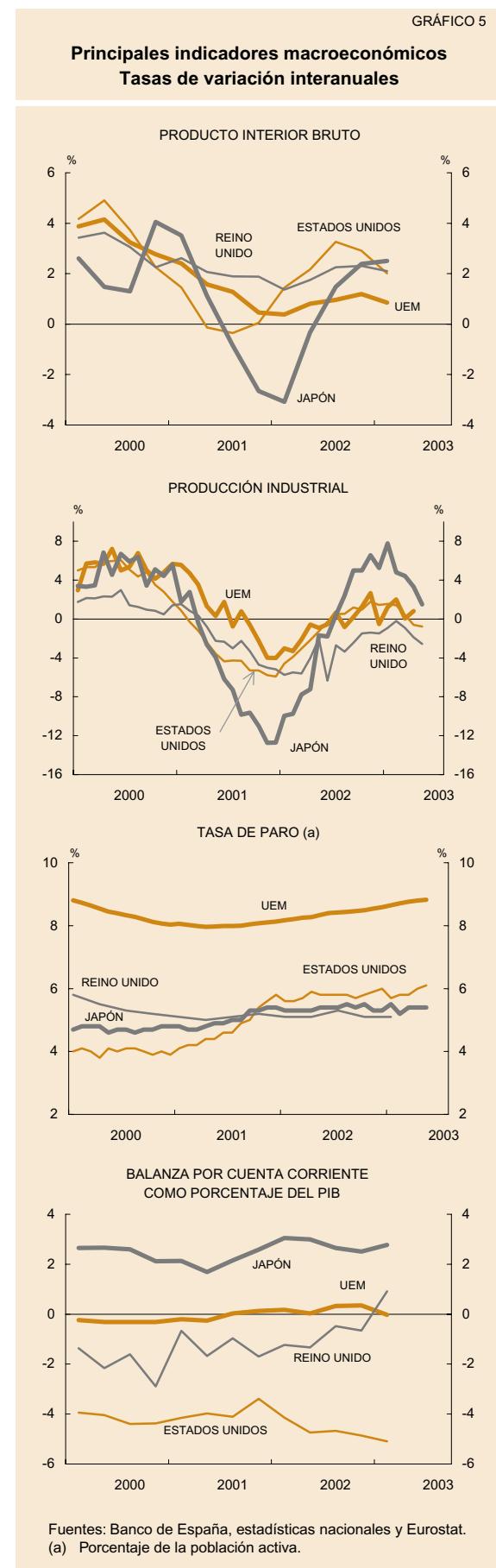
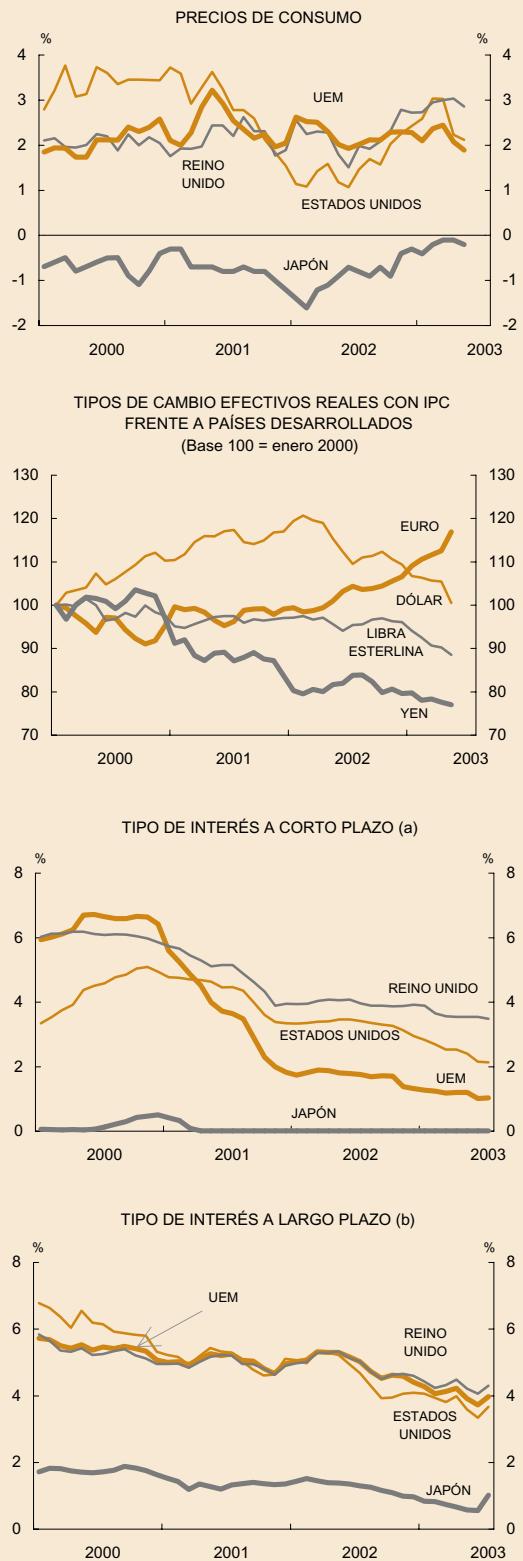


GRÁFICO 6

Precios, tipo de cambio real y tipos de interés

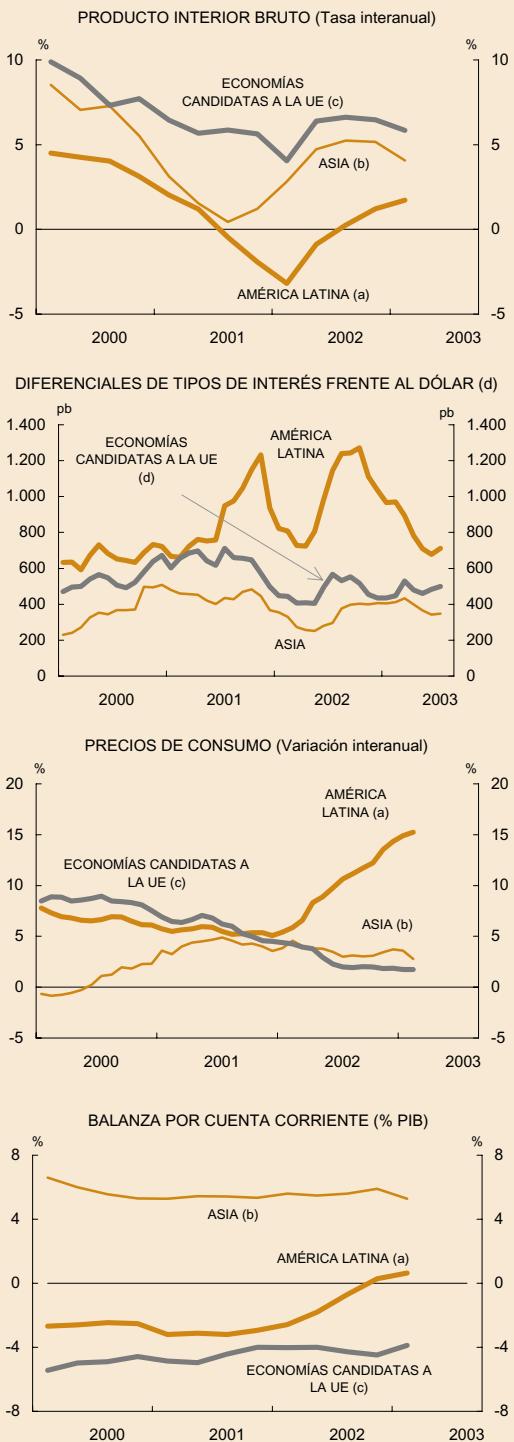


Fuente: Banco de España.

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

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, Chequia, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.

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

En el Reino Unido, el crecimiento interanual del PIB del primer trimestre disminuyó en 2 décimas, hasta situarse en el 2,1%, debido a la desaceleración del consumo privado y la caída de la inversión. Durante el segundo trimestre, según los datos de avance de la Contabilidad Nacional, esta tasa se redujo nuevamente, si bien se apreció una aceleración en el ritmo de crecimiento trimestral. Los indicadores parciales para este período confirmaron cierta debilidad en el consumo y en la actividad industrial, mientras que la actividad en la construcción y los servicios dio signos de mayor fortaleza. El mercado de trabajo siguió registrando un comportamiento positivo, con una reducción de la tasa de paro en mayo, hasta el 5%. El índice de precios al por menor, excluyendo intereses de hipotecas (RPIX), cayó en mayo y junio una décima cada mes, hasta el 2,8% interanual, y también disminuyó el índice armonizado de precios de consumo, hasta el 1,1%. Los precios de la vivienda, por su parte, moderaron su crecimiento hasta tasas interanuales cercanas al 20%, que siguen siendo muy elevadas. Ante los signos de debilidad del crecimiento y las perspectivas de contención de las presiones inflacionistas, el Banco de Inglaterra decidió rebajar en julio el tipo de interés oficial en un cuarto de punto, hasta el 3,5%.

En los países candidatos a la Unión Europea, el crecimiento del PIB en el primer trimestre del año presentó tendencias divergentes entre países. Mientras los países bálticos crecieron a tasas interanuales de entre el 5% y el 9%, los de Europa central se situaron, en general, por debajo del 3%. Destacó especialmente el bajo crecimiento de Hungría, un 2,7%, el menor en seis años. Las tasas de inflación de estos países se mantuvieron, en general, en niveles moderados, lo que permitió reducir los tipos de interés oficiales. Las excepciones a esta línea de moderación fueron Eslovaquia, cuya inflación fue superior al 8%, y Hungría, debido en este caso a la depreciación de su moneda, tras la devaluación en junio de la paridad central de la banda de fluctuación del forint en un 2,2%. En los países de Europa central, las perspectivas respecto al cumplimiento de los objetivos de consolidación fiscal para 2003 se vieron empañadas por la magnitud de los déficit públicos acumulados durante el primer semestre del año. En el ámbito político, cuatro países —Lituania, Eslova-

quia, Polonia y la República Checa— aprobaron en referéndum su adhesión a la UE.

En América Latina, los mercados financieros continuaron con la evolución positiva que ya habían iniciado durante el primer trimestre del año. Los diferenciales de la deuda soberana disminuyeron de manera generalizada y varias monedas locales se apreciaron respecto al dólar. Varios países, como Brasil, México y Colombia, aprovecharon esta coyuntura para retornar a los mercados internacionales con nuevas emisiones de deuda. A partir de junio, sin embargo, estas tendencias revirtieron parcialmente y, en algunos países, se registró cierto repunte de los diferenciales. En cuanto a la actividad, se apreciaron tendencias divergentes: Brasil y México acusaron una ralentización clara del crecimiento, mientras que otras economías se beneficiaron de una evolución más positiva. La moderación de las presiones inflacionistas, generalizada en toda la región, ha permitido dar un tono menos restrictivo a las políticas monetarias.

Por países, en Argentina la recuperación económica siguió su curso, con un crecimiento del 5,4% interanual durante el primer trimestre del año. Los precios se mantuvieron estables y las variables financieras evolucionaron positivamente, aunque las incertidumbres sobre el rumbo de la política económica y sobre la resolución de algunos de los graves problemas pendientes siguieron pesando sobre la situación del país. En Brasil, se apreció una ralentización de la actividad en un contexto marcado por el tono restrictivo de las políticas monetarias y fiscales. Prosiguió el ajuste externo y fiscal, que ha situado el superávit primario en el 4,5% del PIB. La atonía de la actividad y la moderación de las expectativas de inflación permitieron, a partir del mes de junio, una rebaja de 50 puntos básicos en el tipo de interés de intervención (SELIC), reforzada con un recorte adicional de 150 puntos básicos en julio, lo que situó el tipo en el 24,5%. En México, se superaron los problemas de inflación y depreciación del peso, pero se registró una nueva caída de la actividad. La economía venezolana se mantuvo en recesión, si bien el elevado precio del petróleo contribuyó a la reducción del desequilibrio de las cuentas públicas. Uruguay completó con éxito el canje de su deuda pública.

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

La economía de la zona del euro mantuvo en el segundo trimestre de 2003 un ritmo de crecimiento débil, como consecuencia, según los indicadores disponibles, tanto de la atonía del gasto interno como del escaso empuje de las ventas al exterior. La inflación se moderó en dicho período, debido, en gran medida, a la evolución del componente energético, dado el abaratamiento registrado en el barril de crudo por la normalización de su mercado y por la apreciación del euro. Asimismo, la evolución de los mercados financieros fue más favorable que en los trimestres precedentes, lo que puede estar indicando un mayor optimismo por parte de los agentes económicos sobre las perspectivas de crecimiento. Además de este factor, la previsible recuperación de la demanda exterior, el bajo nivel de los tipos de interés y la moderación de la inflación sustentan el escenario de recuperación gradual de la actividad a lo largo de la segunda mitad del año. Subsisten, no obstante, algunos riesgos a la baja asociados a la posible continuación del saneamiento de balances empresariales y sus efectos contractivos sobre la inversión y el empleo, y a la incertidumbre que ocasiona sobre la actividad económica global y sobre la evolución de los mercados financieros y cambiarios internacionales la acumulación de desequilibrios macroeconómicos en Estados Unidos.

En este contexto de inflación controlada y crecimiento vacilante, el BCE redujo los tipos de interés en 50 puntos básicos a comienzos de junio, de tal forma que el tipo de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se situó en el 2%, el nivel más bajo alcanzado por los tipos oficiales desde la introducción de la moneda única. En cuanto a las políticas fiscales, el impacto del juego de los estabilizadores automáticos ha agravado el deterioro que ya venían sufriendo las posiciones presupuestarias de algunos países miembros, lo que redonda en la necesidad de reforzar la vigencia de las normas acordadas en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y de mantener el consenso sobre la forma más adecuada de aplicarlas en la situación actual.

#### 3.1. Evolución económica

De acuerdo con la segunda estimación de la Contabilidad Nacional, la economía de la UEM creció un 0,1% en el primer trimestre de 2003, la misma tasa que en el trimestre anterior, situando la variación interanual del PIB en el 0,8%, cuatro décimas por debajo de la del trimestre precedente (véase cuadro 1). La demanda interna (sin existencias) redujo su contribución al crecimiento intertrimestral del PIB, desde 0,3 pp en el cuarto trimestre de 2002

hasta 0,1 pp en el primer trimestre de 2003, como consecuencia del notable deterioro de la formación bruta de capital fijo, que cayó un 1,2% (véase gráfico 8). La fuerte contracción de la inversión se explica por el empeoramiento de sus dos componentes principales, que sufrieron caídas intertrimestrales del 1,5%, en el caso de los bienes de equipo, y del 1,2%, en el de la construcción. Hay que subrayar que este dato negativo es, en gran medida, la contrapartida del aumento anómalo de esa variable durante el cuarto trimestre de 2002, que, como se comentó en la edición de abril de este Boletín, está relacionada con los datos atípicos de Alemania e Italia. De hecho, si se excluye de la inversión total la correspondiente a estos dos países, la inversión del agregado resultante decreció alrededor de un 0,1% en el trimestre, lo que supone una mejora con respecto a su comportamiento de finales de 2002. El consumo privado y el público, por su parte, avanzaron un 0,4% y un 0,3%, respectivamente, repitiendo ambos la tasa del trimestre precedente. La contribución de la variación de existencias al crecimiento intertrimestral del producto fue de 0,5 pp, frente a los 0,1 pp del trimestre anterior. Finalmente, la demanda exterior neta drenó cinco décimas al aumento intertrimestral del producto, debido a la fuerte caída de las exportaciones (-0,6%) y a la relativa fortaleza de las importaciones.

El detalle de la Contabilidad Nacional por países referido al primer trimestre del año muestra una ampliación de los diferenciales de crecimiento nacionales. Así, en el primer trimestre, se produjo una caída intertrimestral del PIB en Alemania (-0,2%), Italia (-0,1%), Holanda (-0,1%) y Finlandia (-1,3%), mientras que, en los demás países de los que se dispone de información, el producto creció lo mismo o por encima del trimestre precedente. En todos los casos, la contribución del sector exterior al crecimiento del producto fue negativa y el consumo se mantuvo relativamente fuerte. Asimismo, aquellos en los que el PIB se redujo, la formación bruta de capital fijo y la inversión en construcción, en particular, registraron descensos pronunciados. En el recuadro 2 se desglosa la inversión en construcción en sus principales componentes en la UEM y en cada uno de los países integrantes.

Por el lado de la oferta, la debilidad del valor añadido bruto en el primer trimestre del año fue el resultado de la notable contracción experimentada por el sector de la construcción (-1,8% intertrimestral) y de la desaceleración de la actividad en la rama de servicios, ya que el resto de ramas exhibieron una evolución más favorable. Por lo que respecta al mercado de trabajo, el empleo registró un crecimiento nulo por tercer trimestre consecutivo. Con ello, la

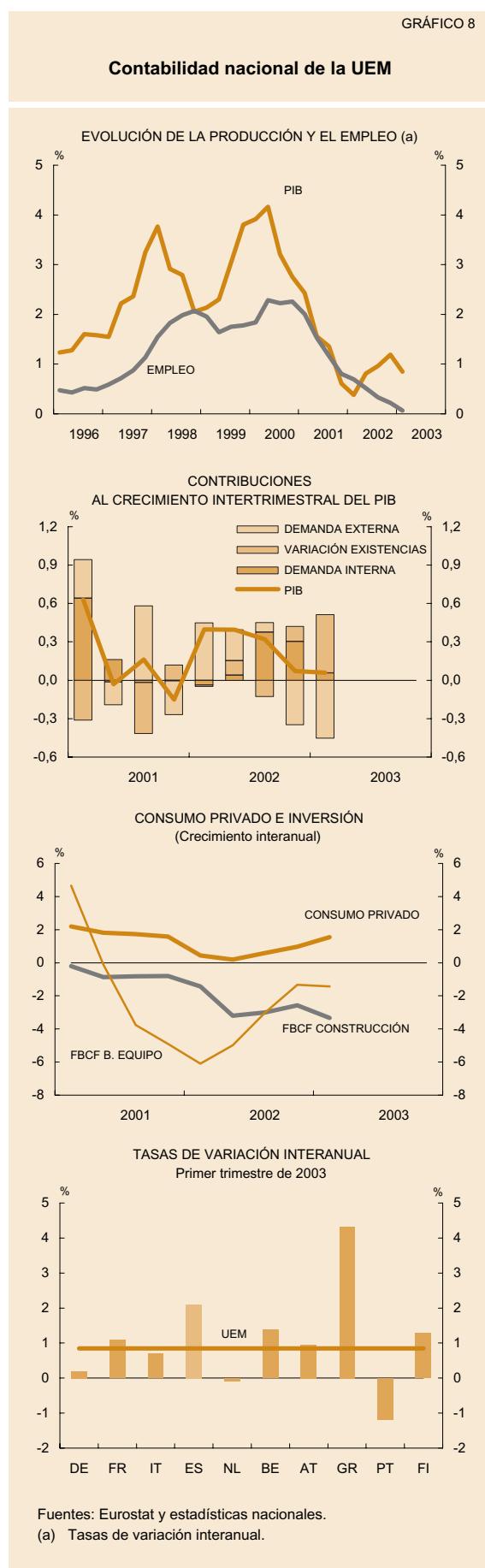
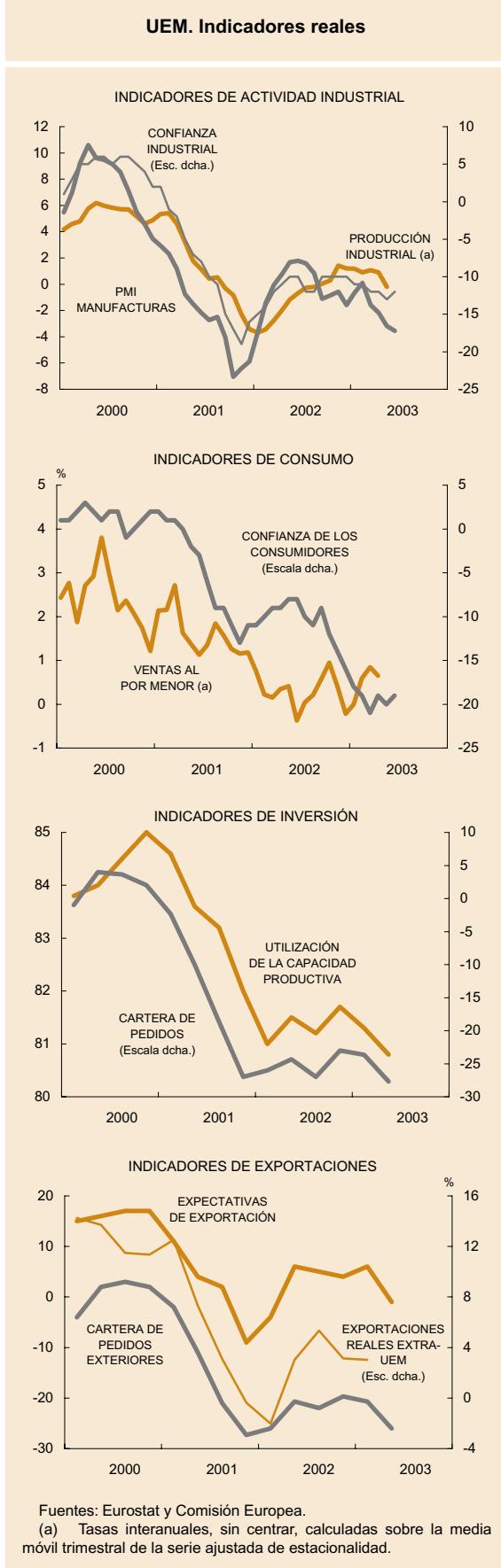


GRÁFICO 9



tasa interanual se situó en el 0,1%, lo que representa el valor más bajo desde 1995. La mayor desaceleración del producto que del empleo en relación con el primer trimestre del año anterior provocó un menor avance de la productividad aparente del trabajo, hasta situarse su tasa de aumento en el 0,7%.

La información disponible sobre los indicadores de actividad en el segundo trimestre de 2003 apunta a un mantenimiento de la debilidad del crecimiento del PIB en la UEM, pudiéndose situar su tasa de variación intertrimestral en la parte inferior del intervalo estimado por la CE, que contempla un rango de 0%-0,4% para dicho trimestre (véase cuadro 1). Por lo tanto, si se confirma esta estimación, la consecución de un crecimiento medio del PIB para el año 2003 dentro el intervalo estimado por el BCE, publicado en su boletín de junio, del 0,4%-1% para el año 2003, requeriría una moderada recuperación de la actividad en la segunda parte del año.

Por lo que concierne a los indicadores de oferta en el segundo trimestre de 2003, el índice de producción industrial (excluida la construcción) registró una caída media en abril y mayo del 0,5%, en comparación con el primer trimestre, y tanto el índice de confianza industrial de la Comisión Europea (CE) como el índice de gestores de compras de la industria manufacturera empeoraron en relación con el primer trimestre de 2003 (véase el gráfico 9). También se redujo el indicador de confianza de la CE relativo a la construcción. En relación con la actividad en la rama de servicios, la información disponible proporciona señales mixtas, ya que, mientras que el indicador de opinión de la CE mejoró sensiblemente, el índice de gestores de compras de servicios disminuyó.

Desde la óptica de la demanda, la evolución de los indicadores de consumo privado resultó algo más favorable que la de los relacionados con la inversión y las exportaciones. Así, el indicador de confianza del consumidor de la CE se situó en el segundo trimestre en el mismo nivel promedio que en el primer trimestre y la disposición de los consumidores a comprar bienes de consumo duradero, indicador que suele presentar cierto adelanto en relación con el consumo total, mejoró ligeramente en el trimestre (véase gráfico 9). Las ventas al por menor crecieron en abril un 1,5% en relación con el mes anterior, lo que contrasta con la caída media intertrimestral del 3,2% de la matriculación de automóviles en el segundo trimestre. Por último, el índice de confianza de los minoristas de la CE mejoró en el segundo trimestre en comparación con el primero. Por lo que respecta a la demanda de bienes de equipo, según la infor-

RECUADRO 2

## Comportamiento de la construcción en la UEM

La formación bruta de capital fijo (FBCF), pese a su moderado peso en el producto, juega un papel muy relevante en la evolución de este, dado que se caracteriza por presentar fases de expansión y contracción más intensas que las de otros componentes del gasto, como el consumo privado. Desde el máximo alcanzado en 1999, la FBCF ha mostrado una progresiva desaceleración, que se ha anticipado tres trimestres a la ralentización del PIB. Como puede verse en el primer gráfico, este proceso empezó a revertir suavemente el pasado año.

Así, desde mediados de 2000, cuando se inició la fase de desaceleración cíclica más reciente, el componente de bienes de equipo de la FBCF ha experimentado una pérdida de ritmo muy superior a la del resto, que ha sido, además, coincidente con la del PIB. En cambio, el crecimiento de la construcción comenzó a reducirse antes que el del producto, aunque desde tasas más moderadas y a un ritmo más lento. Además, mientras que la inversión en equipo parece haber superado ya el mínimo cíclico, las tasas de variación interanual de la inversión en construcción todavía no han iniciado una senda de mejoría, de forma que en el primer trimestre de 2003 es el componente de la inversión que registra tasas interanuales más negativas, llegando a detraer tres décimas del crecimiento del producto.

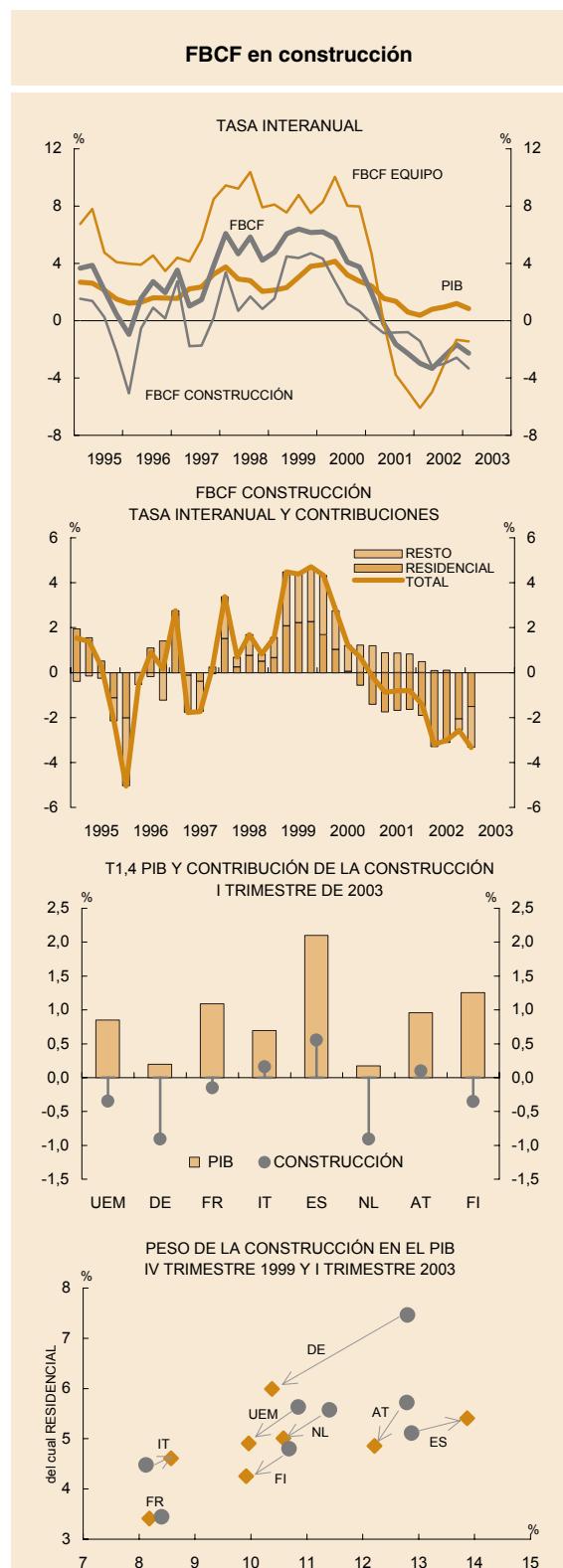
Como se muestra en el segundo gráfico, la inversión residencial viene experimentando tasas de avance negativas desde hace nueve trimestres, mientras que la construcción no residencial ha iniciado recientemente una etapa de contracción. Dado que, dentro de este componente, la construcción realizada por las empresas obedece a determinantes similares a los que influyen en la inversión en equipo, que se está recuperando, la reciente contracción de la inversión en construcción no residencial puede estar relacionada con la evolución de su componente de inversión en obra pública, posiblemente condicionada por las dificultades presupuestarias experimentadas por los Estados miembros a raíz de la desaceleración económica general.

El comportamiento agregado de la construcción en la UEM también esconde disparidades importantes entre los distintos países miembros. En particular, como se observa en el tercer gráfico, la construcción está suponiendo una notable contracción para el avance sostenido del producto en Alemania y Holanda. En España, en cambio, la construcción aportó seis décimas de punto porcentual al crecimiento del PIB en el primer trimestre.

Conviene destacar que en Alemania este resultado es parte de un largo proceso de corrección de la sobreinversión que tuvo lugar en la primera mitad de la década de los noventa, fenómeno que ha estado lastrando el crecimiento de este componente en la segunda parte de esa década. Tal como se recoge en el cuarto gráfico, en la última fase de desaceleración, el peso de la construcción en el PIB ha caído de forma muy notable, desde un 12,8%, uno de los valores más elevados en la UEM, hasta un 10,4%. Además, algo más de la mitad de esta pérdida de peso se debe a la evolución de la inversión residencial.

Holanda, Austria y Finlandia también han experimentado un proceso de pérdida de peso de la inversión en construcción en el producto en los últimos años. En Holanda, además, este fenómeno es relativamente reciente, pues la inversión en construcción comenzó a presentar tasas de crecimiento negativas a principios de 2002, un año más tarde que en la media de la UEM y en países como Austria o Finlandia. En los tres países, ha sido la evolución del componente residencial lo que explica en mayor medida esta pérdida de peso.

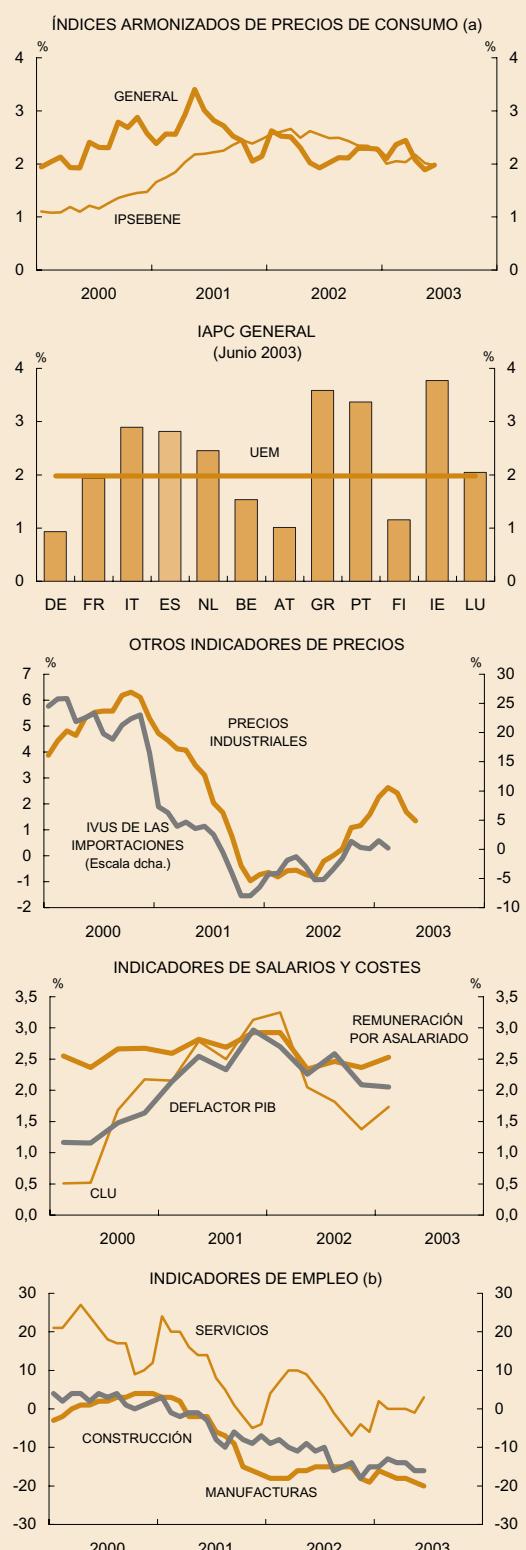
Por último, el fuerte dinamismo de la inversión en construcción en España en los últimos años, favorecida por los bajos niveles de los tipos de interés reales, el notable aumento del crédito hipotecario y una relativa holgura de la situación presupuestaria, se ha reflejado en un aumento de un punto porcentual de su peso en el PIB, entre 2000 y principios de 2003, hasta el 13,9%, el valor más elevado de los países de la UEM. La mayor parte de este aumento de su peso en relación con el producto se ha debido a la ganancia en el componente no residencial que supone actualmente un 8,5% del PIB.



Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

GRÁFICO 10

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



Fuentes: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

(b) Expectativas basadas en los indicadores de opinión de la Comisión Europea.

mación procedente de la encuesta semestral llevada a cabo por la CE en abril, las empresas industriales estiman un crecimiento de su gasto en inversión para el año 2003 del -1%, similar al que anticipaban en noviembre de 2002. Esta estimación para el año 2003, aunque negativa, es muy superior al dato definitivo del año 2002. En relación con la previsible evolución de la inversión en el segundo trimestre, tanto la valoración de la cartera de pedidos de la industria como el grado de utilización de la capacidad productiva empeoraron en dicho período. Por lo que respecta a la demanda externa, las expectativas de exportación de la industria alcanzaron un registro negativo por vez primera desde el comienzo de 2002, y el indicador de la valoración de la cartera de pedidos procedentes del exterior se deterioró significativamente en ese mismo período (véase gráfico 9). Por último, los indicadores de empleo, procedentes también de las encuestas de opinión, recogen un empeoramiento adicional de esta variable en la mayor parte de las ramas de actividad (véase gráfico 10). La desaceleración del ritmo de generación de empleo ha llevado aparejado un leve repunte de la tasa de paro, que en el mes de mayo se situó en el 8,8%, una décima por encima del nivel del primer trimestre.

Por consiguiente, a tenor de la evolución de los indicadores disponibles, es previsible que el patrón de crecimiento débil del segundo trimestre no registre cambios de importancia con respecto al primero, de manera que se sustente en mayor medida en el consumo que en las exportaciones o la inversión.

Los indicadores de precios del área del euro se han desacelerado a lo largo de los últimos meses. En cuanto a la determinación de los precios interiores, los costes laborales unitarios aumentaron en el primer trimestre algo por encima del período anterior, debido tanto a un incremento ligeramente mayor de la remuneración por asalariado como al menor aumento de las ganancias de productividad. No obstante, el deflactor del PIB creció a una tasa similar a la del trimestre precedente y superior a la de los costes laborales unitarios, por lo que es previsible que se produjera un aumento adicional de los márgenes (véase gráfico 10).

La evolución de los precios de consumo del área ha venido marcada en el segundo trimestre por una moderación del ritmo de avance de incremento del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), que ha pasado del 2,4% en marzo al 2% en junio (véanse gráfico 10 y cuadro 1). Sin embargo, esta evolución ha venido determinada fundamentalmente por el comportamiento del componente energético, cuya tasa de crecimiento se ha reducido notable-

CUADRO 1

## Indicadores económicos de la UEM

	2001			2002			2003		
	IV Tr	I Tr	II Tr	III Tr	IV Tr	I Tr	II Tr (a)	III Tr (b)	
<b>PIB</b>									
Crecimiento interanual	0,6	0,4	0,8	1,0	1,2	0,8			
Crecimiento intertrimestral	-0,2	0,4	0,4	0,3	0,1	0,1			
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,0 ; 0,4)	(0,0 ; 0,4)	
IPI (d)	-2,9	-2,7	-0,7	-0,2	1,2	1,0	-0,2		
Sentimiento económico	98,8	99,2	99,5	99,0	98,7	98,2	98,1		
Confianza industrial	-17,3	-13,0	-10,0	-11,3	-10,0	-11,3	-12,3		
PMI manufacturas	43,6	48,3	51,4	50,5	49,0	49,3	47,0		
Confianza servicios	-5,3	3,4	5,3	-0,7	-4,3	-5,0	-2,3		
PMI servicios	47,9	52,1	52,9	50,9	50,5	48,9	47,9		
Tasa de paro	8,1	8,2	8,3	8,4	8,5	8,7	8,8		
Confianza consumidores	-11,7	-10,0	-8,3	-10,0	-14,0	-19,3	-19,3		
IAPC (d) (e)	2,1	2,5	1,9	2,1	2,3	2,4	2,0		
IPRI (d) (e)	-0,7	-0,6	-0,8	0,3	1,6	2,4	1,4		
Precio del petróleo en \$ (e)	18,7	23,7	24,1	28,4	28,2	30,3	27,6	28,5	
Préstamos al sector privado (d) (e)	6,0	5,5	5,4	5,1	4,7	4,7	4,5		
Rendimiento bonos a diez años UEM	4,8	5,1	5,3	4,8	4,5	4,2	4,0	4,0	
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,02	-0,01	-0,10	-0,46	-0,51	-0,22	-0,32	-0,23	
Tipo de cambio dólar/euro (e)	0,881	0,872	0,998	0,986	1,049	1,090	1,143	1,140	
Apreciación / Depreciación del euro (e)	-5,3	-1,0	13,2	11,9	19,0	3,9	9,0	8,7	
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	-19,7	1,6	-15,2	-39,1	-34,5	-12,9	2,9	4,1	
Fuentes: Eurostat, BCE y Banco de España.									
(a) La información en cursiva no recoge el trimestre completo.									
(b) Información disponible hasta el día 23 de julio de 2003.									
(c) Previsiones de crecimiento intertrimestral.									
(d) Crecimiento interanual.									
(e) Datos de fin de período. Para la variación de los tipos de cambio y de la bolsa, son variaciones porcentuales acumuladas en el año.									

mente en el período abril-junio, en tanto que el incremento de los precios de los restantes grupo de bienes apenas ha descendido. Así, la tasa de crecimiento del indicador que reúne los precios de los servicios y de los bienes no energéticos (IPSEBENE) ha permanecido estable en el 2% entre los meses de abril y junio. Por su parte, el índice de precios industriales creció un 1,4% interanual en mayo, un punto por debajo de la tasa registrada en marzo. Por componentes, destaca la suave desaceleración que vienen mostrando los precios de los bienes industriales de consumo desde principios de año.

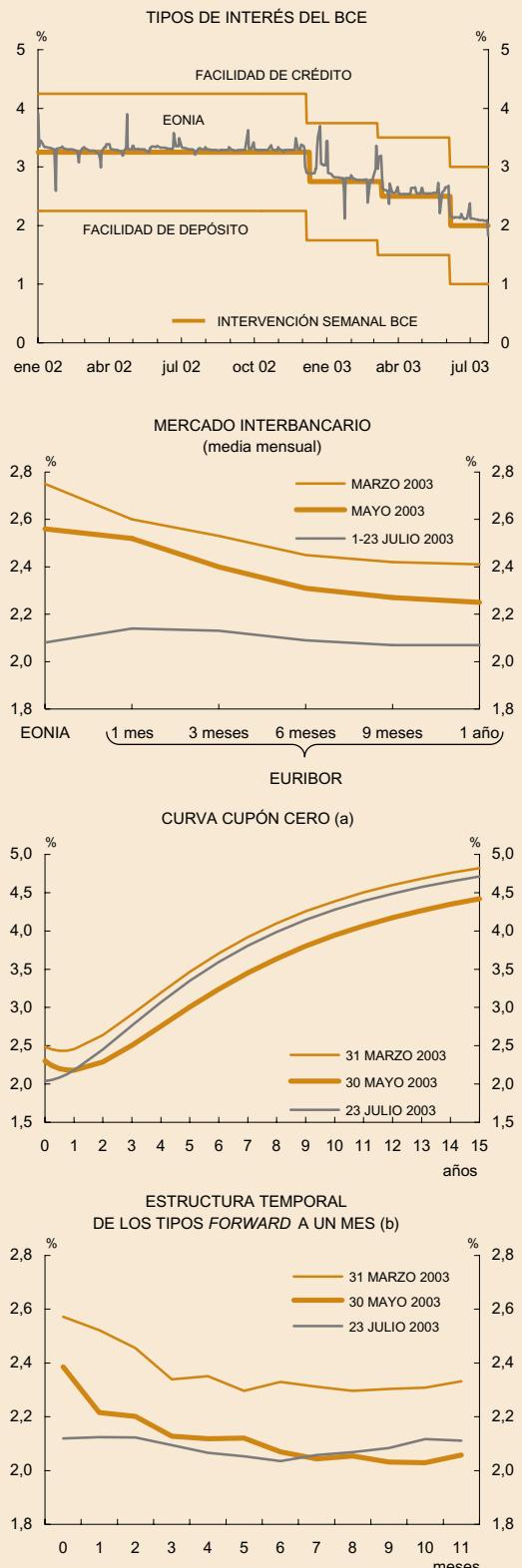
A pesar de la resistencia a la baja del núcleo más estable de la inflación, las perspectivas sobre la evolución de los precios a medio plazo son favorables, ya que la transmisión progresiva de la reciente apreciación del euro a los precios de los componentes menos volátiles, el previsible mantenimiento del precio del petróleo dentro de las bandas establecidas por la OPEP y la existencia de capacidad productiva ociosa deben

contribuir a contener las presiones inflacionistas. Además, la evolución de los salarios es consistente con el mantenimiento de la inflación en niveles próximos a la definición de estabilidad de precios del BCE, si bien no parece que su crecimiento actual, próximo al 2,5%, facilite la rápida recuperación del ritmo de creación de empleo. En cuanto a la evolución del IAPC por países, como se observa en el segundo módulo del gráfico 10, la inflación mantiene sustanciales divergencias, aunque el diferencial entre los dos Estados con las tasas mayor y menor ha tendido a reducirse en el segundo trimestre del año.

Según las estimaciones publicadas por el BCE, el déficit de la balanza por cuenta corriente acumulado hasta marzo de 2003 alcanzó 1,9 mm de euros, que contrasta con el superávit de 24,5 mm registrado el trimestre previo y de 12 mm del mismo período del año anterior. Aunque todas las sub-balanzas experimentaron deterioros de sus saldos, fueron la balanza comercial y la de renta las que resultaron determi-

GRÁFICO 11

**Tipos de interés de la zona del euro**



Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.

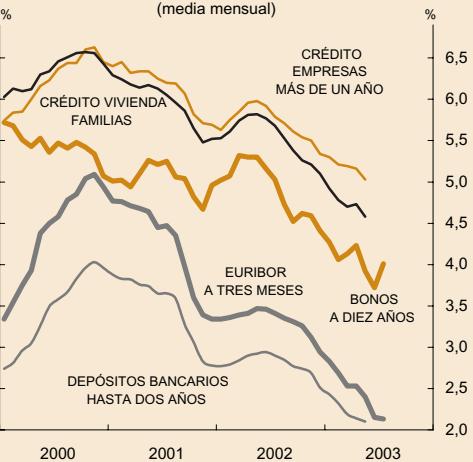
(a) Estimación con datos del mercado de swaps.

(b) Estimado con los datos del Euribor.

GRÁFICO 12

**Tipos de interés de la zona del euro, tipo de cambio y bolsa**

**TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS Y DE LOS MERCADOS MONETARIOS Y DE DEUDA (media mensual)**



**TIPOS DE CAMBIO NOMINALES DEL EURO**



**EURO STOXX AMPLIO. ÍNDICE**



Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.

(a) Índice de tipo de cambio efectivo nominal. Grupo reducido de monedas definidas por el BCE.

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

CUADRO 2

% 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).

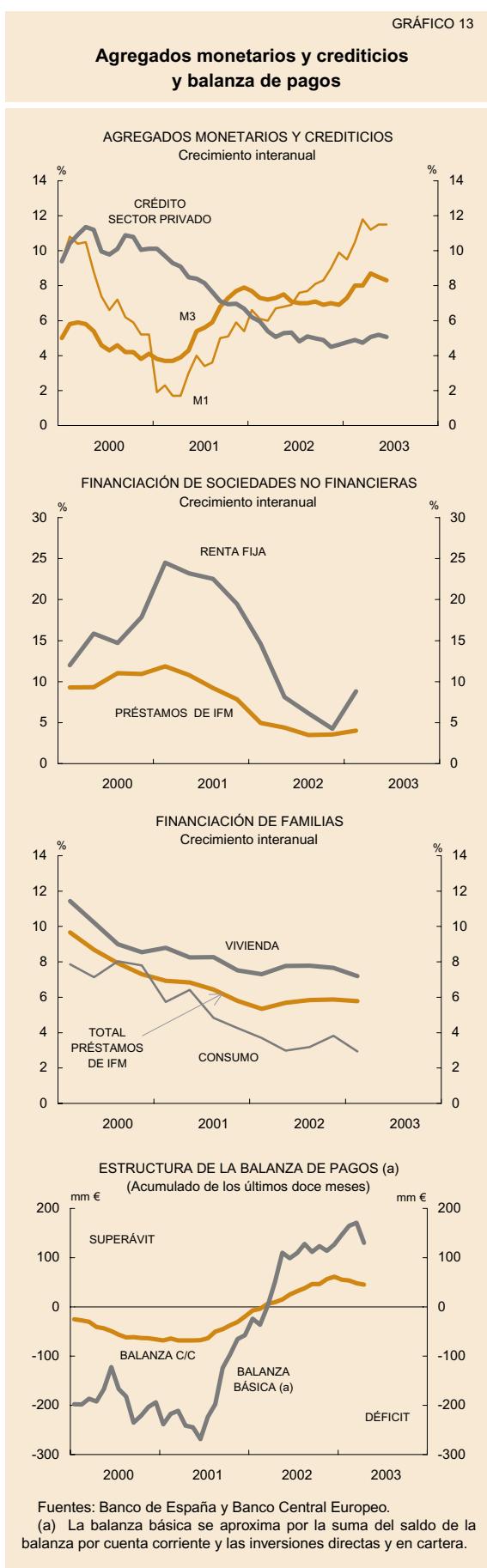
(c) Objetivos de los programas de estabilidad que han sido presentados entre noviembre de 2002 y enero de 2003.

nantes del deterioro global. Este comportamiento se explica, principalmente, por la notable debilidad del volumen de exportaciones, ya que la relación real de intercambio experimentó un incremento el primer trimestre del año. Teniendo en cuenta, además, que se observaron entradas netas de capital, en forma de inversión directa y de cartera, de unos 6 mm de euros —en contraste con las salidas netas de la partida de otra inversión de la cuenta financiera—, el saldo de la balanza básica, que aproxima las necesidades de financiación de una economía de carácter más permanente, se situó en 4,6 mm de euros en el conjunto del primer trimestre del año, lo que supone una significativa disminución con respecto al período más reciente (véase gráfico 13).

Las perspectivas fiscales se han deteriorado en numerosos países del área durante el primer semestre del año, de modo que es muy probable que una amplia mayoría de Estados miembros incumplan los objetivos trazados en sus programas de estabilidad para el año 2003 (véase cuadro 2). Este empeoramiento previsto de los saldos se debe, fundamentalmente, al impacto directo del debilitamiento de la actividad macroeconómica sobre los componentes de ingresos y gastos más sensibles a la posición cíclica de las economías. En particular, para los países en situación de déficit excesivo,

la acción de los estabilizadores automáticos ha agravado las dificultades para corregir tal situación con prontitud. En estas condiciones se encuentran en la actualidad tres países, después de que, el pasado 3 de junio, el Consejo ECOFIN ratificara la existencia de un déficit excesivo en Francia, que se suma así a Alemania y Portugal, en los que el procedimiento se había puesto en marcha con anterioridad. El Consejo ha otorgado a las autoridades francesas un plazo de cuatro meses para la adopción de medidas correctoras, o que impliquen una mejora del saldo ajustado de ciclo en 2003 significativamente mayor a la planeada hasta ahora. Además, en 2004 este país deberá corregir su déficit ajustado de ciclo al menos en un 0,5% del PIB, al objeto de conseguir situar su déficit observado por debajo del 3% del PIB en ese año.

En respuesta a la persistente debilidad de sus respectivas economías, algunos gobiernos, como el alemán y el francés, están tratando de manejar los escasos márgenes de maniobra disponibles, anunciando su propósito de introducir recortes impositivos al objeto de estimular la actividad. En Alemania, el Gobierno ha propuesto el adelantamiento en un año de la rebaja impositiva prevista inicialmente para 2005. Por el momento, se desconocen aún los detalles acerca de las vías por las que podría finanziarse el coste presupuestario de la medida



(estimado en torno al 0,9% del PIB), con la excepción de la eliminación de algunas transferencias a las familias —tales como los incentivos fiscales a la compra de la primera vivienda—. Además, la incertidumbre acerca del contenido final de la propuesta se ve alimentada por la necesidad de consensuar esta con la oposición y con los Estados federados. En Francia, las autoridades han anunciado también su intención de introducir algún tipo de rebaja de la presión fiscal, por ahora no precisada, hacia el otoño, aunque también han advertido que el margen disponible para ello es escaso, a la luz de la desfavorable evolución de la recaudación por impuesto de sociedades y del deslizamiento del gasto en sanidad.

Estas estrategias de expansión fiscal en un momento de debilidad cíclica pueden ocasionar un retraso en el proceso de corrección de los desequilibrios en estos países, lo que prolongaría los procedimientos de déficit excesivos abiertos en estos momentos. En este contexto, resulta pertinente reforzar el compromiso con las reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, al tiempo que se utiliza el margen de flexibilidad que estas incorporan, en línea con Grandes Orientaciones de Política Económica, adoptadas recientemente por el Consejo Europeo, y las recomendaciones que en cada caso concreto ha efectuado el Consejo ECOFIN.

En todo caso, el aumento sostenido del crecimiento económico exige la adopción de reformas estructurales ambiciosas. En este contexto, resultan prometedoras las reformas en curso en Alemania, donde las principales fuerzas políticas han alcanzado un consenso preliminar en torno a la denominada Agenda 2010, amplio catálogo de medidas estructurales que incluye reformas de los sistemas de sanidad, de prestaciones por desempleo, de pensiones y de la legislación de despido aplicable a las pequeñas empresas. Asimismo, en Francia se encuentra en proceso de aprobación una reforma del sistema de pensiones, que, entre otros elementos, eleva progresivamente el período de cotización necesario para percibir una pensión completa en las Administraciones Públicas, hasta igualarlo con el vigente en el sector privado, e incentiva el retraso de la edad de prejubilación, lo que puede contribuir a mitigar el impacto a largo plazo del envejecimiento de la población sobre las cuentas públicas.

### 3.2. Evolución monetaria y financiera

En su reunión del 5 de junio de 2003, el Consejo de Gobierno del BCE, tras valorar las mejores perspectivas inflacionistas, la ausencia de síntomas de recuperación significativa de la

## RECUADRO 3

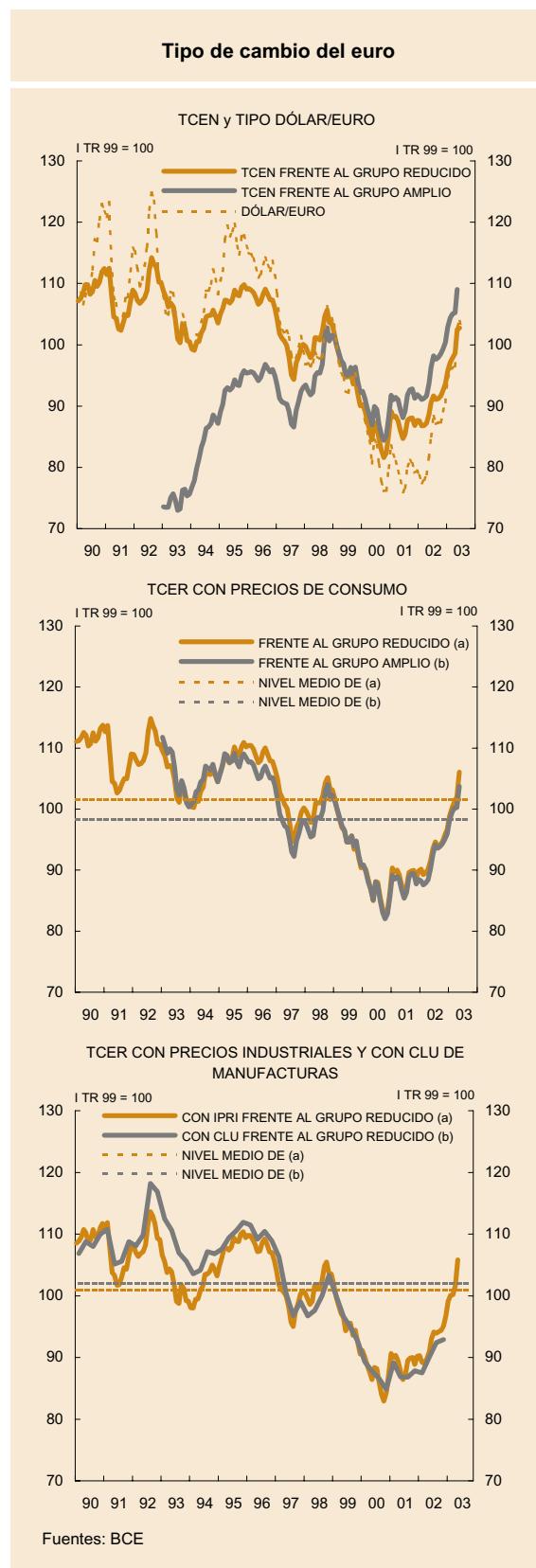
## La evolución de los tipos de cambio efectivos del euro

El análisis del comportamiento del tipo de cambio efectivo real (TCER) del euro permite realizar una valoración de la evolución de la competitividad del área frente a los principales países con los que lleva a cabo su comercio exterior. La competitividad es un concepto muy amplio, que hace referencia a la capacidad de una economía para mantener o ampliar su cuota en los distintos mercados (incluido el doméstico), por lo que su estudio no se agota en el análisis de la senda del TCER, dada la posibilidad de que las empresas compitan por otros procedimientos distintos de la reducción de precios. Aunque una parte de los movimientos experimentados por el TCER se explica por la evolución de sus determinantes fundamentales —que, en último término, se corresponden con las variables que causan los diferenciales de rentabilidad presentes y esperados—, los niveles del TCEN y del TCER observados en cada momento muestran a menudo una discrepancia significativa con los que sugieren sus determinantes fundamentales de largo plazo.

Por construcción, los dos elementos constituyentes del TCER son un indicador de los precios o costes relativos y el tipo de cambio efectivo nominal (TCEN), que representa una medida del valor externo de la moneda frente a las de sus socios comerciales, y sus movimientos explican, en la práctica, la mayor parte de los cambios en el TCER. Por su parte, las medidas de precios y costes comúnmente empleadas en la construcción de los TCER comprenden los índices de precios de consumo (IPC), los índices de precios industriales (IPRI), los costes laborales unitarios en el sector manufacturero (CLU-M) y en el total de la economía (CLU-T), y los deflactores del PIB. El BCE calcula actualmente estas cinco medidas del TCER (las dos últimas solamente desde este mes) frente a un grupo reducido de monedas de 12 países, en su mayoría pertenecientes a la OCDE. Además, también computa los TCER construidos con los IPC frente a otro grupo más amplio de países, que incluye además las monedas de 26 economías emergentes y en transición. La utilización de esta segunda agrupación está justificada por la importancia creciente de estos países en el comercio mundial. Ambas agrupaciones representaron, por término medio, el 62% y el 89% del comercio exterior de manufacturas del área en el período 1995-1997, respectivamente.

La apreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar ha sido uno de los rasgos fundamentales de la evolución de los mercados financieros internacionales en el período más reciente. Así, la revalorización de la moneda única europea frente a la norteamericana desde octubre de 2000 hasta la actualidad ha sido del 35%, aproximadamente, en términos nominales. Sin embargo, aunque es cierto que, durante ese período (y, en particular, desde comienzos de 2002), el euro ha tendido a fortalecerse frente a las principales monedas, la apreciación frente a la moneda norteamericana ha tenido una magnitud superior. Así, en comparación con la evolución frente al dólar, la apreciación acumulada desde entonces frente a ambas agrupaciones de países en términos nominales ha sido más moderada. En concreto, ascendió al 26%, en el caso del grupo reducido, y al 29%, en el del amplio (véase el primer gráfico). La cuantía algo superior de la apreciación nominal frente al grupo amplio viene explicada por la inclusión en el mismo de economías con tasas de inflación más elevadas, lo que tiende a traducirse en una depreciación de sus monedas.

La evolución reciente de los TCER cuando el índice de precios relativos utilizado en su construcción se basa en los IPC es muy similar a la registrada por el TCEN. Resulta interesante constatar, además, que, a pesar de que los países pertenecientes al grupo amplio que no están incluidos en el grupo reducido representan un porcentaje del comercio de manufacturas del área cercano al 30%, la evolución del índice de tipo de cambio efectivo real ha sido muy similar en ambos casos. En particular, los porcentajes de apreciación del euro desde octubre de 2000 han sido del 28,5% frente al grupo reducido y del 26,5% frente al amplio (véase el segundo gráfico). Por otro lado, si la actual apreciación del euro se contempla desde una perspectiva temporal más amplia, la valoración de la situación actual de la competitividad del área es menos obvia. Así, frente al grupo reducido de países, el TCER medido con precios de consumo se encontraría en mayo de 2003 en torno a un 4% por encima de su media histórica desde 1990. Una evolución similar se observa cuando se utilizan en su cálculo los IPRI y los CLU-M (véase el tercer gráfico).



actividad y la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento del área, decidió reducir nuevamente los tipos de interés oficiales, esta vez en 50 puntos básicos. La acumulación de bajadas sucesivas a lo largo del año ha situado el tipo mínimo de las operaciones principales de financiación en el 2%, y los de las facilidades de depósito y de crédito en el 1% y 3%, respectivamente (véase gráfico 11).

Como ya se ha comentado al principio de este epígrafe, a lo largo del segundo trimestre se ha ido asentando una mejora progresiva de las condiciones financieras generales en la zona del euro, solamente contenidas por la apreciación del euro y por un cierto endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito bancario. En particular, tanto los tipos de interés como los precios de los instrumentos de renta variable y fija emitidos por las empresas han evolucionado de modo propio para la financiación de la actividad productiva. Por su parte, el crédito otorgado al sector privado se ha acelerado ligeramente, si bien se ve todavía afectado por el proceso de saneamiento de los balances, actualmente en curso en algunos sectores. En todo caso, resulta significativo el dinamismo que están adquiriendo las emisiones en los mercados de renta fija.

En el transcurso del trimestre, los tipos de interés de los mercados monetarios experimentaron una trayectoria descendente, como consecuencia del arraigo de expectativas de reducción de los tipos oficiales, confirmadas en junio. Con posterioridad, a mediados de julio, la curva de rendimientos del EURIBOR muestra unos niveles medios de los tipos en torno al 2,1% en todos los plazos, aunque con una ligera pendiente negativa a partir de los tres meses. Con datos de finales de julio, el perfil de la curva de los tipos de interés *forward* a un mes no sugiere la existencia de expectativas de movimiento de tipos para los próximos meses (véase gráfico 11).

En los mercados de deuda de la UEM, la rentabilidad a plazo de 10 años se situaba a finales de julio en un nivel similar al registrado a finales de marzo, si bien, como se observa en el gráfico 12, alcanzó un mínimo en el mes de mayo, incrementándose posteriormente. Este fenómeno de reducción de la rentabilidad y posterior recuperación ha sido más intenso en la deuda norteamericana, de manera que el diferencial entre ambas era prácticamente nulo a finales de julio. Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito del área del euro a las operaciones con sus clientes mantuvieron hasta mayo la tendencia decreciente iniciada a mediados del pasado año, en línea con la evolución de los tipos de los mercados monetarios hasta ese mes.

En los mercados cambiarios, el euro prolongó hasta principios de junio la tendencia apreciatoria, de manera que llegó a alcanzar un cambio de alrededor de 1,19 con respecto al dólar. En las semanas siguientes, se produjo un debilitamiento gradual de la divisa europea frente a las principales monedas y, en particular, frente al dólar, que podría guardar relación con la mejora de las perspectivas de crecimiento en EEUU, dado que ni los diferenciales de tipos de interés entre ambas áreas, ni los interrogantes abiertos a propósito de la sostenibilidad del desequilibrio exterior norteamericano han sufrido modificaciones significativas recientemente (véase gráfico 13). Así, a finales de julio, el euro se encuentra casi un 4% por encima de su valor frente al dólar de finales de marzo y alrededor del 3% en términos efectivos nominales. En el recuadro 3, se analiza la evolución reciente del tipo de cambio efectivo nominal y real con mayor perspectiva histórica.

Desde mediados de marzo se ha venido produciendo un repunte sostenido de las cotizaciones bursátiles, que se inició en Estados Unidos y se ha extendido posteriormente a otras plazas. El índice Euro STOXX amplio se ha revalorizado alrededor de un 19% desde entonces (véanse gráfico 12 y cuadro 1). Esta evolución está en consonancia con la incipiente mejoría de los beneficios empresariales, que podría acelerar el proceso de saneamiento de balances experimentado por las compañías cotizadas. Adicionalmente, el reducido nivel de los tipos de interés y la disminución general de la incertidumbre en la escena política internacional podrían haber contribuido, también, a dicha evolución.

A lo largo de abril y mayo, el crecimiento interanual del agregado monetario M3 fue superior al promedio del primer trimestre, propiciando la acumulación de un exceso de liquidez asociado con el bajo nivel de los tipos de interés y, sobre todo, la preferencia de los agentes por activos de elevada liquidez y escaso riesgo ante la incertidumbre que todavía prevalecía en los mercados (véase gráfico 13). En concreto, en estos dos meses el agregado creció a una tasa media del 8,6% interanual. Entre sus componentes, ha continuado la fuerte inclinación por el tramo más líquido de los activos incluidos en el agregado, se ha observado un mayor dinamismo de los depósitos con preaviso y las participaciones en fondos de inversión siguen siendo el componente más dinámico.

Por lo que se refiere a los flujos financieros, el crédito concedido al sector privado se fortaleció ligeramente a lo largo de abril y mayo, hasta registrar una tasa de variación interanual del 5,1% en mayo. La información del crédito por

agentes tenedores correspondiente al primer trimestre de 2003 muestra un comportamiento algo menos expansivo de los préstamos a familias (5,4%, frente al 5,8% del cuarto trimestre de 2002), mientras que los dirigidos a empresas no financieras han crecido hasta el 4,1%, desde el 3,5% (véase gráfico 13). En el caso de España, la financiación otorgada al sector privado no financiero mantuvo en abril y mayo un fuerte ritmo de avance, del 13,5%, muy superior, por tanto, al registrado en el área del euro.

El pasado mes de mayo, el BCE publicó por primera vez los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) en el área del euro,

que facilita el seguimiento y la valoración de las condiciones de oferta y demanda de crédito del sector privado no financiero. Aunque la interpretación de los resultados de la misma debe llevarse a cabo con mucha cautela debido a su breve historia, los resultados de la EPB de abril sugieren que en los primeros meses del 2003 permanece un cierto endurecimiento de las condiciones de oferta, aunque de menor magnitud que el observado a finales de 2002, tanto en los créditos concedidos a las empresas como a familias. En cuanto a la demanda de préstamos, los datos sugieren que la solicitud de crédito de las empresas se mantuvo en niveles similares a los de enero, mientras que los hogares aumentaron su demanda crediticia.

## 4. La economía española

Como se ha señalado en los epígrafes anteriores, el contexto exterior en el que se desenvolvió la economía española durante el segundo trimestre del año 2003 continuó dominado por la incertidumbre global, lo que dio lugar a un nuevo retraso en las perspectivas de recuperación de la economía internacional y, en particular, de la europea. Frente a ello, la economía española siguió mostrando una notable capacidad de crecimiento, separándose de la evolución dominante en la zona del euro. El tono holgado de las condiciones monetarias, a pesar de la apreciación del euro, ha contribuido a afianzar las tendencias que ya se manifestaron en el primer trimestre del año. En ese período, la demanda nacional repuntó ligeramente, experimentando un crecimiento real del 3%, en tasa de variación interanual, y se estima que en el segundo trimestre registró un repunte adicional, hasta el 3,2%. Como se recoge en el gráfico 14, la evolución del gasto agregado en la primera mitad del año ha combinado una suave aceleración del consumo privado, con un crecimiento elevado del gasto de consumo de las AAPP y un empuje creciente de la formación bruta de capital fijo, impulsada por la inversión en bienes de equipo, que ha abandonado el signo contractivo que le caracterizó desde el segundo trimestre de 2001; la construcción, por su parte, ha moderado su ritmo de crecimiento, aunque conserva una firmeza notable. En cuanto a los flujos exteriores, en el conjunto del primer semestre las exportaciones de bienes y servicios mantuvieron tasas de crecimiento relativamente elevadas, a pesar de la atonía del turismo; no obstante, el impulso de las importaciones, derivado de la recuperación de la demanda final y de la apreciación del euro, proporcionó un carácter marcadamente contractivo a la demanda exterior neta. En resumen, el PIB que, según las estimaciones de la CNTR, estabilizó su tasa de crecimiento interanual en el primer trimestre de 2003 en el 2,1%, cifra similar a la alcanzada a finales del año anterior, habría aumentado ligeramente su ritmo de avance en el segundo trimestre, hasta el 2,2%, compatible con un aumento intertrimestral también ligeramente más elevado, del 0,6%.

Esta evolución del PIB ha sido el resultado de un comportamiento desigual de la actividad en las distintas ramas productivas. En el primer trimestre de 2003, el valor añadido de las actividades industriales prolongó la recuperación observada en la segunda mitad de 2002, mientras que la construcción se desaceleró, el valor añadido de los servicios de mercado se estabilizó en tasas moderadas de crecimiento y la agricultura mitigó, en alguna medida, el proceso contractivo en el que, no obstante, siguió inmersa. Estas tendencias continuaron, en general, en el segundo trimestre del año, aunque la industria

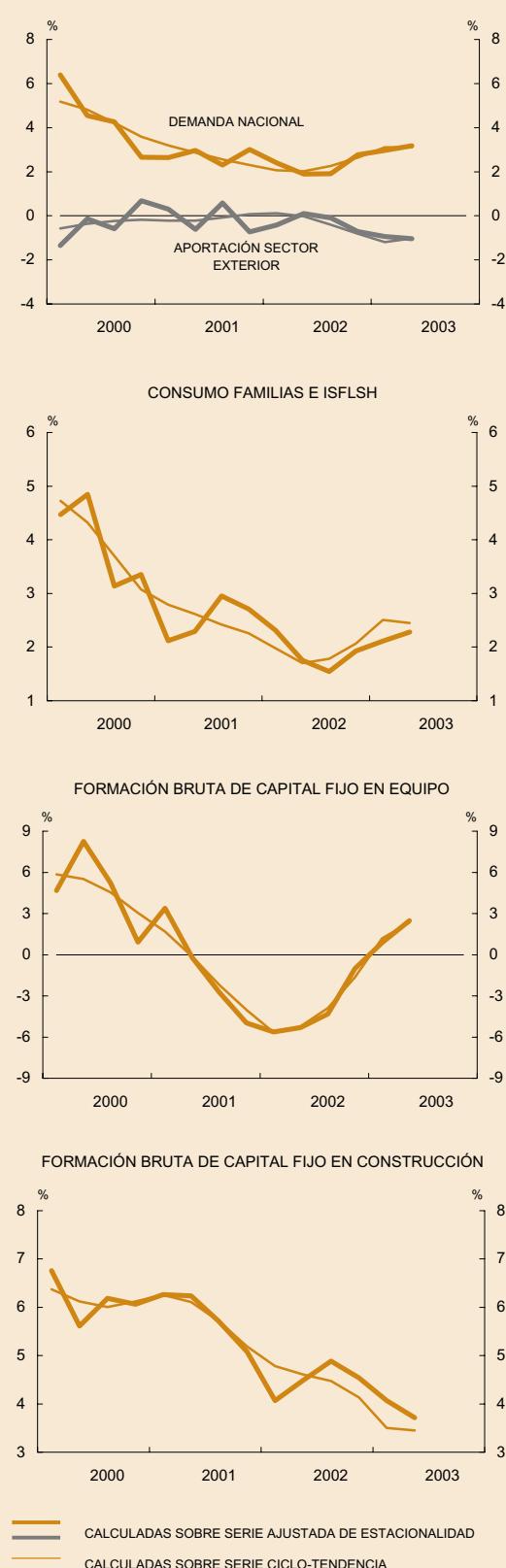
frenó su impulso acelerador, ante la ausencia de una mejora más asentada en el panorama exterior. Por su parte, el empleo, medido en términos del número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, intensificó su crecimiento de modo significativo en el primer trimestre del año, hasta alcanzar un aumento interanual del 1,5%, cuatro décimas más que en el trimestre anterior, y se estima que en el segundo trimestre siguió avanzando a un ritmo algo más elevado. Este impulso en la creación de empleo en la primera mitad de 2003 se ha traducido en unas menores ganancias de productividad del trabajo, cuyo crecimiento ha retornado a tasas inferiores al 1%.

La inflación ha ido cediendo en España, en el período transcurrido del año 2003, con mayor intensidad que en las economías más próximas, atenuando las pérdidas de competitividad que la economía española venía acumulando. A ello han contribuido las caídas de los precios de importación, que han ejercido un notable impacto moderador, favorecido por la apreciación del euro —que alcanzó un 23% en el primer semestre— y por la normalización del precio del petróleo. No obstante, los costes laborales por unidad de producto tendieron a acelerarse al comienzo del año, no solo como consecuencia de las menores ganancias de productividad, sino también por los mayores incrementos salariales pactados en la actual ronda de convenios colectivos y por los pagos resultantes de la activación de las cláusulas de salvaguarda de los convenios de 2002. Esta mayor presión de los costes laborales se ha visto compensada, en buena medida, por una menor ampliación de los márgenes empresariales, principalmente en los sectores más expuestos a la competencia exterior, de forma que, en su conjunto, el componente interior de los precios también ha comenzado a flexionar lentamente. Estos factores explican el descenso experimentado por la tasa de inflación, medida por la variación interanual del IPC, que, tras haberse situado en el 3,7% en el mes de marzo, se redujo hasta el 2,7% en junio.

#### 4.1. Demanda

Según la CNTR, el gasto en consumo final de los hogares se aceleró ligeramente en el primer trimestre de 2003, hasta el 2,1%, confirmando el cambio de tendencia que se apuntaba a finales de 2002. A partir de la información más actualizada, se estima que esa suave aceleración se habría prolongado en el segundo trimestre. La firmeza mostrada por el consumo privado ha venido favorecida por la expansión de la renta disponible de las familias, por la aparición de ganancias de riqueza real neta en

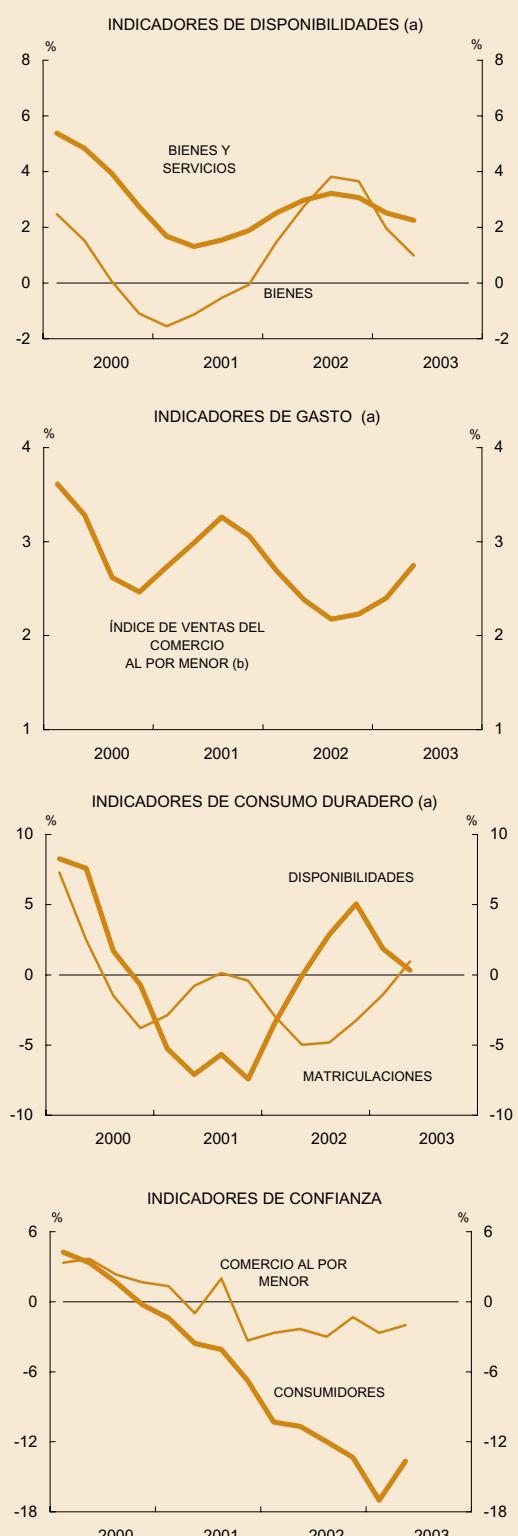
**GRÁFICO 14**  
**Principales agregados de la demanda**  
**Tasas de variación interanual**



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

GRÁFICO 15

## Indicadores de consumo privado



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

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

(b) Deflactado por el IPC.

este sector y por la persistencia de unas condiciones financieras holgadas. No obstante, el avance del consumo estaría siendo compatible con una mejora de la tasa de ahorro.

El mayor dinamismo del consumo se concretó en un comportamiento suavemente expansivo del gasto en servicios; también el gasto en bienes habría experimentado una aceleración, si bien estas tendencias quedan ocultas en el indicador de disponibilidades de bienes de consumo, estimado con información incompleta para el segundo trimestre (véase el gráfico 15). Otros indicadores directamente relacionados con el gasto de las familias, como el índice general de ventas del comercio al por menor, revelan una trayectoria ascendente, que es más intensa en las ventas de bienes no alimenticios; asimismo, las matriculaciones de automóviles parecen haber abandonado el perfil contractivo que les caracterizó desde el inicio del año 2002. Por su parte, el indicador de confianza de los consumidores mejoró en el segundo trimestre del 2003, alejándose de los niveles mínimos que alcanzó en los primeros meses del año, y reflejando un mayor optimismo en cuanto a la situación económica de los hogares en el próximo futuro.

En cuanto a los determinantes del gasto de consumo, la renta real disponible se habría acelerado ligeramente en la primera mitad del año, como consecuencia, por un lado, de la moderación de la tasa de inflación y, por otro, de la aceleración de la remuneración del trabajo, en la que se incluyen los pagos derivados de la aplicación de las cláusulas de salvaguarda de los convenios colectivos de 2002. A ello cabe añadir la aportación expansiva de las Administraciones Públicas al crecimiento de la renta, ligada al impacto de la reforma del IRPF. Además, en el contexto de nuevos recortes de los tipos de interés, la carga financiera de las familias se mantuvo en niveles moderados, a pesar del crecimiento experimentado por el crédito al consumo y para la adquisición de vivienda, y del consiguiente aumento del endeudamiento. La riqueza de las familias experimentó, por su parte, una evolución positiva, reflejo tanto de una valoración más alta de su patrimonio inmobiliario como, ya en el segundo trimestre, de la corrección al alza iniciada por las cotizaciones bursátiles, que también ha contribuido a sostener el consumo en el período más reciente. En cualquier caso, si se mantienen estas tendencias, la tasa de ahorro en el promedio del año se recuperaría, permitiendo una moderada recomposición de la capacidad de financiación de este sector.

En el primer trimestre de 2003, el consumo final de las Administraciones Públicas registró

una tasa de variación interanual, en términos reales, del 4,3%, en línea con el avance registrado en la parte final del año precedente. Esta expansión refleja el gasto propio del ciclo electoral y la dotación de recursos extraordinarios por distintos acontecimientos de carácter adverso. La información disponible para el segundo trimestre, obtenida de la evolución de los ingresos y gastos del Estado, y de los planes presupuestarios elaborados para el conjunto del año, apuntaría hacia una ligera contención del gasto, sin abandonar el tono expansivo que le ha caracterizado en el último año.

Siguiendo una tendencia alcista, la formación bruta de capital fijo registró un crecimiento real del 2,9%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2003, cinco décimas superior al de los tres meses anteriores. A este comportamiento contribuyó la notable recuperación de la inversión en bienes de equipo, que elevó su ritmo de avance hasta el 0,9%, tras haber caído un 1% en el cuarto trimestre de 2002. El gasto en construcción, por su parte, se desaceleró en cuatro décimas, hasta el 4,1%. Por último, la inversión en otros productos, que recoge en su mayor parte gasto en servicios relacionados con la construcción, mantuvo un crecimiento del 2,7% (véase gráfico 14).

La aceleración de la inversión en bienes de equipo continuó en el segundo trimestre, según se desprende de la evolución de la mayoría de los indicadores disponibles para este agregado. En particular, el indicador de disponibilidades de bienes de equipo, elaborado con datos todavía incompletos del segundo trimestre, muestra tasas de variación positivas y ascendentes (véase el gráfico 16). Las opiniones de los productores de bienes de equipo también han acentuando el avance experimentado entre enero y marzo de 2003, paralelamente a la mejora de la cartera de pedidos total de la industria. No obstante, la encuesta semestral de inversiones en la industria, correspondiente a la primavera del año 2003, indicaba un comportamiento previsto del gasto en inversión en 2003 similar al experimentado en 2002, año en el que se redujo un 3% en términos nominales, según esa misma fuente; estos resultados ponen una nota de cautela sobre la continuidad y la intensidad de la recuperación de la inversión, al menos en la industria.

La recuperación de la inversión productiva en el primer semestre de 2003 estuvo en consonancia con la evolución ascendente de la demanda final y con el mantenimiento de unas condiciones financieras favorables. La información sobre sociedades no financieras recopilada por la Central de Balances confirma la favorable situación coyuntural de las empresas re-



presentadas, que, en el primer trimestre de 2003, registraron un avance importante de la actividad. La rentabilidad ordinaria de los recursos propios aumentó moderadamente en ese período y el diferencial entre la rentabilidad del activo neto y los intereses por financiación siguió siendo elevado. Se aprecia, por tanto, que la situación financiera de las empresas continúa siendo saneada, si bien su elevado endeudamiento podría limitar el alcance de la recuperación de la inversión en el futuro.

Por lo que se refiere a la inversión en construcción, se estima que en el segundo trimestre de 2003 mantuvo una tendencia de ligera desaceleración, a pesar de lo cual continuó estando entre los componentes más dinámicos de la demanda interna, como lo avala la mayor parte de los indicadores disponibles. Entre los indicadores de consumos intermedios, el consumo aparente de cemento, de uso más intensivo en ingeniería civil, mantiene una senda de recuperación (véase gráfico 16), igual que la producción de materiales empleados en la construcción, aunque esta crece a un ritmo más moderado. Entre los indicadores de empleo, los afiliados muestran un impulso elevado, pero ligeramente descendente.

Por tipología de obra, la información de la ECIC correspondiente al primer trimestre de 2003 ha recogido un comportamiento expansivo de la obra civil y, en mayor medida, de la edificación de viviendas, recuperándose ambos tipos de obra en relación con el trimestre precedente, mientras que la edificación no residencial se contrajo nuevamente. Por su parte, los indicadores relacionados con la iniciación de obras proyectan un comportamiento algo diferenciado de la obra civil, la edificación residencial y la edificación no residencial para los próximos trimestres. La licitación en obra civil, disponible hasta marzo, ha moderado el fuerte crecimiento que experimentó en 2002, aunque se mantiene en niveles muy elevados. La superficie a construir de edificación residencial, según las licencias concedidas por los ayuntamientos y los visados de los colegios de arquitectos, está registrando, por otra parte, un impulso creciente, que en el caso de los visados se ha cifrado en un aumento del 22,7% en el primer trimestre de 2003; por último, la superficie a construir de edificación no residencial se recupera ligeramente respecto a su comportamiento anterior. En definitiva, cabe esperar que la obra pública —realizada por las AAPP y por empresas relacionadas— mantenga su fortaleza, sustentada en la paulatina materialización de los planes de inversión yalicitados, mientras que la edificación residencial, principalmente, tenderá a experimentar un renovado impulso. En el recuadro 4 se hace

un análisis del stock de viviendas en España, a partir de los datos del último censo.

En el medio plazo, no obstante, el ya elevado endeudamiento de las familias que adquirirán la mayor parte de las nuevas viviendas, la persistencia de aumentos todavía importantes en los precios de este activo y la recuperación de los mercados bursátiles deberían favorecer una moderación de la inversión residencial.

Según la CNTR, la inversión en existencias tuvo una aportación positiva de tres décimas de punto porcentual al crecimiento del PIB en el primer trimestre del año 2003. En esta línea, la encuesta de coyuntura industrial ha recogido un aumento de los *stocks* de productos terminados, en relación con los niveles deseados, en la primera mitad del año.

Como ya se ha señalado, en los primeros meses del año en curso el contexto exterior de la economía española estuvo dominado por el conflicto bélico en Irak, que acrecentó la incertidumbre acerca de un despegue de la actividad mundial y de una pronta reactivación de los mercados internacionales, afectando de lleno a la zona del euro. Esta situación ha cambiado tras el fin del conflicto iraquí y, a pesar de la ambigüedad de las señales, se aprecia una leve mejoría del panorama internacional. Por otra parte, la apreciación del euro en el transcurso del primer semestre del año ha afectado a la posición competitiva de los productos españoles. En esta situación, los flujos reales de comercio exterior han experimentado un notable dinamismo, si bien este ha sido más intenso en el caso de las importaciones. Según la CNTR, en el primer trimestre de 2003 las exportaciones de bienes y servicios se ralentizaron ligeramente, alcanzando una tasa de crecimiento interanual del 5,5%, a lo que contribuyó la notable contención de sus precios, en especial los de aquellos productos destinados a países no pertenecientes a la UE, compensando parcialmente el efecto negativo de la apreciación del euro. Las importaciones de bienes y servicios se aceleraron hasta un 8%, tras el intenso repunte del trimestre anterior, arrastradas por el empuje de la demanda final y por la fortaleza del euro. En conjunto, la demanda exterior neta detrajo nueve décimas al crecimiento del producto, dos décimas más que en el trimestre precedente; la información aún incompleta correspondiente al segundo trimestre de 2003 apunta hacia una ligera ampliación del tono contractivo de la demanda exterior neta, fruto de una estabilización de las exportaciones y de una ligera aceleración de las importaciones.

Los datos de la CNTR indican que las exportaciones de bienes aminoraron su ritmo de avance interanual en el primer trimestre

RECUADRO 4

## Características del parque de viviendas según el último censo

De acuerdo con el avance de resultados del censo de viviendas del año 2001, en España hay algo más de 20,8 millones de viviendas. En los últimos diez años, su ritmo de aumento ha sido muy superior (21%) al registrado por la población (5%) y la estructura por destinos no ha acusado grandes cambios en este período (1): un 68,5% de las viviendas se dedica a residencia habitual, un 16% a segunda residencia y un 14% permanece desocupada (véase cuadro adjunto). Cabe reseñar que, desde los años sesenta, se ha producido un fuerte incremento en el número de viviendas secundarias, que se ha multiplicado por diez, mientras que las que se destinan a uso habitual, también denominadas principales, solo se han doblado. El notable aumento de las segundas residencias está relacionado, fundamentalmente, con factores socioeconómicos.

De igual modo, llama la atención el elevado número de viviendas contabilizadas como desocupadas (2,9 millones), lo que está ligado tanto a la pérdida de población que se ha registrado en algunas zonas, como a la importancia creciente de la demanda de viviendas en función de la alta rentabilidad esperada con esta inversión. En relación con el primero de estos factores, se observa que, entre las ocho provincias con una mayor proporción de viviendas vacías, en seis de ellas se han producido descensos de población desde 1991 (véase figura A del gráfico adjunto). No obstante, las mayores bolsas de viviendas desocupadas se concentran en los grandes núcleos de población —entre las provincias de Madrid y Barcelona tienen una quinta parte del total—, así como en las provincias con un mayor atractivo turístico, destacando Valencia y Alicante, que en conjunto poseen un 12% del total nacional. Dadas las características poblacionales y de actividad de estas provincias, cabe pensar que en todas ellas el mercado inmobiliario es particularmente dinámico, lo que amplía las posibilidades de venta ante reajustes en las rentabilidades relativas de los activos financieros y reales. En todo caso, el que los propietarios de estas viviendas prefieran mantener los inmuebles desocupados, frente a la alternativa de proceder a su arrendamiento, puede estar reflejando un mal funcionamiento del mercado de alquileres y una utilización poco adecuada del parque de viviendas.

La composición de la tenencia de las viviendas principales, en línea con las tendencias que se han venido observando a lo largo de la segunda mitad del siglo XX, se ha modificado en el último decenio. En particular, la proporción de familias que residen en viviendas de su propiedad ha vuelto a aumentar, hasta situarse en el 82%, a costa de un nuevo descenso en el porcentaje de familias que pagan un alquiler, de manera que estas últimas solo representan un 11,5% (véase cuadro adjunto), cuando a mediados del siglo pasado eran algo más del 40%. La pérdida de importancia del alquiler no solo se ha producido en términos relativos, sino también en términos absolutos. Además, hay que mencionar que, en 2001, existían más viviendas vacías que en alquiler (2,9 millones frente a 1,6 millones), por lo que, en principio y bajo condiciones adecuadas, el mercado de alquiler podría aumentar considerablemente.

El retroceso de las viviendas en alquiler ha sido un fenómeno generalizado en todo el territorio nacional. Aun así, en la distribución geográfica de esta forma de usufructo se aprecian contrastes notables. En términos absolutos, el segmento de alquiler se concentra en los grandes núcleos de población; de hecho, en las provincias de Barcelona y Madrid se concentra el 35% del total de viviendas arrendadas, porcentaje que supera en algo más de nueve puntos porcentuales la proporción que estas ciudades poseen del parque de viviendas. En términos relativos, esta forma de tenencia llega a casi el 30% en Melilla y sobrepasa el 20% en Ceuta e Islas Baleares. Además, hay que mencionar que, en 2001, existían más viviendas vacías que en alquiler (2,9 millones frente a 1,6 millones), por lo que, en principio y bajo condiciones adecuadas, el mercado de alquiler podría aumentar considerablemente.

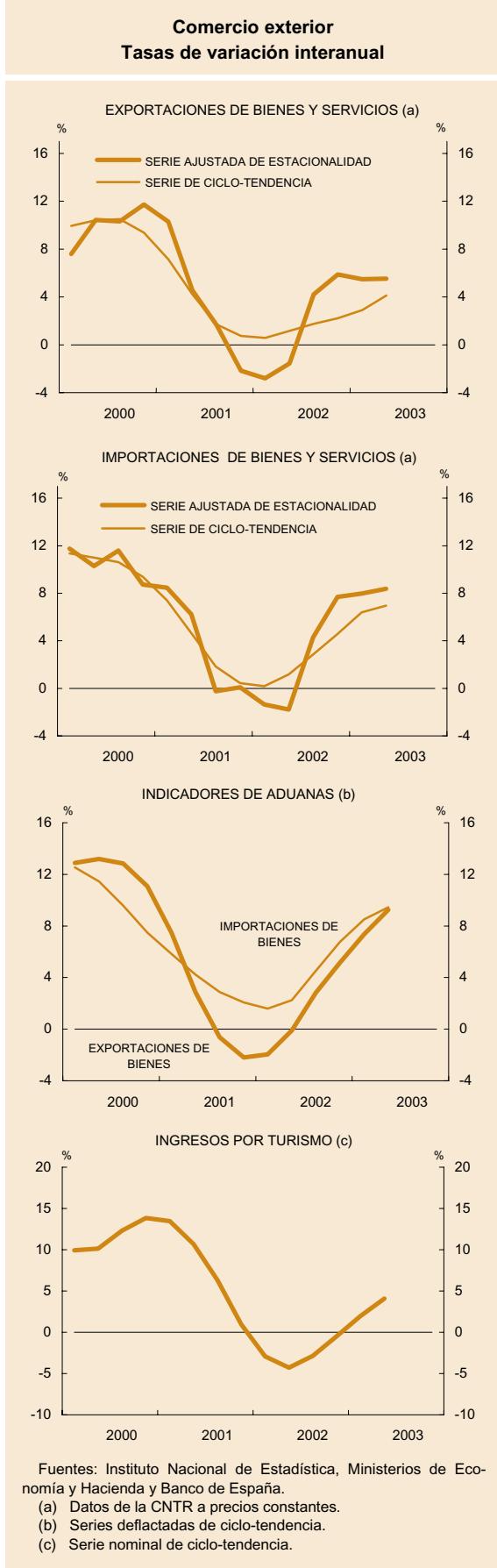
(1) La mejor contabilización, en el último censo, de las viviendas secundarias y de las desocupadas ha hecho que la categoría de «otras formas» haya crecido notablemente respecto a los datos del censo de 1991. En contrapartida, muy probablemente, en ese censo, tanto las viviendas secundarias como las desocupadas estaban sesgadas al alza.

Parque de viviendas y su tipología		
	1991	2001
Viviendas familiares	17.206.363	20.823.369
VIVIENDAS POR TIPO (%)		
Principales	68,2	68,5
Secundarias	17,0	16,0
Desocupadas	14,4	13,9
Otras formas	0,4	1,6
VIVIENDAS PRINCIPALES POR TENENCIA (%)		
Propiedad	78,3	82,0
Alquiler	15,2	11,5
Cesión	4,5	2,7
Otras formas	2,0	3,8
A. PROVINCIAS CON UN MAYOR PORCENTAJE DE VIVIENDAS VACÍAS %		
Cáceres (a)	18,5	
Castellón	17,5	
Lugo (a)	17,5	
Jaén	17,0	
Orense (a)	16,5	
León (a)	16,0	
Soria (a)	15,5	
La Coruña (a)	15,0	
Granada	15,0	
B. PROVINCIAS CON UN MAYOR PORCENTAJE DE HOGARES EN VIVIENDA DE ALQUILER %		
Melilla	27,0	
Ceuta	20,0	
I. Baleares	18,5	
Las Palmas	18,0	
Barcelona	17,5	
S. C. Tenerife	17,0	
Gerona	16,5	
Cádiz	15,5	
Madrid	13,5	

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Provincia con pérdida de población entre los censos de 1991 y 2001.

GRÁFICO 17



de 2003, desde el 8,8% con el que se cerró el año 2002 hasta el 7,5%, manteniendo en cualquier caso un dinamismo notable (véase gráfico 17). Las cifras de Aduanas registraron una desaceleración similar en esos meses, como consecuencia de la evolución de las ventas hacia los mercados no comunitarios. La información correspondiente a los meses de abril y mayo muestra, sin embargo, un nuevo impulso de las exportaciones, que crecieron un 10,4%, en tasa real interanual, en esos dos meses, debido al significativo avance de las ventas a los países de la UE, que habrían pasado a crecer más que las dirigidas a otras áreas geográficas. La valoración de estos datos requiere una cierta cautela, dada la elevada volatilidad que caracteriza a estos flujos, y teniendo en cuenta, además, la dificultad de explicar esa evolución en un contexto de marcada debilidad de las economías europeas. En todo caso, en el conjunto de los cinco primeros meses del año, las exportaciones de bienes crecieron un 7,8%, en términos reales, frente al descenso del 2,3% observado en las mismas fechas del ejercicio anterior. Los elementos más destacables de esta evolución fueron, por áreas geográficas, la importante aceleración de las ventas destinadas a los mercados comunitarios —que avanzaron hasta alcanzar un 7,6%, en términos reales en el promedio del período— y, por grupos de productos, el dinamismo que adquirieron las exportaciones de bienes de equipo.

La evolución de las exportaciones de servicios en el primer trimestre estuvo dominada por el tono contractivo del sector turístico: según la CNTR, los ingresos reales por turismo cayeron un 1,8%, en tasa interanual, en ese período, aunque ello supone una recuperación en relación con los elevados registros negativos del año 2002, que finalizó con una caída media del 4%. El comportamiento de este agregado en los primeros meses de 2003 estuvo determinado por el empeoramiento del panorama internacional y, en particular, por el brote de neumonía asiática, que contribuyó a retraer la demanda turística global; por otra parte, la apreciación del euro afectó negativamente a la competitividad de la oferta turística española. Los indicadores reales del turismo avalan, en términos generales, la evolución de los ingresos, si bien han tendido a reflejar una situación algo más positiva en el segundo trimestre, abriendo un panorama más favorable para el sector: los turistas entrados por fronteras experimentaron un incremento del 5,3% en el conjunto de los seis primeros meses del año, por encima del aumento registrado en 2002, gracias, en buena medida, al tirón del mercado británico. Los datos de la encuesta de ocupación hotelera también han arrojado un balance positivo de los viajeros alojados en hoteles y del número de

pernoctaciones efectuadas en mayo y junio, aunque los incrementos del período enero-junio continúan siendo moderados (1,9% y 1,3%, respectivamente), revelando una creciente preferencia de los turistas por alojamientos extra-hoteleros. El resto de servicios no turísticos repuntó hasta el 4,7%, en el primer trimestre de 2003, desde el 2,7% observado en el último trimestre del año anterior, en línea con la aceleración que también se observó en el indicador nominal de Balanza de Pagos.

En el primer trimestre de 2003, las importaciones reales de bienes estabilizaron su ritmo de avance en el 8,4%, según datos de la CNTR, truncando el perfil de intensa aceleración que habían reflejado en la segunda mitad de 2002. La evolución positiva de las exportaciones y la recuperación de la inversión productiva privada, y de la propia actividad industrial, en un contexto de fuerte apreciación del euro, dieron lugar al avance sostenido de las compras de bienes en el exterior. Las cifras de Aduanas, que acusaron cierta desaceleración durante el primer trimestre, repuntaron notablemente en abril y mayo. En el conjunto de los cinco primeros meses del año, las importaciones acumulan un incremento real del 9,6%, similar al de la segunda mitad del año anterior, destacando el intenso avance de las compras de bienes de equipo, del orden del 16,6%, dato que refleja, a su vez, el impulso de las compras de material de transporte y, en menor medida, de las compras de maquinaria. En el período enero-mayo, las importaciones reales de bienes de consumo crecieron por debajo de los registros observados en la segunda mitad de 2002, fruto de la importante desaceleración de las compras de bienes de consumo duradero. Los bienes intermedios mantienen un tono elevado, destacando las compras destinadas a la industria química y a la fabricación de maquinaria. Por el contrario, los bienes intermedios energéticos acumulan un descenso real del 3,5%, acusando la fuerte escalada que experimentaron los precios del petróleo a principios del ejercicio.

Por último, las importaciones reales de servicios avanzaron un 6% en el primer trimestre de 2003, prolongando el perfil de recuperación de los datos precedentes. Esta aceleración se extendió tanto a los servicios no turísticos (5,9%) como a los pagos por turismo reales (6,5%), impulsados por la fortaleza del euro.

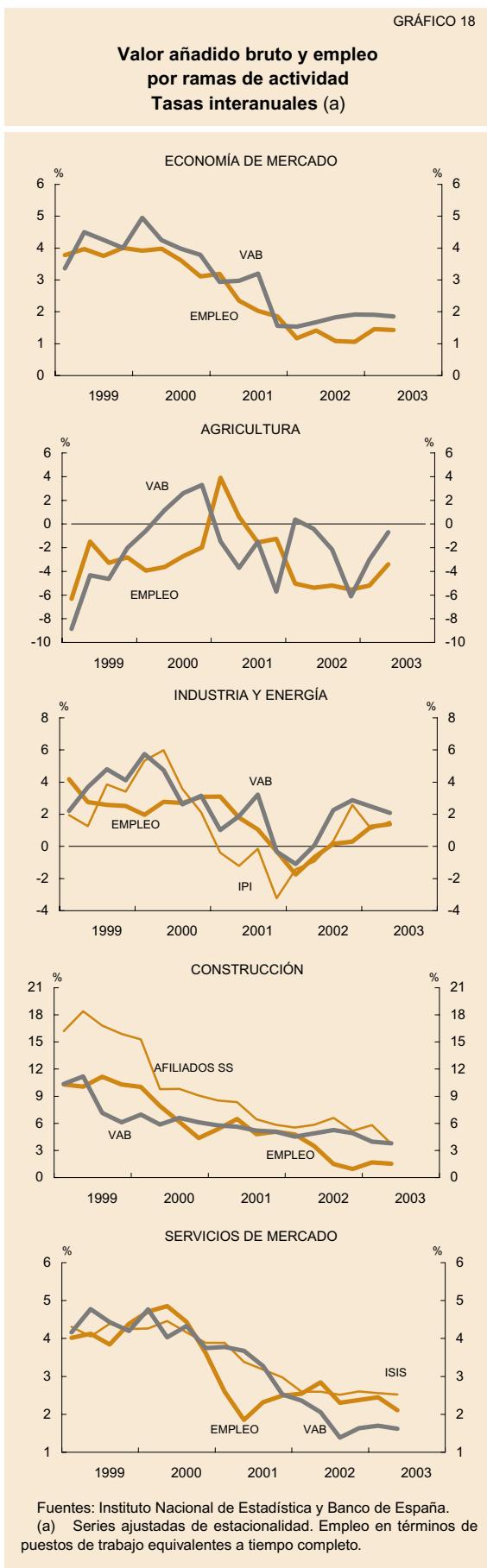
## 4.2. Producción y empleo

Como se señaló en la introducción a este epígrafe, la actividad ha experimentado una evolución dispar en las distintas ramas productivas, en el período transcurrido de 2003. Entre

enero-marzo, las ramas primarias moderaron el tono contractivo que han mantenido en los últimos años y su valor añadido descendió con menor intensidad que en el cuarto trimestre de 2002, señalando un posible cambio de tendencia (véase gráfico 18). En el segundo trimestre, las previsiones disponibles sobre la producción de cereales de invierno y leguminosas son bastante favorables, teniendo en cuenta las abundantes precipitaciones registradas en el inicio del año hidrológico, que superaron los valores históricos medios. No obstante, las condiciones climatológicas extremas de los últimos dos meses podrían haber afectado a una parte de aquella producción. En cuanto a la producción animal, se aprecian indicios de recuperación, con la excepción de la producción de leche, que se encuentra en una situación claramente contractiva.

En los primeros meses de 2003, las ramas de la industria y la energía interrumpieron el proceso de aceleración experimentado a lo largo de 2002, reduciendo su ritmo de avance interanual en cuatro décimas, hasta el 2,5%; en ese período, fue la actividad energética la que registró una desaceleración significativa, en contraste con la industria, que repuntó hasta el 2%. La información relativa al segundo trimestre indicaría, sin embargo, una estabilización en el ritmo de crecimiento de la industria, al mostrar el índice de producción industrial un comportamiento vacilante, con una desaceleración en el mes de mayo, centrada en la producción de bienes de consumo no alimenticio y en los bienes intermedios. El retraso en las perspectivas de recuperación, en el ámbito internacional, y la apreciación del euro habrían llevado a estabilizar el avance de la industria, a pesar de la evolución sostenida de la demanda interna. El indicador de confianza, elaborado por Eurostat, también ha mostrado un perfil menos expansivo en el segundo trimestre, retrocediendo en el mes de junio, debido a una peor valoración de la cartera de pedidos y, en especial, de la cartera exterior. Sin embargo, otros indicadores coyunturales ofrecen un perfil más positivo de la industria en los meses más recientes: las importaciones de bienes intermedios no energéticos y las de bienes de equipo, que se mostraron muy dinámicas en los meses de abril y mayo, o las exportaciones de productos industriales, que han mantenido unos ritmos de crecimiento elevados en esos meses.

El valor añadido de la construcción volvió a perder vigor en el primer trimestre de 2003, alcanzando un crecimiento interanual del 4%, frente al 4,9% del período anterior. Aunque la confianza de los constructores descendió ligeramente en el segundo trimestre, su nivel sigue siendo elevado, como lo corroboran otros indicadores



contemporáneos, ya mencionados al analizar la inversión en construcción. En línea con este último agregado, se estima que en el segundo trimestre el valor añadido de la construcción pudo desacelerarse ligeramente, pero manteniéndose como la actividad más dinámica.

En los primeros meses de 2003, las actividades terciarias estabilizaron su crecimiento en el 2,2%, según estimaciones de la CNTR. La rama de servicios no de mercado creció un 4% en el primer trimestre, cifra similar a la observada en los meses finales de 2002. Por su parte, la rama de servicios orientados al mercado registró una aceleración de una décima de punto porcentual, creciendo un 1,7%, en tasa interanual. Según la nueva estadística de indicadores de actividad de los servicios, cuya reciente aparición viene a cubrir un hueco relevante en las necesidades de información estadística de esta rama, el mayor dinamismo en el primer trimestre correspondió a los servicios a empresas, seguidos del comercio, las tecnologías de la información y la comunicación y el transporte; el sector con una coyuntura más débil fue el turismo, cuya actividad se contrajo.

La información coyuntural más reciente muestra una suave revitalización de las actividades de mercado en el segundo trimestre del año. En un contexto de ligera mejora de las perspectivas del sector, el indicador sintético de servicios muestra una pauta de crecimiento estable. Las actividades de comercio, hostelería y transporte presentan signos de un mayor impulso en su actividad, mientras que el resto apunta hacia un mantenimiento. Así, el índice de ventas del comercio al por menor registró una recuperación en el mes de mayo, mientras que el indicador de confianza del comercio minorista cerró un segundo trimestre más positivo que el anterior. Algunos indicadores relacionados con la hostelería (viajeros alojados en hoteles, pernoctaciones) también han mejorado, abandonando la fase contractiva de trimestres anteriores. Por último, en los distintos subsectores del transporte se aprecia una evolución dispar.

La estimaciones de la CNTR indican que el empleo, medido en términos de puestos de trabajo equivalente a tiempo completo, se aceleró hasta el 1,5%, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2003, frente al 1,1% con el que cerró el año anterior. En un contexto de estabilidad en el crecimiento de la actividad, este resultado llevó a una desaceleración de la productividad aparente del trabajo, que no consolidó el avance registrado en el último trimestre de 2002, y retrocedió hasta tasas del 0,6%, un valor próximo al promedio alcanzado en el pasado año. Los indicadores coyunturales avalan la evolución positiva del empleo en el primer

trimestre: la Encuesta de Población Activa (EPA) mostró un aumento de la ocupación del 2,3%, siete décimas por encima del registrado en el trimestre anterior, mientras que las afiliaciones a la Seguridad Social (SS) presentaron un avance interanual del 3,3%, tres décimas superior al del período previo.

Los indicadores disponibles para el segundo trimestre de 2003 señalan el mantenimiento de un sólido proceso de creación de empleo, que se estima que creció a tasas algo más elevadas que en el primer trimestre. Así, la EPA ha reflejado una nueva aceleración del número de ocupados, que se incrementó un 2,6% en relación con el segundo trimestre de 2002, en tanto que las afiliaciones, tras experimentar un crecimiento muy próximo al del primer trimestre, han aumentado un 3,2% en el conjunto de los seis primeros meses del año. Por su parte, el paro registrado, que mostró un crecimiento interanual del 4,8% entre enero y marzo, aumentó un 1,8% en el segundo trimestre, a pesar de que el dato de paro del mes de junio significó un cierto repunte de esta variable.

Como se aprecia en el gráfico 18, según datos de la CNTR, en el primer trimestre del año el empleo se aceleró en todas las actividades productivas, excepto en los servicios. En este caso, no obstante, el aumento del empleo fue más elevado que en las otras ramas: un 2,1%, solo una décima inferior al avance del valor añadido, que también permaneció estable, de forma que la productividad aparente del trabajo continuó estancada, como ya ocurriera en 2002; para el segundo trimestre, la EPA apunta hacia un mayor ritmo de creación de empleo en estas ramas, corroborado por las cifras de afiliaciones. La ocupación en la industria y la energía repuntó con notable dinamismo en el primer trimestre; no obstante, la EPA ha recogido un retroceso del empleo en el segundo trimestre, en línea con el freno registrado por la actividad y con la información procedente de las afiliaciones. En la construcción, las ganancias de productividad se moderaron en el primer trimestre, ya que el empleo repuntó en un contexto de ralentización del valor añadido, proceso que se estima que ha seguido en los meses de primavera; no obstante, el crecimiento de la productividad es todavía relativamente elevado. Finalmente, la agricultura fue el único sector productivo que experimentó mayores ganancias de productividad en el primer trimestre, debido a que el proceso de destrucción de empleo continuó a un ritmo más intenso (el 5,2%) que la caída del valor añadido; en el segundo trimestre, el ritmo de caída del empleo parece haberse contenido.

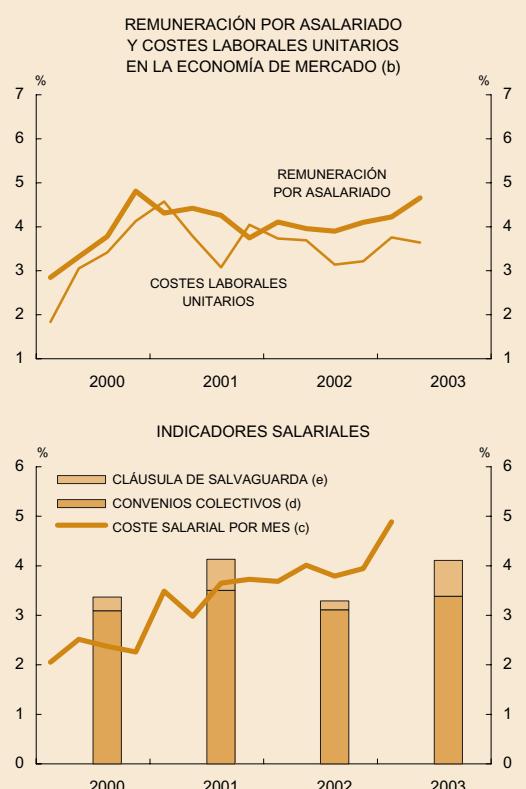
De acuerdo con la CNTR, el empleo asalariado creció un 2,1% en el primer trimestre, tres

décimas por encima de la tasa con la que cerró el año anterior, mientras que el empleo por cuenta propia continuó contrayéndose a un ritmo similar al observado en 2002. Los datos de la EPA relativos a las distintas modalidades de contratación muestran que el empleo indefinido registró un avance importante tanto en el primer trimestre como en el segundo, cuando registró un aumento interanual del 4,5%; por su parte, el empleo temporal experimentó un modesto incremento interanual en los tres primeros meses, que se ha intensificado en el segundo trimestre, en contraste con el descenso experimentado en la segunda mitad de 2002; no obstante, su ritmo de avance sigue siendo notablemente inferior al del empleo indefinido. La *ratio* de temporalidad se ha situado en el 30,6% en el segundo trimestre, seis décimas de punto porcentual por debajo de su valor un año antes, lo que ilustra la efectividad de las medidas de fomento del empleo estable adoptadas en el pasado y debería contribuir a reducir la rotación del empleo, favoreciendo el incremento de la productividad. Por su parte, la *ratio* de parcialidad se situó en el 8,2%, dos décimas por encima de su nivel en el segundo trimestre de 2002.

Aunque la población activa, medida por la EPA, conserva una notable fortaleza, en el cuarto trimestre de 2002 ralentizó suavemente su crecimiento, hasta el 2,7%, tasa a la que ha vuelto a crecer en el segundo trimestre de 2003; cabe recordar que en el promedio del pasado año la población activa creció un 3%. El aumento de la fuerza laboral se explica básicamente por el comportamiento de la tasa de actividad, que continúa elevándose, ya que la población en edad de trabajar ha moderado su crecimiento. En el segundo trimestre, la tasa de actividad se situó en el 54,9%, un punto por encima de la alcanzada el año anterior; considerando únicamente a la población de entre 16 y 64 años, su nivel fue del 68,3%, en línea con la senda de crecimiento que venía registrando en los últimos años. En este período, el dinamismo de la población activa prácticamente se ha igualado con el de la ocupación, lo que se ha traducido en un crecimiento también muy similar del número de desempleados (2,9% en tasa interanual) y en una estabilidad de la tasa de paro, en relación con el segundo trimestre de 2002, que se cifró en el 11,1%; en relación con el primer trimestre de este año, la tasa de paro se redujo en seis décimas, en parte por motivos estacionales. La tasa de paro femenina, que sigue duplicando a la de los hombres, disminuyó en relación con un año antes, a diferencia de lo sucedido en los trimestres anteriores, mientras que la masculina se incrementó. Finalmente, el porcentaje de desempleados de larga duración (36,9%) siguió reduciéndose.

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.

### 4.3. Costes y precios

De acuerdo con la CNTR, el coste laboral por unidad de valor añadido se aceleró en el primer trimestre de 2003 tanto en el conjunto de la economía como en las actividades que forman la economía de mercado, hasta situar su crecimiento en tasas del 3,5% y del 3,8%, respectivamente (véase gráfico 19). Este comportamiento reflejó, en primer término, el recorte, ya mencionado, de las ganancias de productividad, que no consolidaron el avance registrado en el trimestre previo; también reflejó una ligera aceleración de la remuneración por ocupado, que se sumó a la que había tenido lugar al final del ejercicio anterior, situando la tasa interanual de este agregado en el 4,3%, en el primer trimestre del año en curso, para el total de la economía, y en el 4,2% para la economía de mercado. Dado que se estima que durante el segundo trimestre la productividad pudo haberse des-

acelerado adicionalmente, a la vez que la remuneración por ocupado habría repuntado, el coste laboral unitario habría mantenido un perfil similar de aceleración en ese período.

Cabe señalar que los datos del índice de costes laborales (ICL) del primer trimestre de 2003 apuntan hacia una aceleración de la remuneración algo más intensa que la recogida por la CNTR para la economía de mercado. El coste laboral medio por trabajador y mes se incrementó un 5,2% en ese período, seis décimas más que en el último trimestre de 2002. Entre sus componentes, el coste salarial experimentó una aceleración significativa (del 3,9% hasta el 4,9%), al recoger un incremento muy pronunciado de los pagos atrasados, mientras que el coste no salarial registró una leve contención, aunque mantuvo ritmos de avance muy sustanciales (6%). Por ramas de actividad, cabe destacar la aceleración del coste laboral por trabajador en la construcción (6,0%) y en los servicios (5,0%), mientras que en la industria el ICL se desaceleró ligeramente (5,2%).

La información disponible sobre la evolución de la negociación colectiva en los cinco primeros meses de 2003 muestra que el aumento salarial pactado es del 3,4%, cifra que se ha ido rebajando progresivamente desde el mes de febrero, aunque se mantiene tres décimas de punto porcentual por encima del incremento pactado en 2002. Hasta la fecha, el crecimiento de las tarifas en los convenios revisados se sitúa en el 3,4%, mientras que el correspondiente a los convenios de nueva firma es del 2,9%, ligeramente superior al alcanzado con datos hasta abril, aunque compatible con el contenido del Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva de 2003 (AINC 2003). No obstante, la representatividad de los convenios de nueva firma es todavía escasa, ya que, como viene siendo habitual, el grueso de los nuevos convenios se pacta en la segunda parte del año. A partir de los datos facilitados por el MTAS, se observa que el efecto de las cláusulas de salvaguarda correspondientes a los convenios del año 2002 —la diferencia entre el incremento pactado en 2002 con cláusula y sin ella— es de siete décimas, aproximadamente.

La aceleración que experimentaron los costes laborales unitarios en el primer trimestre de 2003 no se trasladó a los deflactores del valor añadido, ya sea del conjunto de la economía o de la economía de mercado, que mantuvieron tasas de crecimiento similares a las de los dos trimestres anteriores (el 4,3% y 4,7%, respectivamente). Este hecho implica que los márgenes por unidad de producto, aunque continuaron ampliándose, lo hicieron en menor medida (véase gráfico 20). En las principales ramas de

actividad, el comportamiento de precios y márgenes fue desigual. En la industria, el deflactor del valor añadido se desaceleró en el primer trimestre, reflejando posiblemente los efectos de una mayor competencia externa, en un contexto de apreciación del euro; esta desaceleración, en combinación con la evolución alcista de los costes laborales unitarios, se tradujo en un estancamiento del margen unitario, que habría pasado a contraerse en el segundo trimestre. Como se ha comentado en ocasiones anteriores, las condiciones de competencia que imperan en estas actividades hacen que el crecimiento de la remuneración solo sea sostenible en el tiempo con avances paralelos de la productividad del trabajo. En la rama de construcción, por el contrario, la fortaleza de la demanda de vivienda y de la obra pública ha dado lugar a un pronunciado incremento de los precios, que, a pesar del repunte de los costes laborales unitarios, ha permitido una ampliación continua de los márgenes. Por último, en los servicios de mercado la evolución del deflactor y de los costes es muy próxima, indicando una estabilidad de márgenes en un contexto de crecimiento moderado de la actividad.

En el primer trimestre de 2003, el deflactor de la demanda final estabilizó su ritmo de avance en el 3,2%, tasa inferior a la correspondiente al deflactor del PIB (4,5%). Este resultado fue consecuencia, nuevamente, del recorte que experimentaron los precios de importación, inferior, no obstante, al registrado en el trimestre precedente, a causa de la escalada de los precios energéticos en los tres primeros meses de 2003. Otros precios internacionales, en especial los de materias primas, han descendido de manera significativa, debido a la apreciación del euro y a la debilidad de la demanda.

Entre los indicadores de precios finales disponibles para el segundo trimestre de 2003, el IPC reflejó una nueva moderación de las tensiones inflacionistas, recortando su crecimiento nueve décimas, hasta el 2,7%. Uno de factores que contribuyó a esta corrección fue el abaratamiento de los precios energéticos, a partir del mes de abril, como consecuencia de la relajación de las tensiones que habían dominado los mercados internacionales del petróleo en los meses anteriores y durante el conflicto bélico en Irak; además, la factura energética se abarcó como consecuencia de la apreciación del euro frente al dólar. Entre abril y junio, la tasa de variación interanual media del IPC energético se situó en el -0,6%, frente al 6,1% registrado en el primer trimestre (véase gráfico 21). Aunque los factores que están determinando en mayor medida la reducción de las tensiones inflacionistas son de carácter externo, también el IPSEBENE ha recortado su tasa de crecimien-

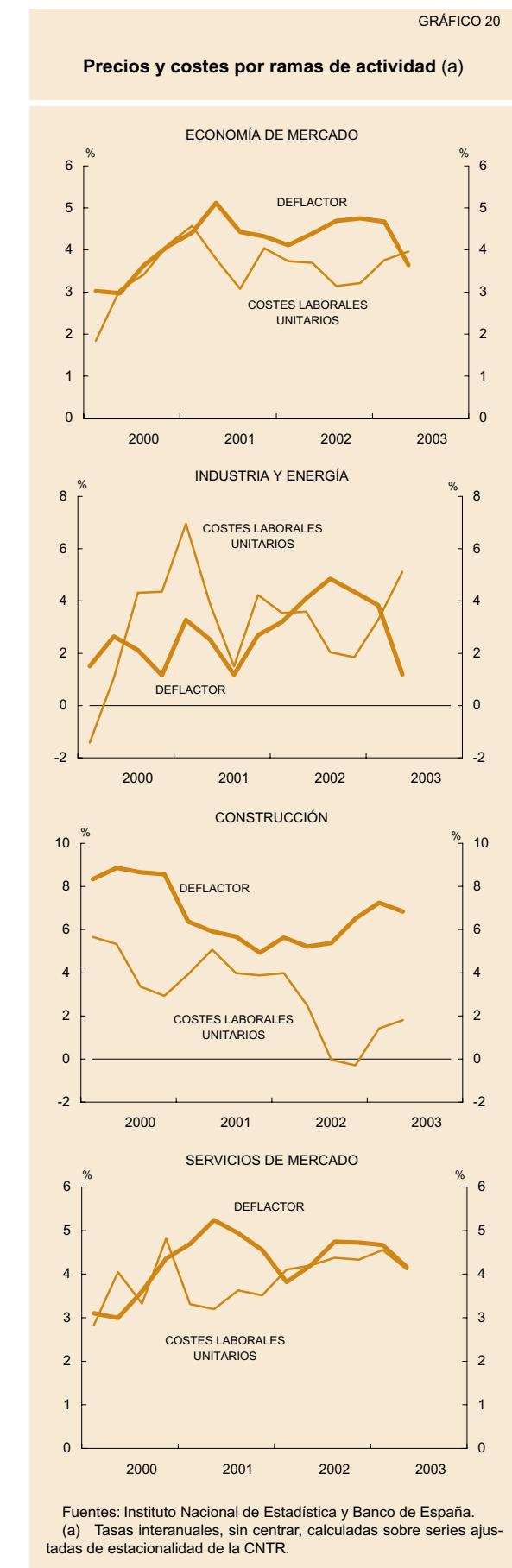
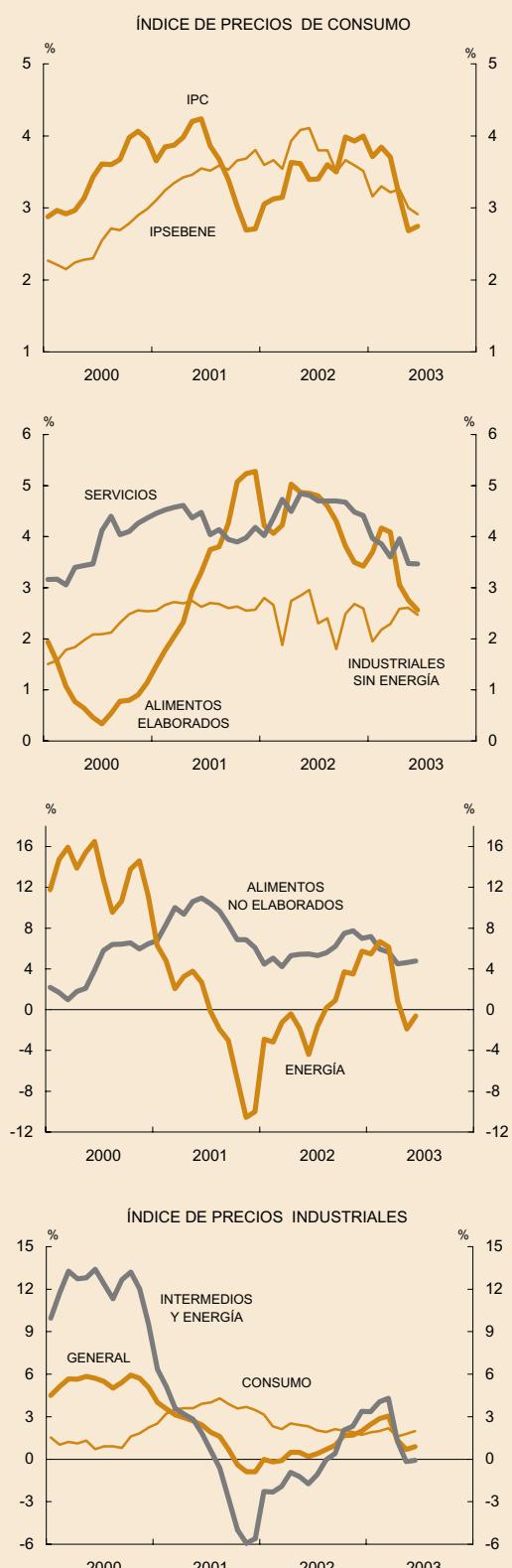


GRÁFICO 21

**Indicadores de precios (a)  
España**


Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

to, de forma que en el segundo trimestre de 2003 se situó en el 3,1%.

La desaceleración de los precios de consumo en España, medida por el IAPC, en el segundo trimestre del año ha sido más intensa que la ocurrida en el conjunto de la UEM, de forma que el diferencial de inflación con la zona se ha reducido en 6 décimas desde el mes de abril, hasta situarse en 0,8 puntos porcentuales en junio. Los diferenciales de inflación por componentes evolucionaron de un modo dispar: mientras los de servicios, alimentos elaborados y bienes industriales no energéticos han permanecido estables, el de la energía se deterioró ligeramente y el de los alimentos no elaborados mejoró. En los casos de los precios energéticos y de los alimentos elaborados, el diferencial de inflación continúa siendo favorable a España (véase gráfico 22).

En el segundo trimestre de 2003, el índice de precios industriales (IPRI) quebró la trayectoria alcista que venía mostrando desde principios del pasado año, registrando un aumento interanual del 1% (0,9% en el mes de junio), frente al 2,8% observado en el promedio del primer trimestre. La desaceleración se debió, fundamentalmente, al descenso de precios de producción de la energía, que disminuyeron un 0,6% interanual en el conjunto del trimestre, si bien esta tendencia se quebró en el mes de junio. En el período más reciente se ha registrado una progresiva desaceleración de los precios de fabricación de los bienes intermedios no energéticos. Por su parte, los precios de producción de los bienes de equipo han mantenido un crecimiento relativamente estable, al igual que los precios de los bienes de consumo, si bien estos dentro de una mayor variabilidad. En la zona del euro, la desaceleración de los precios de producción, hasta el mes de mayo, ha resultado menos intensa que en España, dando lugar a un diferencial de seis décimas favorable a nuestro país. Los precios percibidos por los agricultores han mostrado un comportamiento favorable, en línea con los anteriores indicadores, si bien han abandonado las tasas de variación interanual negativas registradas en los 12 meses anteriores. Por último, los precios hoteleros se han desacelerado suavemente, salvo en el mes de abril, por el efecto de la Semana Santa.

#### 4.4. La actuación del Estado

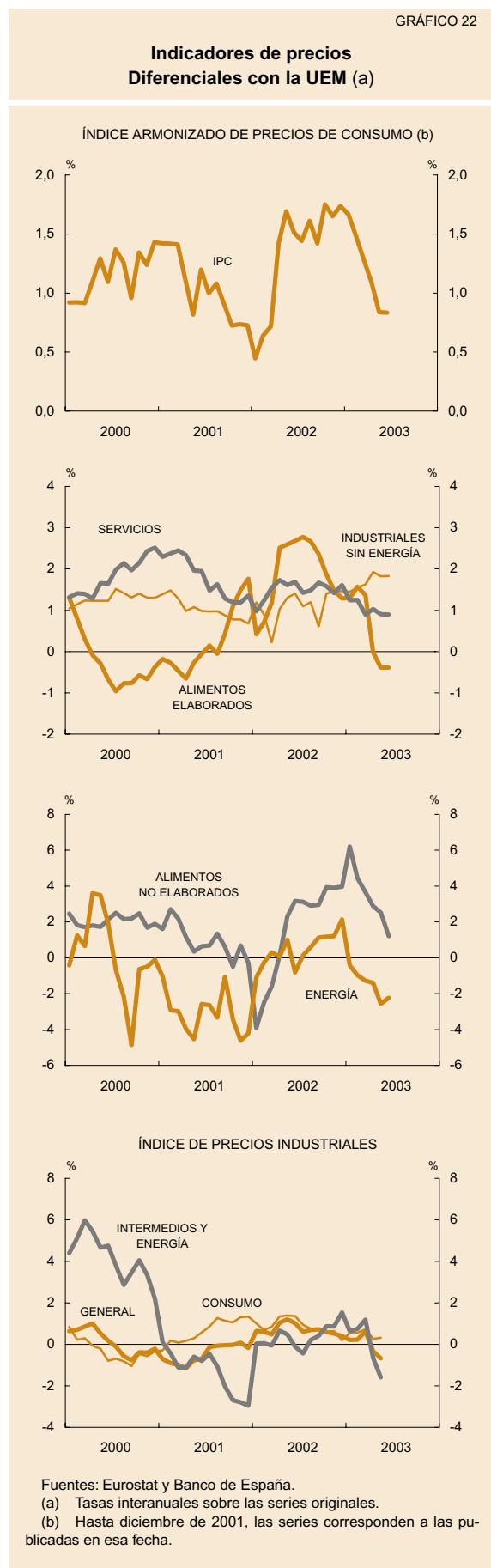
Según las cifras de ejecución del Presupuesto del Estado elaboradas con la metodología de la Contabilidad Nacional, hasta el mes de junio el Estado acumuló un déficit de 2.759 millones de euros (un 0,4% del PIB), inferior a los 3.431 millones de euros (0,5% sobre el PIB) registrados en el mismo período del año ante-

rior (véase el cuadro 3). Tanto los ingresos como los gastos se aceleraron ligeramente en el segundo trimestre, registrándose suaves crecimientos con respecto a las cifras acumuladas de la primera mitad del año anterior (del 2,2% en el caso de los ingresos y del 0,7% en el de los gastos). Entre estos últimos, cabe destacar los fuertes crecimientos registrados en algunos gastos de consumo y en los de formación bruta de capital.

Puede señalarse, no obstante, que la comparación de los datos de ejecución de 2003 con las cifras de 2002 (tanto en términos de Contabilidad Nacional como de caja) se encuentra distorsionada, por una parte, debido al proceso de transferencia de competencias de ingresos y gastos a las Comunidades Autónomas, que se desarrolló a lo largo del pasado año y que puede estar incidiendo todavía en dicha comparación, aunque en menor medida que el año anterior, y, por otra parte, porque se ha modificado el calendario del ingreso de las retenciones del trabajo procedentes de las Administraciones Públicas, que, desde principios de este año, han pasado a realizarse con periodicidad mensual. Además, los ingresos del IRPF de los primeros meses del año no estaban afectados por la rebaja en las retenciones motivada por la reforma de este impuesto. Las tasas de variación que aparecen en las columnas 5 y 8 del cuadro 3 reflejan estos hechos.

Por su parte, los datos de caja disponibles sobre la ejecución presupuestaria del Estado indican que en la primera mitad del 2003 se produjo un descenso del déficit, que quedó situado en los 6.892 millones de euros, frente a los 8.485 millones de déficit acumulado en el período enero-junio de 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, que no están incluidas en el cuadro 3. Así, en términos agregados, el IRPF tuvo un crecimiento del 10,5% en los seis primeros meses, notablemente superior a la tasa de crecimiento obtenida en el conjunto del año anterior (el 7,1%), aunque inferior a la del primer trimestre (en el que alcanzó un 14,7%), debido a que la rebaja de las retenciones va teniendo más peso. Los impuestos indirectos, por su parte, registraron en estos meses una significativa aceleración



CUADRO 3

## Estado. Ejecución presupuestaria

Millones de € y %

	Liquidación	Variación	Presupuesto	Variación	Liquidación	Liquidación		
		porcentual		porcentual	ENE-MAR	2002	2003	Variación
	2002	2002/2001	2003	2003/2002	Variación	ENE-JUN	ENE-JUN	porcentual
	1	2	3	4=3/1	5	6	7	8=7/6
<b>1. Ingresos no financieros</b>	<b>108.456</b>	<b>-13,4</b>	<b>105.696</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,1</b>	<b>47.703</b>	<b>48.031</b>	<b>0,7</b>
Impuestos directos	55.531	-0,3	55.218	-0,6	7,9	19.029	20.427	7,3
IRPF	32.268	-11,5	32.217	-0,2	17,2	14.075	15.742	11,8
Sociedades	21.420	24,4	21.090	-1,5	—	4.078	3.915	-4,0
Otros (a)	1.843	-2,9	1.911	3,7	-2,3	875	770	-12,1
Impuestos indirectos	38.026	-28,5	37.741	-0,7	-7,3	21.772	20.948	-3,8
IVA	25.720	-25,8	25.742	0,1	-5,5	15.610	15.352	-1,7
Especiales	10.347	-37,7	9.880	-4,5	-16,7	5.200	4.556	-12,4
Otros (b)	1.959	2,5	2.119	8,2	4,7	962	1.040	8,1
Otros ingresos	14.898	-8,8	12.736	-14,5	-17,4	6.902	6.656	-3,6
<b>2. Pagos no financieros (c)</b>	<b>111.082</b>	<b>-13,3</b>	<b>114.517</b>	<b>3,1</b>	<b>-2,9</b>	<b>56.188</b>	<b>54.924</b>	<b>-2,2</b>
Personal	17.554	4,3	18.490	5,3	9,3	8.692	9.186	5,7
Compras	2.843	11,3	2.491	-12,4	14,6	1.204	1.351	12,2
Intereses	18.863	3,3	19.672	4,3	1,5	10.286	9.491	-7,7
Transferencias corrientes	58.324	-24,4	57.500	-1,4	-11,0	29.929	28.526	-4,7
Fondo de contingencia	—	—	2.290	—	—	—	—	—
Inversiones reales	7.043	9,0	7.247	2,9	5,5	3.159	3.374	6,8
Transferencias de capital	6.455	-5,3	6.827	5,8	8,5	2.918	2.996	2,7
<b>3. Saldo de caja (3 = 1 - 2)</b>	<b>-2.626</b>	<b>—</b>	<b>-8.821</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>-8.485</b>	<b>-6.892</b>	<b>-18,8</b>
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL:								
Ingresos no financieros	110.819	-12,5	—	—	-0,8	48.208	49.251	2,2
Pagos no financieros	114.395	-12,4	—	—	-2,8	51.639	52.010	0,7
<b>Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación</b>	<b>-3.576</b>	<b>—</b>	<b>-3.620</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>-3.431</b>	<b>-2.759</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) Incluye pagos sin clasificar.

respecto al conjunto del año 2002 y respecto al primer trimestre de este ejercicio, debido a la evolución del IVA. Este impuesto tuvo un crecimiento del 10,5%, en términos homogéneos (frente al 6,4% del año 2002 y al 6,1% del primer trimestre), mientras que los impuestos especiales aumentaron un 4,3% (4,6% en el año precedente y 5,3% en el primer trimestre). 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 están influidos por

las mayores devoluciones que han tenido lugar en esta primera parte del año.

Por el lado del gasto, en los seis primeros meses se ha observado una caída, con respecto al mismo período del año anterior, debida a los capítulos de intereses y de transferencias corrientes. Estas últimas, influidas todavía por el nuevo sistema de financiación de las Comunidades Autónomas, se redujeron un 4,7%, atenuando su caída frente a la que tuvo lugar en el primer trimestre, del -11,0% (véase cuadro 3). Por su parte, los gastos de funcionamiento (personal

## RECUADRO 5

**Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social**

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 6.252 millones de euros hasta abril de 2003, superior en 348 millones de euros (un 5,9%) al registrado durante el mismo período del año precedente, mejorando lo previsto en el presupuesto inicial de 2003 (véase cuadro adjunto). No obstante, como en el caso del Estado, la comparación interanual de estos datos se halla afectada por la culminación, en el transcurso del año 2002, del traspaso efectivo de la gestión de la asistencia sanitaria a todas las CCAA.

Los ingresos por cotizaciones sociales aumentaron un 9,3% hasta abril, lo que supone un ritmo de crecimiento notablemente superior al previsto en el presupuesto y una apreciable aceleración respecto a la evolución seguida en 2002. Esta aceleración se explica solo en muy pequeña parte por un crecimiento ligeramente mayor del número de afiliados a la Seguridad Social, que fue del 3,2% hasta junio de 2003, frente al 3% en el conjunto del año 2002.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas registró hasta abril un ritmo de crecimiento del 6,8%, en línea con el presupuestado para el conjunto del año y con el experimentado en el año anterior. El número de pensiones contributivas sigue una evolución muy moderada, situándose su tasa de crecimiento en el 1% hasta junio, ligeramente por encima de lo previsto y del crecimiento registrado en 2002.

Con respecto al INEM, las cotizaciones percibidas se incrementaron un 8,7% hasta marzo, frente al 13,5% previsto en el Presupuesto, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo disminuyeron un 11,9% en el primer trimestre, en contraste con el 0,4% de crecimiento previsto.

Por otra parte, el gasto del INEM destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 6,3% hasta junio de 2003, lo que supone una importante desaceleración respecto al 14,6% de crecimiento acumulado en el año 2002. Esta evolución estuvo determinada tanto por la desaceleración del paro registrado (que aumentó un 3,5% hasta junio, frente al 7,4% en el conjunto de 2002) como por el descenso de la tasa de cobertura, que se situó en el 71,1% hasta mayo, frente al 71,6% con que terminó el año 2002. Como consecuencia, el número de beneficiarios creció un 1,9% hasta mayo, frente al 12,3% de crecimiento medio en 2002.

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

Millones de euros y %

	Presupuesto			Liquidación ENE-ABR		
	2002 (c) 1	2003 2	% variación 3=2/1	2002 4	2003 5	% variación 6=5/4
<b>1. Ingresos no financieros</b>	<b>83.282</b>	<b>77.100</b>	<b>-7,4</b>	<b>27.359</b>	<b>26.900</b>	<b>-1,7</b>
Cotizaciones sociales (d)	67.852	72.174	6,4	22.987	25.130	9,3
Transferencias corrientes	14.389	4.294	-70,2	4.153	1.566	-62,3
Otros (e)	1.042	632	-39,4	219	204	-6,7
<b>2. Pagos no financieros</b>	<b>79.411</b>	<b>73.191</b>	<b>-7,8</b>	<b>21.454</b>	<b>20.648</b>	<b>-3,8</b>
Personal	6.683	1.785	-73,3	1.573	550	-65,0
Gastos en bienes y servicios	4.214	1.390	-67,0	742	348	-53,1
Transferencias corrientes	67.615	69.568	2,9	19.065	19.711	3,4
Prestaciones	67.615	69.568	2,9	19.065	19.710	3,4
<i>Pensiones contributivas</i>	56.231	60.024	6,7	15.841	16.911	6,8
<i>Incapacidad temporal</i>	4.027	4.623	14,8	1.195	1.376	15,1
Resto	7.358	4.922	-33,1	2.028	1.423	-29,8
Resto transferencias corrientes	0	0	-30,7	0	0	—
Otros (f)	899	446	-50,3	74	39	-48,0
<b>3. Saldo no financiero</b>	<b>3.871</b>	<b>3.909</b>	<b>1,0</b>	<b>5.904</b>	<b>6.252</b>	<b>5,9</b>

Fuentes: Ministerios de Hacienda y de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.  
(a) Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues no se hallan disponibles los correspondientes a las Otras Administraciones de Seguridad Social para el año 2003.  
(b) Las transferencias del Instituto Social de la Marina a las Comunidades Autónomas para financiar la sanidad y los servicios sociales transferidos se han distribuido entre los diferentes capítulos de gasto según los porcentajes resultantes de las Cuentas de las Administraciones Públicas para 1997.  
(c) La referencia presupuestaria toma como base para la comparación el Presupuesto para 2002, ya que aún no se dispone de la liquidación completa para dicho año.  
(d) Incluye recargos y multas.  
(e) Excluye recargos y multas.  
(f) Minorados por la enajenación de inversiones.

CUADRO 4		
Balanza de pagos: resumen (a)		
	Millones de euros	
<b>ENERO-ABRIL</b>		
	2002	2003
<b>INGRESOS</b>		
<b>Cuenta corriente</b>	<b>75.182</b>	<b>80.626</b>
Mercancías	44.158	47.117
Servicios	18.533	19.543
Turismo	9.072	9.353
Otros servicios	9.461	10.190
Rentas	6.520	7.274
Transferencias corrientes	5.970	6.691
<b>Cuenta de capital</b>	<b>2.909</b>	<b>2.216</b>
<b>PAGOS</b>		
<b>Cuenta corriente</b>	<b>80.005</b>	<b>87.340</b>
Mercancías	52.875	57.540
Servicios	12.588	13.328
Turismo	2.002	2.015
Otros servicios	10.586	11.313
Rentas	10.356	11.617
Transferencias corrientes	4.187	4.854
<b>Cuenta de capital</b>	<b>318</b>	<b>371</b>
<b>SALDOS</b>		
<b>Cuenta corriente</b>	<b>-4.823</b>	<b>-6.714</b>
Mercancías	-8.716	-10.423
Servicios	5.945	6.215
Turismo	7.070	7.338
Otros servicios	-1.125	-1.123
Rentas	-3.836	-4.343
Transferencias corrientes	1.784	1.837
<b>Cuenta de capital</b>	<b>2.592</b>	<b>1.845</b>

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

y compras) siguieron mostrando notables crecimientos, especialmente en el caso de las compras, que se incrementaron un 12,2%, lo que contrasta fuertemente con la caída del 12,4% presupuestada para el conjunto del año 2003. No obstante, estos gastos de funcionamiento han comenzado a desacelerarse respecto al primer trimestre. Finalmente, las inversiones reales han registrado hasta junio un crecimiento superior al presupuestado para el conjunto del año, al contrario que las transferencias de capital, que se han desacelerado en estos meses.

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

En el período enero-abril de 2003, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y

de capital registró un déficit de 4.869 millones de euros, lo que supone un aumento de 2.637 millones en relación con el saldo negativo observado en las mismas fechas del ejercicio anterior. Este resultado se explica fundamentalmente por el deterioro que reflejó el saldo por cuenta corriente, que amplió su déficit en 1.891 millones de euros, hasta situarse en 6.714 millones de euros, aunque también contribuyó el descenso de 747 millones de euros del superávit de capital, en este período. Por partidas de la cuenta corriente, empeoraron notablemente el déficit de mercancías y, en menor medida, el déficit de rentas, mientras que los saldos positivos de servicios y transferencias corrientes experimentaron cierta mejora.

El déficit de la balanza comercial registró un deterioro de 1.707 millones de euros en el primer cuatrimestre de 2003, en relación con el nivel alcanzado en las mismas fechas del año anterior; en tasa interanual, el saldo negativo aumentó un 19,6%. En este período, el desequilibrio comercial continuó ampliándose, debido fundamentalmente a la evolución fuertemente alcista que experimentó la factura energética, a pesar de la fortaleza del euro, y al diferencial de crecimiento que mantuvieron los flujos reales de importaciones y de exportaciones.

En cuanto a los servicios, en el período enero-abril el saldo positivo ascendió a 6.215 millones de euros, 270 millones por encima del contabilizado en iguales fechas del año anterior. Esta mejora se tradujo en un incremento interanual del 4,5%, que se explica por el aumento del superávit turístico (3,8%) y la estabilidad del déficit de otros servicios (-0,2%). Los ingresos turísticos mantuvieron en este período la tónica ligeramente positiva iniciada en el trimestre final de 2002, con un avance interanual del 3,1%, en línea con la evolución de los turistas entrados por fronteras en los primeros meses de 2003. Por su parte, los pagos por turismo apenas crecieron un 0,7% en el primer cuatrimestre de 2003, intensificando la moderación observada a finales del año anterior, acorde con el retroceso de la confianza de los consumidores y la sustitución de turismo extranjero por turismo interior, en un contexto de inestabilidad mundial.

El déficit de la balanza de rentas registró un deterioro de 508 millones de euros entre enero y abril de 2003, en relación con el mismo período del ejercicio anterior, situando su déficit en 4.343 millones de euros. Tanto los ingresos como los pagos crecieron de forma notable (11,6% y 12,2%, respectivamente), reflejando el dinamismo de los flujos de rentas del sector privado no financiero.

El superávit de la balanza de transferencias corrientes se situó en 1.837 millones de euros en el primer cuatrimestre del año, con un aumento de 54 millones de euros en relación con el observado en igual período de 2002. Los ingresos aumentaron un 12,1%, fruto del avance de los flujos destinados al sector privado y procedentes de la UE en concepto de FEOGA-Garantía. Los pagos, por su parte, crecieron un 15,9%, gracias al

notable incremento de destinados a la UE por Recurso PNB.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital descendió un 28,8%, tasa que se explica por el retroceso que experimentaron los flujos de fondos estructurales procedentes de la UE, especialmente los destinados al FEDER. Esto se debe, en su mayor parte, a ciertos retrasos que son habituales en los primeros meses del año.

## 5. Evolución financiera

### 5.1. Rasgos más destacados

Durante la primera mitad del año, las condiciones financieras de la economía española se han hecho más favorables para la expansión del gasto privado, como consecuencia de la reducción de los costes de financiación y del incremento del valor de los activos de empresas y familias. Así, el tono expansivo de la política monetaria, junto con las perspectivas de una recuperación económica moderada en las principales economías, contribuyó a que las rentabilidades de la deuda pública continuaran mostrando un perfil descendente, llegando a alcanzar mínimos históricos, aunque con algunos episodios de volatilidad. De este modo, en junio, la rentabilidad de la deuda a diez años emitida por el Tesoro español se situó en el 3,7%, si bien ha repuntado hasta el 4% a mediados de julio. Las primas de riesgo crediticio de las empresas españolas negociadas en los mercados de derivados de crédito experimentaron caídas significativas, especialmente en la industria petrolífera, lo que se tradujo en descensos en los costes de financiación de dichas sociedades más acusados que los de los tipos de interés libres de riesgo (véase gráfico 23). La mayor holgura de las condiciones financieras también se reflejó en la reducción de los tipos de interés crediticios que aplican las entidades de crédito al sector privado.

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales, las cotizaciones mostraron, durante el primer trimestre, un perfil descendente acompañado de una elevada volatilidad (véase gráfico 23). Cuando las dudas sobre la duración y el alcance del conflicto iraquí se fueron despejando, los inversores empezaron a mostrar una mayor predisposición a asumir riesgos en los mercados de renta variable, tras la intensa corrección de los precios de las acciones en los últimos tres años, alimentada por el nivel reducido de los tipos de interés sin riesgo. Así, a pesar de la incertidumbre sobre las perspectivas económicas, en los mercados bursátiles se reestableció cierta normalidad, con una reducción importante en la volatilidad de los precios negociados, iniciándose una trayectoria alcista de las cotizaciones, compartida por las principales bolsas internacionales. De este modo, el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) compensó las pérdidas de principio del año y cerró el primer semestre con una revalorización del 13,5%, superior a la del EURO STOXX de las bolsas del área del euro (2,9%) y a la del S&P 500 de los mercados norteamericanos (10,8%).

Por su parte, el precio de la vivienda continuó creciendo, en el primer trimestre, a una tasa interanual superior al 17%, de modo que la

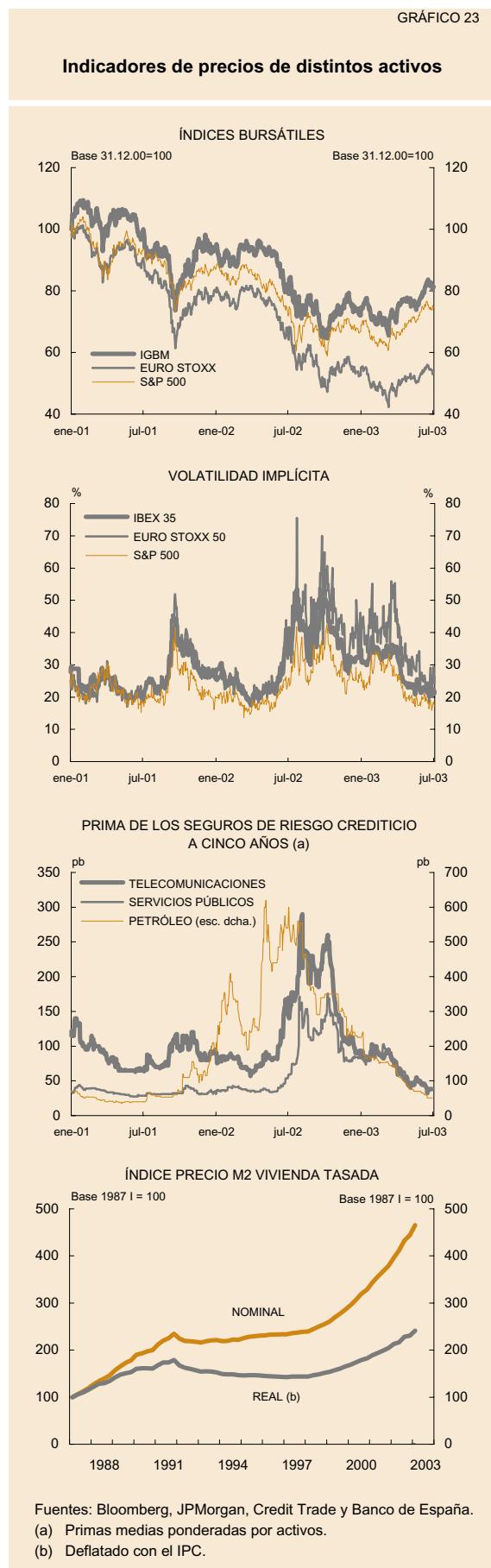
variación acumulada desde 1997 alcanzó el 68% en términos reales (véase gráfico 23).

En este contexto, durante el primer trimestre del año, los hogares mantuvieron su ahorro financiero en niveles reducidos, 1,3% del PIB en términos acumulados de cuatro trimestres, y las sociedades no financieras incrementaron sus necesidades netas de financiación hasta el 4,7% del PIB, frente al 4,4% de 2002 (véase cuadro 5). Las operaciones financieras netas de las AAPP y de las instituciones financieras no experimentaron cambios y, como resultado, el saldo deudor de la nación se deterioró y alcanzó el 2% del PIB, frente al 1,6% de 2002.

La mayor holgura de las condiciones monetarias y financieras en España contribuyó a un aumento de la demanda de crédito para financiar las decisiones de gasto de los hogares y las empresas, a pesar de que la renta de estos sectores evolucionó de forma favorable. De este modo, la financiación de las familias y las sociedades no financieras siguió creciendo a tasas elevadas, aunque durante los tres primeros meses del año se observó una leve desaceleración, que no ha confirmado la información provisional disponible del segundo trimestre. Así, la deuda asumida por el sector privado crecía en junio a una tasa interanual de en torno al 15%, un registro similar al de finales de 2002. En el caso de los créditos bancarios, persisten los comportamientos diferenciados por finalidades, de modo que la contribución de los destinados al sector inmobiliario —construcción, adquisición de vivienda y servicios inmobiliarios— sigue siendo muy importante (véase el recuadro 6).

El aumento de los pasivos del sector privado no financiero determinó nuevos ascensos de sus *ratios* de endeudamiento. No obstante, las condiciones holgadas en las que se captaron los nuevos fondos permitieron que la carga financiera asociada a esa deuda se mantuviera en niveles moderados. El resto de indicadores disponibles de la situación financiera de las familias y las empresas ha evolucionado de forma favorable en la parte transcurrida del año. Así, la riqueza neta de los hogares ha seguido aumentando, y su ahorro bruto después de atender el servicio de la deuda, aunque continúa en niveles reducidos, se recuperó durante el primer trimestre. En el caso de las sociedades, su rentabilidad mostró signos de mejoría.

De este modo, la situación financiera del sector privado es propicia para la recuperación del gasto en consumo e inversión. No obstante, algunos desarrollos financieros recientes, relacionados fundamentalmente con el elevado nivel de endeudamiento de los hogares y las sociedades, plantean algunos elementos de ries-



CUADRO 5

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

% PIB

## OPERACIONES FINANCIERAS NETAS

	1998	1999	2000	2001	2002				2003
					I TR	II TR	III TR	IV TR	
<b>Economía nacional</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>-2,0</b>
<b>Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,5</b>	<b>-4,0</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,4</b>
Sociedades no financieras	-1,1	-2,3	-3,5	-4,6	-4,9	-4,2	-4,2	-4,4	-4,7
Hogares e ISFLSH	3,3	2,0	1,1	1,1	0,9	1,0	0,6	1,4	1,3
<b>Instituciones financieras</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>1,5</b>	<b>1,5</b>
<b>Administraciones Públicas</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>
FLUJOS INTERSECTORIALES (a)									
<b>Hogares e ISFLSH</b>	<b>3,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	-4,6	0,5	-0,2	-1,5	-2,3	-2,9	-3,5	-2,9	-3,4
Inversores institucionales (c)	7,6	0,9	0,4	3,7	3,4	3,4	3,0	2,9	3,9
<b>Sociedades no financieras</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,3</b>	<b>-3,5</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,9</b>	<b>-4,2</b>	<b>-4,2</b>	<b>-4,4</b>	<b>-4,7</b>
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	-4,5	-4,1	-6,8	-4,0	-4,1	-4,3	-3,9	-3,1	-3,8
Resto del mundo	0,7	-0,7	2,0	-2,3	-2,5	-1,5	-1,2	-0,8	-0,9
<b>Administraciones Públicas</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	1,4	1,3	2,2	-2,3	-0,2	-0,3	0,9	1,0	-0,6
Inversores institucionales (c)	-2,6	1,7	3,9	2,9	1,6	1,3	0,8	0,5	0,7
Resto del mundo	-1,1	-4,3	-5,9	-1,6	-1,9	-1,6	-1,6	-1,1	0,1
<b>Resto del mundo</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>2,0</b>
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	7,1	1,9	5,1	3,8	2,7	3,9	3,3	2,7	4,3
Inversores institucionales (c)	-6,3	-3,6	-5,7	-4,9	-3,7	-3,7	-3,3	-2,2	-3,5
Sociedades no financieras	-0,7	0,7	-2,0	2,3	2,5	1,5	1,2	0,8	0,9
Administraciones Públicas	1,1	4,3	5,9	1,6	1,9	1,6	1,6	1,1	-0,1

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.<sup>a</sup> Directiva bancaria.

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

go relevantes para la evaluación de las perspectivas macroeconómicas. Así, el pronunciado aumento de los pasivos sugiere que la evolución del gasto de este sector deberá ser compatible con un recurso menos intensivo a la financiación ajena. Análogamente, el mayor endeudamiento de empresas y familias conlleva también, en relación con el pasado, una mayor sensibilidad de sus decisiones de gasto frente a cambios en las variables que determinan el coste de la deuda, así como la capacidad del sector para hacer frente al servicio de la misma. Por último, la vivienda evidencia una cierta sobrevaloración, de magnitud similar a la observada en el anterior ciclo alcista de principios de los noventa, que, como aquella,

puede ser absorbida de manera gradual y ordenada mediante una reconducción progresiva de los precios, hasta valores más próximos a los coherentes con sus determinantes fundamentales. No obstante, cuanto más se retrase la desaceleración esperada del valor de los activos inmobiliarios, mayor será la probabilidad de que se produzca un ajuste más brusco.

## 5.2. El sector de hogares

Durante el primer trimestre del año, el ahorro financiero neto de los hogares fue prácticamente nulo y, en términos acumulados de cua-

## RECUADRO 6

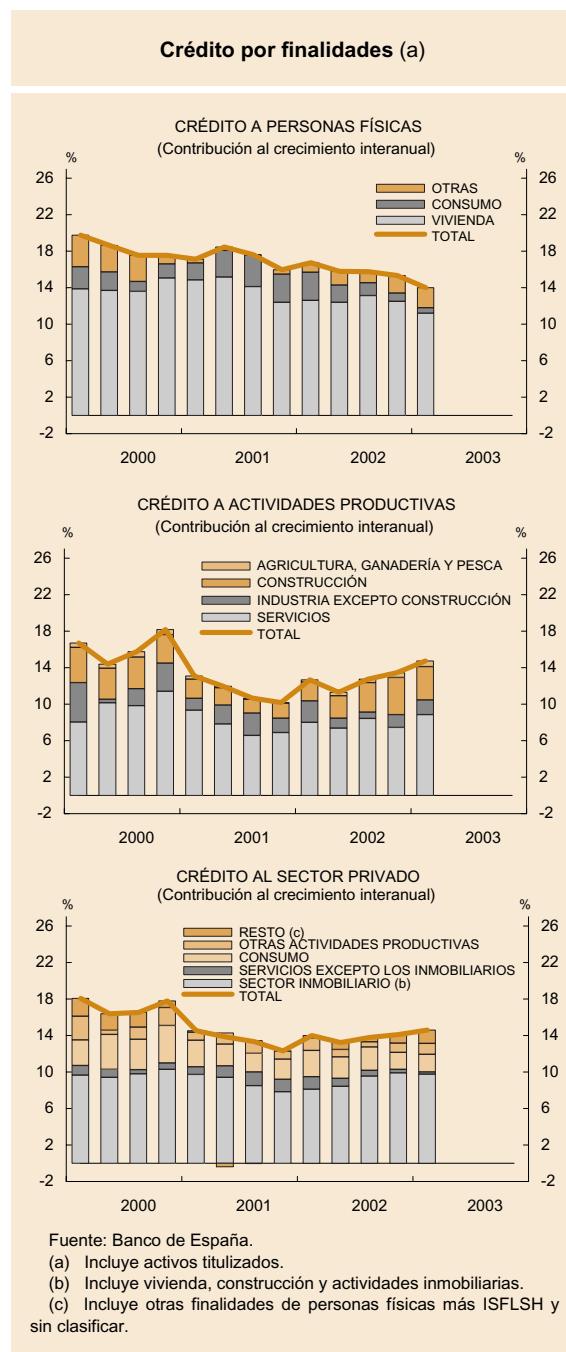
**Evolución reciente del crédito bancario al sector privado y de sus componentes**

Durante los últimos dos años, el crédito bancario a los hogares y las sociedades ha continuado mostrando ritmos de expansión elevados, a pesar del moderado crecimiento económico y del contexto de incertidumbre sobre las perspectivas económicas que han caracterizado buena parte de este período. Así, si se consideran, además de los préstamos al sector privado que están en los balances bancarios, aquellos que han sido traspasados a los fondos de titulización, la tasa interanual del agregado resultante se ha situado desde 2001 permanentemente en torno al 14% (1). Esta expansión de la financiación en España, muy superior a la observada en la mayoría de los países de la UEM, ha estado apoyada, fundamentalmente, en unas condiciones financieras muy holgadas en un contexto de elevada competencia entre las entidades de crédito.

Esta evolución del crédito es el resultado de un comportamiento heterogéneo por sectores y, sobre todo, por finalidades (2). Así, en el caso de las personas físicas, los fondos recibidos han mostrado una pauta suave de desaceleración desde principios de 2001 (véase panel superior del gráfico). Por finalidades, los destinados a la adquisición de vivienda han contribuido a explicar, de media, alrededor del 77% del avance de los préstamos concedidos a dicho sector durante este período. Este comportamiento es un reflejo de las mayores necesidades de financiación de activos inmobiliarios por parte de las familias, asociadas tanto al aumento de la inversión residencial como al ascenso del precio de la vivienda, junto con la moderada expansión del gasto en consumo. No obstante, la información más reciente apunta a una cierta ralentización de este componente, que no ha sido totalmente compensada por los préstamos destinados a consumo y otros fines.

Por lo que se refiere al crédito a actividades productivas, tras la acusada desaceleración que se observó en 2001, su ritmo de avance ha tendido a recuperarse desde principios de 2002 (véase panel central del gráfico). Por finalidad, los préstamos a la construcción y a los servicios contribuyen a explicar alrededor del 82% del incremento medio de los recursos captados destinados a las actividades productivas desde 2001. Dentro de los servicios destacan las inmobiliarias, que concentraron casi la mitad de los fondos tomados por dicha rama. Por el contrario, la financiación bancaria a la industria ha registrado un crecimiento muy moderado durante el mismo período, que se ha traducido en una menor contribución a la expansión del agregado. Este comportamiento de los componentes del crédito está en línea con el dinamismo del sector de la construcción e inmobiliario y con la atonía en las manufacturas. La información más reciente apunta a un mayor expansión del recurso a la deuda bancaria por parte de la industria, que parece confirmar los indicios de recuperación de la inversión en bienes de equipo. Por su parte, la financiación concedida a la construcción ha continuado mostrado una elevada tasa de avance interanual, que se situaba en marzo de 2003 en niveles superiores al 20%, evolución que resulta coherente con el nivel de actividad en dicha rama. Finalmente, los fondos captados por el sector servicios han mantenido su ritmo de crecimiento, debido principalmente a la demanda por parte de las inmobiliarias.

En definitiva, la evolución reciente del crédito al sector privado ha venido explicada en buena medida por el dinamismo de la actividad del sector inmobiliario. Así, la financiación a las personas físicas para adquisición de vivienda junto con la destinada a la construcción y los servicios inmobiliarios explica, de media, el 63% del crecimiento de los préstamos desde 2001 (véase panel inferior del gráfico). Durante 2002, la contribución de dichas finalidades a la expansión de la financiación bancaria a los hogares y las sociedades tendió a acelerarse, hasta representar el 70% a finales de dicho año. No obstante, la información más reciente muestra una cierta moderación en dicho indicador (67% en el primer trimestre de 2003). De este modo, las finalidades relacionadas con el sector inmobiliario concentraban en marzo de 2003 el 51% del saldo vivo de los créditos concedidos a las familias y las empresas, cinco puntos percentuales por encima del nivel observado a finales de 2000.



Fuente: Banco de España.

(a) Incluye activos titulizados.

(b) Incluye vivienda, construcción y actividades inmobiliarias.

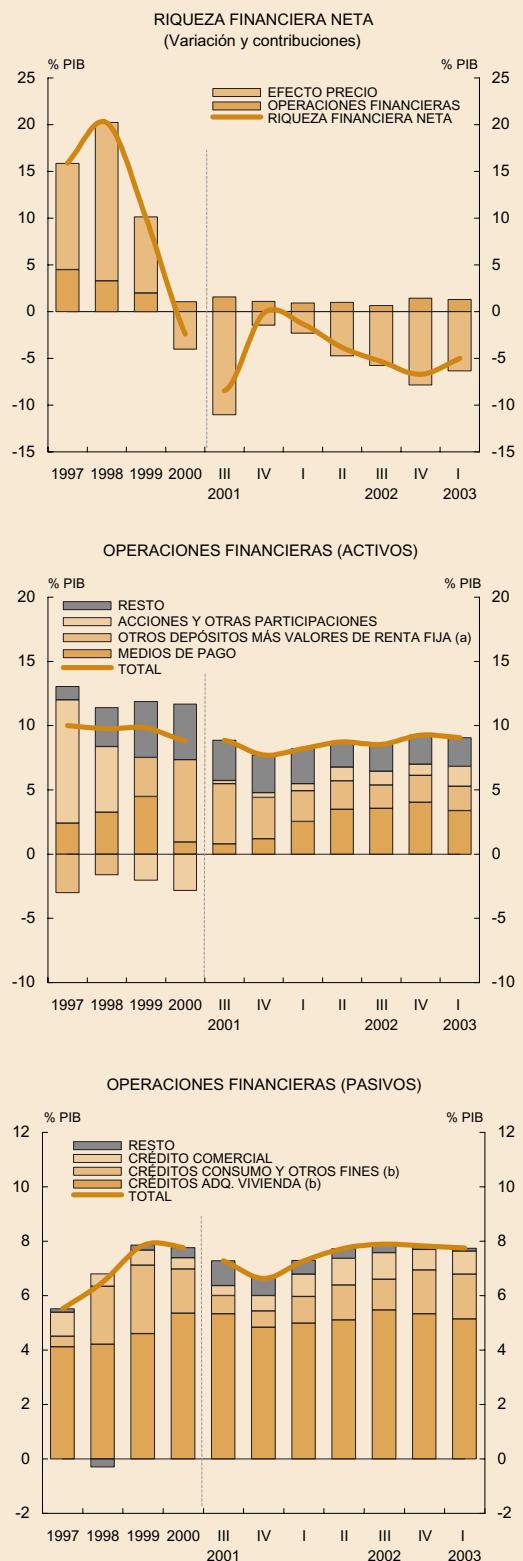
(c) Incluye otras finalidades de personas físicas más ISFLSH y sin clasificar.

(1) En el resto del recuadro se considerará siempre el crédito bancario incluyendo aquel que ha sido titulado.

(2) En este recuadro se utiliza una definición y sectorización del sector privado distinta a la que se considera en el resto del capítulo. Así, en este último caso, siguiendo la Contabilidad Nacional y las Cuentas Financieras se distingue entre sociedades no financieras y hogares. Estos últimos incluyen, además de a las personas físicas, a los empresarios individuales y las ISFLSH. Por el contrario, en este recuadro el sector privado, que incluye, además de los grupos anteriores, las instituciones financieras no monetarias, se desglosa en personas físicas y actividades productivas. Se ha elegido esta sectorización porque la información disponible sobre crédito por finalidades no permite recuperar la otra.

GRÁFICO 24

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



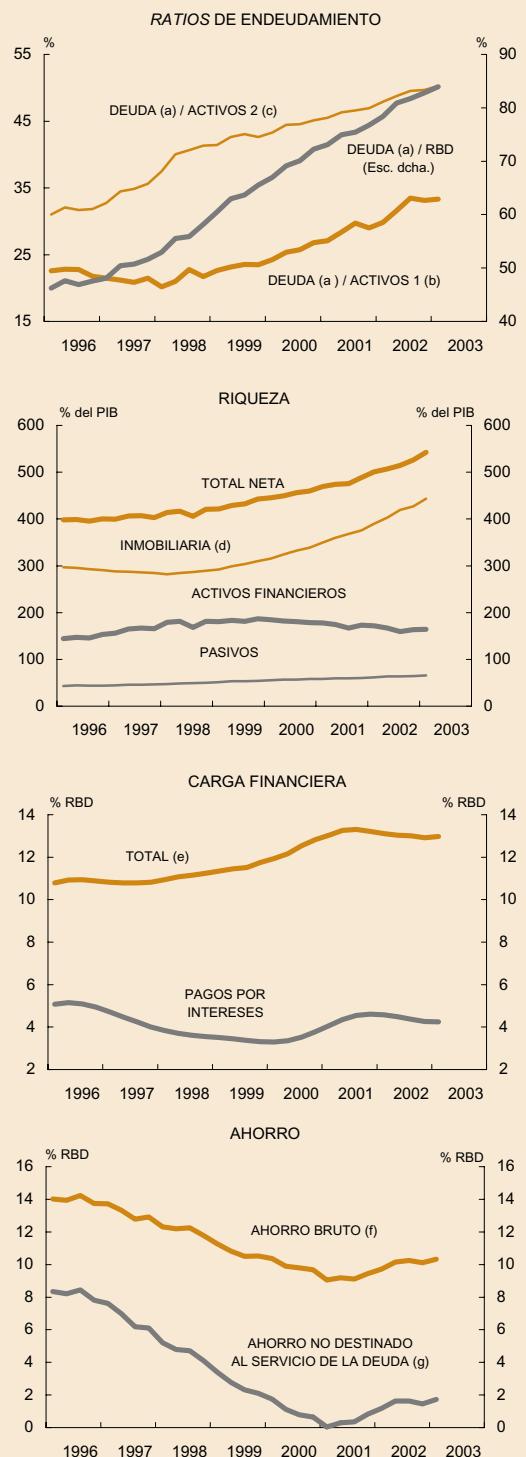
Fuente: Banco de España.

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

(b) Incluye los créditos titulizados.

GRÁFICO 25

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



Fuente: Banco de España.

(a) Incluye crédito bancario, titulización y valores de renta fija.

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

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

(d) Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del m<sup>2</sup>.

(e) Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.

(f) Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.

(g) Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.

CUADRO 6

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

% PIB

	1999	2000	2001	2002		2003
				III TR	IV TR	I TR
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
<b>Operaciones financieras (activos)</b>	<b>9,8</b>	<b>8,8</b>	<b>7,7</b>	<b>8,5</b>	<b>9,3</b>	<b>9,1</b>
Medios de pago	4,5	0,9	1,2	3,6	4,0	3,4
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	3,0	6,4	3,2	1,8	2,1	1,9
Acciones y otras participaciones (b)	0,1	0,5	-0,4	0,4	0,7	0,5
Fondos de inversión	-2,1	-3,4	0,8	0,7	0,2	1,1
FIAMM	-1,4	-1,3	1,3	1,0	0,7	0,8
FIM	-0,8	-2,0	-0,5	-0,4	-0,5	0,3
Reservas técnicas de seguros	3,3	3,4	2,5	2,2	2,4	2,5
De las cuales:						
Seguros de vida	2,0	1,9	1,4	1,1	1,6	1,7
Fondos de pensiones	1,0	1,3	0,9	0,7	0,7	0,7
Resto	1,0	0,9	0,4	-0,1	-0,2	-0,2
<b>Operaciones financieras (pasivos)</b>	<b>7,9</b>	<b>7,8</b>	<b>6,6</b>	<b>7,9</b>	<b>7,8</b>	<b>7,8</b>
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	7,1	7,0	5,4	6,6	6,9	6,8
Créditos para adquisición de vivienda (c)	4,6	5,4	4,8	5,5	5,3	5,1
Créditos para consumo y otros fines (c)	2,5	1,6	0,6	1,1	1,6	1,6
Resto	0,7	0,8	1,2	1,3	0,9	1,0
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
<b>Operaciones financieras (activos)</b>	<b>17,8</b>	<b>27,9</b>	<b>19,2</b>	<b>15,4</b>	<b>13,8</b>	<b>15,0</b>
Medios de pago	0,7	0,9	1,7	1,5	1,5	1,9
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	-0,1	1,2	1,1	1,4	1,7	2,2
Acciones y otras participaciones	8,4	14,9	5,8	4,5	4,2	4,0
De las cuales:						
Frente al resto del mundo	6,8	11,3	4,9	3,3	2,8	2,9
Resto	8,9	10,8	10,7	8,1	6,5	6,9
<b>Operaciones financieras (pasivos)</b>	<b>20,1</b>	<b>31,4</b>	<b>23,8</b>	<b>19,6</b>	<b>18,2</b>	<b>19,7</b>
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	5,3	7,6	6,9	6,9	6,8	7,4
Préstamos exteriores	3,0	3,5	4,0	3,2	3,4	2,4
Valores de renta fija (a)	0,5	-0,7	0,1	-0,1	-0,3	-0,3
Acciones y otras participaciones	5,1	12,8	5,4	3,1	3,1	3,5
Resto	6,2	8,1	7,3	6,5	5,3	6,7
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
<b>Financiación (d)</b>	<b>19,5</b>	<b>18,8</b>	<b>15,7</b>	<b>14,9</b>	<b>14,8</b>	<b>14,0</b>
Hogares e ISFLSH	19,6	17,3	12,4	14,5	15,0	14,4
Sociedades no financieras	19,4	19,9	18,2	15,3	14,6	13,6

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.

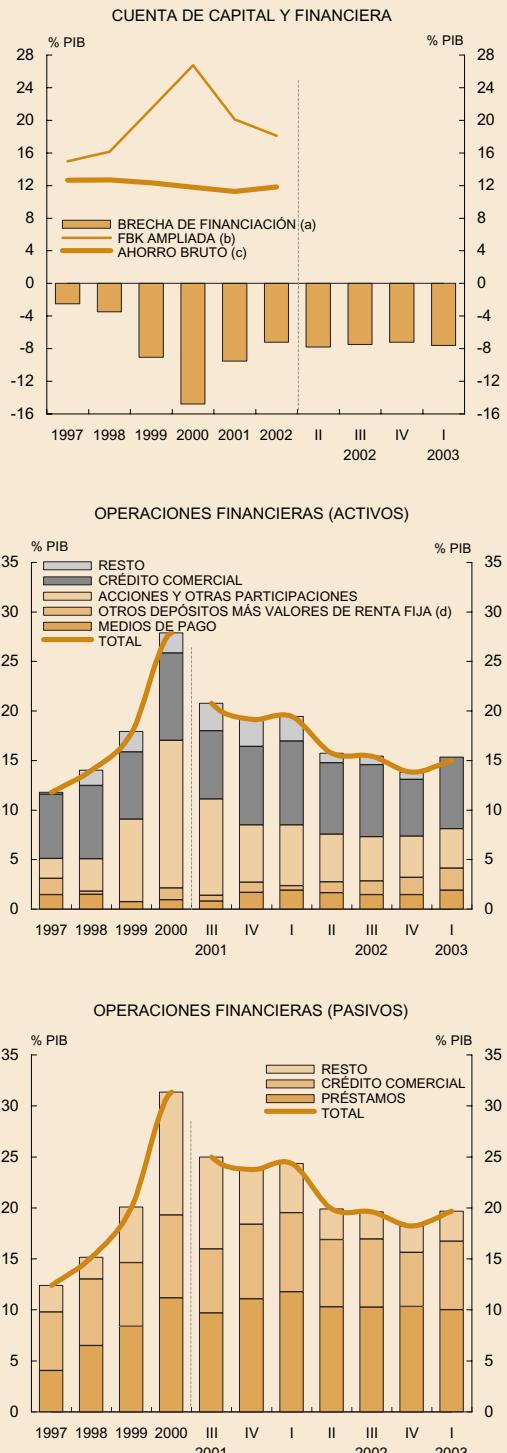
(c) Incluye los créditos titulizados.

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

tro trimestres, se mantuvo en un nivel reducido, 1,3% del PIB (véanse cuadro 5 y gráfico 24). El ahorro del sector no destinado al servicio de la deuda, que excluye los recursos destinados a amortizar préstamos, continuó la moderada recuperación observada desde mediados de 2001 y se situó en el 1,7% de su RBD (véase gráfico 25). Por su parte, el nivel de endeuda-

miento volvió a aumentar hasta alcanzar el 84% de la RBD de los hogares. Sin embargo, la carga financiera asociada se mantuvo en niveles moderados debido al comportamiento favorable de los tipos de interés. Además, la riqueza neta continuó incrementándose a pesar de los mayores pasivos, como consecuencia, fundamentalmente, de la revalorización de la vivienda. En

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



Fuente: Banco de España.

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

definitiva, todos estos indicadores muestran que, en conjunto, la posición patrimonial de las familias experimentó una mejoría durante el primer trimestre del año, aunque aumentó su vulnerabilidad a perturbaciones adversas, como consecuencia de los mayores niveles de deuda que soporta el sector.

En relación con sus decisiones de cartera, la adquisición de activos financieros por parte de los hogares alcanzó, durante los tres primeros meses del año, el 9,1% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, y se dirigió de forma más intensa hacia instrumentos de menor riesgo (véanse cuadro 6 y gráfico 24). Además, la entrada en vigor de la reforma del IRPF, con la desaparición de la tributación en los movimientos de capital entre instrumentos de inversión colectiva, estimuló la compra de participaciones de fondos de inversión. De este modo, las suscripciones netas en dichos activos alcanzaron el 1,1% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, frente al 0,2%, en el año 2002. La distribución por categorías mostró una mayor preferencia por los fondos de inversión monetarios, FIAMM, que recibieron recursos por valor del 0,8% del PIB, frente al 0,3% que captaron los FIM. No obstante, la inversión neta en FIM volvió a ser positiva, en términos acumulados de cuatro trimestres, por vez primera desde 1999. Las suscripciones netas de FIM estuvieron concentradas en los fondos de renta fija en euros y en los garantizados de renta variable. La información provisional correspondiente al mes de junio indica una continuidad en este proceso.

Respecto a las operaciones de pasivo, la financiación recibida por las familias continuó creciendo a un ritmo elevado, aunque durante el primer trimestre su tasa de avance interanual se redujo ligeramente hasta el 14,4%. Esta evolución expansiva se produjo a pesar de que la nueva Encuesta sobre Préstamos Bancarios indicaba un cierto endurecimiento en las condiciones de concesión de créditos a los hogares y estuvo fundamentalmente apoyada por los descensos en los costes de financiación. Así, de acuerdo con la nueva información de tipos bancarios, los tipos de interés del crédito a la vivienda y al consumo y otros fines se redujeron en 26 y 38 pb, respectivamente, entre enero y marzo. En términos del PIB, el flujo de financiación de los cuatro últimos trimestres fue del 6,8%, una décima por debajo del registro de finales de 2002. Este descenso es el resultado de la desaceleración del crédito destinado a la adquisición de vivienda.

La información provisional del segundo trimestre no confirma la ralentización en el ritmo de expansión del crédito concedido a los hoga-

res observado entre enero y marzo, de modo que la tasa de crecimiento interanual se habría situado otra vez por encima del 15%. Por componentes, la financiación destinada a la adquisición de vivienda continúa desacelerándose, si bien la obtenida para financiar gasto corriente parece haber cobrado dinamismo.

### 5.3. El sector de sociedades no financieras

Durante el primer trimestre de 2003, las sociedades no financieras tuvieron unas necesidades netas de financiación elevadas, 2,3% del PIB, de forma que el saldo deudor acumulado de cuatro trimestres se incrementó tres décimas, hasta el 4,7% del PIB (véase cuadro 5). La brecha de financiación, que recoge los recursos externos necesarios para llevar a cabo la inversión real y financiera permanente, aumentó también ligeramente, hasta el 7,6% del PIB, a pesar de la recuperación del ahorro bruto de las empresas (véase gráfico 26).

La financiación recibida por las sociedades continuó creciendo a tasas elevadas, lo que determinó nuevos ascensos en las *ratios* de endeudamiento del sector. No obstante, de acuerdo con la Central de Balances, esta evolución es fruto de un comportamiento heterogéneo por tipo de empresas (véase gráfico 27). Así, las grandes, que son las que presentan un mayor volumen relativo de fondos ajenos, redujeron ligeramente sus *ratios* de endeudamiento. Por el contrario, las pequeñas y medianas son las que estarían contribuyendo al avance de dicho indicador.

La carga financiera por intereses de las sociedades se redujo ligeramente durante el primer trimestre gracias a los menores costes de financiación y continuó, por tanto, en registros moderados (19% de los resultados operativos). De acuerdo con la Central de Balances, esta evolución a la baja se observó en todos los sectores, si bien en el grupo de empresas de tamaño pequeño y mediano se registró un ligero ascenso, aunque su nivel sigue siendo muy reducido (véase gráfico 28). Si se añade la deuda a corto plazo, además de los intereses, el indicador de carga financiera mostró también descensos en el conjunto de empresas colaboradoras con la Central de Balances.

En cuanto a los resultados económicos de las empresas, estos mostraron una evolución muy favorable durante el primer trimestre. Así, el resultado ordinario neto, que excluye los ingresos y gastos extraordinarios, creció un 12,6% para el conjunto de las empresas inclui-

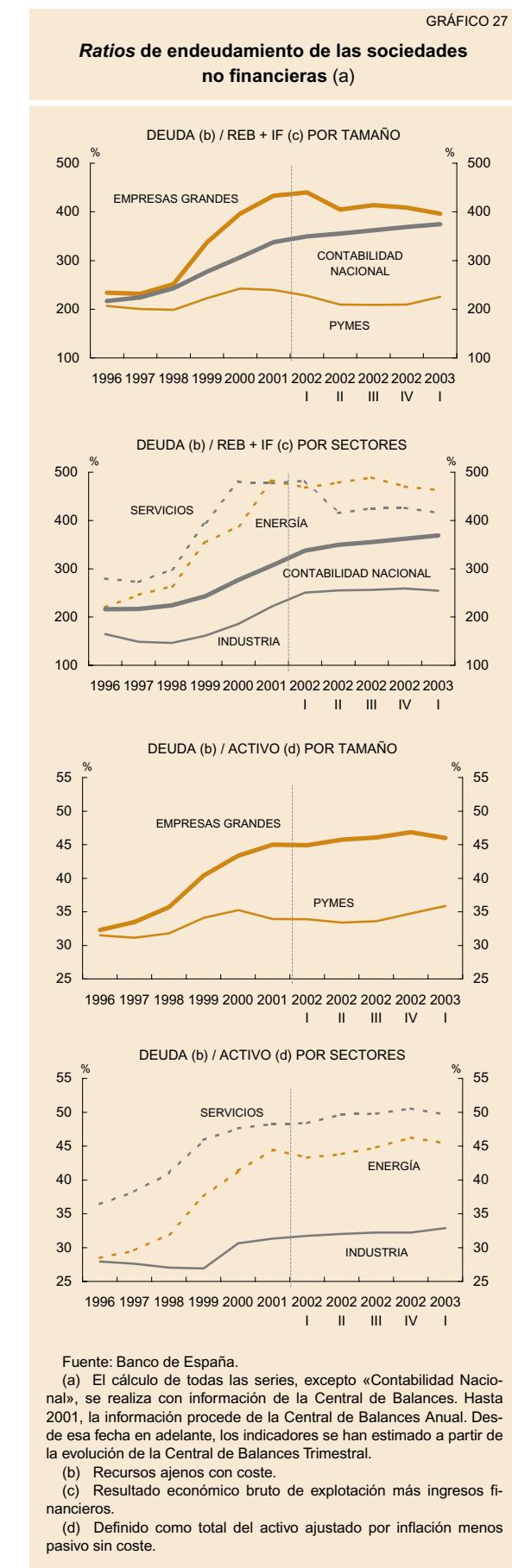
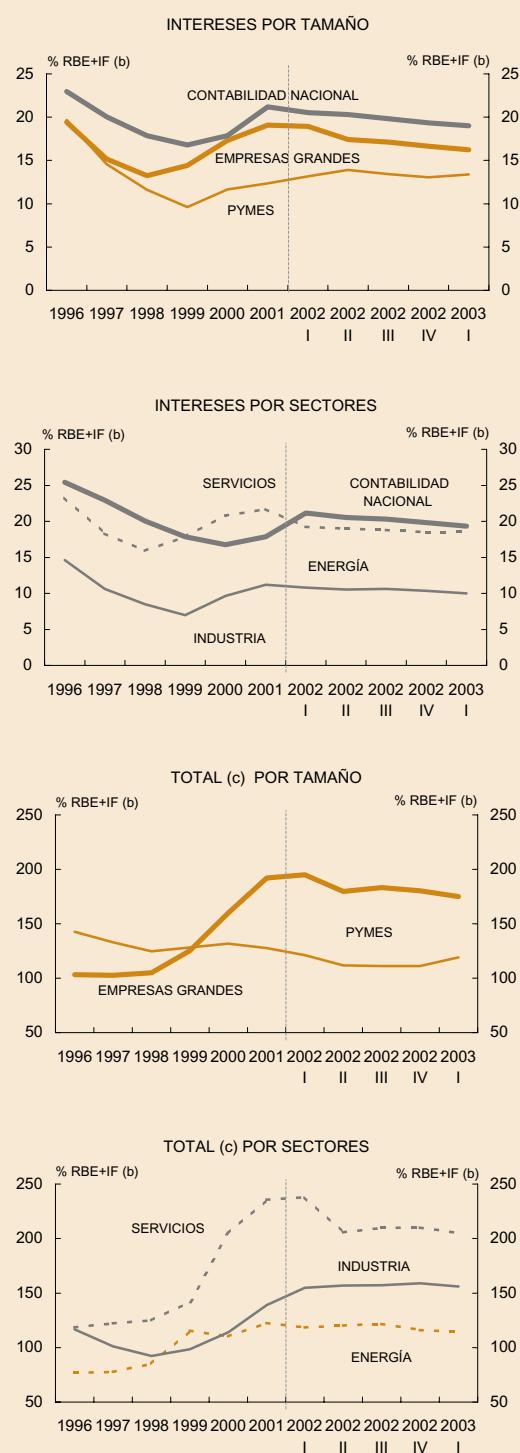


GRÁFICO 28

## 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.

das en la Central de Balances Trimestral. Esta evolución positiva, que fue bastante generalizada entre los principales sectores de actividad, determinó una mejora de la rentabilidad ordinaria de los recursos propios, que se situó en niveles relativamente elevados.

En definitiva, todos estos indicadores muestran que la posición patrimonial agregada de las sociedades sigue siendo sólida a pesar del crecimiento de su deuda, y que su situación financiera experimentó una mejoría en el primer trimestre.

En relación con la inversión en activos financieros de las sociedades no financieras, durante los tres primeros meses del año, se interrumpió la desaceleración observada en el período reciente y se situó en el 15% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres (véanse cuadro 6 y gráfico 26). Estas inversiones se materializaron, en mayor medida que en el pasado reciente, en los activos más líquidos —efectivo, depósitos y valores de renta fija—, mientras que la adquisición de acciones fue del 4% del PIB, ligeramente menor que en trimestres anteriores.

Por lo que se refiere a las operaciones de pasivo, también alcanzaron un volumen elevado, 19,7% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, frente al 18,2% de finales de 2002, con un comportamiento desigual por componentes. La financiación ajena con coste experimentó una ligera desaceleración y creció el 13,6%, frente al 14,6% de finales de 2002. Los fondos obtenidos a través de préstamos exteriores, más empleados por las grandes empresas, se redujeron hasta el 2,4% del PIB, frente al 3,4% del trimestre anterior, mientras que la financiación de entidades residentes pasó a tener mayor importancia, 7,4% del PIB. Por otro lado, las sociedades realizaron una amortización neta de valores de renta fija por importe de 0,3% del PIB, mientras que el crédito comercial, incluido en la partida «Resto», se incrementó. Finalmente, los recursos captados a través de la emisión de acciones y participaciones alcanzaron el 3,5% del PIB, y correspondieron, en su mayoría, a valores no cotizados.

Al igual que en el caso de los hogares, el comportamiento expansivo de la financiación ajena se produjo en un contexto en el que las condiciones de oferta del mercado de crédito fueron algo más restrictivas, según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, y estuvo apoyado también por un descenso de los costes de financiación.

La evolución de la financiación por ramas de producción y tamaño de empresa continuó

mostrando un comportamiento heterogéneo. Así, el crédito de entidades residentes al sector de la construcción volvió a crecer a tasas del 20%, aunque experimentó una cierta desaceleración. Por otro lado, la reactivación de la actividad productiva en la industria se reflejó en una aceleración de los fondos recibidos de entidades residentes, que aumentaron su ritmo de expansión hasta el 4,8%, frente al 3,2% de finales de 2002. Por tamaño de empresa, el crecimiento de los pasivos fue más elevado en las pequeñas y medianas (PYMES), mientras que las empresas grandes, cuya *ratio* de endeudamiento es más elevada, aumentaron sus recursos ajenos de manera más moderada, reflejando, en parte, procesos de saneamiento de algunas de estas sociedades.

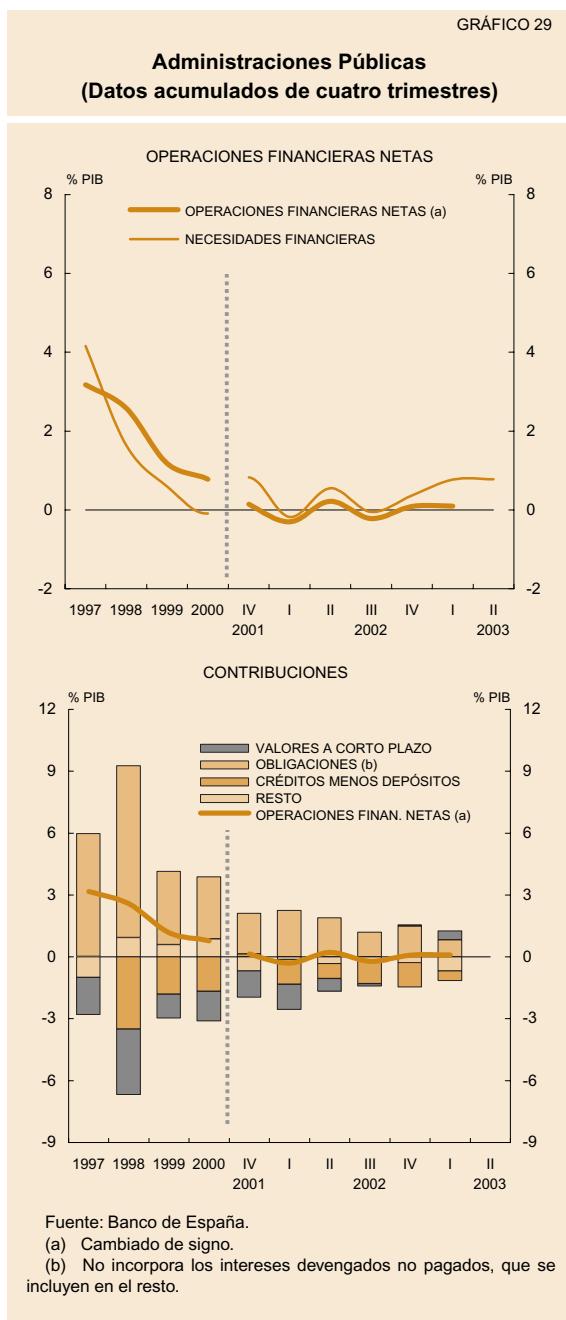
La información provisional correspondiente al segundo trimestre apunta un incremento en el ritmo de avance de la financiación obtenida por las sociedades, de modo que su tasa de crecimiento interanual se habría situado en torno a los niveles de finales de 2002. Por componentes, la evolución expansiva de los pasivos continuó estando apoyada en el avance de los préstamos de las entidades de crédito residentes.

#### 5.4. Las Administraciones Públicas

El saldo de las operaciones financieras netas de las AAPP durante el primer trimestre de 2003 fue positivo y, en términos acumulados de doce meses, se situó en el -0,1% del PIB (véase gráfico 29).

La emisión neta de valores negociables por parte de las AAPP fue negativa entre enero y marzo, de modo que, en términos acumulados de cuatro trimestres, esta se redujo hasta el 1,2% del PIB. Las emisiones de valores a corto plazo alcanzaron una cuantía relativamente elevada, 0,4% del PIB, con un relanzamiento de las subastas de letras a tres y seis meses por parte del Tesoro. Por otro lado, las AAPP amortizaron bonos y obligaciones por un importe de 5,7 mm de euros, de modo que la emisión neta en los cuatro últimos trimestres se redujo hasta el 0,8% del PIB. Para hacer frente a sus necesidades de fondos, las AAPP tuvieron además que disponer de sus depósitos, aunque en términos acumulados de cuatro trimestres la inversión neta en dichos instrumentos continuó siendo positiva.

Los avances del segundo trimestre del año en curso muestran un incremento de las emisiones netas de valores tanto a corto plazo como, sobre todo, a largo plazo. Aunque parte de los recursos obtenidos se destinaron a incrementar



el saldo de los depósitos, las *necesidades financieras*, indicador adelantado del ahorro del sector, aumentaron durante dicho período.

#### 5.5. El resto del mundo

El saldo deudor de las operaciones financieras de la nación aumentó durante el primer trimestre de 2003 y se situó, en términos acumulados de doce meses, en el 2,2% del PIB, frente al 1,6% de finales de 2002. Este deterioro se debió, fundamentalmente, a las mayores necesidades de financiación de las sociedades no financieras, ya que el ahorro financiero del resto de sectores institucionales no experimentó

CUADRO 7

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

% PIB

	1999	2000	2001	2002		2003
				III TR	IV TR	I TR
<b>Operaciones financieras netas</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,0</b>
<b>Operaciones financieras (activos)</b>	<b>15,3</b>	<b>25,2</b>	<b>12,2</b>	<b>11,7</b>	<b>11,9</b>	<b>13,5</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>-2,7</b>	<b>1,5</b>	<b>4,1</b>	<b>4,6</b>
Sistema crediticio	3,7	2,5	-2,7	0,2	2,0	2,3
Otros sectores residentes	-2,1	0,4	0,0	1,4	2,0	2,3
<b>Valores distintos de acciones</b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>	<b>7,2</b>	<b>5,7</b>	<b>4,3</b>	<b>5,4</b>
Sistema crediticio	-0,8	-0,3	2,0	1,2	0,6	0,8
Otros sectores residentes	3,7	4,2	5,3	4,5	3,7	4,6
<b>Acciones y otras participaciones</b>	<b>10,1</b>	<b>15,6</b>	<b>5,2</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>
Sistema crediticio	0,8	1,8	0,0	0,1	0,2	0,0
Otros sectores residentes	9,4	13,9	5,2	3,6	2,9	2,9
De los cuales:						
Sociedades no financieras	6,8	11,3	4,9	3,3	2,8	2,9
<b>Créditos</b>	<b>0,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>
Sistema crediticio	-0,2	0,5	0,8	0,5	0,0	0,1
Otros sectores residentes	0,9	2,3	1,7	0,2	0,3	0,4
<b>Operaciones financieras (pasivos)</b>	<b>16,3</b>	<b>27,7</b>	<b>14,3</b>	<b>13,4</b>	<b>13,4</b>	<b>15,5</b>
<b>Depósitos</b>	<b>4,1</b>	<b>6,8</b>	<b>2,8</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>5,9</b>
De los cuales:						
Sistema crediticio	4,1	6,8	2,8	4,7	4,3	5,9
<b>Valores distintos de acciones</b>	<b>5,4</b>	<b>7,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>
Sistema crediticio	0,9	0,7	0,6	0,7	1,2	1,7
Administraciones Públicas	4,3	5,7	1,6	1,6	1,1	-0,1
Otros sectores residentes	0,2	0,5	0,9	1,6	1,7	2,3
<b>Acciones y otras participaciones</b>	<b>4,2</b>	<b>9,4</b>	<b>4,7</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>
Sistema crediticio	0,3	1,8	0,5	0,2	0,1	0,2
Otros sectores residentes	3,9	7,7	4,1	2,1	1,7	2,4
<b>Créditos</b>	<b>3,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>2,8</b>
Administraciones Públicas	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0
Otros sectores residentes	3,7	4,4	4,7	3,6	3,9	2,8
<b>Otros neto (a)</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,3</b>

Fuente: Banco de España.

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

cambios significativos. Por otro lado, tanto las operaciones de activos financieros como de pasivos incrementaron su volumen, a pesar de que el clima económico internacional fue poco propicio para los flujos financieros con el exterior.

La adquisición neta de activos exteriores aumentó hasta el 13,5% del PIB, frente al 11,9% del trimestre anterior (véase cuadro 7). Esta evolución fue el resultado, nuevamente, de

un aumento en los activos de menor riesgo (efectivo, depósitos y valores distintos de acciones), mientras que el resto de partidas no experimentó cambios significativos. Según la información provisional de Balanza de Pagos hasta abril, la inversión en el exterior de carácter permanente, inversión directa, se redujo en más de un 80% respecto al mismo período del año anterior, en parte como consecuencia del efecto negativo de la incertidumbre en torno a la evolución económica internacional y las conse-

CUADRO 8

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

% PIB

	1998	1999	2000	2001	2002	2003 (b)
<b>Economía nacional</b>	<b>-21,8</b>	<b>-22,5</b>	<b>-20,4</b>	<b>-21,8</b>	<b>-24,3</b>	<b>-22,9</b>
<b>Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH</b>	<b>-8,7</b>	<b>-8,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,3</b>
Sociedades no financieras	-14,9	-16,3	-8,2	-9,2	-9,8	-8,5
Hogares e ISFLSH	6,2	7,6	7,7	7,9	9,4	9,8
<b>Instituciones financieras</b>	<b>4,8</b>	<b>6,8</b>	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,4</b>
Instituciones de crédito (b)	-5,5	-7,6	-12,6	-14,6	-15,4	-17,5
Inversores institucionales (c)	10,7	15,0	18,3	20,9	20,3	21,2
Resto de instituciones financieras	-0,4	-0,6	-0,9	-1,8	-3,5	-4,1
<b>Administraciones Públicas</b>	<b>-17,9</b>	<b>-20,6</b>	<b>-24,8</b>	<b>-25,1</b>	<b>-25,3</b>	<b>-23,8</b>

Fuente: Banco de España.

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

(b) Datos del primer trimestre.

(c) Definido según la 1.<sup>a</sup> Directiva bancaria.

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

cuentas del conflicto en Irak. Por su parte, la inversión en cartera en el exterior continuó siendo elevada, dado el importante flujo de adquisición de bonos y obligaciones del resto del mundo.

Por el lado de los pasivos, los flujos netos alcanzaron el 15,5% del PIB, frente al 13,4% del trimestre anterior. Las inversiones de los no residentes se dirigieron en buena parte hacia los depósitos y emisiones de renta fija del sector privado. Sin embargo, sus tenencias de deuda pública se redujeron. De acuerdo con la Ba-

lanza de Pagos, la inversión directa del exterior en España en los cuatro primeros meses del año fue ligeramente más moderada que en el mismo período del año anterior.

Finalmente, la información provisional sobre la posición deudora de la economía española frente al exterior se situó, al final del primer trimestre del año, en el 22,9% del PIB, mejorando 1,4 puntos porcentuales frente a 2002 (véase cuadro 8).

30.7.2003.