
Informe trimestral de la economía española

1. Rasgos básicos

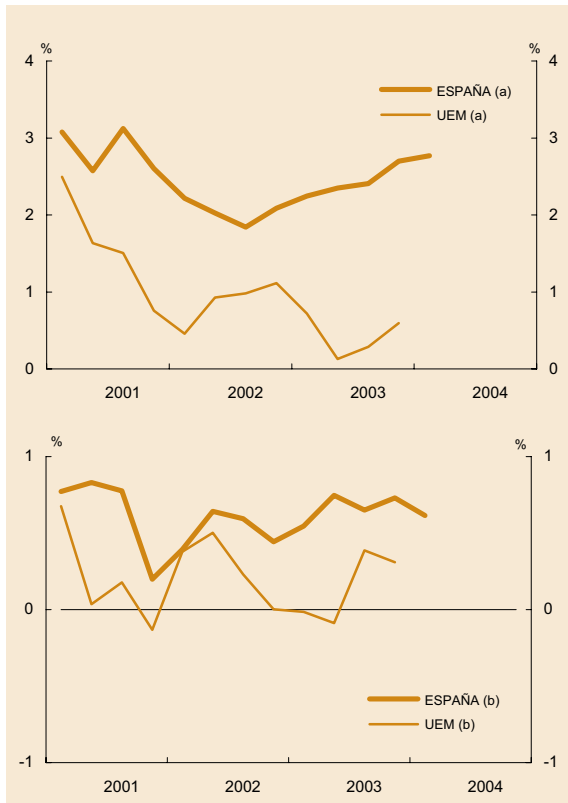
La fase de expansión que inició la economía mundial en la segunda mitad de 2003 ha ido consolidándose en los meses transcurridos del año actual. En este período, sin embargo, se han reavivado las tensiones geopolíticas en Oriente Medio, lo que, junto con los atentados terroristas del 11 de marzo en Madrid, podría haber generado alguna incertidumbre, sobre todo en las economías europeas, que son las que se encuentran en una fase de recuperación más débil y retrasada. Por el momento, los indicadores ya publicados que contienen información posterior a estos acontecimientos —incluidas las encuestas de opinión de la Comisión Europea correspondientes al mes de abril, publicadas una vez cerrado este Boletín— apenas muestran efectos atribuibles a los atentados, tanto en Europa como en España.

El dinamismo de la actividad económica mundial ha alcanzado una notable intensidad en Estados Unidos, Asia —incluido Japón— y Europa del Este, y se ha ido extendiendo a otras regiones, como América Latina y la zona del euro, aunque, en este último caso, los ritmos de crecimiento han continuado siendo relativamente moderados, dentro de una trayectoria definida de recuperación. Las políticas macroeconómicas instrumentadas no han modificado su tono expansivo y las condiciones monetarias y financieras han mantenido un carácter holgado, como indica la evolución de los tipos de interés a corto y a largo plazo. Sus niveles, que habían permanecido en mínimos históricos durante la mayor parte del trimestre, han iniciado un ligero repunte desde principios de abril, que ha coincidido con la publicación de indicadores muy favorables sobre la coyuntura de la economía norteamericana y ciertos síntomas de un cambio de tendencia en la tasa de inflación de esa economía. Por su parte, el comportamiento de las bolsas continuó siendo positivo durante casi todo el período, aunque las alzas bursátiles fueron de menor intensidad que las de los últimos meses de 2003 y acusaron transitoriamente el efecto de los ataques terroristas del 11 de marzo, de forma más intensa en España y la UE. En los mercados de divisas ha destacado la interrupción de la trayectoria de depreciación del dólar, desde mediados de febrero, que ha compensado parte de la apreciación que había acumulado el euro en los últimos años. Los precios del petróleo y de otras materias primas han experimentado aumentos considerables, en parte como consecuencia de las tensiones en Oriente Medio, pero reflejo, también, de la fortaleza de la demanda de algunos países.

Bajo estas premisas, la economía española ha mantenido en la parte transcurrida del año ritmos de crecimiento similares a los del último

GRÁFICO 1

Producto interior bruto

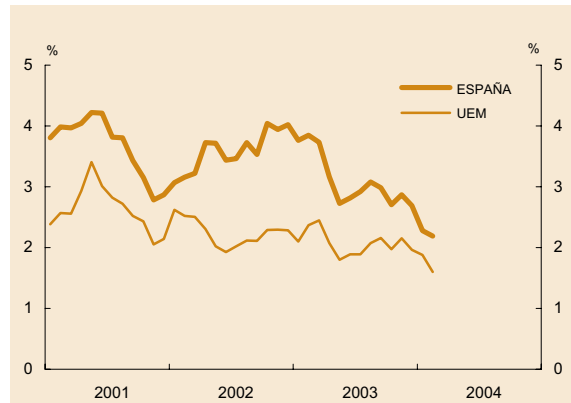


Fuentes: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
 (a) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.
 (b) Tasas de variación intertrimestrales, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

trimestre de 2003. Según la estimación del Banco de España, el crecimiento interanual del PIB real de la economía española en el primer trimestre de 2004 ha sido del 2,8%, en términos de la serie desestacionalizada, similar al 2,7% publicado por la CNTR para el último trimestre del pasado año. El ritmo de variación intertrimestral ha sido también prácticamente idéntico, ya que el 0,6% estimado para el primer trimestre de 2004 es inferior en solo una décima porcentual al que se registró al final del último ejercicio. Estos resultados prolongan las pautas que caracterizan la evolución reciente de la economía española: firmeza en el aumento de la demanda interna y aportación negativa del saldo neto exterior. En concreto, las estimaciones para el primer trimestre son de un crecimiento del orden del 3,5% en la demanda interior y una aportación negativa de la demanda externa ligeramente inferior al punto porcentual. El impulso de la demanda ha seguido asentándose, básicamente, en el consumo y la construcción, así como en algunos

GRÁFICO 2

Índices armonizados de precios de consumo (a)



Fuentes: Eurostat y Banco Central Europeo.
 (a) Tasas de variación interanual. Hasta diciembre de 2001, las tasas corresponden a las publicadas en esa fecha.

renglones del gasto de las Administraciones Públicas, mientras que las importaciones de bienes y servicios parece que están registrando tasas de avance superiores a las de las exportaciones. En este entorno expansivo de la actividad, se estima que el empleo —en términos de las cuentas nacionales— habrá mantenido ritmos de crecimiento similares a los de los últimos meses de 2003 —del 2%—, permitiendo una modesta recuperación de la productividad aparente del trabajo. Por último, la tasa de crecimiento interanual del IPC se redujo hasta el 2,1% en marzo y el diferencial con la UEM, en términos del IAPC, disminuyó hasta 0,5 pp. En esta situación, se espera una contención en los crecimientos salariales y una estabilización en el aumento de los márgenes empresariales.

Como se ha señalado, la economía de Estados Unidos ha mantenido un acusado dinamismo en la parte transcurrida del año actual, como muestran los indicadores más recientes de actividad y de demanda. Hay que destacar, en particular, el repunte del empleo en el mes de marzo, tras un largo período de atonía que contrastaba con la fortaleza de otros indicadores. De confirmarse esta recuperación del empleo en los próximos meses, se habrían despejado algunas incertidumbres en torno a la solidez del gasto de las familias y a la sostenibilidad de la fase expansiva actual, que sigue pendiente de que se inicie una corrección firme del desequilibrio de la balanza de pagos y del abultado déficit fiscal.

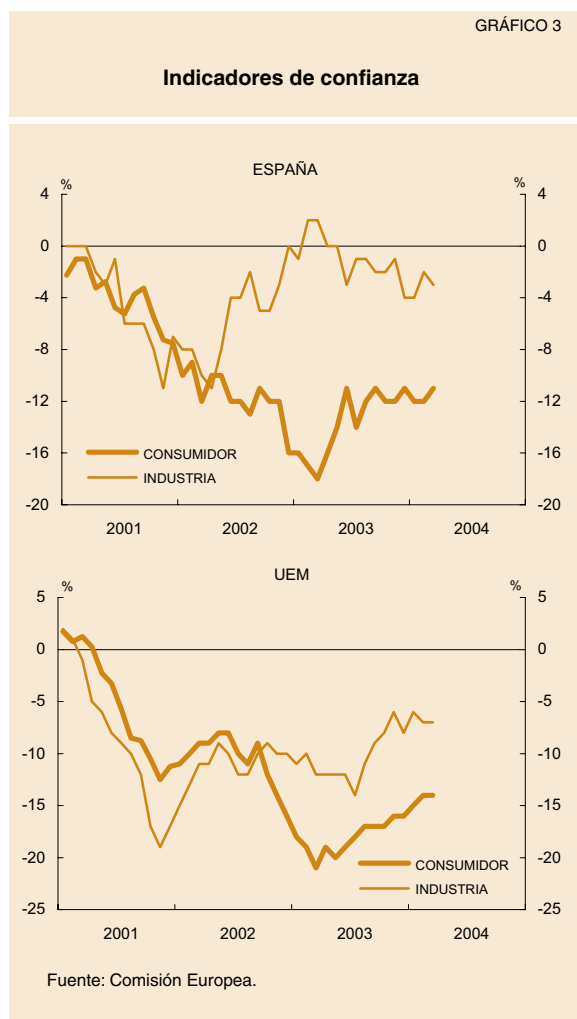
La expansión de la actividad está siendo compatible con el mantenimiento de tasas de inflación modestas, en el entorno del 1,7%,

hasta marzo, que, si bien no reflejan, por el momento, las últimas subidas de los precios del petróleo y de las materias primas, sí han mostrado un leve repunte de la inflación subyacente. En este contexto, los tipos de interés de los mercados monetarios y de deuda han conservado niveles muy bajos y la Reserva Federal, en su reunión de marzo, mantuvo el tipo oficial de intervención en el 1%, fijado hace diez meses. Desde principios de abril, sin embargo, la mejora en las perspectivas de crecimiento de la economía norteamericana y el leve cambio de tendencia en las perspectivas inflacionistas han determinado un ligero repunte en los niveles de los tipos de interés del mercado interbancario y de bonos norteamericanos, anticipando elevaciones en los tipos de intervención en la segunda parte del año.

También la economía japonesa está mostrando un crecimiento vigoroso al comienzo de 2004, apoyado en la fortaleza de las exportaciones y de la producción industrial y en la mejora de las expectativas empresariales, en un marco de política monetaria acomodaticia. Las economías del Sudeste asiático han intensificado igualmente sus ritmos de expansión, impulsadas por el dinamismo de las exportaciones. Hay que destacar el fuerte crecimiento de China, que en el último trimestre de 2003 experimentó tasas reales superiores al 9% y podría estar dando signos incipientes de recalentamiento.

Los países en adhesión están registrando, en los meses previos a su incorporación a la UE, el 1 de mayo próximo, altas tasas de crecimiento, aunque se aprecia un repunte de la inflación, ante la liberalización de los precios administrados y la subida de algunos impuestos, así como un deterioro de las finanzas públicas. Hay que mencionar, por último, la mejora en las perspectivas económicas de Latinoamérica —tras una fase de incertidumbre relativamente prolongada—, que se ha basado en el buen comportamiento del sector exterior, en respuesta al efecto de las depreciaciones acumuladas en los últimos años y a las subidas de los precios de las materias primas.

En la zona del euro, la información disponible para los primeros meses de 2004 apunta a la continuidad de la moderada recuperación económica que se inició en la segunda mitad de 2003. Cabe esperar que la expansión del PIB en el primer trimestre sea similar a la de los últimos meses del pasado año y que se vayan consolidando unas tasas de crecimiento más elevadas durante el resto del ejercicio, como consecuencia de la fortaleza del entorno exterior, del mantenimiento de unas condiciones monetarias y financieras holgadas y de la

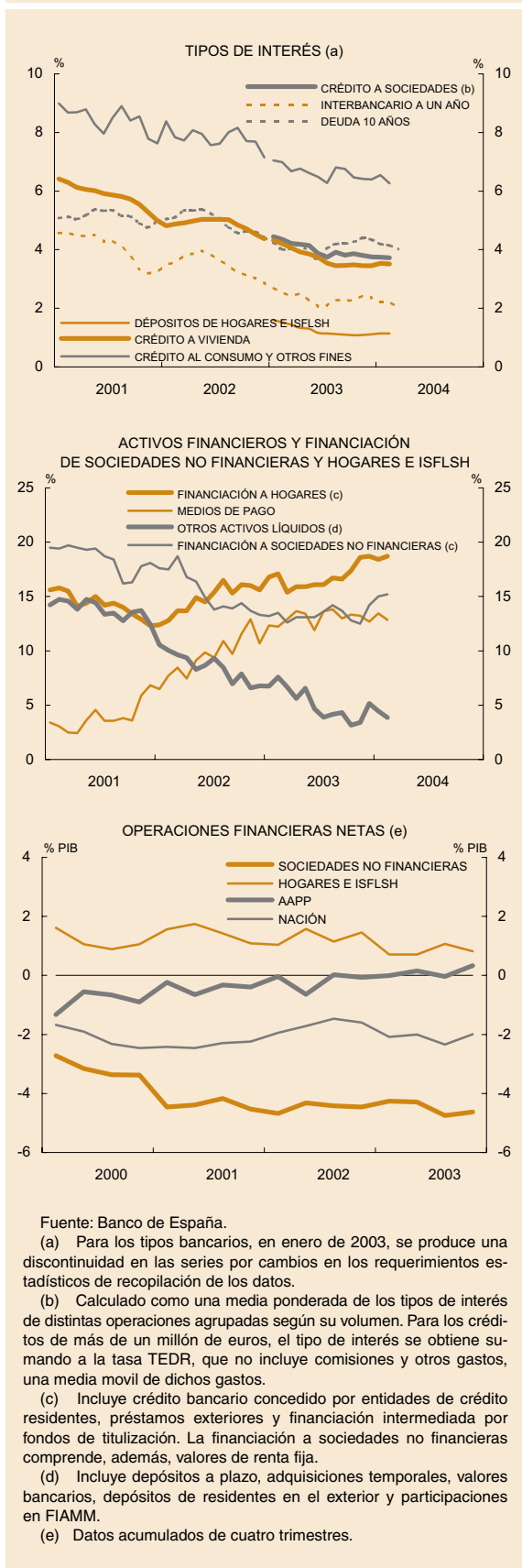


evolución del tipo de cambio del euro. Con todo, algunos indicadores publicados en los últimos meses solo muestran una mejora titubeante, por lo que existen dudas sobre el dinamismo que pueda llegar a alcanzar esta incipiente fase de recuperación, en particular, en lo que se refiere al gasto privado, y, más específicamente, al consumo.

La inflación, por su parte, experimentó una desaceleración en los primeros meses del año —el IAPC se situó en marzo en el 1,7%—, como consecuencia, en buena medida, del descenso en la tasa interanual del componente energético, que había experimentado incrementos muy significativos en los meses iniciales de 2003. La inflación subyacente mantuvo un perfil de mayor estabilidad, con tasas algo superiores —en el entorno del 2%—, hacia las que podría confluir el IAPC en los próximos meses. En este contexto, el BCE no modificó el tono de la política monetaria única, manteniendo el tipo mínimo de las operaciones principales de financiación en el 2%, mientras que las facilidades de crédito y de depósito permanecieron en el 1% y el 3%, respectivamente.

GRÁFICO 4

Indicadores financieros de la economía española



En el ámbito de la política fiscal, a primeros de marzo se notificaron las cifras preliminares de déficit y deuda pública para 2003, en el contexto del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE). Según esta información, las finanzas públicas en la UEM registraron en 2003 un deterioro por tercer año consecutivo, lo que se reflejó en un aumento del déficit público del conjunto de la zona, hasta el 2,7% del PIB (2,3% el año anterior). Este resultado se debe, básicamente, al empeoramiento de la posición cíclica de las economías, manteniendo la política fiscal del conjunto del área una orientación neutral, prácticamente. Como se recordará, la información aportada por los países en la actualización de sus Programas de Estabilidad y de Crecimiento —que se discutieron en el Consejo ECOFIN en los primeros meses del año— avanzaba una cierta corrección de esta situación en 2004. Sin embargo, las previsiones más recientes apuntan a resultados peores y a la ampliación del número de países que podrían estar sujetos a la activación del PDE. En este sentido, en las próximas semanas la Comisión Europea y el Consejo discutirán acerca de la apertura de ese procedimiento para los Países Bajos y el Reino Unido, que experimentaron un déficit superior al 3% del PIB en 2003, así como de la posibilidad de alertar a Italia para que adopte medidas que impidan que en 2004 su déficit público rebase ese límite.

La trayectoria de los tipos de interés en los mercados monetarios en la zona del euro continuó marcando suaves descensos hasta los primeros días de abril, cuando, en línea con lo que ocurría en los mercados monetarios norteamericanos, los tipos EURIBOR empezaron a repuntar en todos los plazos, situándose por encima del 2%. Los tipos de interés a largo plazo siguieron una trayectoria similar, con descensos en los primeros meses de 2004 y ligeras alzas en abril, hasta quedar situados en el entorno del 4,2%. Los tipos de interés bancarios, por su parte, para los que la información disponible está más retrasada, se mantuvieron estables en estos primeros meses. En este contexto, el crecimiento interanual del agregado monetario M3 siguió moderándose hasta febrero —con un crecimiento interanual del 6,3%—, mientras que la tasa de aumento del crédito al sector privado permaneció en el 5,8% en dicho mes.

En un entorno exterior que, pese a las incertidumbres mencionadas, se percibe como más favorable —lo que debe ampliar las bases de crecimiento de los próximos meses—, la economía española ha seguido evolucionando al comienzo del año actual, como se ha visto, en unas condiciones de financiación holgadas, que han contribuido al sostenimiento del gasto de los agentes privados, en especial el de las fami-

lias. La actuación de las Administraciones Públicas, por su parte, se ha ajustado, hasta el momento, a las directrices establecidas en los Presupuestos Generales del Estado.

La evolución de la financiación a empresas y familias estuvo determinada, en el primer trimestre, por la persistencia de un entorno de bajos tipos de interés en el mercado monetario del área del euro y por la trayectoria descendente de las rentabilidades a medio y largo plazo de la deuda pública española. Bajo estas coordenadas, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a sus clientes permanecieron en los niveles reducidos que se observaron a finales de 2003. En los mercados bursátiles, como se ha señalado, continuó la revalorización de sus activos, a pesar de la interrupción transitoria en esta trayectoria que provocaron los ataques terroristas del 11 de marzo. Así, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba a mediados de abril una revalorización del 9,1%, superior a la que han registrado otros mercados bursátiles en Europa y Estados Unidos. Aunque no se dispone de información sobre la evolución del valor de los activos inmobiliarios en los primeros meses de 2004, hay que recordar que los precios de la vivienda repuntaron en los últimos meses de 2003, hasta alcanzar una tasa interanual del 17,3%.

La persistencia de estas condiciones de financiación facilita que las empresas y las familias puedan acometer unos gastos superiores a los que podrían afrontar con sus recursos corrientes y seguir ampliando, así, sus niveles de endeudamiento. De hecho, la ratio de endeudamiento de las familias se incrementó nuevamente durante los primeros meses de 2004, como también lo hizo la ratio de endeudamiento de las sociedades, si bien, en este último caso, la carga financiera continuó descendiendo. No obstante, la posición patrimonial de empresas y familias ha continuado siendo sólida, aunque se aprecia un límite en el margen disponible para seguir aumentando a este ritmo el recurso a la financiación crediticia.

Las familias, como se ha dicho, han mantenido, en este marco de condiciones financieras muy favorables, elevados ritmos de consumo e inversión en vivienda en los primeros meses de 2004, que han estado sostenidos por la expansión de su renta real disponible —apoyada, fundamentalmente, en la fortaleza del empleo y en el descenso de la tasa de inflación— y por notables incrementos en el valor de la ri-

queza financiera y, sobre todo, no financiera. Los indicadores disponibles sobre la evolución del consumo son coherentes con esta trayectoria, y los relacionados con la inversión residencial privada muestran una desaceleración muy modesta dentro de tasas elevadas, que está siendo compensada por otros componentes de la inversión en construcción. Por su parte, la información sobre la inversión en equipo apunta a una recuperación de las tendencias de debilitamiento que se observaron en la segunda mitad del año pasado, de manera que se habría retomado la senda de recuperación, si bien dentro de una tónica todavía modesta y vacilante. En cualquier caso, la posible revitalización de la demanda final, cuando el mayor vigor de las exportaciones se una a la pulsación del gasto interior, las condiciones financieras prevaletantes y la renovada capacidad de generación de recursos de las empresas esbozan un panorama favorable para un mayor dinamismo de este componente de la inversión empresarial.

La contribución de las distintas ramas productivas al crecimiento del primer trimestre ha sido desigual, prolongándose las tendencias definidas a lo largo del año anterior. Destaca, en este sentido, el mayor impulso de los servicios de mercado y la resistencia de la construcción, que mantiene ritmos de expansión elevados. Las ramas de industria y energía, por el contrario, han seguido mostrando alguna debilidad. La composición del empleo, dentro del patrón de estabilidad ya mencionado, ha seguido estas mismas pautas, aunque, en la industria, con la información parcial disponible, se detecta una cierta ralentización en su ritmo de descenso, tras su acusada caída el año pasado.

La tasa de inflación de la economía prolongó, en los primeros meses de 2004, la desaceleración que se había registrado en la parte final del pasado año, lo que permitió seguir reduciendo el diferencial de precios de consumo con la UE. La mejora en las expectativas de inflación debe trasladarse a la negociación colectiva, facilitando la continuidad de la moderación salarial, aunque los datos disponibles hasta el momento son muy parciales. Dentro de este comportamiento favorable de los precios hay que señalar, no obstante, que la inflación subyacente continúa situada por encima del 2% y que las elevaciones recientes de los precios de la energía introducen presiones de costes al alza que podrían terminar reflejándose en repuntes de la inflación en los próximos meses.

2. Entorno exterior del área del euro

La evolución económica del entorno exterior del área del euro en los primeros meses de 2004 parece apuntar hacia el mantenimiento del dinamismo de la actividad que se afianzó en la segunda mitad de 2003. La evolución de los precios ha continuado siendo favorable en términos generales, aunque por vez primera se observa en EEUU algún signo de traslación, en todo caso moderada, de la subida de los precios intermedios hacia los precios de consumo, debido al fuerte aumento de las materias primas y la depreciación del dólar. En este sentido, el precio del petróleo alcanzó en abril un nuevo máximo anual, superior a los 34 dólares por barril (Brent), tras aumentar un 13% en el conjunto del trimestre. A esta evolución parecen haber contribuido factores de demanda, en particular la pujanza de la economía china y el bajo nivel de los inventarios en EEUU, y de oferta, por el recorte de la producción a partir del 1 de abril decidido por la OPEP.

Las condiciones financieras globales siguieron siendo favorables, en términos generales, tanto en los países industrializados como en los emergentes, con tipos de interés bajos para los activos sin riesgo y la renta fija privada, así como un comportamiento relativamente positivo de las bolsas. Tan solo hacia comienzos de abril se ha producido un repunte apreciable en las rentabilidades de los bonos, relacionado con la aparición de expectativas de elevación de los tipos de interés en EEUU, a su vez inducidas por algunos de los últimos indicadores de actividad y precios. Por su parte, el dólar empezó a apreciarse frente al euro desde niveles mínimos en los últimos años, tras la reunión del G7 en Boca Ratón, alcanzando niveles inferiores al 1,20 a mediados de abril, lo que supone un 9% de apreciación, desde el 1,30 de mediados de febrero. El yen, tras depreciarse hasta los 112 yenes por dólar en marzo, en parte como consecuencia de las intervenciones del Banco de Japón, se ha situado por debajo de los 110. Los diferenciales soberanos en países emergentes tendieron a ampliarse moderadamente en los primeros meses del año, después de haber alcanzado en 2003 niveles mínimos desde la crisis rusa de 1998.

En Estados Unidos, la tercera revisión del PIB del cuarto trimestre de 2003 confirmó que el PIB creció en 2003 a una tasa media anual del 3,1%, frente al 2,2% de 2002. Los indicadores de coyuntura más recientes, tras mostrar cierta debilidad en febrero, registraron en marzo una clara mejoría. En este sentido, destaca el fuerte repunte del empleo en marzo, con una creación de 308.000 puestos de trabajo, y la revisión al alza de 87.000 empleos en enero y febrero. Si bien el dato debe interpretarse con

la cautela debida, por las frecuentes revisiones de la serie, por la presencia de algunos factores excepcionales y por el aumento de la tasa de paro en una décima, hasta el 5,7%, la confirmación en los próximos meses de la recuperación del empleo apoyaría el sostenimiento del consumo privado y consolidaría, finalmente, el dinamismo de la fase de reactivación actual. Las ventas al por menor de marzo mostraron también un fuerte aumento, del 1,7% mensual en el componente que excluye automóviles, lo que supone el mayor crecimiento de los últimos cuatro años. El índice de precios al consumo, como ya se ha mencionado, repuntó en marzo un 0,5% mensual, en parte como consecuencia del aumento de los precios del petróleo, si bien la tasa interanual se mantuvo en el 1,7%. Sin embargo, la inflación subyacente se situó en un 1,6% interanual, desde el 1,2% de febrero, la tasa más alta desde mayo de 2003. Antes de la publicación de los últimos datos de empleo e inflación, la Reserva Federal mantuvo el tipo de interés oficial en el 1% en su reunión de marzo, indicando que los riesgos al alza y a la baja para la inflación estaban ya prácticamente equilibrados. Sin embargo, tras la reciente corrección al alza de las expectativas del mercado, la curva de tipos empieza a anticipar la posibilidad de que el ciclo de subida de los tipos de interés oficiales de la Reserva Federal se inicie hacia mediados de año, y no en sus últimos meses, como incorporaba anteriormente.

En Japón, el PIB registró un crecimiento medio del 2,7% en 2003, frente al -0,4% de 2002. Los indicadores disponibles para el primer trimestre de 2004 parecen sustentar la idea de que el ritmo de crecimiento se mantiene, apoyado en la producción industrial y las exportaciones (4,2% y 7,8% interanual en febrero, respectivamente), y en la mejora de las expectativas empresariales. Además, se han observado algunas señales positivas por el lado del consumo privado, como la evolución de las ventas al por menor (0,9% interanual en febrero), la renta personal y el gasto de las familias (un 4,1% y un 5,2% interanual, respectivamente) y la confianza de los consumidores, aunque no así en la evolución del mercado de trabajo, que en febrero registró una destrucción de 10.000 empleos netos. Por su parte, el índice de precios de consumo y la inflación subyacente se situaron en marzo en tasas interanuales nulas, frente a las tasas moderadamente negativas que venían manteniéndose en el último año, lo que parecería confirmar la atenuación de las tensiones deflacionistas.

En el Reino Unido, el crecimiento del PIB de 2003 fue revisado una décima a la baja, hasta el 2,2%. Los indicadores más recientes muestran, en general, un tono positivo. Pese al ligero

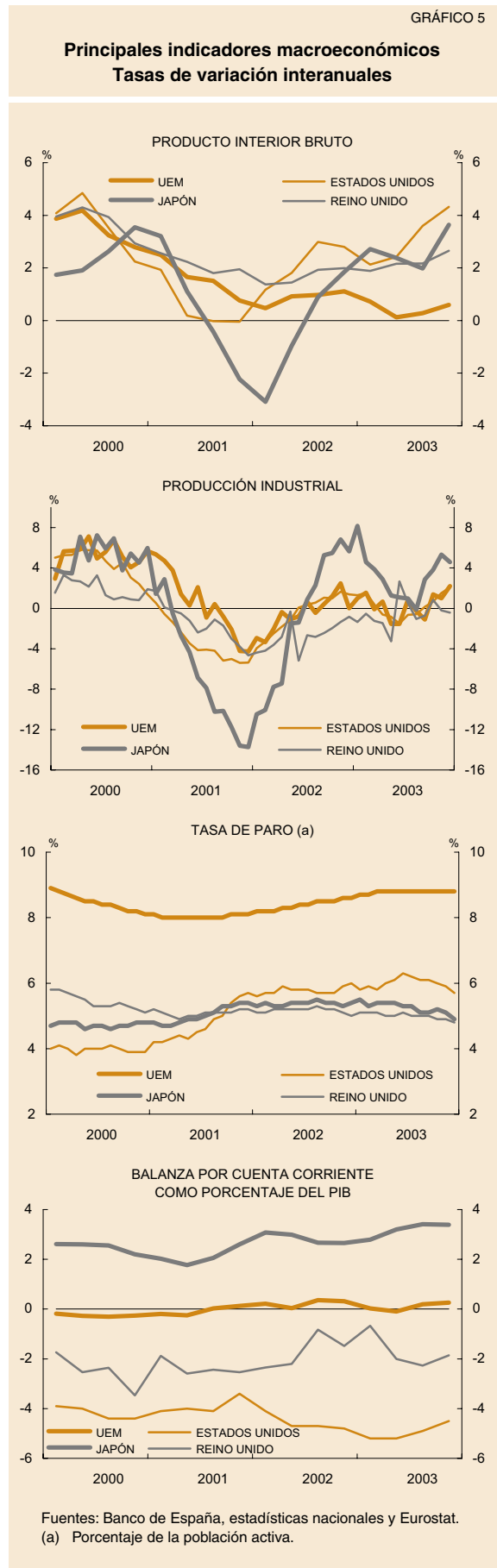
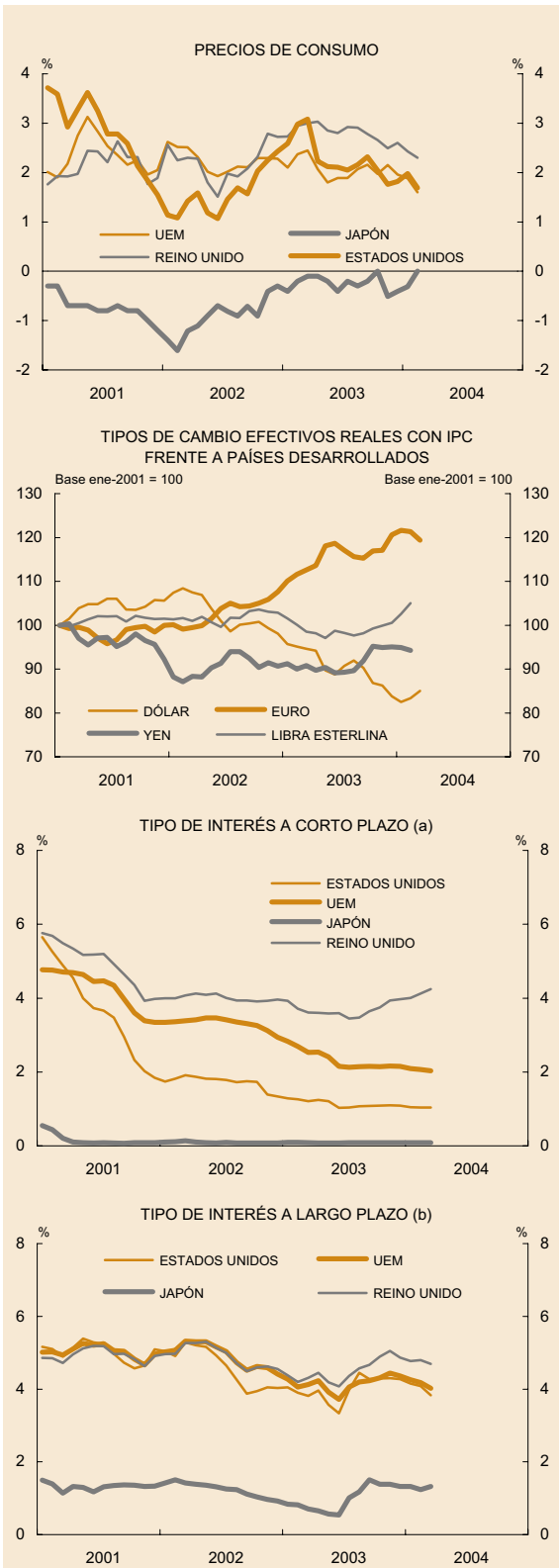


GRÁFICO 6

Precios, tipo de cambio real y tipos de interés

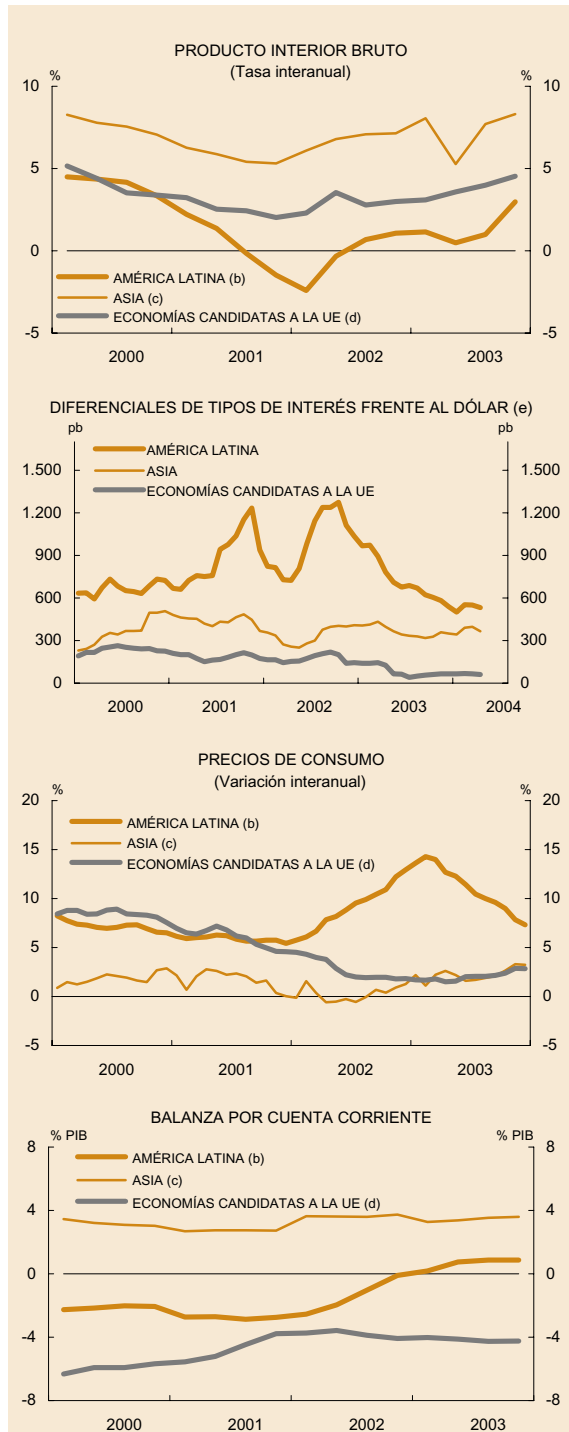


Fuente: Banco de España.

(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 (a)



Fuentes: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

(a) El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.

(b) Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.

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

(d) Letonia, Lituania, Estonia, Chequia, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.

(e) Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de las economías candidatas corresponden a Hungría y Polonia.

retroceso de la confianza de los consumidores, las ventas al por menor mantuvieron un crecimiento interanual del 6,5% en febrero, el crédito al consumo creció a tasas superiores al 14% y los precios de la vivienda volvieron a repuntar, después de que su crecimiento interanual se hubiera desacelerado hacia finales de año. Además, la tasa de paro se mantuvo en mínimos históricos (4,8% en enero). Por el lado de la oferta, los indicadores ofrecieron señales mixtas, ya que la producción industrial cayó un 0,6% en febrero (-1,2% interanual), pero los PMI de manufacturas, construcción y servicios de marzo señalaron una expansión generalizada de la actividad. En cuanto a los precios, el índice armonizado de precios de consumo redujo su tasa de aumento del 1,3% al 1,1% interanual en marzo, por debajo del objetivo del Gobierno (2%). Por último, el Tesoro presentó el Presupuesto para el año fiscal 2004-2005, con un déficit del 2,8% del PIB, inferior al 3,3% estimado para 2003-2004.

En los países que se incorporan en mayo a la Unión Europea, el crecimiento medio del PIB en 2003 fue de un 3,6%, superior al 2,4% de 2002. En los primeros meses de 2004 continuó el buen comportamiento de los indicadores de actividad, con fuertes aumentos de la producción industrial en la mayoría de países. Las tasas de inflación tendieron a repuntar debido, entre otros factores, a la liberalización de algunos precios administrados y a la subida de impuestos indirectos. La evolución del déficit fiscal, que en media pasó del 4,9% al 5,7% del PIB en 2003, ha sido uno de los aspectos más significativos y preocupantes en la evolución económica de estos países, al producirse importantes desviaciones frente a los objetivos fijados en los respectivos programas macroeconómicos.

Las economías emergentes de Asia registraron un avance adicional de sus ritmos de crecimiento a lo largo del primer trimestre de 2004, impulsadas en general por el crecimiento de sus exportaciones. En China, el PIB del primer trimestre de 2004 creció un 9,7% en términos interanuales, superior al anticipado, tras cerrar

el año 2003 con un crecimiento medio del 9,1%. La inflación ha dado síntomas de cierta aceleración entre el último trimestre de 2003 y el primero de 2004, situándose en marzo en el 3% interanual, lo que ha llevado al Banco Central de China a adoptar algunas medidas de restricción de la política monetaria (subida del tipo de redescuento y del tipo de interés del préstamo a los bancos comerciales, además de la elevación del coeficiente de caja), a fin de prevenir un posible recalentamiento de la economía.

Finalmente, en Latinoamérica, el PIB en 2003 creció un 1,3% medio, si bien la tasa del último trimestre puso de manifiesto una aceleración de la actividad más patente (3% interanual). El sector exterior siguió siendo el principal motor de la recuperación, como consecuencia de las depreciaciones acumuladas en los años anteriores y del acusado crecimiento de los precios de las materias primas, así como de la aceleración de la demanda global. Los indicadores de coyuntura del primer trimestre confirman que la recuperación está consolidándose, a pesar de que el débil comportamiento del empleo y, en algunos casos, de la producción industrial (en Brasil) o manufacturera (en México) parecen poner de manifiesto que la reactivación no está siendo por ahora muy dinámica. Por el lado de los precios, se observó un cierto repunte a comienzos del año, que, sin embargo, no parece constituir un cambio de tendencia, lo que ha permitido a algunos países como Brasil reanudar el proceso de reducción de tipos (que se reflejó en dos descensos de 25 puntos básicos, hasta el 16%, entre marzo y abril), aunque otros como México parecen haber iniciado un ciclo contractivo en la política monetaria. En Argentina, los datos de actividad han seguido siendo muy positivos, como refleja el crecimiento interanual del cuarto trimestre (11,3%). Además, los indicadores de corto plazo señalan que el dinamismo prosiguió en el inicio del año 2004. Sin embargo, la reciente crisis energética sirve de recordatorio de las dificultades de fundamentar un crecimiento sostenido en un marco regulatorio excesivamente intervenido.

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

A tenor de la información disponible, en los primeros meses de 2004 ha continuado el proceso de recuperación gradual de la actividad de la zona del euro. Aunque el escenario central de aceleración del crecimiento a lo largo del año no se ha visto alterado en lo sustancial, la trayectoria vacilante de ciertos indicadores económicos —en especial, los de confianza— arroja algunas dudas sobre la intensidad de ese proceso. La evolución reciente también ofrece señales favorables, como el dinamismo de la demanda mundial y, en el ámbito interno, la recuperación de la inversión, que sugiere que las empresas del área han realizado avances sustanciales en el proceso de saneamiento de su estructura financiera. El componente de la demanda cuya evolución futura está sujeta a una mayor incertidumbre sigue siendo el consumo privado, aunque algunos indicadores muestran señales esperanzadoras. En cuanto a la evolución de los precios, en los primeros meses del año se han moderado las tasas de crecimiento del IAPC. Esto es el resultado, sobre todo, de factores específicos, como la caída interanual de los precios de la energía, si bien se ha producido, asimismo, una cierta desaceleración de los salarios en el último trimestre del pasado año, que ejerce un efecto favorable sobre las perspectivas inflacionistas a medio plazo.

Las condiciones monetarias y financieras han continuado siendo propicias en el primer trimestre del año para el desenvolvimiento de la actividad económica, principalmente como consecuencia del reducido nivel de los tipos de interés. Además, a partir de mediados de febrero se ha interrumpido la tendencia a la apreciación del tipo de cambio del euro. En el ámbito de las políticas económicas, el aumento de los desequilibrios de las finanzas públicas en numerosos países del área constituye un desarrollo decepcionante. En 2003, el déficit público del conjunto del área se situó en el 2,7% del PIB y, según las previsiones de primavera de la Comisión Europea, podría no reducirse en 2004. Además, esta institución prevé que, en el presente ejercicio, la mitad de los países de la UEM estén en una situación de déficit excesivo, por lo que deberán activarse los procedimientos establecidos en el Tratado y en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y adoptarse medidas urgentes para contener el deterioro presupuestario. En particular, en las próximas semanas la Comisión Europea abrirá un Procedimiento de Déficit Excesivo a los Países Bajos y al Reino Unido, por haber superado el límite de déficit del 3% del PIB en 2003, y se discutirá si es conveniente realizar una advertencia a Italia, para evitar que en 2004 el desequilibrio fiscal rebase esa cota.

CUADRO 1

Indicadores económicos de la UEM

	2002		2003				2004	
	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR (a)	II TR (b)
PIB								
Crecimiento interanual	1,0	1,1	0,7	0,1	0,3	0,6		
Crecimiento intertrimestral	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,4	0,3		
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,3; 0,7)	(0,3; 0,7)
IPI (d)	0,1	1,1	0,8	-0,6	-0,1	1,3	0,6	
Sentimiento económico	95,4	95,3	94,9	94,8	95,0	95,7	96,0	
Confianza industrial	-11,3	-9,7	-11,0	-12,0	-11,0	-7,3	-6,7	
PMI manufacturas	50,5	49,0	49,3	47,1	49,1	52,0	52,8	
Confianza servicios	-0,7	-4,3	-5,7	-2,0	5,3	10,3	10,7	
PMI servicios	50,9	50,5	48,9	47,9	51,9	56,7	56,0	
Tasa de paro	8,5	8,6	8,7	8,8	8,8	8,8	8,8	
Confianza consumidores	-10,0	-14,0	-19,3	-19,3	-17,3	-16,0	-14,3	
IAPC (d) (e)	2,1	2,3	2,4	1,9	2,2	2,0	1,7	
IPRI (d) (e)	0,2	1,5	2,4	1,4	1,1	1,0	0,0	
Precio del petróleo en \$ (e)	28,4	28,2	30,3	27,6	27,1	29,9	33,8	33,0
Préstamos al sector privado (d) (e)	5,2	4,8	4,7	4,6	4,9	5,5	5,5	
Rendimiento bonos a diez años UEM	4,8	4,5	4,2	4,0	4,2	4,4	4,2	4,2
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,46	-0,51	-0,22	-0,32	0,09	-0,05	-0,11	0,03
Tipo de cambio dólar/euro (e)	0,986	1,049	1,090	1,143	1,165	1,263	1,222	1,204
Apreciación / Depreciación del euro (e)	11,9	19,0	3,9	9,0	11,1	20,4	-3,2	-4,6
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	-39,1	-34,5	-12,9	2,9	4,1	18,1	1,9	4,7

Fuentes: Eurostat, BCE y Banco de España.

(a) La información en cursiva no recoge el trimestre completo.

(b) Información disponible hasta el día 20 de abril de 2004.

(c) Previsiones de crecimiento intertrimestral.

(d) Crecimiento interanual.

(e) Datos de fin de período. Para la variación del tipos de cambio y la bolsa, son variaciones porcentuales acumuladas en el año.

3.1. Evolución económica

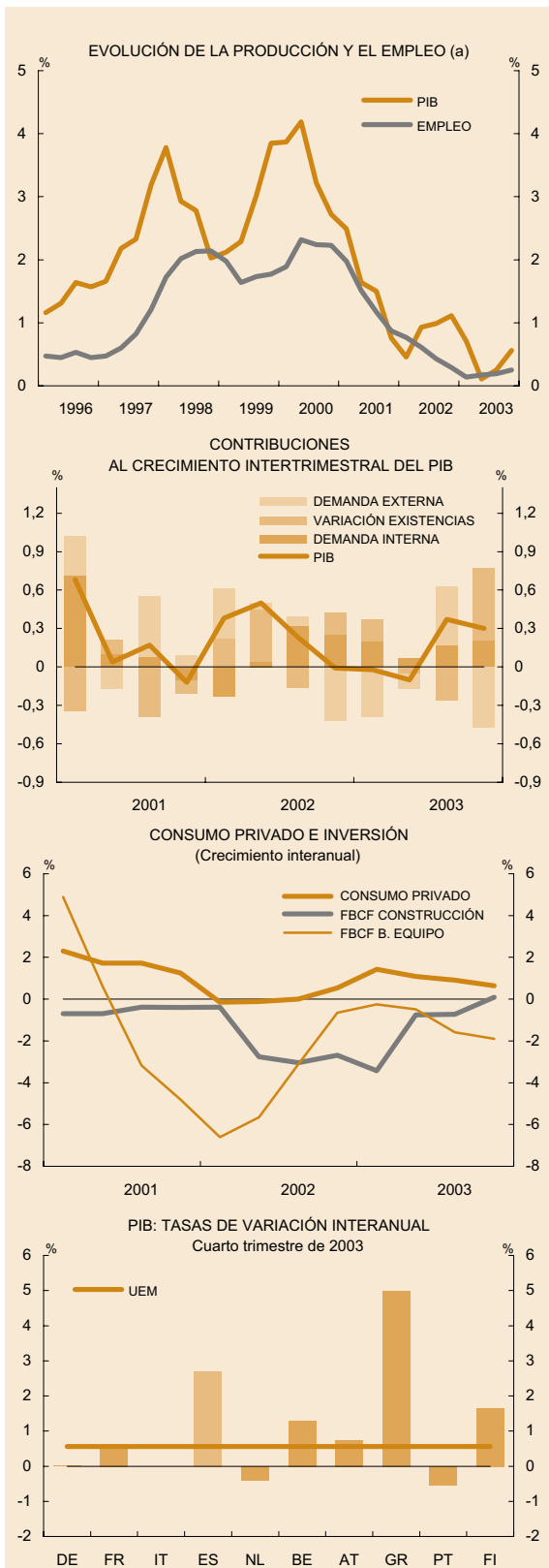
De acuerdo con la estimación más reciente, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB de la UEM se desaceleró ligeramente en el cuarto trimestre de 2003, hasta el 0,3% (frente al 0,4% del tercero), con lo que prosiguió la moderada recuperación de la actividad iniciada en los meses de verano (véase cuadro 1). Este ritmo de avance situó la variación interanual en el 0,6%, tres décimas por encima de la del trimestre anterior. La contribución de la demanda interna —excluidas existencias— a la expansión intertrimestral del producto se mantuvo estable en 0,2 puntos porcentuales, en tanto que la correspondiente al sector exterior, que había sido positiva en medio punto porcentual en el trimestre anterior, se tornó negativa en la misma cuantía, por lo que el crecimiento alcanzado solo fue posible gracias a la notable aportación de seis décimas de la variación de existencias (véase gráfico 8). La desagregación de la demanda interna revela, como dato más favorable, la mayor pujanza de la inversión —tanto en bienes de equipo

como en construcción—, que mostró tasas positivas por primera vez en varios trimestres. Por el contrario, el consumo privado continuó experimentando una notable atonía, con un crecimiento nulo en ese trimestre. Por lo que respecta a la demanda exterior neta, la drástica reducción de su aportación a la expansión del producto se explica tanto por la aceleración de las importaciones como, sobre todo, por la fuerte ralentización de las exportaciones, que, tras registrar un notable repunte en el tercer trimestre, apenas se incrementaron en el cuarto. En el conjunto del año 2003, el PIB del área creció a una tasa del 0,4%, cinco décimas por debajo de la del año anterior.

El detalle de la Contabilidad Nacional por países muestra que, en la mayor parte de ellos, el crecimiento de la actividad se mantuvo o se aceleró en el cuarto trimestre. Entre las economías de mayor tamaño del área, la evolución fue especialmente desfavorable en Italia, donde el PIB se estancó, tras haber crecido un 0,4% en el tercer trimestre. Ello se debió, sobre todo,

GRÁFICO 8

Contabilidad Nacional de la UEM



Fuentes: Eurostat y estadísticas nacionales.
(a) Tasas de variación interanual.

al fuerte deterioro de la demanda interna, cuya evolución se caracterizó por un sustancial empeoramiento del consumo privado y por la ausencia de recuperación de la inversión. Tanto en Alemania como en Francia, la aportación negativa del sector exterior se vio neutralizada por la fortaleza de las existencias. En el caso alemán cabe destacar, además, el fuerte repunte de la inversión en bienes de equipo, que, tras casi tres años de tasas de expansión negativas, aumentó un 1,7% en términos intertrimestrales. Por ramas de producción, el menor ritmo de crecimiento del valor añadido de la economía del área fue el resultado de la desaceleración de los servicios, ya que la industria y la construcción mantuvieron un comportamiento más estable. En el mercado de trabajo, el empleo, que había permanecido estancado en el tercer trimestre, registró una leve recuperación, que no impidió que la variación interanual de la productividad aparente del trabajo aumentara en tres décimas, hasta el 0,4%. Finalmente, la tasa de paro permaneció estable en el 8,8% de la población activa.

La información disponible acerca de la evolución de los indicadores más recientes apunta, en su conjunto, a un mantenimiento del moderado ritmo de expansión del PIB en el primer trimestre del año 2004. No obstante, algunos de estos indicadores parecen señalar una pérdida de vigor de la actividad en los últimos meses. En particular, el índice de producción industrial ha registrado una evolución desfavorable en los meses de enero y febrero. Por su parte, el indicador de confianza de los servicios elaborado por la Comisión Europea se mantuvo sin cambios en el promedio del primer trimestre y el indicador análogo de los directores de compras de este sector empeoró tanto en febrero como en marzo. Los indicadores de confianza de las manufacturas mostraron una leve mejora a lo largo del primer trimestre, incluso en el caso del índice de directores de compras del mes de marzo, que, como el de los servicios, se basa en encuestas posteriores a los atentados (véase gráfico 9). Aunque es prematuro extraer conclusiones definitivas, el impacto de estos sucesos sobre la confianza del sector de servicios resulta coherente con la percepción de que, entre las ramas productivas que podrían resultar más afectadas, se encuentran las relacionadas con el turismo y el transporte.

Desde la óptica de la demanda, los indicadores disponibles apuntan, en general, a una cierta recuperación del consumo privado y la inversión. Así, los indicadores de confianza de los consumidores y del comercio minorista mejoraron ligeramente en el primer trimestre, mientras que las ventas al por menor experimentaron un repunte en los dos primeros me-

RECUADRO 1

Una aproximación sectorial a la desaceleración de la productividad aparente del trabajo en la UEM

Desde comienzos de la década de los años noventa, el ritmo de expansión de la productividad aparente del trabajo en la UEM —medida en términos del valor añadido bruto por ocupado— ha experimentado, más allá de sus fluctuaciones cíclicas, una tendencia decreciente. Desde una perspectiva sectorial, este comportamiento puede descomponerse en dos efectos diferenciados. En primer lugar, puede responder a la desaceleración de la productividad en cada una de las ramas de la economía —o en las principales de entre ellas— (*efecto intrasectorial*). En segundo lugar, puede ser el resultado de las variaciones en la composición sectorial del empleo (*efecto desplazamiento*). Así, por ejemplo, un aumento relativo de la ocupación en los sectores con un nivel de productividad más reducido daría lugar a una disminución de la productividad total de la economía. En el gráfico superior se observa cómo, a lo largo de todo el período, ambos componentes contribuyeron positivamente al crecimiento de la productividad. La aportación del efecto intrasectorial fue, en general, superior, aunque este componente fue también el principal causante de la desaceleración de la productividad a lo largo del período. El efecto desplazamiento mostró hasta el año 2001 una aportación relativamente estable a la variación interanual de la productividad, lo que indica que, en términos relativos, se creó más empleo en los sectores de productividad más elevada. Sin embargo, en los últimos años, la contribución de ese efecto disminuyó, hasta hacerse nula en 2003.

Para realizar una aproximación detallada a estos efectos es conveniente examinar el nivel de productividad de cada sector. En el segundo gráfico se representan los niveles de la productividad y la variación de la participación en el empleo total de cada uno de los tres sectores en que se ha desagregado la economía de la UEM: industria, excluida la construcción —en adelante, industria—; intermediación financiera, actividades inmobiliarias y servicios a empresas —en adelante, servicios financieros—; y el resto de la economía (agricultura, construcción, servicios no de mercado y comercio, hostelería, reparaciones y transporte). Como puede observarse, el sector de servicios financieros muestra una productividad muy superior a la media, seguido por la rama de industria. Además, se constata que la participación de la rama de servicios financieros en el empleo total ha aumentado notablemente, mientras que la correspondiente a la industria ha disminuido.

La progresiva reducción del efecto intrasectorial se explica, en parte, por la menor aportación del sector industrial. La aportación de los servicios financieros al efecto intrasectorial ha sido, por regla general, negativa, aunque en los últimos años esa contribución se ha moderado. Por lo que se refiere al efecto desplazamiento, los servicios financieros mostraron un signo positivo de forma persistente y de magnitud elevada (véase el último gráfico), como consecuencia del fuerte aumento del empleo en esa rama a lo largo del período considerado (un 50%, frente al incremento del 2% que registraron conjuntamente el resto de las ramas productivas). De hecho, la reducción reciente del efecto desplazamiento en el conjunto de la economía se explica por la fuerte desaceleración de la creación de empleo en este sector —que ha pasado de incrementos interanuales superiores al 5% en 2000 a tasas cercanas al 1% en 2003—. Por su parte, la industria contribuyó negativamente al efecto desplazamiento como consecuencia de la combinación de un nivel relativamente alto de la productividad y de la intensa destrucción de empleo, con una reducción de la ocupación del 15% a lo largo del período considerado.

En suma, la desaceleración de la productividad de la UEM en los últimos años ha respondido, sobre todo, a la evolución de su componente intrasectorial, lo que sugiere que en las principales ramas se ha producido un estancamiento en el progreso tecnológico o en la incorporación de capital al proceso productivo. No obstante, la evidencia presentada muestra que el desplazamiento del empleo entre sectores en los primeros años de la presente década también ha hecho que se ralentizara el ritmo de avance de la productividad, dado que las ramas menos productivas han ganado peso relativo en el empleo total.

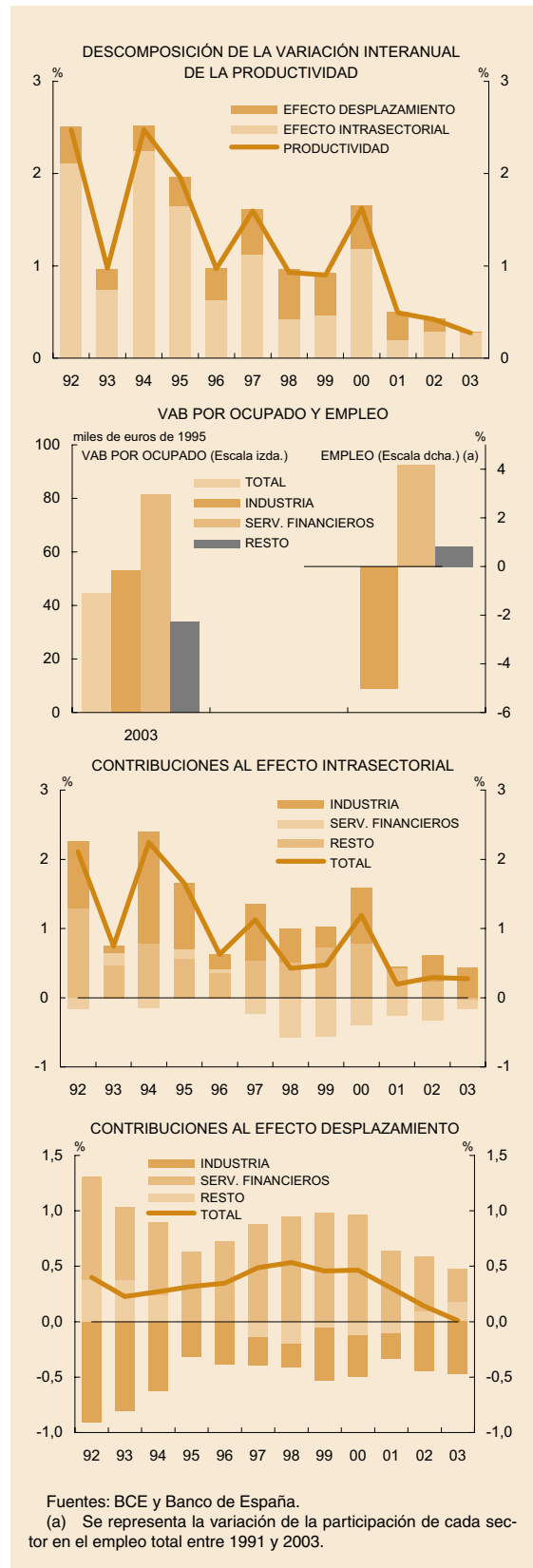
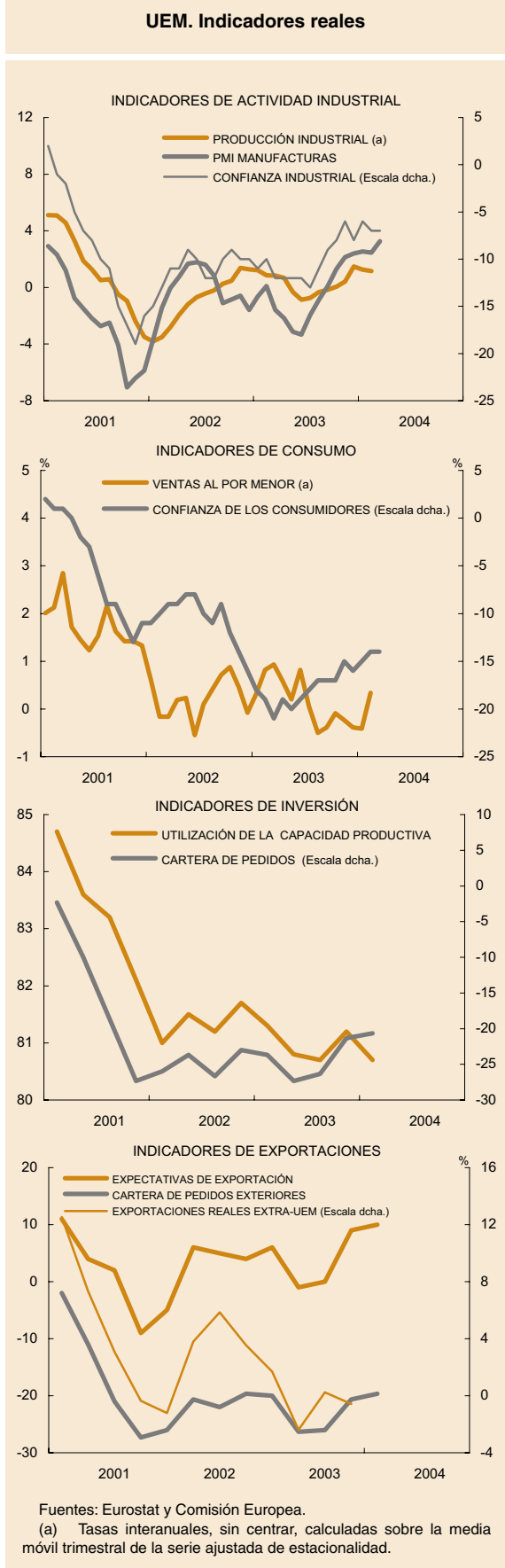


GRÁFICO 9



ses del año. En cuanto a los indicadores referidos a la inversión, los datos más recientes de la valoración de la cartera de pedidos industriales por parte de los empresarios resultan relativamente optimistas, si bien el grado de utilización de la capacidad productiva ha disminuido al mismo tiempo. Por su parte, tanto el indicador trimestral de expectativas de exportación de la industria elaborado por la Comisión Europea como el indicador mensual de la valoración de la cartera de pedidos procedentes del exterior evolucionaron favorablemente durante el primer trimestre de 2004, si bien a un ritmo más lento que en los meses precedentes. Por último, los *stocks* de existencias han seguido aumentando por encima de los niveles deseados, según la encuesta de confianza industrial.

Las perspectivas de crecimiento para el resto del año se apoyan en el notable dinamismo del comercio mundial, como consecuencia del fortalecimiento de la actividad en las principales áreas geográficas, lo que podría contrarrestar la pérdida de competitividad derivada de la sustancial apreciación acumulada por el tipo de cambio del euro en los dos últimos años. En cuanto a la demanda interna, las incertidumbres son algo mayores, sobre todo por lo que respecta al consumo privado, aunque de los indicadores disponibles se desprenden, como se ha señalado, algunos indicios de recuperación de este componente de la demanda. El incremento del crédito concedido a los hogares, el mantenimiento de los tipos de interés en niveles reducidos y el aumento de la riqueza financiera como consecuencia del buen comportamiento de los mercados bursátiles son factores adicionales que podrían impulsar este componente, si bien la incertidumbre generada por el temor a nuevos ataques terroristas podría conducir a las familias a adoptar una actitud más conservadora, en el corto plazo, sobre sus decisiones de gasto. Por otro lado, la inversión, cuya esperada recuperación pareció haber comenzado a materializarse al final de 2003, debería verse favorecida por la positiva evolución del comercio mundial y las favorables condiciones financieras. No obstante, la moderación en los flujos de financiación captados por las empresas plantea incógnitas sobre el vigor de la recuperación del gasto en capital.

En marzo, el crecimiento del IAPC en términos interanuales se situó en el 1,7%, tres décimas por debajo de la tasa observada en diciembre. Tras esta desaceleración de los precios de consumo en la primera parte del año se encuentra la evolución de los dos componentes más volátiles, esto es, los alimentos no elaborados y, sobre todo, los bienes energéticos, como resultado del efecto base derivado del alza del petróleo en 2003, antes del inicio de la guerra

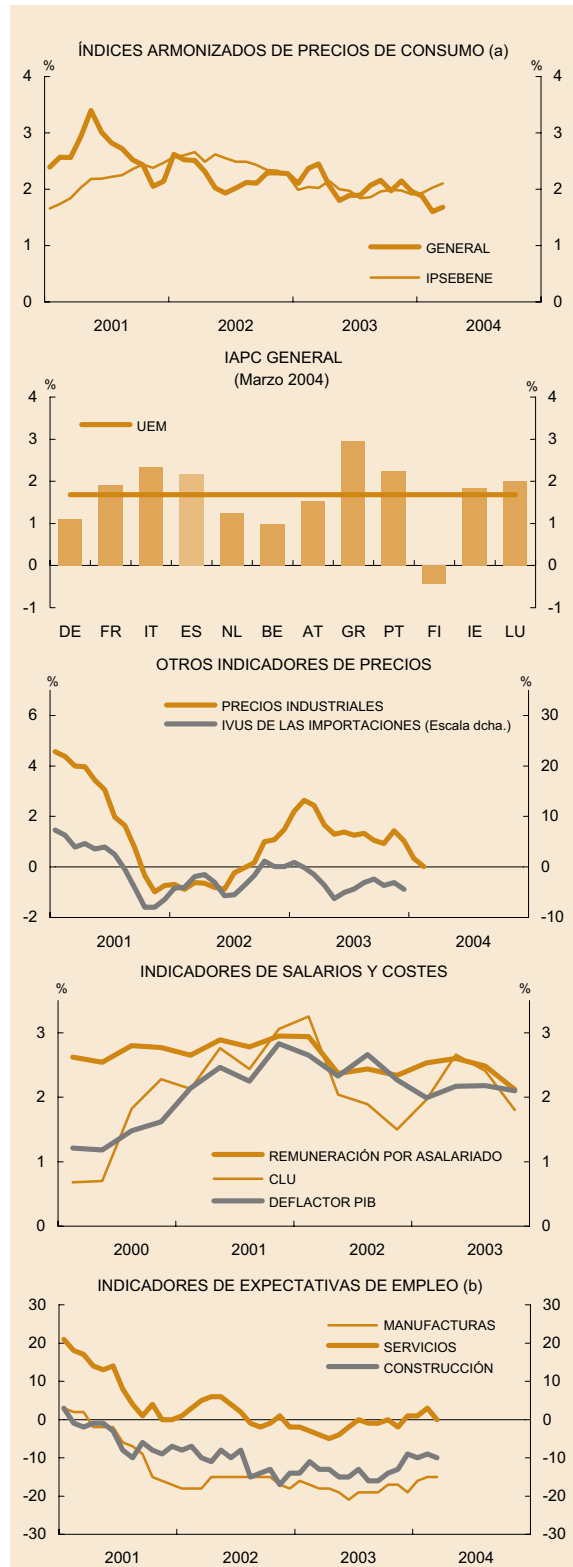
de Irak. Por el contrario, los tres componentes restantes (alimentos elaborados, bienes industriales no energéticos y servicios) repuntaron en el primer trimestre, con lo que el índice que los aglutina (el IPSEBENE) aumentó dos décimas entre diciembre de 2003 y marzo de 2004, hasta situarse en el 2,1% (véase gráfico 10). No obstante, es conveniente aclarar que esta evolución del IPSEBENE se debió, sobre todo, al impacto de decisiones administrativas tomadas en algunos Estados miembros, que, en principio, solo deberían afectar a la dinámica inflacionista de forma transitoria. Este es el caso de las elevaciones de los impuestos sobre el tabaco introducidas en varios países o de la reforma de las modalidades de financiación del sistema sanitario en Alemania y Holanda. En lo concerniente a los precios industriales, la tasa de crecimiento interanual en febrero fue nula, frente al 1% de diciembre. Este estancamiento se debió a la desaceleración del componente energético, puesto que los precios de casi todos los demás componentes se incrementaron en términos interanuales.

Desde la óptica de los costes, resulta relevante destacar la desaceleración de los costes laborales unitarios en el cuarto trimestre de 2003, en el que aumentaron un 1,8%, seis décimas por debajo de la tasa observada en el tercero. Esta evolución no solo se basó en la recuperación cíclica de la productividad, sino también en un menor crecimiento de la remuneración por asalariado, lo que sugiere una atenuación de las presiones inflacionistas. No obstante, en términos del IAPC, la desaparición del efecto base de los precios del petróleo podría traducirse en una elevación de las tasas de crecimiento de este indicador en los próximos meses. Además, los precios del petróleo podrían mantenerse en niveles elevados como consecuencia de la fortaleza de la demanda de crudo y de los efectos negativos que la incertidumbre geopolítica en Oriente Medio puede ejercer sobre la oferta.

En relación con la evolución del sector exterior, solo se dispone de información de balanza de pagos referida al mes de enero, por lo que el análisis de su comportamiento en el primer trimestre es muy tentativo. La balanza por cuenta corriente de la UEM mostró en el primer mes del año un superávit de 2,5 mm de euros, ligeramente superior al registrado un año antes. Este saldo positivo fue consecuencia de los superávits de las balanzas de bienes y de servicios, que fueron compensados, en parte, por los déficits de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes. El superávit por cuenta corriente acumulado en los doce meses hasta enero de 2004 ascendió a 29 mm de euros, esto es, menos de la mitad del registrado un año an-

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.

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

% del PIB

	2000	2001	2002	2003 (b)	2003 (c)	2004 (d)	2004 (c)	2005 (c)
Bélgica	0,2	0,5	0,1	0,2	0,2	0,0	-0,5	-0,7
Alemania	1,3	-2,8	-3,5	-3,9	-3,9	-3,5	-3,6	-2,8
Grecia	-2,0	-1,4	-1,4	-1,7	-3,0	-1,2	-3,2	-2,8
España	-0,9	-0,4	0,0	0,3	0,3	0,0	0,4	0,6
Francia	-1,4	-1,5	-3,2	-4,1	-4,1	-3,6	-3,7	-3,6
Irlanda	4,4	1,1	-0,2	0,2	0,2	-1,1	-0,8	-1,0
Italia	-0,6	-2,6	-2,3	-2,4	-2,4	-2,2	-3,2	-4,0
Luxemburgo	6,3	6,3	2,7	-0,1	-0,1	-1,8	-2,0	-2,3
Holanda	2,2	0,0	-1,9	-3,0	-3,2	-2,3	-3,5	-3,3
Austria	-1,5	0,2	-0,2	-1,1	-1,1	-0,7	-1,1	-1,9
Portugal	-2,8	-4,4	-2,7	-2,8	-2,8	-2,8	-3,4	-3,8
Finlandia	7,1	5,2	4,3	2,3	2,3	1,7	2,0	2,1
PRO MEMORIA:								
UEM								
Saldo primario	4,2	2,4	1,3	0,8	0,8		0,7	0,8
Saldo total	0,1	-1,6	-2,3	-2,7	-2,7	-2,4	-2,7	-2,6
Deuda pública	70,4	69,4	69,3	70,4	70,5	70,0	71,0	71,0

Fuentes: Comisión Europea, programas de estabilidad nacionales y Banco de España.

(a) En porcentaje del PIB. No se incluyen los ingresos obtenidos por la venta de licencias UMTS. Déficit (-) / superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.

(b) Notificación de marzo de 2004.

(c) Previsiones de primavera de 2004 de la Comisión Europea.

(d) Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre noviembre de 2003 y enero de 2004.

tes. En el mismo período, la balanza básica, que, junto con la balanza por cuenta corriente, incluye las inversiones netas directas y en cartera, se saldó prácticamente en equilibrio.

En el ámbito de la política fiscal, los Estados miembros notificaron a comienzos de marzo los datos preliminares de saldo presupuestario y deuda pública correspondientes a 2003, en el contexto del Protocolo de Déficit Excesivo. La agregación de las cifras comunicadas supone que el déficit público para el conjunto de la UEM fue el 2,7% del PIB el pasado año, frente al 2,3% en 2002 (véase cuadro 2). Además de empeorar por tercer año consecutivo, el saldo presupuestario se alejó en un gran número de países de los objetivos marcados en los Programas de Estabilidad presentados a finales de 2002 o comienzos de 2003. Las cifras notificadas para 2003 están en línea con las previsiones de primavera de la Comisión Europea, salvo en el caso de Grecia, donde una segunda comunicación del Gobierno elevó el déficit público al 3% del PIB en 2003, si bien estos datos todavía no han sido verificados por parte de Eurostat.

La Comisión Europea y el Consejo ECOFIN han concluido el examen de las actualizaciones

de los programas de estabilidad que los distintos países presentaron entre finales de 2003 y comienzos de 2004. Estos documentos, que recogen las estrategias presupuestarias a medio plazo de cada Estado miembro, apuntan a un moderado cambio de tendencia en la evolución del déficit agregado del conjunto del área, que se reduciría hasta el 2,4% y 1,7% del PIB en 2004 y 2005, respectivamente. No obstante, las previsiones de primavera de la Comisión Europea dibujan un escenario más pesimista, según el cual, a pesar de la aceleración prevista de la actividad económica, el déficit público de la UEM se mantendría en 2004 en el 2,7% del PIB, y se reduciría tan solo en una décima en 2005. La discrepancia entre estas previsiones y los objetivos establecidos en los programas de estabilidad se explica, en parte, porque las primeras solo contemplan el impacto sobre las cuentas públicas de las medidas de política fiscal que ya han sido aprobadas o, al menos, anunciadas con suficiente detalle.

Además, de las previsiones de la Comisión Europea se desprende que, en ausencia de medidas adicionales, un total de seis países del área del euro —Alemania, Grecia, Francia, Italia, Países Bajos y Portugal— estarán en situa-

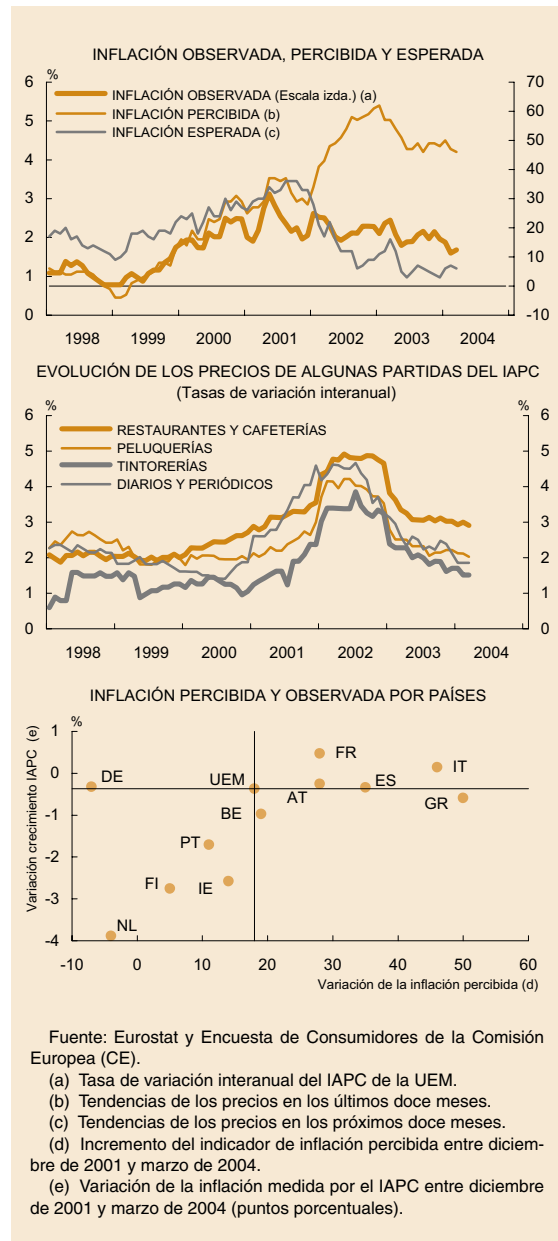
Inflación percibida e inflación observada en la UEM

La Encuesta de Consumidores elaborada por la Comisión Europea recoge mensualmente información sobre la inflación percibida por los consumidores del área del euro en los doce meses precedentes a la realización de la encuesta y sobre sus expectativas de inflación en los doce meses posteriores. El análisis de la evolución de estos indicadores puede ser relevante por sus posibles implicaciones sobre el comportamiento de determinadas variables macroeconómicas. Así, si la inflación percibida por los consumidores es superior a la observada, estos tenderán a infraestimar su renta real, lo que podría debilitar la demanda de consumo e impulsar sus demandas salariales con la finalidad de recuperar el poder de compra que creen haber perdido. Si, además, los consumidores esperaran un aumento de la inflación en el futuro, existiría una presión adicional sobre los salarios. Por el contrario, si los consumidores, aun percibiendo que el aumento reciente de los precios es mayor que el observado, descontaran una reducción paulatina de la inflación en los meses siguientes, se atenuarían las consecuencias negativas de esa brecha entre la inflación percibida y la observada.

Pues bien, esto último es lo que se ha producido en la UEM en los dos últimos años. Como puede apreciarse en el gráfico superior, tras mostrar una evolución similar desde 1998, en enero de 2002 empezó a constatarse una clara divergencia entre la inflación percibida y el crecimiento efectivo del IAPC, que se intensificó a lo largo del año. Una posible explicación de esta divergencia es que la percepción que los consumidores tienen sobre la evolución reciente de la inflación está dominada por el comportamiento de los precios de los bienes y servicios que consumen con mayor frecuencia. De esta forma, las alzas de precios que se registraron tras la introducción de los billetes y monedas en euros en algunas partidas de reducido peso en el IAPC, pero de consumo frecuente, podrían haber motivado la percepción por parte de los consumidores de la UEM de una inflación creciente, en contraste con la evolución de la tasa de variación interanual del IAPC, que, tras el repunte experimentado a comienzos de 2002, se desaceleró en los siguientes meses (véase el gráfico intermedio). La brecha entre ambos indicadores se redujo durante el primer semestre de 2003, aunque ha mantenido un nivel relativamente elevado hasta la actualidad. Esta persistencia es más difícil de justificar, si bien es posible que haya venido determinada por otras perturbaciones de carácter transitorio que han afectado a bienes y servicios de consumo frecuente, como la subida de los precios de la energía, los elevados incrementos de los precios de los alimentos no elaborados como consecuencia de la ola de calor que afectó a Europa en el verano de 2003, y los aumentos de impuestos indirectos registrados en algunos países de la UEM.

Con todo, el indicador de expectativas de inflación ha mostrado desde el inicio de 2002 una evolución divergente a la de la inflación percibida, reflejando una continua moderación, lo que sugiere que los consumidores confían en que los fenómenos antes descritos son, en general, transitorios.

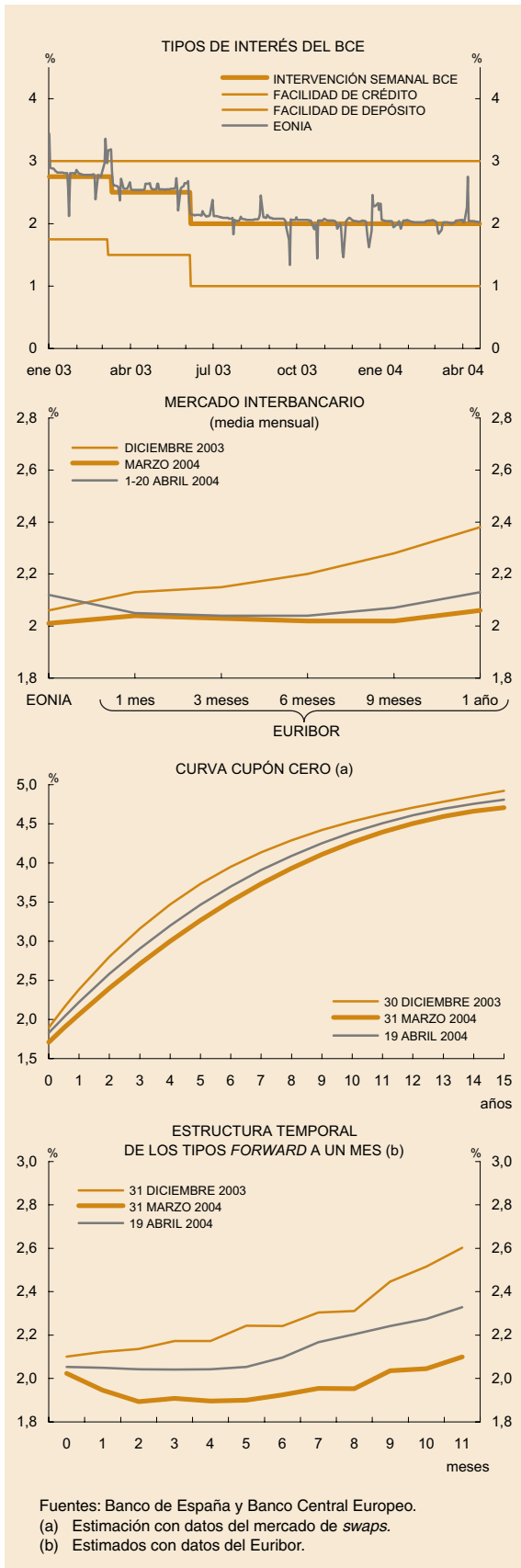
Esta divergencia entre el indicador de inflación percibida y el crecimiento del IAPC es común a la mayor parte de los países de la zona del euro. Como puede observarse en el gráfico inferior, el aumento del indicador de inflación percibida entre diciembre de 2001 y el momento actual ha sido tanto más intenso cuanto mayor ha sido el incremento de la tasa de inflación en el mismo período. Las variaciones de menor magnitud se observan en Alemania, donde, de hecho, la percepción sobre las tendencias pasadas de los precios se encuentra en la actualidad en niveles inferiores a los prevalecientes en diciembre de 2001. Los incrementos más acusados en esa percepción se han registrado en Italia y Grecia, pese a que la inflación observada ha experimentado en ese período una variación acumulada nula o ligeramente negativa en esos países. Este comportamiento diferencial podría estar vinculado al hecho de que las monedas en euros poseen en estos dos casos un valor muy superior al que tenían las denominadas en las anteriores divisas nacionales, lo que podría haber conducido a un incremento injustificado de los precios de algunos bienes y servicios de uso frecuente, que, sin embargo, no se ha visto reflejado en el IAPC general.



Fuente: Eurostat y Encuesta de Consumidores de la Comisión Europea (CE).
 (a) Tasa de variación interanual del IAPC de la UEM.
 (b) Tendencias de los precios en los últimos doce meses.
 (c) Tendencias de los precios en los próximos doce meses.
 (d) Incremento del indicador de inflación percibida entre diciembre de 2001 y marzo de 2004.
 (e) Variación de la inflación medida por el IAPC entre diciembre de 2001 y marzo de 2004 (puntos porcentuales).

GRÁFICO 11

Tipos de interés de la zona del euro



ción de déficit excesivo en 2004. De ellos, solo corregirían dicha situación en 2005 Grecia y Alemania, de modo que este último cumpliría con las recomendaciones formuladas en las Conclusiones del Consejo ECOFIN de noviembre de 2003. En Francia, en cambio, el riesgo de que el déficit público se mantenga por encima del 3% en 2005 es elevado, aunque las previsiones no incluyen el impacto positivo de la probable reforma del sistema sanitario, cuyo contenido está pendiente de concreción. En Portugal, el Gobierno logró situar el déficit público por debajo del 3% del PIB en 2003 recurriendo a los ingresos extraordinarios de algunas operaciones con efectos transitorios, lo que posiblemente conducirá a la derogación del Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE) abierto contra este país en 2002. No obstante, el PDE podría de nuevo activarse, ya que las previsiones de la Comisión Europea apuntan a un déficit público superior al 3% del PIB en 2004 y 2005. En el caso de los Países Bajos y el Reino Unido, la última información disponible revela un déficit excesivo en 2003, y, en consecuencia, se activará el PDE, comenzando con la elaboración de un informe por parte de la Comisión Europea, según se establece en el artículo 104.3 del Tratado. En el caso holandés, este déficit excesivo no se corregiría en 2004, según las previsiones de la Comisión, pese a incorporar medidas de saneamiento presupuestario por una cuantía del 1,2% del PIB. No obstante, el Gobierno holandés parece estar determinado a situar el déficit por debajo de la cota del 3%, adoptando medidas adicionales a las ya contempladas. Finalmente, aunque el déficit público italiano no superó el 3% del PIB en 2003 gracias a los ingresos extraordinarios procedentes de operaciones específicas, la Comisión prevé que sobrepase ese nivel en 2004 y 2005, y analizará si es conveniente activar el mecanismo de alerta temprana para que las autoridades italianas tomen las medidas de ajuste necesarias.

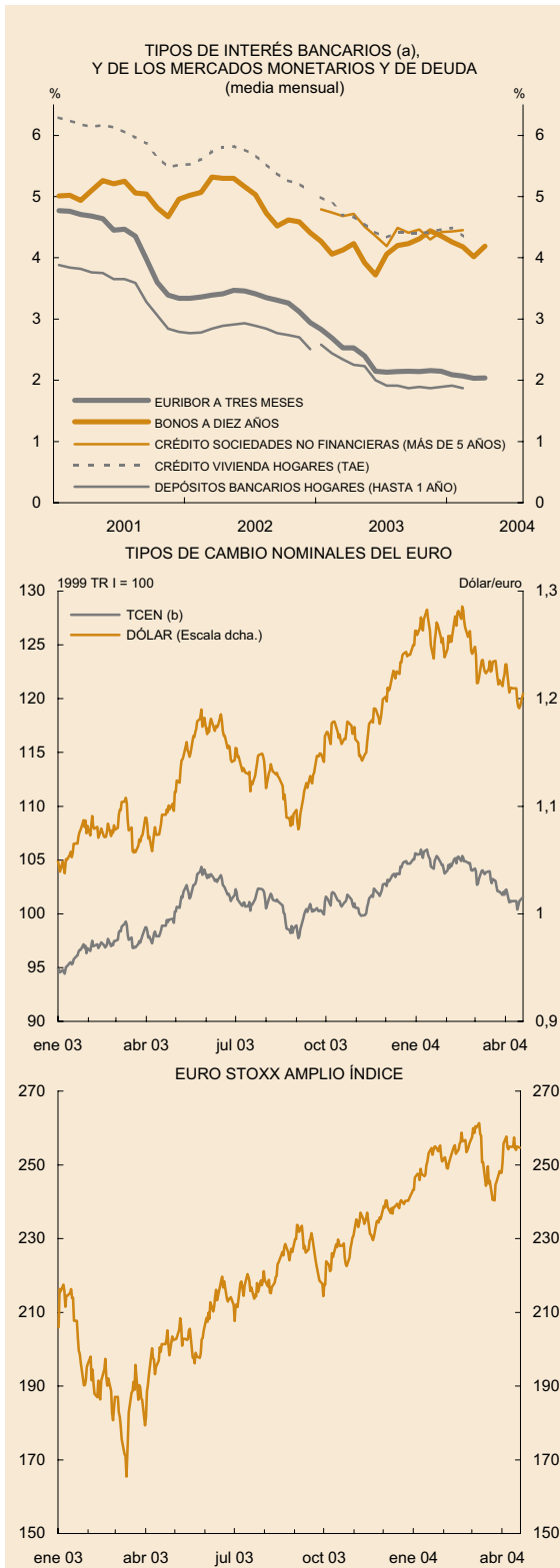
3.2. Evolución monetaria y financiera

En sus reuniones celebradas a lo largo del primer trimestre del año, el Consejo de Gobierno del BCE ha valorado que la orientación de la política monetaria continuaba estando en línea con el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo, al tiempo que resultaba acorde con la recuperación moderada de la actividad. En consecuencia, los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad de depósito y de la facilidad de crédito han permanecido en el 2%, el 1% y el 3%, respectivamente (véase gráfico 11).

A lo largo de los tres primeros meses del año, los tipos de interés del mercado monetario

GRÁFICO 12

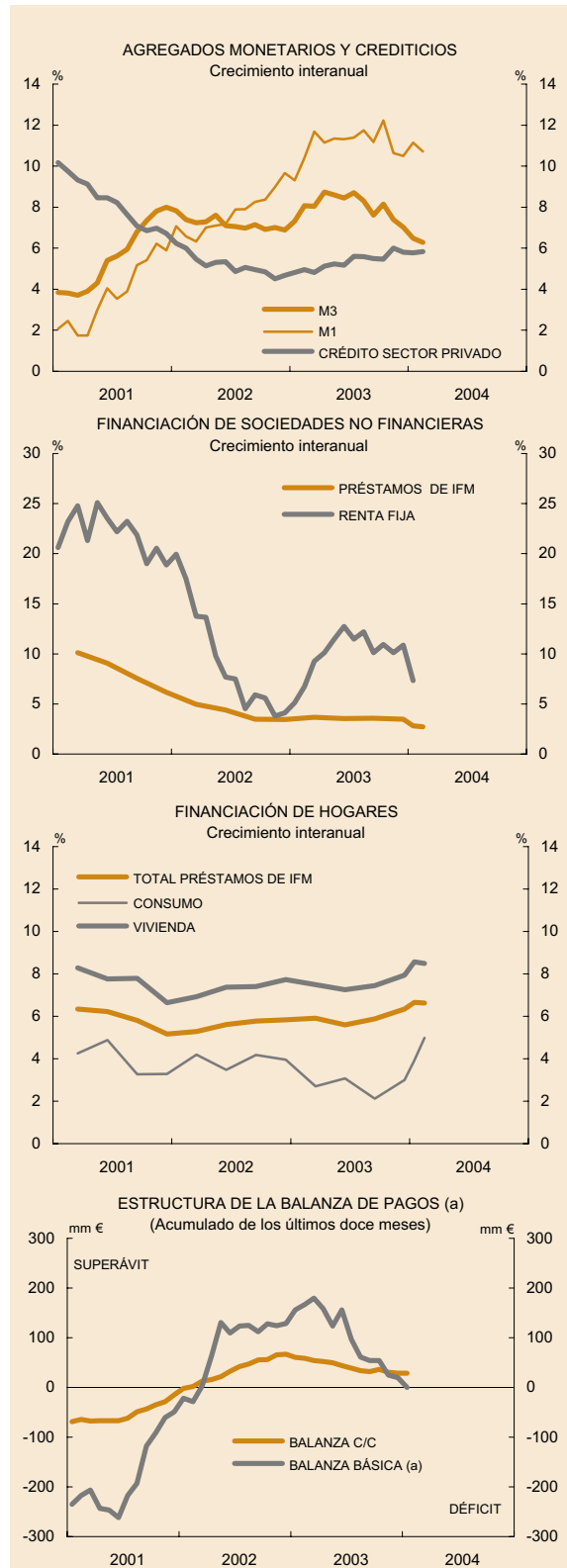
Tipos de interés de la zona del euro, tipo de cambio y bolsa



Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.
 (a) Datos obtenidos de las nuevas estadísticas de tipos de interés elaboradas por el BCE, correspondientes a nuevas operaciones.
 (b) Índice de tipo de cambio efectivo nominal. Grupo reducido de monedas definidas por el BCE.

GRÁFICO 13

Agregados monetarios y crediticios y balanza de pagos



Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.
 (a) La balanza básica se aproxima por la suma del saldo de la balanza por cuenta corriente y las inversiones directas y en cartera.

continuaron reduciéndose progresivamente, como consecuencia de la mejora de las perspectivas acerca de la evolución de la inflación del área. No obstante, en los primeros días de abril, a raíz de la publicación de datos favorables relativos a la evolución del mercado de trabajo de Estados Unidos, la curva de rendimientos experimentó un moderado desplazamiento al alza en todos sus plazos, probablemente debido a la percepción de que el fortalecimiento de las perspectivas de la economía norteamericana podía contribuir a afianzar la recuperación del área. Como se observa en la parte inferior del gráfico 11, este movimiento ha hecho que se desvanezcan las expectativas de descensos de los tipos de interés oficiales prevalecientes en los primeros meses del año. Además, en los mercados de deuda, las rentabilidades negociadas al plazo de diez años, que a lo largo del primer trimestre habían disminuido en casi 40 puntos básicos, han repuntado con fuerza en la primera quincena de abril, recuperando más de la mitad de ese descenso, hasta situarse en torno al 4,2% (véase gráfico 12). De acuerdo con la información disponible hasta febrero, los tipos de interés fijados por las entidades de crédito en sus operaciones de activo y de pasivo se mantuvieron estables, en términos generales. El tipo de interés de los créditos otorgados a las familias para la adquisición de vivienda siguió mostrando una tendencia decreciente, hasta situarse en el 4,3% en febrero.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro tendió a apreciarse moderadamente frente al dólar y al yen en los dos primeros meses de este ejercicio, hasta alcanzar sus niveles máximos de los últimos años. Sin embargo, a partir de entonces, y tras la reunión del G-7 en Boca Ratón, esta trayectoria frente a las monedas norteamericana y japonesa se invirtió, a lo que contribuyeron los datos favorables acerca de la evolución de ambas economías y, en el caso del yen, las informaciones aparecidas acerca de la posibilidad de que las autoridades monetarias japonesas podrían haber interrumpido sus intervenciones en los mercados cambiarios. Como resultado de ello, el euro ha acumulado una depreciación en torno al 5% con relación al dólar en lo que va de año. En términos efectivos nominales, la moneda europea se ha depreciado un 4,5% en ese período (véase la parte central del gráfico 12).

La recuperación de los mercados de renta variable de la UEM que venía experimentándose

se desde la primavera de 2003 se vio interrumpida transitoriamente por los ataques terroristas de Madrid, que provocaron un pronunciado retroceso de las cotizaciones en un contexto de fuerte aumento de la volatilidad. Así, por ejemplo, el índice Dow Jones EURO STOXX amplió descendió en torno a un 7% entre los días 10 y 24 de marzo. A mediados de abril, este indicador ha recuperado, no obstante, los niveles previos a los atentados, acumulando desde el inicio del año una ganancia de casi el 5%. El comportamiento de los distintos sectores distó de ser uniforme en este período. Destacan por su magnitud los avances de los sectores farmacéutico y tecnológico, en tanto que los índices sectoriales de la industria básica, la energía y la banca han mostrado incrementos más modestos.

En los dos primeros meses del año el ritmo de expansión del agregado monetario M3 siguió desacelerándose, continuando la tendencia iniciada en el verano de 2003 (véase gráfico 13). En febrero, la tasa de crecimiento interanual de M3 fue del 6,3%, siete décimas por debajo de la observada en diciembre del año pasado. La ralentización se ha concentrado, sobre todo, en los instrumentos menos líquidos, en un contexto en que los agentes parecen estar recomponiendo gradualmente sus carteras en favor de instrumentos financieros, como la renta variable, que no forman parte del agregado y que combinan una mayor rentabilidad esperada y un riesgo más elevado. Sin embargo, la demanda de los componentes más líquidos de M3 continuó creciendo a tasas muy elevadas, como consecuencia del bajo coste de oportunidad de mantener estos activos, dado el reducido nivel de los tipos de interés. El ritmo interanual de crecimiento del crédito al sector privado se mantuvo estable durante los dos primeros meses del año, en el 5,8%. El crédito a las sociedades no financieras, que crecía ya en diciembre a tasas muy reducidas, se ha ralentizado adicionalmente, hasta el 2,7% en febrero. Por el contrario, el ritmo de expansión de la financiación bancaria a las familias se ha acelerado al comienzo de 2004, hasta tasas del 5% en el caso de la financiación de bienes de consumo y del 8,5% en la concesión de créditos para adquisición de vivienda. En España, el crédito otorgado a las sociedades no financieras y a los hogares ha seguido mostrando ritmos de avance bastante elevados, muy superiores a los de la zona del euro en su conjunto.

4. La economía española

Como se ha comentado en los epígrafes anteriores, durante el primer trimestre de 2004 la evolución de la economía internacional estuvo dominada por la consolidación de la expansión en Estados Unidos y en los países asiáticos, y por la tímida recuperación apuntada en la zona del euro. En este contexto, la economía española continuó creciendo por encima del promedio de la eurozona. A partir de la información disponible, se estima que el PIB español, en términos reales, registró un crecimiento interanual del 2,8% (1) en el primer trimestre, una décima de punto porcentual por encima del experimentado en los meses finales de 2003. Este resultado fue consecuencia del fortalecimiento de la demanda nacional, que habría elevado su tasa de avance interanual hasta el 3,5%, en tanto que la demanda exterior habría incrementado significativamente su aportación negativa al crecimiento del producto real (véase gráfico 14). A su vez, la evolución más expansiva de la demanda nacional fue resultado del impulso experimentado por el consumo privado —que sigue estando apoyado en la generación de empleo y en el aumento del salario real— y del mayor crecimiento interanual de la formación bruta de capital fijo, al que contribuyeron tanto la inversión en bienes de equipo como, en menor medida, el gasto en construcción; además, la contribución de la variación de existencias dejó de ser negativa. Por otra parte, en el primer trimestre del año en curso las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios habrían frenado la tendencia a la desaceleración que experimentaron ambos agregados en la segunda mitad de 2003, dando paso a una recuperación, más clara en el caso de las importaciones.

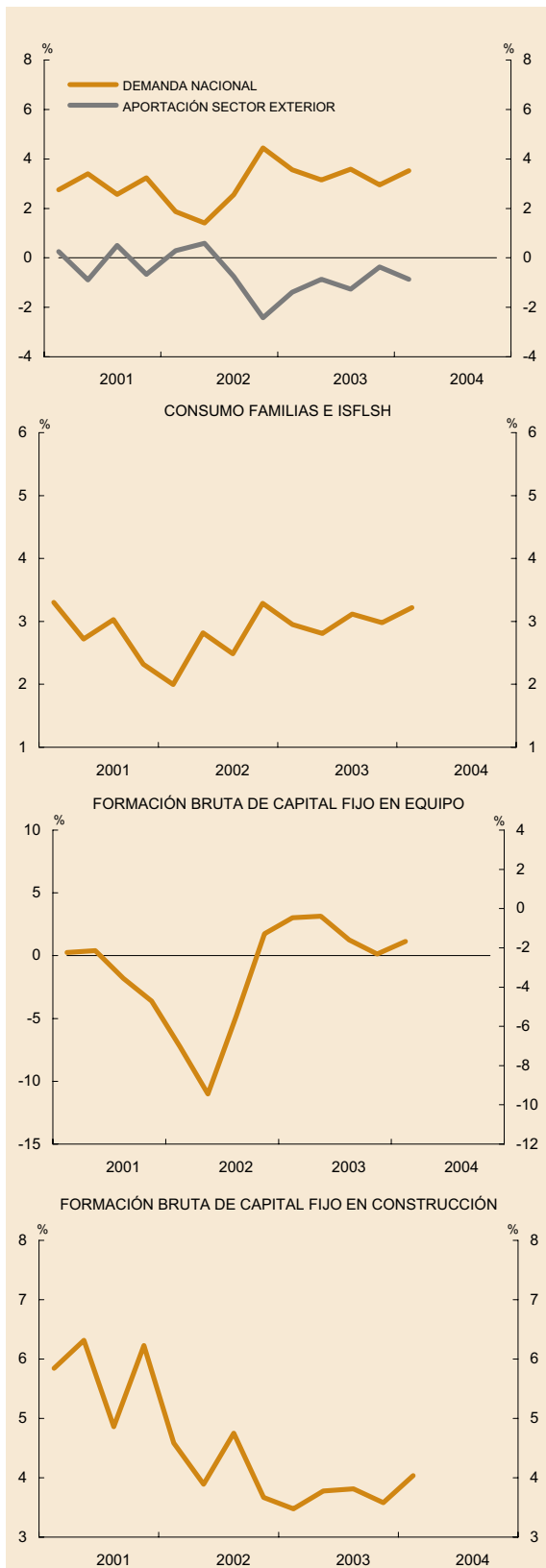
Debe tenerse en cuenta que estas estimaciones no reflejan impacto alguno de los atentados del 11 de marzo en Madrid sobre la demanda o el producto. Aunque podría haberse producido algún efecto sobre el consumo de residentes y de no residentes en el corto plazo —afectando principalmente a las actividades de servicios—, no se dispone de información que lo confirme. En general, los primeros indicadores parciales recibidos con información posterior a los atentados —como las matriculaciones de automóviles o las afiliaciones a la Seguridad Social— no muestran una incidencia significativa, salvo algún indicador de turismo que se ha desacelerado en marzo.

Desde la óptica del valor añadido, la ligera aceleración del PIB en el primer trimestre de

(1) Tasas calculadas, salvo que se indique lo contrario, sobre las series de CNTR corregidas de estacionalidad u efectos de calendario.

GRÁFICO 14

Principales agregados de la demanda
Tasas de variación interanual (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
(a) Calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

2004 habría sido el resultado de un comportamiento expansivo en la mayor parte de las actividades incluidas en la economía de mercado, que acentuó su dinamismo en relación con los últimos meses de 2003. Así, en el primer trimestre todas las ramas, excepto las primarias y los servicios no de mercado, habrían incrementado su crecimiento, incluida la industria, que sigue mostrando signos de haber abandonado la atonía de los primeros meses del pasado año. Por su parte, se estima que el empleo estabilizó su ritmo de crecimiento en los primeros meses de 2004 en tasas algo superiores al 2%, en el conjunto de la economía, siendo ligeramente más elevadas en la economía de mercado. Esta evolución habría sido compatible con una recuperación de la productividad aparente del trabajo, que habría abandonado el comportamiento contractivo mostrado en 2003 en la economía de mercado.

Por último, en los primeros meses de 2004, y en un entorno de menores tensiones inflacionistas, la remuneración por asalariado ha dado signos de moderación en su ritmo de crecimiento, lo que, unido a la recuperación de la productividad, ya mencionada, se habría traducido en una notable desaceleración de los costes laborales por unidad de producto. Además, en un contexto de presiones moderadas de la demanda, los márgenes empresariales, aunque siguen ampliándose, lo estarían haciendo con menor intensidad. La reducción de las presiones inflacionistas internas y la contracción de los precios de importación, que refleja la apreciación experimentada por el euro desde finales de 2003, estarían detrás de la significativa desaceleración que han experimentado los precios finales a comienzos de 2004. La tasa de inflación, medida sobre el IPC, continuó flexionando a la baja en los primeros meses del año, habiéndose situado en el 2,1% en tasa interanual, en el mes de marzo, tras finalizar el año 2003 en el 2,6%.

4.1. Demanda

El gasto en consumo final de los hogares españoles terminó el año 2003 con un crecimiento interanual del 3%, en términos reales, siguiendo una trayectoria expansiva, que se habría intensificado ligeramente en los primeros meses de 2004, según se desprende de la información coyuntural más actualizada (véase gráfico 14). Concretamente, el crecimiento interanual del consumo en el primer trimestre del año se estima en el 3,2%. El avance del consumo en el primer trimestre ha estado asentado, principalmente, en el incremento de la renta real de las familias, así como en la continuidad de unas condiciones monetarias favorables y

en la consolidación de los aumentos de riqueza del sector, y habría sido compatible, además, con una ampliación de la tasa de ahorro de las familias.

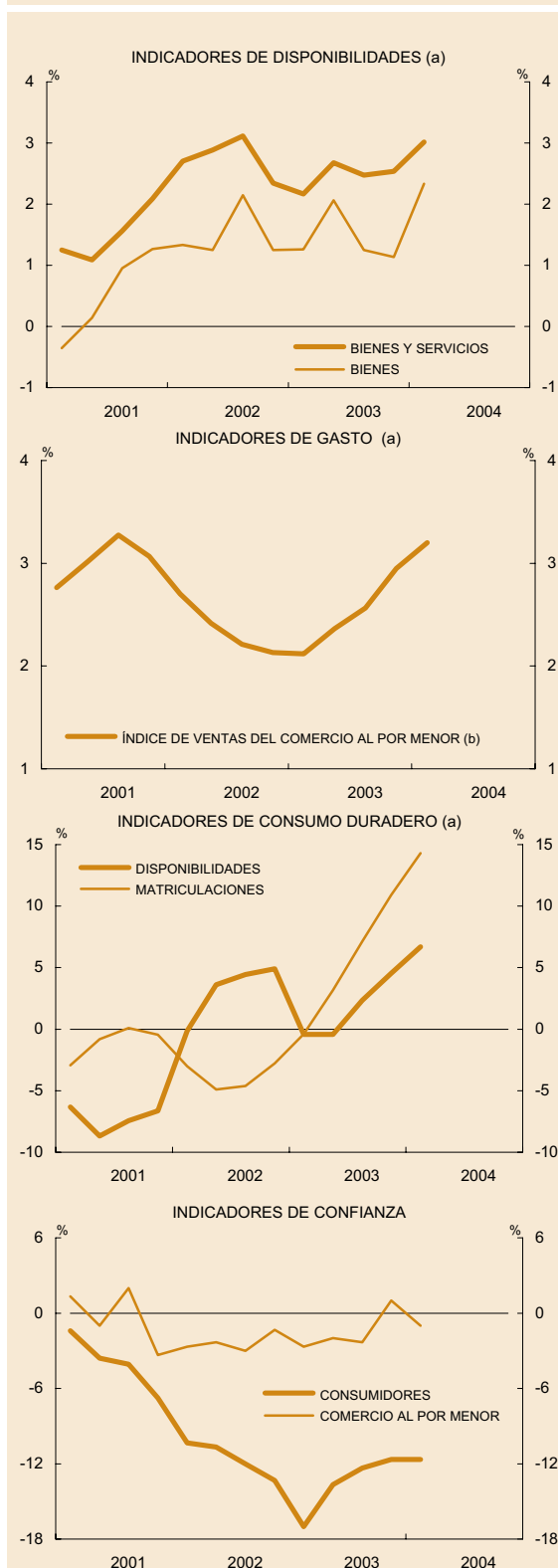
Según los indicadores disponibles, el dinamismo del consumo en el primer trimestre se apoyó en un comportamiento más expansivo del gasto en bienes —en particular, en bienes duraderos—, como lo ilustra el indicador de disponibilidades, recogido en el gráfico 15. En la misma línea, el índice de ventas del comercio al por menor aumentó casi un 5% en enero y febrero, en términos reales, en relación con los mismos meses de 2002, y las matriculaciones de automóviles experimentaron incrementos superiores al 20%, en el primer trimestre. Por su parte, el indicador de confianza de los consumidores ha permanecido en los primeros meses de 2004 en los niveles de la segunda mitad del año pasado, muy inferiores todavía a los alcanzados en los períodos de mayor pujanza cíclica; las opiniones sobre la situación económica general han tendido a mejorar, así como las referidas a la compra de duraderos y a la posibilidad de ahorrar.

El comportamiento expansivo del consumo se asienta, principalmente, en el aumento sostenido de la renta real disponible de los hogares, que, de consolidarse las actuales tasas de inflación, podría superar en 2004 el avance estimado en 2003. La evolución favorable de la renta se explica por la mayor aportación de los salarios reales, propiciada por una moderación de los precios de consumo de mayor magnitud que la de los salarios, a la que hay que añadir el contexto expansivo del empleo. Por su parte, la contribución de las AAPP continúa reflejando los efectos de la reforma del IRPF, introducida en 2003, y se mantiene positiva y elevada, aunque algo inferior a los años precedentes. A esta evolución de la renta cabe añadir el hecho de que el patrimonio inmobiliario de los hogares continúa aumentando, debido tanto a las elevaciones de los precios de la vivienda (en términos reales) como a la propia expansión del *stock* de capital inmobiliario, mientras que el valor de la riqueza financiera se ha estado beneficiando de la tendencia alcista de las cotizaciones bursátiles. Por último, la evolución reciente de los tipos de interés ha dado lugar a nuevas mejoras en las condiciones de financiación de los hogares, aunque este aspecto es más relevante en las decisiones relativas a la adquisición de vivienda.

En el cuarto trimestre de 2003, el consumo final de las Administraciones Públicas registró un fuerte incremento, del 4,8% en tasa interanual, similar al del trimestre precedente. Se estima que, en los primeros meses del año

GRÁFICO 15

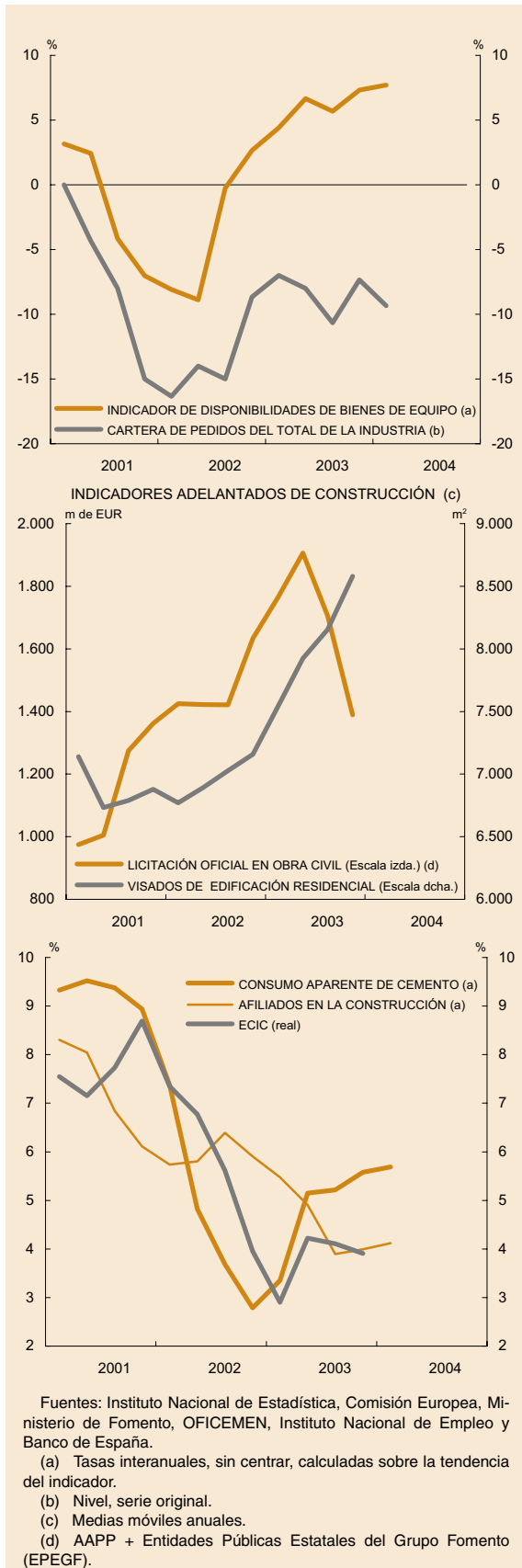
Indicadores de consumo privado



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.

GRÁFICO 16

Indicadores de formación bruta de capital fijo



2004, este agregado ha experimentado una suave desaceleración, aunque el empuje que todavía conserva lo configura como el componente más expansivo de la demanda nacional. El crecimiento de los gastos de personal y de otros gastos extraordinarios, en el comienzo del año en curso, se ha situado por encima de lo inicialmente presupuestado.

De acuerdo con la CNTR, en el cuarto trimestre de 2003 la formación bruta de capital fijo, en términos reales, avanzó a un ritmo interanual del 2,5%, cinco décimas menos que en el trimestre anterior, debido a la pérdida de dinamismo de la inversión en bienes de equipo, que cerró el año en una situación de estancamiento. Por su parte, la inversión en construcción ralentizó someramente su crecimiento en el último trimestre de 2003, hasta el 3,6%, mientras que la inversión en otros productos —que recoge, en su mayor parte, el gasto en servicios relacionados con la construcción— repuntó ligeramente. De la información disponible se desprende que, en los primeros meses de 2004, la formación bruta de capital fijo habría flexionado al alza nuevamente, apoyada en una aceleración de todos sus componentes, si bien la inversión de bienes de equipo habría continuado siendo el componente menos expansivo.

Entre los indicadores de bienes de equipo, las disponibilidades han registrado una suave recuperación de su ritmo de crecimiento, en el primer trimestre de este año. Esta tendencia es coherente con los resultados de otoño de la encuesta semestral de inversiones en la industria, que mostraron una disposición de los empresarios a aumentar la inversión en 2004 (tras apuntar un retroceso en 2003), asentada en unas expectativas de demanda favorables (véase gráfico 16). Otros indicadores de opinión aportan, sin embargo, información menos positiva, como el indicador de clima industrial y la previsión de cartera de pedidos de los productores de bienes de equipo, que han caído en los primeros meses de 2004, o los relativos a la presión de la demanda de la industria, en general, como la suficiencia de la capacidad productiva, que ha tendido a aumentar, o el nivel de utilización de esa capacidad, que en el último registro se situó en el 77%, por debajo de su media histórica.

En todo caso, la incipiente recuperación de la inversión en bienes de equipo está en consonancia con el dinamismo de la demanda final y con la persistencia de unas condiciones financieras muy favorables para las empresas. Por otra parte, la información sobre la situación de las sociedades no financieras, recopilada por la Central de Balances (CBT), confirma que du-

rante el pasado año las empresas españolas aumentaron significativamente su actividad productiva y sus excedentes, lo que les permitió mantener niveles elevados de rentabilidad. La mayor capacidad para generar recursos que han mostrado las empresas de la muestra en 2003, la dedicaron en parte a reducir sus niveles de endeudamiento; además, el descenso de los tipos de interés facilitó un nuevo recorte en el coste de la financiación, en el conjunto del año, ampliándose el diferencial entre la ratio de rentabilidad y el coste de la financiación. En general, la situación financiera de las empresas ha mejorado durante el pasado año y constituye un buen punto de partida para respaldar una mayor inversión. No obstante, según la CBT las ramas industriales fueron una excepción a esta mejora, ya que su resultado ordinario se estancó en 2003, frente a un leve crecimiento en el año anterior; esto indica que la coyuntura de apreciación del euro puede limitar su capacidad para incorporarse a una recuperación más general.

Por lo que se refiere a la inversión en construcción, tras haber mantenido una suave desaceleración durante el pasado año, en los primeros meses del año actual podría haberse acelerado ligeramente, como señala el comportamiento expansivo de los indicadores contemporáneos, entre ellos, el consumo aparente de cemento y los afiliados a la Seguridad Social en el sector (véase gráfico 16). La encuesta coyuntural (ECIC), con datos hasta el cuarto trimestre, ha mostrado un ligero aumento del valor real de los trabajos realizados por las empresas del sector ya en ese trimestre, que se extendió tanto a la obra civil como a la edificación. Por el contrario, el indicador de confianza del sector tuvo una evolución algo menos favorable en el primer trimestre de 2004, prolongando su tendencia de progresiva moderación.

Por lo que se refiere a los indicadores adelantados, que permiten proyectar la evolución de la inversión por tipología de obra, el aumento de la nueva superficie a construir —según los visados de obras firmados en 2003— avalaría el mantenimiento de un ritmo elevado de edificación residencial en los próximos trimestres; sin embargo, los primeros datos para el año en curso apuntarían hacia un menor ritmo de iniciaciones de edificación residencial, acompañado de un mayor dinamismo de la edificación no residencial. Por su parte, el valor de la obra civil licitada por las Administraciones Públicas y por las Entidades Públicas del Estado del Grupo Fomento ha registrado un fuerte retroceso en el segundo semestre de 2003, cerrando el año con un descenso próximo al 15%, a pesar del elevado crecimiento que registró en la primera mitad del año. Por último, el precio

de la vivienda se incrementó un 17,3% en el cuarto trimestre de 2003; en conjunto, según los datos publicados por el Ministerio de Fomento, el incremento medio en 2003 fue del 17%, cuatro décimas más que en 2002.

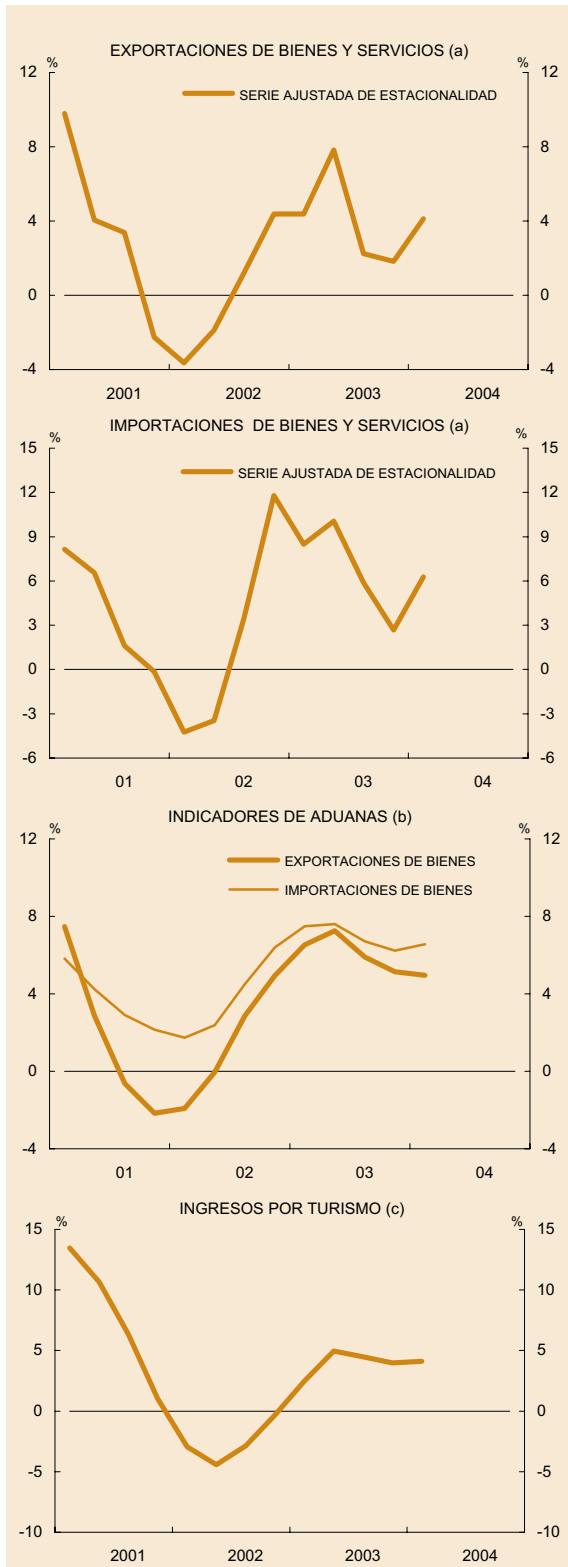
De acuerdo con los resultados de la CNTR, la inversión en existencias tuvo una aportación negativa de dos décimas al crecimiento interanual del PIB en el último trimestre de 2003. Para el primer trimestre de 2004, la información que proporciona la encuesta de coyuntura industrial indica la acumulación de *stocks* de productos terminados por encima de los niveles deseados, lo que se habría traducido en un ligero incremento de la aportación positiva de este componente.

Como se ha señalado, en la segunda parte del año 2003 las exportaciones de bienes y servicios registraron una cierta ralentización, de forma que, según la CNTR, en el último trimestre avanzaron un 1,8% interanual, en términos reales, frente a un aumento del 4% en el conjunto del año. Cabe señalar que este crecimiento de las exportaciones se produjo en un contexto de apreciación del euro y de deterioro de la posición competitiva de los productos españoles. Por su parte, las importaciones de bienes y servicios avanzaron a un ritmo interanual del 2,7% en el cuarto trimestre, también por debajo de la media del año; la atonía de las empresas industriales, que se acentuó al final del período, habría influido en la desaceleración de las importaciones al término del ejercicio. El comportamiento conjunto de exportaciones e importaciones determinó una detracción del crecimiento del producto, que se cifró en cuatro décimas de punto porcentual. La información coyuntural disponible apuntaría hacia una recuperación de ambos flujos de comercio exterior en los primeros meses de 2004, más intenso en el caso de la importación, dando lugar a una mayor contribución negativa al crecimiento del PIB (véase gráfico 17).

De acuerdo con la CNTR, las exportaciones reales de bienes aminoraron su crecimiento en el cuarto trimestre de 2003, hasta el 3%. Estas cifras son coherentes con los datos de la estadística de Aduanas, que en el último trimestre prolongaban la desaceleración iniciada en el trimestre anterior. Los datos de Aduanas para el mes de enero del año en curso son compatibles con una cierta recuperación de las ventas al exterior, que en ese mes aumentaron un 5,7%, en términos reales. En claro contraste con el comportamiento del año 2003, las exportaciones a los países de la zona del euro reflejaron un notable impulso, frente a la ralentización de las ventas a los países extracomunitarios. Atendiendo a la desagregación de las ex-

GRÁFICO 17

Comercio exterior
Tasas de variación interanual



Fuentes: INE, Ministerios de Economía y Hacienda y Banco de España.

- (a) Datos de la CNTR a precios constantes.
- (b) Series deflactadas de ciclo-tendencia.
- (c) Serie nominal de ciclo-tendencia.

portaciones por grupos de productos, las ventas de bienes de equipo registraron una importante aceleración, en términos reales, tras el notable crecimiento que experimentaron en el conjunto de 2003. Los bienes de consumo se desaceleraron someramente, en parte por la moderación de las exportaciones de los automóviles, mientras que los bienes intermedios no energéticos se recuperaron ligeramente, aunque continuaron siendo el componente menos dinámico.

En el cuarto trimestre del año 2003 y de acuerdo con la CNTR, las exportaciones de servicios registraron un retroceso más intenso que en el trimestre precedente, debido a la acusada caída del agregado de otros servicios. Por su parte, el consumo de no residentes avanzó un modesto 0,4%, en tasa interanual, prolongando su debilidad anterior; este comportamiento refleja no solo la debilidad de la demanda mundial de turismo, sino la quiebra de la confianza de los consumidores en algunos de los principales países emisores y la apreciación del euro, que habría propiciado un deterioro de la competitividad frente a nuestros principales clientes. La información coyuntural disponible para el primer trimestre de 2004 ha mostrado una notable recuperación del número de viajeros extranjeros alojados en hoteles (5,1%) y un incremento del número total de turistas extranjeros entrados por fronteras en esos meses (5,4%), ampliando la recuperación ya observada a finales de 2003; no obstante, las pernoctaciones hoteleras efectuadas por no residentes disminuyeron un 0,8% interanual entre enero y marzo, reflejando una importante caída en este último mes, dato que podría estar incorporando un efecto de corto plazo de los sucesos del 11 de marzo en Madrid sobre la demanda de turismo. En todo caso, el dinamismo del turismo en España dependerá en el futuro, básicamente, de la capacidad del sector para fortalecer su posición competitiva.

Según la CNTR, las importaciones reales de bienes aumentaron un 4,2% en el último trimestre de 2003, frente al 7,4% en el conjunto del año. En enero de 2004, los datos de Aduanas muestran un repunte de las importaciones reales de bienes, que crecieron un 8,9%, en tasa interanual, truncando el perfil de desaceleración anterior. Por grupos de productos, las compras de bienes de equipo continuaron siendo muy dinámicas, fruto del aumento de las importaciones de maquinaria, en especial la destinada a la construcción y al tratamiento de la información. Las importaciones reales de consumo se aceleraron, destacando el vigor que siguieron reflejando las compras de automóviles y el notable avance de otras manufacturas de consumo, especialmente las de textil y calzado. Por su parte, las importaciones de bienes interme-

dios no energéticos avanzaron a un ritmo muy moderado, superando, no obstante, el carácter contractivo de los últimos meses de 2003; también los bienes intermedios energéticos reflejaron un impulso, en un contexto de descenso de sus precios en euros. Por último, según la CNTR, las importaciones reales de servicios experimentaron una contracción creciente en la segunda parte de 2003, cayendo un 4,8% en el último trimestre. Dentro de ellas, sin embargo, el comportamiento del turismo fue muy expansivo, debido en parte a la notable fortaleza del euro. En los primeros meses del año en curso la tendencia recesiva de los servicios importados se habría moderado.

4.2. Producción y empleo

Como se ha señalado al inicio de este epígrafe, la CNTR estimó un comportamiento expansivo del valor añadido de las principales ramas productivas, en el cuarto trimestre de 2003, que se habría prolongado en los primeros meses de 2004 (véase gráfico 18). Así, la actividad de las ramas agraria y pesquera registró un fuerte impulso en los meses finales de 2003, intensificando la senda ascendente mostrada a lo largo de ese año, hasta alcanzar un ritmo de avance interanual del 3,7%. Este comportamiento refleja la excelente producción de aceituna y uva, dos de los escasos productos vegetales que arrojaron un saldo positivo en 2003. Entre los productos animales, la producción láctea se estabilizó al final del año, tras varios trimestres de contracción. Apenas se dispone de información sobre el comportamiento de este sector en el primer trimestre del año en curso, aunque el registro de parados y las afiliaciones no permiten sustentar una mejora adicional de la actividad en ese período.

Tras mostrar un debilitamiento en los trimestres centrales de 2003, las ramas de la industria y energía iniciaron una nueva recuperación a finales de 2003, que se vio limitada por la desaceleración de las exportaciones y de la inversión en equipo. Según la CNTR, el crecimiento interanual del cuarto trimestre fue del 0,8%, dos décimas más que en el trimestre anterior, y la información coyuntural apunta a una cierta mejora en los meses iniciales de 2004. En el período enero-febrero, el índice de producción industrial (IPI) recuperó ligeramente su ritmo de avance tendencial respecto al observado en el cuarto trimestre de 2003. Entre sus componentes, cabe destacar el comportamiento contractivo de la producción de bienes de consumo y el avance más sostenido de la de bienes de equipo e intermedios. Sin embargo, el indicador de confianza industrial elaborado por Eurostat retrocedió ligeramente en el primer trimestre de 2004,

pues, a pesar de la recuperación de las expectativas de producción de los empresarios, las existencias aumentaron y se acentuó el deterioro de la cartera de pedidos, en especial de los pedidos extranjeros. Respecto al empleo, las afiliaciones a la Seguridad Social recortaron su ritmo de descenso en el primer trimestre de 2004.

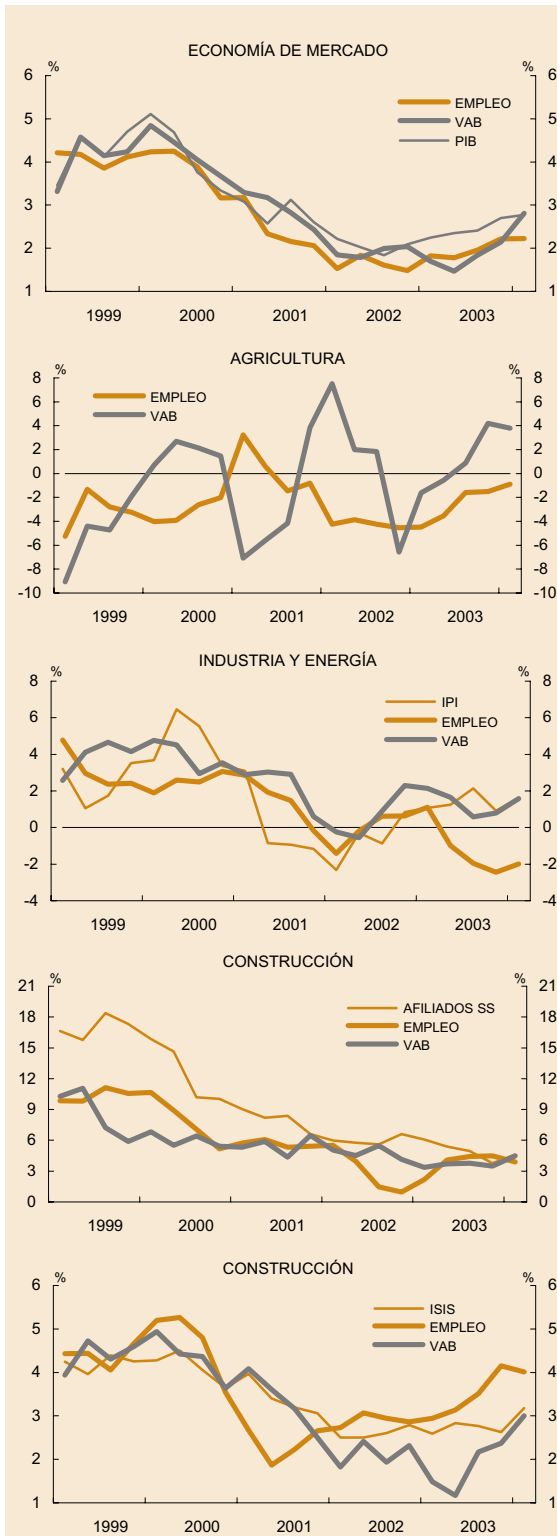
La tasa de avance interanual del valor añadido de la construcción fue del 3,5% en el cuarto trimestre de 2003, tres décimas de punto porcentual menos que en el trimestre anterior; a pesar del elevado crecimiento, en este período la construcción dejó de ser la actividad más dinámica, al pasar a crecer menos que la agricultura y los servicios no de mercado. Como se ha comentado al hablar del gasto, los indicadores disponibles para los primeros meses de 2004 muestran, sin embargo, un cierto repunte en esta actividad, que se aprecia tanto en la información de carácter contemporáneo como en los indicadores adelantados, que proyectan un panorama favorable, al menos en el corto plazo.

La actividad en las ramas de servicios se aceleró al finalizar el año 2003, dando continuidad al perfil expansivo que ya había mostrado en el tercer trimestre del año. El crecimiento estimado por la CNTR fue del 2,7%, resultado de sendos impulsos en sus dos componentes: los servicios no de mercado, que elevaron cuatro décimas su tasa de crecimiento, hasta el 3,9%, y los orientados al mercado, que la aumentaron dos décimas, quedando situados en el 2,4%. Para el primer trimestre de 2004, el indicador sintético integral de los servicios de mercado (ISIS) apunta a una nueva aceleración de este conjunto de actividades, con una contribución positiva de las ramas de comercio, hostelería, transporte y comunicaciones, así como de las actividades financieras e inmobiliarias. En relación con las primeras, ya se ha mencionado que los indicadores de turismo evolucionaron positivamente en el primer trimestre. Por su parte, las afiliaciones a la Seguridad Social han mantenido un ritmo de crecimiento superior al 4% en el primer trimestre y el indicador de confianza del sector ha permanecido estabilizado en niveles similares a del año anterior.

En sintonía con la gradual expansión que experimentó la actividad a lo largo del año 2003, el empleo, medido en términos de puestos de trabajo equivalente a tiempo completo, mantuvo un comportamiento acelerado, elevando su tasa de variación interanual hasta el 2,1% en el último trimestre del ejercicio, según la CNTR. En consecuencia, la productividad aparente del trabajo en el conjunto de la economía avanzó un 0,6%, igual que en el conjunto del año. En la economía de mercado, el empleo mostró una

GRÁFICO 18

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



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
(a) Series ajustadas de estacionalidad. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.

evolución similar y cerró el ejercicio avanzando a un ritmo del 2,2%, de forma que la productividad aparente del trabajo, calculada en términos del valor añadido, siguió contrayéndose levemente. El moderado impulso expansivo del empleo en el último trimestre de 2003 se observó en los diferentes indicadores coyunturales, aunque con distinta intensidad. Así, según la Encuesta de Población Activa (EPA), el empleo aumentó un 3%, tres décimas más que en el promedio del año, mientras que las afiliaciones a la Seguridad Social avanzaron un 3%, una décima menos que el trimestre anterior.

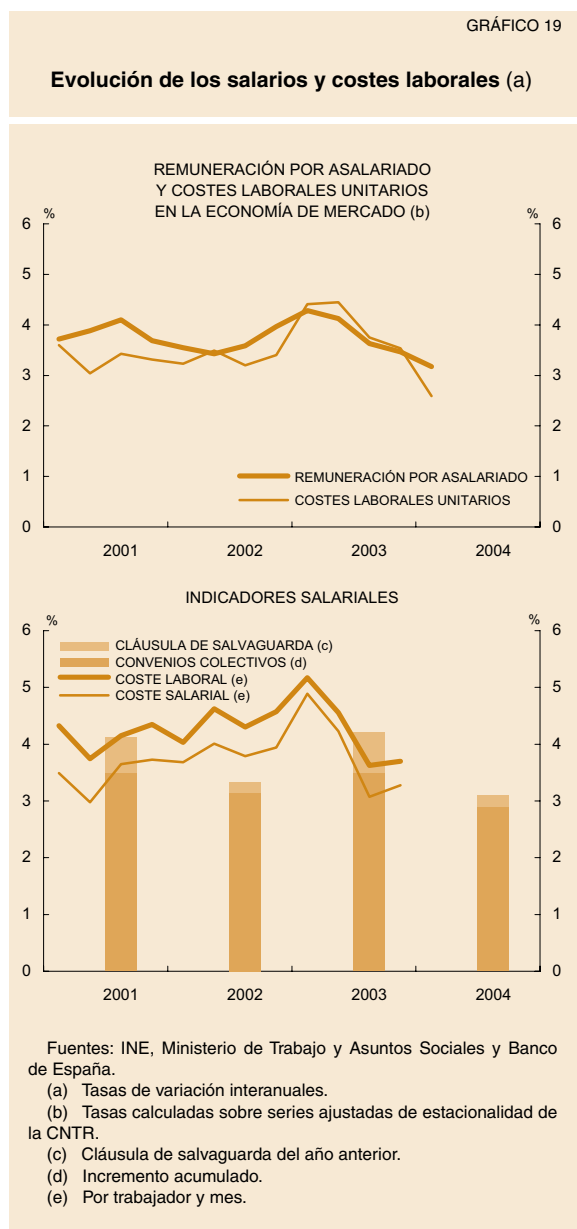
Se estima que, en el primer trimestre del año en curso, el empleo ha registrado un crecimiento algo menor que en el trimestre precedente, lo que, en un contexto más expansivo de la actividad, habrá supuesto una ligera recuperación de las ganancias de productividad. Según la EPA del primer trimestre, la ocupación creció un 2,6% en ese período, en tasa interanual, reduciendo en 0,4 pp su ritmo de aumento de finales de 2003. Por otro lado, las afiliaciones a la Seguridad Social han registrado un avance sostenido en este trimestre (2,9%), mientras que la estadística de contratación del INEM ha mostrado una aceleración del número de contratos firmados, que han crecido cerca del 14%, tras el ya significativo aumento experimentado en los meses finales de 2003.

Por ramas de actividad, los datos de la CNTR indican que en el cuarto trimestre de 2003 el empleo prolongó las tendencias presentadas con anterioridad, como se observa en el gráfico 18. En los servicios de mercado y en la construcción el empleo registró una expansión significativa, que se tradujo en un comportamiento contractivo de la productividad aparente del trabajo. En la agricultura se mantuvo el proceso de destrucción de empleo, aunque a un ritmo inferior, y en la industria, sin embargo, se intensificó la caída de puestos de trabajo. Durante el primer trimestre del año en curso, estas tendencias se habrían modificado, en alguna medida. Los datos de la EPA y de los afiliados indican que en la agricultura el empleo habría acentuado su perfil contractivo, y que en la industria, por el contrario, la reducción de los ocupados se habría suavizado, corrigiendo la trayectoria marcadamente decreciente de 2003. Por su parte, la EPA ha mostrado una desaceleración de los ocupados en la rama de construcción, y estabilidad de su crecimiento en los servicios de mercado, aunque el empleo ha seguido avanzando a tasas elevadas en ambos casos.

Según los datos de la CNTR, el empleo asalariado creció por encima del empleo total en el transcurso de 2003, mientras que el empleo no asalariado fue aminorando su caída, perfil que

coincide con el proporcionado por la EPA. Esta encuesta muestra que, en el primer trimestre de 2004, se prolongó la tendencia ascendente de los no asalariados, mientras que los trabajadores por cuenta ajena recortaron su ritmo de avance hasta el 2,8%, tasa levemente superior a la registrada por el empleo total. Por duración del contrato, los colectivos de asalariados con contrato indefinido y con contrato temporal se desaceleraron en el primer trimestre, aunque la ralentización fue más intensa entre los trabajadores temporales, de forma que la ratio de temporalidad descendió hasta el 31,1%, por debajo de su nivel un año antes. Por su parte, la estadística de contratos del INEM indica que el crecimiento del número de contratos temporales siguió reforzándose durante los tres primeros meses de 2004, cuando aumentaron un 14,4%, aunque también los contratos indefinidos se aceleraron significativamente, hasta el 10%. En relación con la duración de la jornada laboral, los ocupados a tiempo completo crecieron un 2,2% en el primer trimestre de 2004, continuando la desaceleración del trimestre anterior, mientras que los trabajadores con jornada parcial (6,7%) mantuvieron las elevadas tasas alcanzadas tras su intensa aceleración a finales del año anterior, y la ratio de parcialidad se situó en el 8,4%, tres décimas por encima de su nivel en igual trimestre de 2003.

La población activa finalizó el año 2003 aumentando un 2,7% en tasa interanual, impulsada por un nuevo avance de la tasa de actividad, que se situó en el 55,4%. Al inicio de 2004, sin embargo, se registró una ralentización en el proceso de incorporación de la población al mercado laboral, y la población activa redujo su ritmo de crecimiento al 2,2%, mientras que la tasa de participación permaneció en el 55,4%, nivel que es, no obstante, ocho décimas más elevado que el del mismo trimestre de 2003. La tasa de actividad calculada sobre la población menor de 65 años permaneció situada en el 69%. El avance de la participación, en relación con el primer trimestre de 2003, fue más intenso en el colectivo femenino, cuya tasa de actividad aumentó hasta el 44,1%, en el período enero-marzo, aunque se mantiene todavía notablemente por debajo del 67,4% que alcanza la de los varones. Cabe mencionar que las diversas bonificaciones existentes para favorecer la contratación indefinida de mujeres, de las que actualmente se beneficia todo el colectivo de desempleadas, han incentivado esta mayor incorporación al mercado laboral. Por niveles de estudios, cabe destacar el repunte de la tasa de actividad del colectivo con estudios superiores, que prolongó hasta marzo de 2004 el incremento registrado en el transcurso de 2003. Finalmente, dada la evolución de la población activa y del empleo en el primer trimestre, el



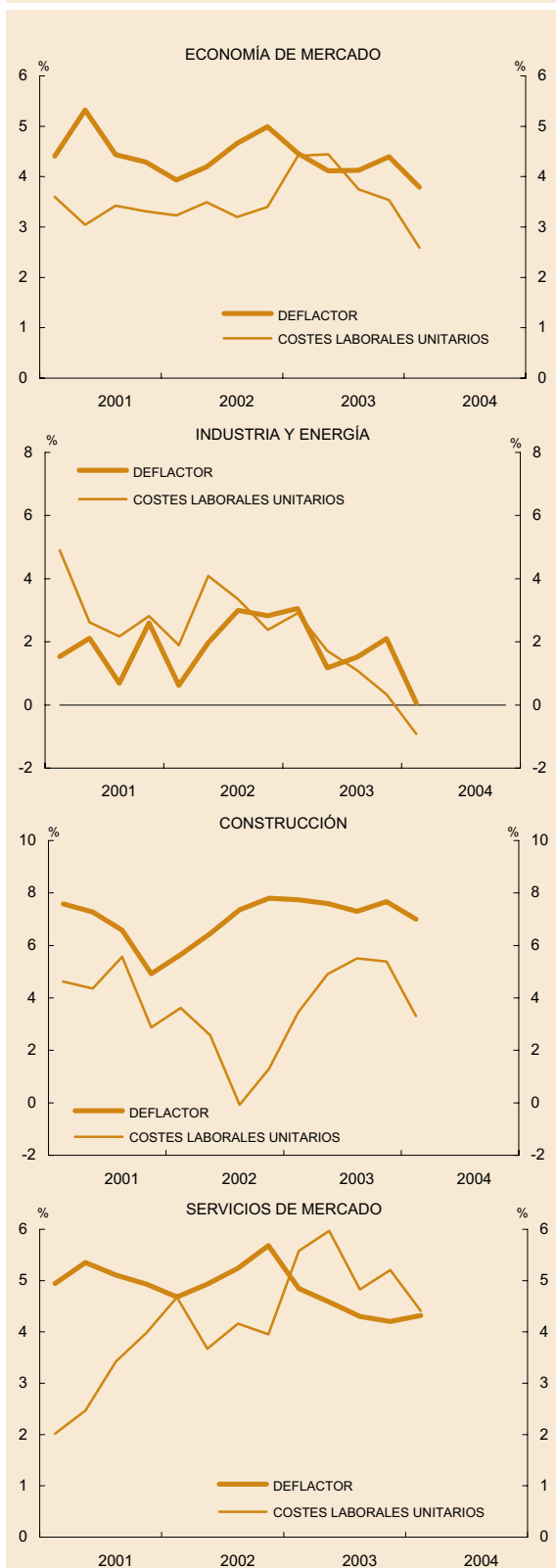
número de desempleados disminuyó un 0,8%, en relación con el primer trimestre de 2003. En consecuencia, la tasa de paro se situó en el 11,4%, tres décimas por debajo de su nivel un año antes. En línea con la evolución de los desempleados que refleja la EPA, el paro registrado avanzó en el primer trimestre del año a un ritmo del 1,2%, dos décimas menos que en el trimestre precedente.

4.3. Costes y precios

El coste laboral por unidad de valor añadido estabilizó su crecimiento en el 3,8%, en tasa interanual, al final del ejercicio de 2003. Este resultado, que supuso una interrupción del proceso de gradual desaceleración de esta variable, fue consecuencia de que la ligera acelera-

GRÁFICO 20

Precios y costes por ramas de actividad (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

ción experimentada por la remuneración por asalariado se viera compensada por un incremento similar de las ganancias de productividad. En la economía de mercado, la desaceleración de los costes laborales se prolongó hasta el trimestre final del ejercicio, ya que la modesta desaceleración de la remuneración por asalariado no vino acompañada, en este caso, de cambios en el comportamiento de la productividad, que, como se ha comentado, continuó mostrando tasas de variación negativas (véase gráfico 19). En los primeros meses del año en curso se estima que el ritmo de crecimiento de los costes laborales unitarios en la economía de mercado habrá seguido moderándose, como consecuencia de una corrección en el comportamiento contractivo de la productividad y de una ralentización adicional de la remuneración por ocupado.

La ligera aceleración de la remuneración por ocupado que recoge la CNTR en el último trimestre de 2003 se aprecia también en la evolución de los costes laborales por trabajador y mes, que, según el índice de costes laborales (ICL), crecieron un 3,7% en los últimos meses de 2003, una décima por encima del trimestre anterior. Por componentes, el coste salarial aumentó un 3,3%, dos décimas más que en el trimestre anterior, mientras que los otros costes se desaceleraron, si bien manteniendo tasas de variación más elevadas (5%). El principal componente de los otros costes, las cotizaciones obligatorias, creció un 3,7%, 0,5 pp menos que en el conjunto del año.

La información disponible sobre la evolución de los convenios colectivos en 2004 es todavía escasa. Los convenios registrados hasta el pasado 31 de marzo han incorporado un incremento medio de las tarifas salariales del 2,8%, frente al 3,5% con el que concluyó la negociación colectiva del año 2003 (antes de incluir las cláusulas de salvaguarda). Estos convenios corresponden en su gran mayoría a convenios revisados y afectan a un total de 4.102.000 trabajadores. Cabe mencionar que, para el año 2004, los agentes sociales han renovado el Acuerdo Interconfederal de Negociación Colectiva (AINC), manteniendo la referencia a la previsión oficial de inflación del 2%, e incorporando un diferencial sobre este incremento asociado a las posibles ganancias de productividad.

La moderación de los costes laborales en la parte final del pasado ejercicio no se trasladó a los deflatores del valor añadido del total de la economía o de la economía de mercado, que se aceleraron en tres décimas, hasta el 4,3% y 4,4%, respectivamente, reflejando el empuje que, en ese trimestre, experimentó el excedente de explotación por unidad de producto. El

comportamiento de los márgenes unitarios en el cuarto trimestre de 2003, igual que el de los costes laborales unitarios, fue desigual entre las distintas ramas, como se aprecia en el gráfico 20. En las ramas agrícolas —que se caracterizan por su volatilidad—, en la industria y en la construcción, los márgenes experimentaron crecimientos significativos, mientras que en los servicios de mercado se desaceleraron. Cabe destacar el comportamiento de esta variable en las ramas industriales, donde, en un contexto de crecientes presiones competitivas que han impuesto una fuerte contención de los aumentos de precios, la ampliación de los márgenes está siendo resultado de una moderación de costes laborales unitarios, conseguida mediante recortes del empleo.

En el cuarto trimestre de 2003, el deflactor de la demanda final se aceleró nuevamente, hasta crecer un 3,2%, dos décimas más que en el trimestre anterior. Este impulso fue similar al que experimentó el deflactor del PIB, que se incrementó un 4,2% en tasa interanual, y también al que registró el deflactor de las importaciones, que pasó de disminuir un 0,1% a crecer en esa misma magnitud. El impulso alcista del deflactor de la demanda final refleja las mayores tasas de crecimiento de los deflatores de la inversión en bienes de equipo, de la construcción y de las exportaciones.

Entre los precios finales, el deflactor del consumo privado se desaceleró en una décima en el último trimestre de 2003, hasta el 3,0%, tasa similar a la que experimentó en el conjunto del año. La trayectoria relativamente estable de este deflactor en los últimos trimestres se asemeja a la mostrada por su principal indicador, el índice de precios al consumo (IPC), cuyo crecimiento interanual se redujo hasta el 2,7%, después de haber presentado un aumento sostenido en los meses centrales del año (véase gráfico 21). El IPC volvió a reducir su ritmo de crecimiento en cinco décimas en los tres primeros meses de 2004, reflejando una notable moderación del componente de bienes, en la que incidió la caída significativa, en términos interanuales, de los precios de la energía, así como una contención importante del aumento de los precios de los bienes industriales no energéticos y, en menor medida, de los alimentos. Respecto a la energía, la depreciación del dólar ha permitido compensar sobradamente las tensiones de precios del petróleo, que se intensificaron notablemente en los primeros meses de 2004, hasta superar los 34 dólares por barril de crudo en los mercados internacionales. Por último, los precios de los servicios moderaron una décima el ritmo de avance con el que terminaron el año 2003, y entre los meses de enero y marzo mantuvieron un creci-

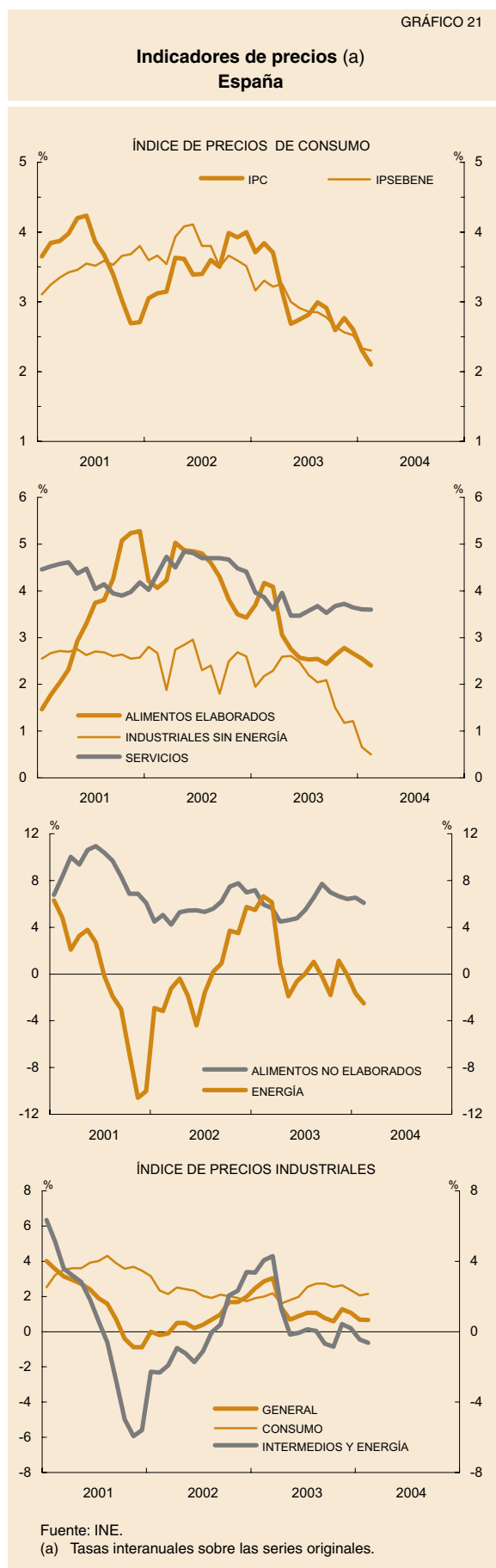
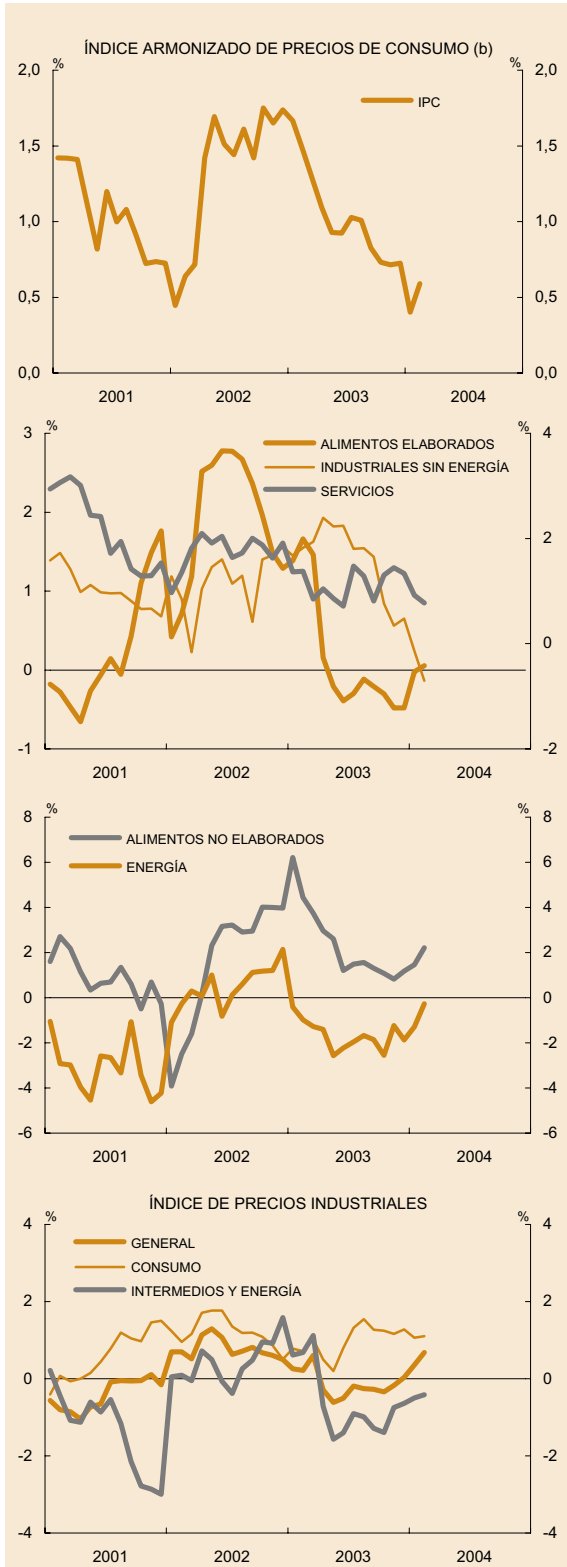


GRÁFICO 22

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



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

miento sostenido del 3,6%. El IPSEBENE, que también había mantenido una trayectoria descendente en el año 2003 —la tasa interanual al final del año fue del 2,6%—, prolongó este comportamiento en los tres primeros meses de 2004, en los que redujo su ritmo de avance en tres décimas.

El IAPC español disminuyó en seis décimas su tasa de variación interanual entre los meses de enero y marzo, mientras que en el conjunto de la UEM la reducción fue de tres décimas, de forma que el diferencial de inflación se estrechó adicionalmente, hasta los 0,5 pp (véase gráfico 22). Esta mejora del diferencial se explica por el descenso en la brecha correspondiente al componente de servicios, ya que el relativo a los bienes se ha ampliado muy ligeramente. Este resultado se debió a la notable ampliación del diferencial de los alimentos no elaborados, que han mostrado comportamientos distintos en la reconducción de los impulsos alcistas que experimentaron los precios de frutas y hortalizas en los meses de verano. Los precios de los bienes industriales sin energía experimentaron, después de más de dos años, un diferencial de inflación favorable; el diferencial negativo de los precios de la energía se redujo ligeramente en el primer trimestre de 2004.

Entre los restantes indicadores de precios, el índice de precios industriales (IPRI) inició el año 2003 aminorando de forma sensible su ritmo de crecimiento interanual, debido, especialmente, al comportamiento de los precios de la producción de energía. El último dato disponible, correspondiente al mes de marzo, ha situado en el 0,8% la tasa interanual, que sigue comparándose favorablemente con el 1,1% con el que se cerró el pasado año. Los precios de los bienes intermedios son los que están dando pruebas de un mayor dinamismo y han acelerado su ritmo de avance interanual en más de un punto porcentual y medio desde el comienzo del ejercicio. Los bienes de consumo duradero son otro componente que ha intensificado de forma apreciable su tasa de variación en este período. En la zona euro, los precios de producción industrial evolucionaron de modo más contenido; con una variación del 0,4% en el mes de febrero, el diferencial de crecimiento del índice en España y en la UEM fue de siete décimas, mientras que había sido nulo al final del año 2003. La caída de los precios de producción de la energía fue algo más intensa en la UEM, con lo que el diferencial favorable de inflación se redujo ligeramente. Por otra parte, el estrechamiento de la brecha positiva de los precios de consumo no compensó la ampliación del diferencial de crecimiento de los bienes intermedios. Por su parte, los precios percibidos por los agricultores registraron un recorte en su rit-

CUADRO 3

Estado. Ejecución presupuestaria

me y %

	Liquidación	Variación	Presupuesto	Variación	Liquidación		
	2003	porcentual 2003/2002	2004	porcentual 2004/2003	2003 ENE-MAR	2004 ENE-MAR	Variación porcentual
	1	2	3	4=3/1	5	6	7=6/5
1. Ingresos no financieros	109.655	1,1	110.496	0,8	27.085	27.259	0,6
Impuestos directos	56.510	1,8	58.087	2,8	11.147	10.138	-9,1
<i>IRPF</i>	32.824	1,7	31.974	-2,6	10.930	9.513	-13,0
<i>Sociedades</i>	21.912	2,3	24.109	10,0	-173	115	...
<i>Otros (a)</i>	1.774	-3,7	2.004	13,0	391	510	30,5
Impuestos indirectos	39.084	2,8	39.836	1,9	12.740	13.179	3,4
<i>IVA</i>	27.130	5,5	27.490	1,3	10.015	10.394	3,8
<i>Especiales</i>	9.787	-5,4	9.996	2,1	2.233	2.203	-1,3
<i>Otros (b)</i>	2.167	10,6	2.350	8,4	493	582	18,1
Otros ingresos	14.061	-5,6	12.573	-10,6	3.197	3.942	23,3
2. Pagos no financieros	113.787	2,4	117.260	3,1	29.891	29.556	-1,1
Personal	18.450	5,1	19.486	5,6	4.200	4.371	4,1
Compras	2.996	5,4	2.740	-8,6	648	965	49,0
Intereses	19.788	4,9	19.047	-3,7	7.575	6.003	-20,7
Transferencias corrientes	58.078	-0,4	58.859	1,3	13.682	14.531	6,2
Fondo de contingencia	...	...	2.345,2	...	...	...	...
Inversiones reales	7.535	7,0	7.611	1,0	2.211	2.012	-9,0
Transferencias de capital	6.940	7,5	7.172	3,3	1.576	1.673	6,2
3. Saldo de caja (3=1-2)	-4.132	...	-6.764	...	-2.807	-2.297	...
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL:							
Ingresos no financieros	110.449	1,9	...	...	27.742	26.491	-4,5
Pagos no financieros	112.566	0,7	...	...	24.111	25.320	5,0
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (c)	-2.117	...	-3.470	...	3.631	1.171	...

Fuente: Ministerio de Hacienda.

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

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

(c) Las cifras son conformes con el criterio del Protocolo sobre Déficit Excesivo.

mo de avance, y los precios hoteleros, en un contexto de condiciones de demanda notablemente debilitadas, han continuado aminorando su ritmo de avance en los primeros meses del año 2004.

4.4. La actuación del Estado

Las cifras publicadas sobre la ejecución del presupuesto del Estado del primer trimestre, siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional, muestran un superávit de 1.171 millones de euros (un 0,1% del PIB), frente a los 3.631

millones de euros (un 0,5% del PIB) registrados en el mismo período del año anterior, debido a una caída de los ingresos del 4,5%, al tiempo que los gastos aumentaron un 5,0% en los tres primeros meses del año. Estas cifras contrastan con los resultados de caja, tanto por el signo como por la evolución, puesto que con este último criterio el Estado registró un déficit de 2.297 millones de euros en el primer trimestre del 2004, mejorando el déficit de 2.807 millones de déficit acumulado en el mismo período del año anterior (véase cuadro 3). La diferente evolución del saldo en términos de caja respecto a la registrada con la metodología de la Contabili-

CUADRO 4

Balanza de pagos: resumen (a)

Millones de euros

	ENERO-ENERO	
	2003	2004
	Ingresos	Ingresos
Cuenta corriente	19.978	20.173
Mercancías	10.520	10.814
Servicios	4.674	4.583
<i>Turismo</i>	<i>2.121</i>	<i>2.214</i>
<i>Otros servicios</i>	<i>2.553</i>	<i>2.369</i>
Rentas	2.029	1.563
Transferencias corrientes	2.755	3.213
Cuenta de capital	1.381	270
	Pagos	Pagos
Cuenta corriente	20.894	20.982
Mercancías	13.211	13.803
Servicios	3.408	3.291
<i>Turismo</i>	<i>578</i>	<i>632</i>
<i>Otros servicios</i>	<i>2.829</i>	<i>2.659</i>
Rentas	2.565	2.203
Transferencias corrientes	1.710	1.685
Cuenta de capital	93	95
	Saldos	Saldos
Cuenta corriente	-916	-809
Mercancías	-2.692	-2.989
Servicios	1.267	1.292
<i>Turismo</i>	<i>1.543</i>	<i>1.582</i>
<i>Otros servicios</i>	<i>-276</i>	<i>-290</i>
Rentas	-536	-640
Transferencias corrientes	1.046	1.528
Cuenta de capital	1.288	176

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

dad Nacional responde principalmente al ajuste debido al diferente criterio de contabilización de los intereses pagados.

Hay que señalar, sin embargo, que las comparaciones con las cifras de 2003 se encuentran condicionadas por algunas circunstancias que afectan de manera distinta a ambos años. Por un lado, la modificación del calendario de ingresos de las retenciones del trabajo procedentes de las Administraciones Públicas, que desde principios del año 2003 pasaron a realizarse con periodicidad mensual, mientras que anteriormente se realizaban por trimestres vencidos. Por otro lado, una parte importante de los ingresos del IRPF en los primeros meses del año 2003 no estaba afectada todavía por la

rebaja en las retenciones motivada por la reforma del impuesto. A todo ello se unen este año los efectos del cambio de financiación de las Corporaciones locales, a las que se cede una participación en ciertos impuestos a cambio de una menor recepción de transferencias del Estado. Las tasas de variación que aparecen en la última columna del cuadro 3 reflejan estos hechos, por lo que las cifras que en él se presentan no son totalmente comparables.

Por el lado de los ingresos, y dada la cesión parcial de algunos impuestos a las Administraciones territoriales, el análisis de la ejecución de caja se realiza a continuación 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 Administraciones territoriales, no incluidas estas últimas en el cuadro 3. Así, en términos agregados, el IRPF disminuyó un 6,6% en el primer trimestre con respecto al mismo período del año anterior. Esta caída se debió al efecto de calendario citado en relación con las retenciones del trabajo y a la reforma del IRPF. El impuesto sobre sociedades, por su parte, no presentará cifras significativas hasta el ingreso a cuenta del mes de abril, debiéndose la cifra negativa del año 2003 al elevado volumen de devoluciones. Los impuestos indirectos muestran, asimismo, una desaceleración con respecto a la recaudación del conjunto del año 2003, aunque en línea con lo presupuestado. El IVA tuvo un crecimiento, en términos homogéneos, del 6,1% (frente al 9,9% en el año 2003), mientras que los impuestos especiales, que han visto congelados sus tipos, aumentaron un 1,6% (4,6% en el año precedente). Cabe añadir, finalmente, que el fuerte aumento registrado en los ingresos no impositivos refleja las mayores transferencias recibidas por el Estado tanto procedentes de organismos administrativos como de la Unión Europea.

Por el lado del gasto, se observa en el primer trimestre una caída con respecto al mismo período del año anterior, debida, fundamentalmente, al capítulo de pagos por intereses que, como consecuencia del calendario de vencimientos de la deuda pública, disminuyó un 20,7% en el transcurso del primer trimestre (véase cuadro 3). Por el contrario, el capítulo de transferencias corrientes (con un crecimiento del 6,2%, por el aumento de la contribución a la Unión Europea por el Recurso PNB) y el capítulo de compras (con un aumento del 49,0%, debido al elevado volumen de pagos correspondientes a ejercicios anteriores a 2004) registraron tasas de variación muy superiores a las presupuestadas (1,3% y -8,6%, respectivamente). Finalmente, los componentes de los gastos de capital tuvieron evoluciones dispares,

La recuperación de la inversión en bienes de equipo en 2003: una valoración

En el año 2003 la inversión en equipo se incrementó un 2,2%, tras haber retrocedido un 5,4% en 2002. Como se observa en el gráfico adjunto, la recuperación de 2003 ha sido aparentemente más débil que las registradas en el pasado, tras episodios de fuerte contracción de este agregado (como las sucedidas en 1984 y en 1993). Asimismo, durante los años que precedieron al mínimo cíclico de 2002, parece que la inversión en equipo avanzó con menor intensidad que la que le había caracterizado en ciclos anteriores. Para valorar esta evolución es necesario analizar los factores que están detrás de las decisiones de inversión productiva de las empresas (IPP): un concepto que incluye, además del gasto en equipo, el gasto empresarial en construcción, pero cuya evolución, como se observa en el gráfico, es muy próxima a la de la inversión en equipo.

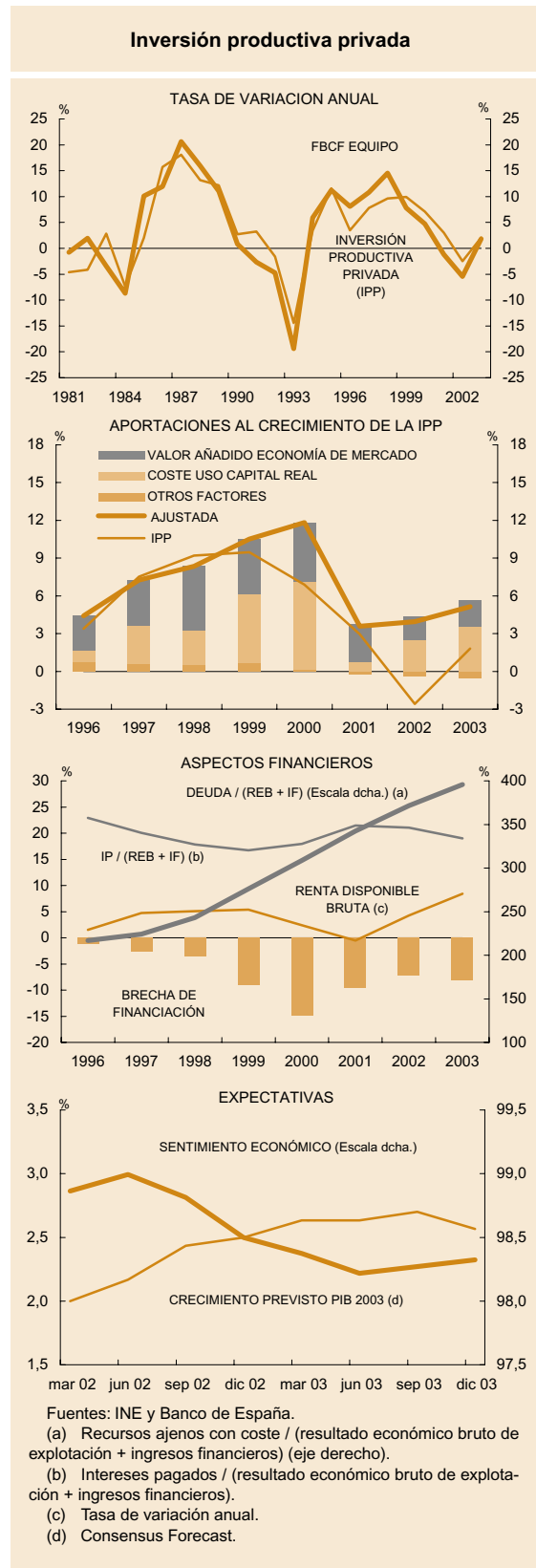
Un buen punto de partida para valorar el comportamiento de la IPP en los últimos años lo proporciona la ecuación de inversión del modelo trimestral MTBE. Esta ecuación expresa la tasa de variación de la IPP en función de varios determinantes, siendo los más relevantes el valor añadido de la economía de mercado (PYER) y el coste de uso del capital, en términos reales (PUC/PYED). Como se observa en el segundo gráfico, las contribuciones positivas de ambos factores explican adecuadamente la expansión de la IPP hasta el año 1999. A partir de ese año, sin embargo, la inversión ha crecido sistemáticamente por debajo del crecimiento marcado por la ecuación. En 2000 se produjo un desfase significativo, al desacelerarse la IPP en casi tres puntos porcentuales, cuando sus determinantes apuntaban una nueva aceleración; cabe recordar que en 1999-2000 se produjo un notable aumento de la inversión directa en el exterior realizada por empresas españolas, que pudo condicionar en parte la financiación de proyectos en España (1). En 2001, el repunte experimentado por coste del capital de las empresas, asociado en parte al aumento de las primas de riesgo y a la propia evolución de los tipos de interés, explica la mayor parte de la desaceleración de la inversión, que se produjo en un entorno de gran incertidumbre sobre el panorama económico internacional. En 2002 y 2003 el comportamiento de la IPP volvió a situarse muy por debajo de lo que marcarían sus determinantes: aunque la desaceleración de la actividad habría justificado un débil crecimiento de la inversión empresarial, la notable contracción de 2002 y la moderada recuperación posterior parecen estar asociadas a otros factores que no están considerados en este análisis.

Numerosos trabajos señalan que los factores financieros, que no están recogidos en la ecuación del MTBE, tienen importancia en la toma de decisiones de inversión de las empresas españolas. El tercer gráfico ilustra la evolución de algunas variables potencialmente relevantes para la inversión desde este punto de vista, calculadas con datos de la Contabilidad Nacional para el sector de empresas no financieras: la ratio de deuda, la carga de intereses, el ahorro bruto y una variable adicional, la brecha de financiación, que es una medida de los recursos financieros que precisan las empresas para cubrir sus inversiones reales y las financieras de carácter permanente. Estas variables proporcionan una visión estilizada del contexto financiero en el que se han movido las empresas en los últimos años: como puede apreciarse, el notable aumento de esta brecha de financiación hasta el año 2000 —como consecuencia de la expansión de la IPP y de la inversión directa en el exterior— derivó en un aumento significativo de la ratio de endeudamiento del sector, que, unida al repunte del coste de la financiación en torno a 2001, dio lugar a un aumento de la carga de intereses y a una contracción del ahorro bruto. En estas circunstancias, parece que las empresas no financieras, en su conjunto, habrían dedicado una parte importante de los recursos generados en 2002 y 2003 a sanearse financieramente antes que a aumentar su inversión productiva.

Otro factor que ha podido incidir en el comportamiento de la IPP y que no queda adecuadamente recogido en la ecuación del MTBE son las expectativas de los empresarios en cuanto a la situación económica. En el último gráfico se han representado algunos indicadores de expectativas: el indicador de sentimiento económico, de la Comisión Europea, y el crecimiento medio esperado para 2003, según el Consensus Forecast. Con diferentes matices, ambas medidas han mostrado un freno en las expectativas de recuperación a lo largo de 2003.

En definitiva, las necesidades de saneamiento financiero de algunos sectores empresariales y un cierto freno en las expectativas de recuperación económica podrían haber retraído el gasto en inversión productiva de las empresas en 2002 y 2003, más allá de lo que explicaría la propia desaceleración cíclica del producto y el carácter todavía incipiente de su recuperación. En la medida en que las empresas han avanzado suficientemente en el proceso de saneamiento, su capacidad para incorporarse a una recuperación clara del panorama económico, poniendo en marcha proyectos de inversión, es elevada.

(1) Véase el artículo del *Boletín económico* «La inversión productiva...», de abril de 2002.



cayendo las inversiones reales un 9,0% en el trimestre (frente a un crecimiento presupuestado del 1,0%) y aumentando las transferencias de capital un 6,2% (frente al incremento previsto del 3,3%).

En cuanto a la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social, se cuenta con información del Sistema, referida al mes de enero y, en algún caso, al de febrero. Las cotizaciones sociales han experimentado un aumento del 7,7% respecto a enero del año anterior, mantenidas por un incremento en el número de afiliados a la Seguridad Social, que en el primer trimestre mantuvo un ritmo de crecimiento similar al registrado durante los dos últimos años (el 3%). Por el lado del gasto, las pensiones aumentaron un 6,5% hasta febrero del 2004, algo por debajo de lo presupuestado para el conjunto del año. El número de pensiones contributivas siguió una evolución muy moderada, situándose su tasa de crecimiento en el 0,8% en enero. Las prestaciones por desempleo se aceleraron hasta alcanzar un crecimiento del 9,3% hasta marzo (aumentaron un 6% en el conjunto de 2003), mientras que el paro registrado moderó su crecimiento hasta el 1,9% en el primer trimestre (2,8% en 2003). Por su parte, las primeras cifras apuntan a un aumento de la tasa de cobertura, que se situó en el 73,1% en enero, frente al 71,9% con que terminó el año 2003.

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

En el primer mes de 2004, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 633 millones de euros, frente al superávit de 372 millones de euros observado en enero del ejercicio anterior. Este resultado se explica por el notable deterioro del saldo de la cuenta de capital, cuyo superávit disminuyó en 1.005 millones de euros, ya que la cuenta corriente corrigió su déficit en 107 millones de euros, en relación con el alcanzado en el mismo mes de 2003. Por partidas de la cuenta corriente, el importante aumento del superávit por transferencias corrientes y la ligera mejora del superávit turístico enjugaron la ampliación que acusaron los déficit comerciales y de rentas.

En enero de 2004 el déficit de la balanza comercial reflejó un empeoramiento de 298 millones de euros respecto del nivel alcanzado en el mismo mes del año anterior; en tasas interanuales, el saldo negativo aumentó un 11,7%, retomando el perfil de intenso deterioro que le

había caracterizado durante los tres primeros trimestres del ejercicio anterior. El resultado del último mes se debió a la notable aceleración que mostraron los flujos reales de importaciones, de intensidad superior a la experimentada por los flujos reales de exportaciones, ya que en este período mejoró la relación real de intercambio, gracias a la fortaleza del euro, que permitió compensar la escalada de los precios del crudo en los mercados internacionales.

En cuanto a los servicios, el saldo positivo en enero de 2004 se situó en 1.292 millones de euros, 25 millones por encima del contabilizado en igual mes del año anterior: esta ligera mejora se tradujo en un incremento interanual del 2%, que se explica por el aumento del superávit turístico, ya que el déficit de servicios no turísticos se amplió. Los flujos turísticos mejoraron en enero: los ingresos crecieron un 4,4%, truncando la tónica de desaceleración que mantenían desde la segunda mitad del ejercicio anterior, en línea con el buen tono que han retomado los turistas entrados por fronteras en los primeros meses de 2003, así como con el aumento de sus pernoctaciones en establecimientos hoteleros. Por su parte, los pagos turísticos crecieron un 9,3% en enero de 2004, acentuando el perfil de aceleración de los últimos meses, en un contexto de notable apreciación de nuestra divisa.

El saldo negativo de la balanza de rentas registró un deterioro de 103 millones de euros en enero de 2004, en relación con el observado en idéntico mes del ejercicio anterior, situando su déficit en 640 millones de euros. Los ingresos descendieron un 23%, afectados por el recorte de los beneficios de las inversiones en el exterior, así como por la caída de las propias inversiones hacia los países latinoamericanos en los años recientes. Los pagos, por su parte, también se redujeron un 14,1%, en línea con la menor captación de inversiones directas procedentes del exterior observada en el último año.

El superávit de la balanza de transferencias corrientes se situó en 1.528 millones de euros, en el primer mes del año, lo que supone un notable aumento, de 483 millones de euros, en relación con el nivel observado en enero de 2003. Los ingresos aumentaron un 16,6%, fruto del notable impulso que experimentaron los flujos procedentes de la UE, especialmente los destinados al sector privado en concepto de FEOGA-Garantía. Los pagos, por el contrario, cayeron un 1,4%, reflejando el descenso que experimentaron los correspondientes al sector privado.

Evolución reciente del diferencial de inflación entre España y la UEM

El recorte que ha tenido lugar en el diferencial de inflación de la economía española y la UEM desde finales de 2002 ha sido notable. En efecto, como se observa en el cuadro 1, el diferencial de crecimiento de los precios de consumo medidos a través del IAPC disminuyó, desde los 1,7 puntos porcentuales (pp) registrados en diciembre de 2002, hasta los 0,5 pp del pasado mes de marzo. Esta reducción responde, en buena medida, a la caída de la tasa de inflación española en este período (1,8 pp), que superó con creces la registrada en el conjunto de la UEM (0,6 pp). Asimismo, la reducción del diferencial se ha producido de forma relativamente homogénea y continuada en sus principales componentes.

Son muchos los factores que ayudan a explicar el recorte del diferencial de inflación con la zona del euro. Desde un punto de vista agregado, cabe destacar la desigual incidencia de la acción directa de las Administraciones Públicas sobre los precios. En efecto, en 2003 se produjo una congelación de la imposición indirecta en España que contrasta con los incrementos que habían tenido lugar el año anterior. Por el contrario, en la UEM la incidencia de la imposición indirecta en 2003 fue igual a la del año precedente. También la contribución a la inflación de los precios administrados se redujo ligeramente en España a lo largo del año pasado, mientras que en la UEM se mantuvo estable. Por último, el efecto moderador sobre la tasa de inflación derivado de la apreciación del tipo de cambio podría haber sido más acusado en España, dado que los modelos econométricos disponibles estiman una elasticidad de los precios al tipo de cambio superior, en España, que en el conjunto de la zona del euro.

El análisis por componentes de este proceso muestra que, en el período considerado, la desaceleración de los precios de consumo españoles afectó a sus principales componentes y, de forma especial, al energético. En la UEM, sin embargo, se aceleraron los precios alimenticios y los recortes en el ritmo de crecimiento del resto de grupos fueron menos acusados que en el caso español. Por ello, la reducción del diferencial de inflación ha tenido un carácter generalizado, pero con especial relevancia en el grupo energético.

En efecto, los precios de la energía se desaceleraron más acusadamente en España que en la UEM, de forma que el diferencial se redujo en más de dos puntos porcentuales y medio. A ello contribuyeron, sobre todo, los precios de los combustibles y lubricantes, en parte por los incrementos impositivos que tuvieron lugar en algunos países de la zona euro. Hay que tener en cuenta, además, que la mayor ponderación del componente energético en el índice general, en el caso de la economía española, acentúa el impacto de los resultados de este grupo en el IAPC agregado.

Los precios de los bienes industriales no energéticos se desaceleraron también de forma significativa en España, por encima de dos puntos porcentuales, mientras que en la UEM se mantuvieron relativamente estables. El diferencial se redujo en 1,8 pp y ha sido favorable a nuestro país en el pasado mes de marzo, por primera vez en los últimos años. En buena medida, la reducción de este diferencial refleja la acusada desaceleración de los precios de las prendas de vestir y calzado, que representan un mayor porcentaje del gasto de los hogares en España que en la UEM.

En cuanto a los precios alimenticios, si bien la desaceleración de los precios de los alimentos elaborados observada en España no fue muy pronunciada, en la zona euro se produjo una aceleración considerable, de forma que la reducción del diferencial de inflación fue superior a los dos puntos porcentuales. La evolución relativa del precio del tabaco tuvo un papel esencial en esta evolución, ya que, mientras que se producía una desaceleración en España —como consecuencia del efecto base derivado de la subida de abril de 2002—, en algunos países de la UEM hubo subidas notables, generalmente relacionadas con aumentos impositivos. Una evolución semejante se reflejó en los precios de los alimentos no elaborados, aunque, en este caso, la reducción del correspondiente diferencial fue menor. Cabe resaltar, dentro de este grupo, el comportamiento de los precios de las legumbres, hortalizas y patatas, que mostraron un acusado incremento en la UEM, por las adversas condiciones climáticas.

Por último, la contribución de los precios de los servicios a la reducción del diferencial de inflación con la UEM ha sido escasa, ya que la ligera desaceleración observada en estos precios en la economía española ha sido solo marginalmente superior a la que ha tenido lugar en el área del euro. La persistencia de un diferencial de inflación positivo, e importante, entre el ritmo de crecimiento de los precios de los servicios en España y en la UEM es una de las características más destacadas en la evolución de la inflación de los últimos años.

Inflación y diferencial de inflación entre España y la UEM

% y pp

	España %	UEM %	Diferencial pp
1. General			
Diciembre 2002	4,0	2,3	1,7
Marzo 2004	2,2	1,7	0,5
Reducción	1,8	0,6	1,2
2. Alimentos no elaborados			
Diciembre 2002	5,4	1,4	4,0
Marzo 2004	4,4	1,7	2,7
Reducción	1,0	-0,3	1,3
3. Alimentos elaborados			
Diciembre 2002	3,9	2,7	1,2
Marzo 2004	3,1	4,1	-1,0
Reducción	0,8	-1,4	2,2
4. Bienes industriales no energéticos			
Diciembre 2002	2,7	1,1	1,6
Marzo 2004	0,6	0,8	-0,2
Reducción	2,1	0,3	1,8
5. Energía			
Diciembre 2002	5,8	3,7	2,1
Marzo 2004	-2,5	-2,0	-0,5
Reducción	8,3	5,7	2,6
6. Servicios			
Diciembre 2002	4,6	3,0	1,6
Marzo 2004	3,5	2,5	1,0
Reducción	1,1	0,5	0,6

Fuente: Eurostat.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 176 millones de euros en enero de 2004, lo que supone un descenso de 1.112 millones de euros en relación con idéntico mes del año anterior. Este fuerte deterioro, que en

tasas interanuales se cifró en una caída del 86,4%, se explica por el retroceso que experimentaron los fondos estructurales procedentes de la UE, que, no obstante, en los primeros meses del año suelen mostrar retrasos.

5. Evolución financiera

5.1. Rasgos más destacados

Las condiciones financieras del sector privado estuvieron enmarcadas, durante el primer trimestre de 2004, en un entorno en el que tanto los tipos de interés del mercado monetario del área del euro como las rentabilidades a medio y largo plazo de la deuda pública española mostraron una trayectoria descendente. Así, a finales de marzo, los tipos de interés a tres meses y a diez años se situaban, respectivamente, en el 2,03% y el 3,96%, 9 y 30 puntos básicos (pb) por debajo de los niveles de finales de 2003. Por su parte, las primas de riesgo crediticio de las empresas negociadas en los mercados de derivados aumentaron ligeramente, pero siguieron en niveles reducidos (véase gráfico 23). Asimismo, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela y los costes de la financiación con valores de renta fija de las empresas no financieras continuaron siendo muy moderados.

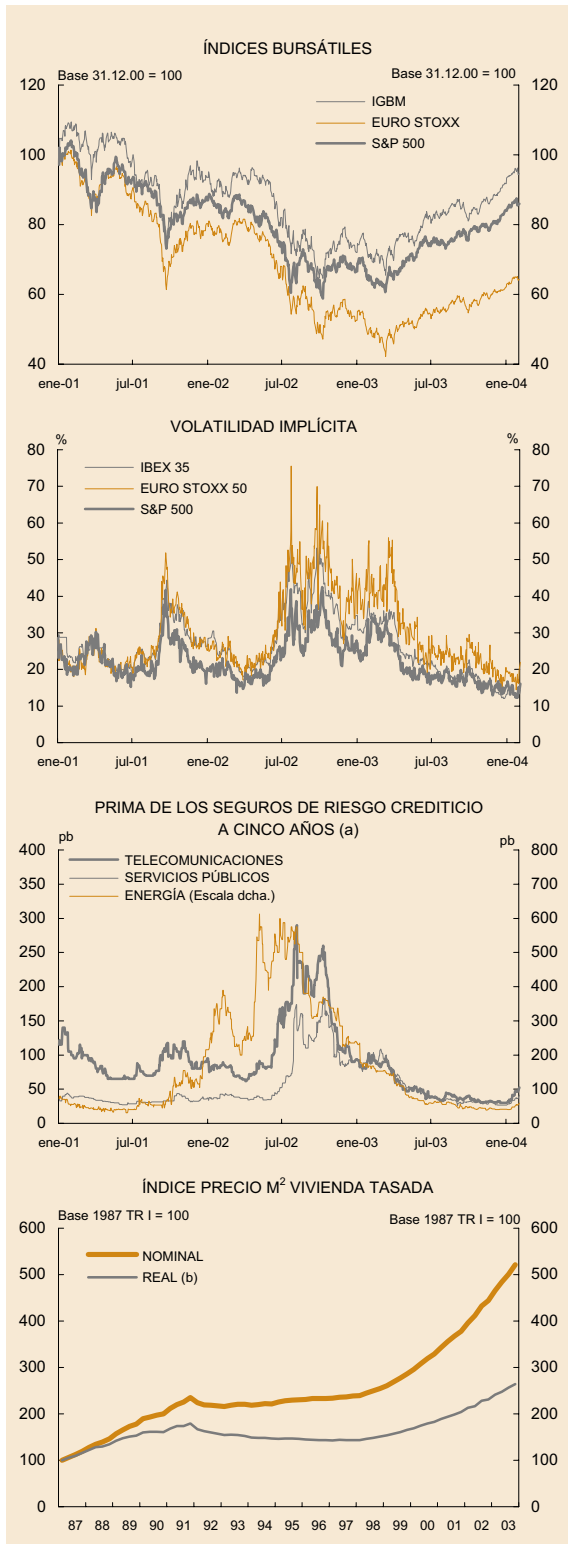
En las bolsas nacionales e internacionales las cotizaciones mantuvieron, durante la mayor parte del trimestre, la trayectoria ascendente y la reducida volatilidad observada durante el segundo semestre de 2003. La incertidumbre generada tras el ataque terrorista del 11 de marzo en Madrid provocó un episodio de inestabilidad, que se reflejó en un descenso de los índices bursátiles y un repunte de las volatilidades. No obstante, en los días posteriores los mercados tendieron a normalizarse. De este modo, a mediados de abril el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba una revalorización en el año del 9,1%, superior a la que mostraba el Euro Stoxx amplio de las bolsas del área euro (5,8%) y a la del S&P 500 de los mercados norteamericanos (1,5%).

La información más reciente del mercado de la vivienda muestra que los precios se aceleraron entre septiembre y diciembre del año pasado, al incrementarse la tasa de crecimiento interanual en 1,7 pp y situarse en el 17,3%. En esta ocasión, el repunte en el ritmo de avance del valor de los activos inmobiliarios resultó, fundamentalmente, del comportamiento de este mercado en los municipios con más de 500.000 habitantes y los costeros.

En este contexto, el sector privado no financiero continuó, durante el último trimestre de 2003 y el primero de 2004, recurriendo de manera intensa al crédito para financiar una parte de sus decisiones de gasto. En el caso de las familias, la financiación recibida creció en el último mes del año pasado un 18,7% en términos interanuales, lo que supone un aumento de más de 2 pp respecto al registro de septiembre.

GRÁFICO 23

Indicadores de precios de distintos activos



Fuentes: Bloomberg, Credit Trade y Banco de España.

(a) Primas medias ponderadas por activos. El día 22.6.2003 entró en vigor un cambio en las condiciones del contrato de las empresas europeas. El nuevo contrato lleva asociado unas primas menores (en torno al 10%).

(b) Deflatado con el IPC.

Por su parte, la tasa de crecimiento de los fondos ajenos captados por las sociedades mostró un avance menor (de 0,5 pp) y se situó en el 14,2% en el mismo período. La información provisional de los primeros tres meses de 2004 apunta a una cierta aceleración del ritmo de expansión de la deuda asumida por los hogares y las empresas.

Los indicadores más recientes sobre la situación financiera de los hogares muestran que su riqueza neta continuó avanzando durante el cuarto trimestre gracias a la revalorización de los activos inmobiliarios y financieros. Sin embargo, durante el mismo período, el ahorro financiero de este sector y su ahorro bruto no destinado al servicio de la deuda mostraron una contracción, por lo que continuaron situándose en niveles reducidos. Además, la ratio de deuda sobre renta bruta disponible (RBD) siguió su trayectoria ascendente, que, a pesar del mantenimiento de los costes de la financiación, repercutió en un aumento de la carga financiera asociada. Esta se mantuvo, no obstante, en registros moderados. La información provisional de los primeros meses de 2004 apunta a un nuevo crecimiento del nivel y el coste del endeudamiento en términos de la renta de las familias.

En el caso de las sociedades, la carga financiera continuó descendiendo durante los últimos tres meses del año pasado y los resultados económicos fueron, en el conjunto de 2003, bastante favorables. Asimismo, los indicadores sintéticos de presión financiera obtenidos a partir de las empresas colaboradas con la Central de Balances (CB) apuntan también a una mejoría entre octubre y diciembre, por lo que permanecen por debajo de sus medias históricas. A esta evolución positiva habría que añadir, además, las menores necesidades de financiación externa para atender las decisiones de inversión real y financiera permanente en el extranjero. No obstante, el grado de endeudamiento agregado de las empresas aumentó durante el último trimestre de 2003, y, según los datos disponibles, también lo hizo durante el primero de 2004, por lo que sigue en niveles relativamente elevados.

En conjunto, la posición patrimonial agregada de empresas y familias no debe constituir ningún impedimento significativo para que se mantenga la fortaleza del consumo y para que adquiera mayor dinamismo la inversión productiva de las sociedades. No obstante, el elevado nivel de endeudamiento alcanzado por estos sectores significa que el margen del que disponen ambos y, en especial, las familias para continuar sustentando el gasto sobre nuevos recursos al crédito es ahora menor, por lo que

CUADRO 5

Operaciones financieras netas
(Datos acumulados de cuatro trimestres)

% del PIB

	OPERACIONES FINANCIERAS NETAS								
	1998	1999	2000	2001	2002		2003		
					IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Economía nacional	0,2	-1,0	-2,5	-2,2	-1,6	-2,1	-2,0	-2,3	-2,0
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	2,1	-0,3	-2,3	-3,4	-3,0	-3,6	-3,6	-3,7	-3,8
Sociedades no financieras	-1,1	-2,3	-3,4	-4,5	-4,5	-4,3	-4,3	-4,8	-4,6
Hogares e ISFLSH	3,3	2,0	1,1	1,1	1,5	0,7	0,7	1,1	0,8
Instituciones financieras	1,1	0,5	0,8	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	1,5
Administraciones Públicas	-3,0	-1,2	-0,9	-0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,3

Fuente: Banco de España.

la evolución de estas variables dependerá en mayor medida del comportamiento de sus rentas. Por otra parte, como ya se ha indicado en otras ocasiones, las decisiones en este ámbito serán más sensibles que en el pasado a perturbaciones adversas no anticipadas en la renta, la riqueza o el coste de financiación.

5.2. El sector de hogares

Las condiciones de financiación de los hogares continuaron siendo holgadas durante el primer trimestre de 2004. Así, el tipo de interés aplicado por las entidades en los créditos para la adquisición de vivienda se elevó ligeramente, hasta el 3,51%, en febrero, 5 pb por encima del nivel de finales del año pasado, mientras que el correspondiente a los préstamos al consumo y otras finalidades se redujo durante el mismo período en 14 pb, hasta alcanzar el 6,26%. No obstante, las previsiones de las entidades, recogidas en la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del último trimestre de 2003, indicaban que las condiciones globales de oferta serían, entre enero y marzo de 2004, algo más restrictivas en el caso de la financiación a la vivienda, y similares en el de los destinados al consumo y otros fines.

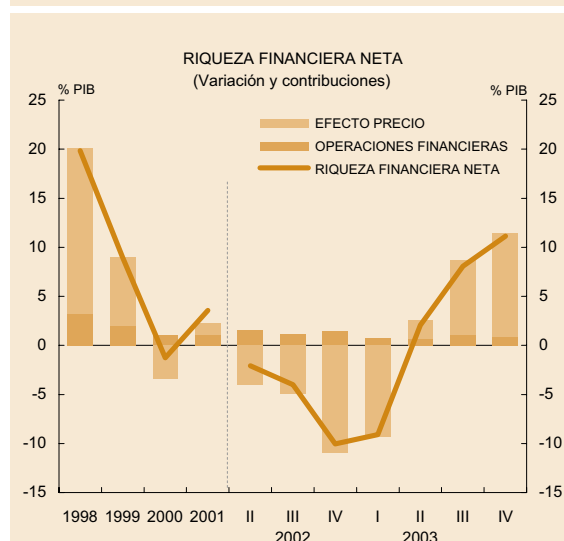
La financiación obtenida por el sector mostró, durante el último trimestre del año pasado, un aumento de más de 2 pp en su tasa de crecimiento interanual, hasta situarse en el 18,7% (véase cuadro 6). En términos acumulados de doce meses, los nuevos fondos obtenidos representaron el 10% del PIB, 1,6 pp por encima del registro de septiembre. Este ascenso fue el resultado neto de una aceleración del crédito para la adquisición de vivienda y de una dismi-

nución del ritmo de expansión del destinado a consumo y otros fines. La información provisional correspondiente a los tres primeros meses de 2004 apunta a un mantenimiento de esta pauta de avance de la deuda de las familias.

En relación con sus decisiones de cartera, la adquisición de activos financieros por parte de los hogares se situó, en diciembre, en el 10,8% del PIB en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 6). Por instrumentos, se observó una mayor preferencia por los más líquidos, recogidos en los medios de pago, y los fondos de inversión, si bien en este último

GRÁFICO 24

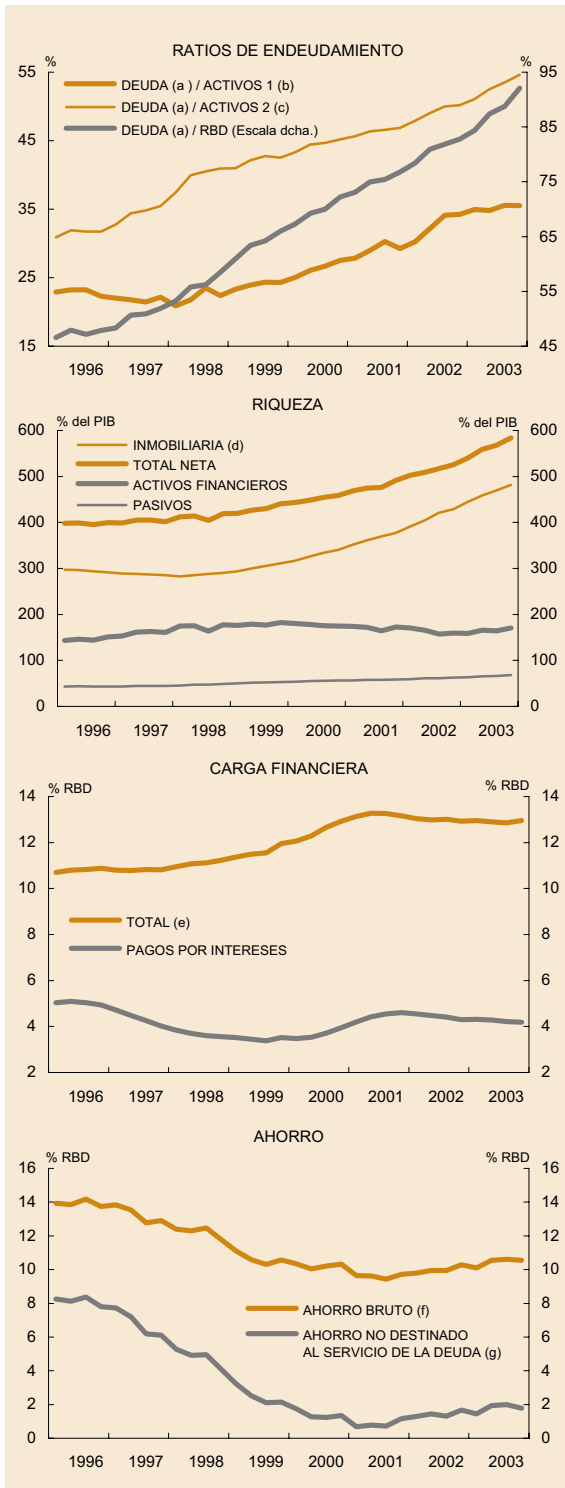
Hogares e ISFLSH
(Datos acumulados de cuatro trimestres)



Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 25

Indicadores de posición patrimonial de los hogares e ISFLSH

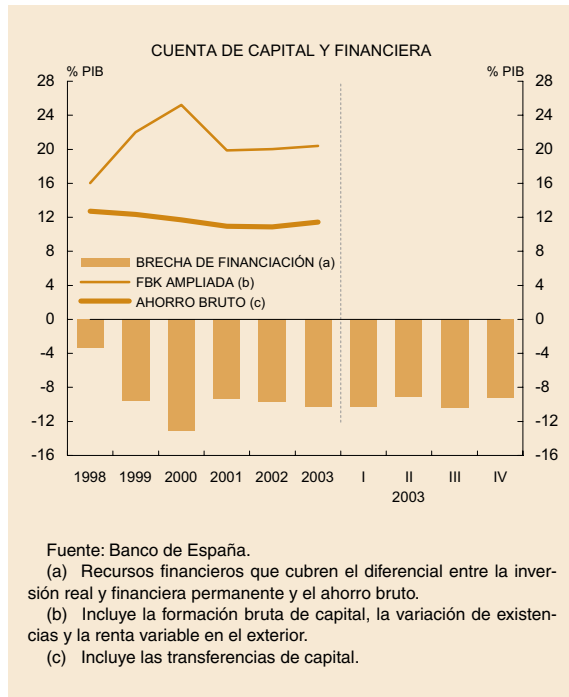


Fuente: Banco de España.

- (a) Incluye crédito bancario y titulación.
- (b) Activos 1 = Total de activos financieros - la rúbrica de «Otros».
- (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 m².
- (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.

GRÁFICO 26

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



Fuente: Banco de España.

- (a) Recursos financieros que cubren el diferencial entre la inversión real y financiera permanente y el ahorro bruto.
- (b) Incluye la formación bruta de capital, la variación de existencias y la renta variable en el exterior.
- (c) Incluye las transferencias de capital.

caso, con una composición diferente a la del trimestre anterior. Así, en términos acumulados, las suscripciones netas de FIM aumentaron en 0,6 pp, hasta el 1,8% del PIB, mientras que las de los FIAMM se redujeron en 0,3 pp y supusieron el 0,6% del PIB, comportamiento que ha venido propiciado por los reducidos tipos de interés y la evolución favorable de los mercados de renta variable. Este mismo factor ha podido también contribuir a la ligera recuperación de la adquisición de acciones y participaciones.

El ascenso de las cotizaciones bursátiles y la revalorización de la vivienda fueron mayores que el incremento de los pasivos del sector, por lo que su riqueza neta continuó creciendo (véanse gráficos 24 y 25). Sin embargo, el ahorro financiero de los hogares se situó en el conjunto de 2003 en el 0,8% del PIB, un nivel inferior, en términos acumulados de doce meses, al de septiembre (véase cuadro 5). Asimismo, el ahorro bruto del sector no destinado al servicio de la deuda experimentó durante los últimos tres meses del año pasado un ligero retroceso —que contrasta con la recuperación que venía apreciándose en los tres últimos trimestres—, con lo que supone menos del 2% de la RBD (véase gráfico 25). Por su parte, el endeudamiento relativo de las familias experimentó un nuevo aumento, sobrepasando el 90% de la RBD. Esta evolución determinó que, a pesar de los reducidos costes de financiación, la carga financiera de los hogares experimentara un li-

CUADRO 6

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

% del PIB

	2000	2001	2002	2003		
				II TR	III TR	IV TR
HOGARES E ISFLSH:						
Operaciones financieras (activos)	9,4	7,9	9,0	8,7	9,4	10,8
Medios de pago	0,9	1,2	3,9	3,7	4,2	4,7
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	5,9	3,4	1,5	0,2	-0,1	0,1
Acciones y otras participaciones (b)	1,4	-0,1	0,9	0,4	0,4	0,7
Fondos de inversión	-3,2	0,8	0,2	1,3	2,0	2,3
<i>FIAMM</i>	<i>-1,2</i>	<i>1,3</i>	<i>0,7</i>	<i>0,7</i>	<i>0,9</i>	<i>0,6</i>
<i>FIM</i>	<i>-2,0</i>	<i>-0,5</i>	<i>-0,5</i>	<i>0,6</i>	<i>1,2</i>	<i>1,8</i>
Reservas técnicas de seguros	3,3	2,6	2,6	2,5	2,4	2,1
De las cuales:						
<i>Seguros de vida</i>	<i>1,9</i>	<i>1,4</i>	<i>1,5</i>	<i>1,3</i>	<i>1,2</i>	<i>0,5</i>
<i>Fondos de pensiones</i>	<i>1,1</i>	<i>0,9</i>	<i>0,9</i>	<i>0,8</i>	<i>0,7</i>	<i>0,9</i>
Resto	1,1	0,0	-0,1	0,6	0,6	1,0
Operaciones financieras (pasivos)	8,3	6,8	7,5	7,9	8,4	10,0
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	7,0	5,4	7,2	7,8	8,1	9,4
Créditos para adquisición de vivienda (c)	5,4	4,8	5,2	5,4	5,6	7,2
Créditos para consumo y otros fines (c)	1,6	0,6	2,1	2,5	2,5	2,1
Resto	1,3	1,3	0,3	0,2	0,2	0,7
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	25,9	16,7	16,4	18,3	17,5	17,2
Medios de pago	0,9	1,7	1,6	1,4	1,3	0,9
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	0,5	0,4	1,5	1,0	1,4	1,3
Acciones y otras participaciones	13,4	6,4	7,0	7,1	7,1	6,7
De las cuales:						
<i>Frente al resto del mundo</i>	<i>9,7</i>	<i>4,7</i>	<i>5,3</i>	<i>4,8</i>	<i>5,6</i>	<i>4,6</i>
Resto	11,0	8,3	6,3	8,7	7,6	8,3
Operaciones financieras (pasivos)	29,2	21,3	20,9	22,6	22,2	21,8
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	7,5	6,5	6,3	7,3	7,0	7,1
Préstamos exteriores	3,5	4,0	3,0	1,9	2,7	2,8
Valores de renta fija (a)	-1,2	0,0	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2
Acciones y otras participaciones	12,8	5,3	6,0	6,6	6,5	5,1
Resto	6,6	5,4	6,0	7,1	6,3	7,0
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Financiación (d)	18,1	15,6	14,3	14,4	14,9	16,1
Hogares e ISFLSH	17,3	12,4	15,7	16,1	16,6	18,7
Sociedades no financieras	18,7	18,1	13,3	13,1	13,7	14,2

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.

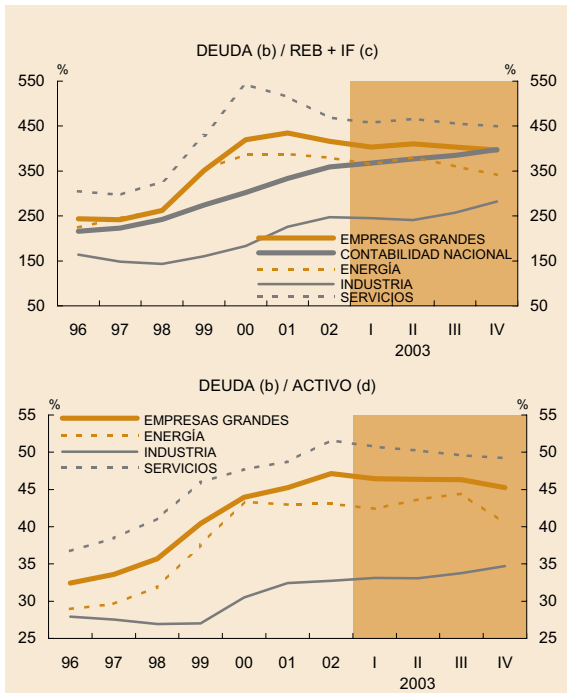
gero incremento, si bien continúa siendo relativamente moderada.

En conjunto, la posición patrimonial agregada del sector no representa a corto y medio plazo una restricción para el dinamismo del consumo y la inversión residencial. No obstan-

te, el bajo nivel que presenta el ahorro no destinado al servicio de la deuda implica que el colchón del que dispone el sector para hacer frente a un hipotético cambio adverso en su riqueza, en su renta o en el coste de financiación sin modificar sus decisiones de gasto es ahora menor que en el pasado. Además, como se ha señala-

GRÁFICO 27

Ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras (a)



Fuente: Banco de España.

(a) El cálculo de todas las series, excepto «Contabilidad Nacional», se realiza con información de la Central de Balances. Hasta 2002, la información procede de la Central de Balances Anual. Desde esa fecha en adelante, los indicadores se han estimado a partir de la evolución de la Central de Balances Trimestral.

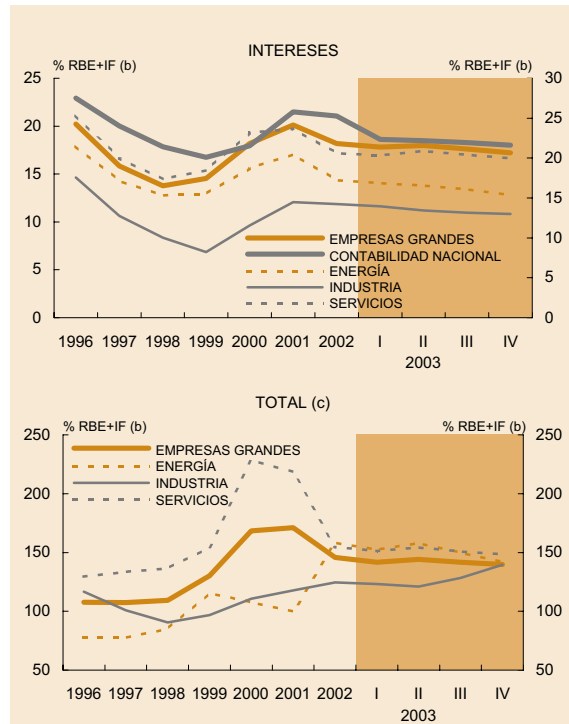
(b) Recursos ajenos con coste.

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

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

GRÁFICO 28

Carga financiera de las sociedades no financieras (a)



Fuente: Banco de España.

(a) El cálculo de todas las series, excepto «Contabilidad Nacional», se realiza con información de la Central de Balances. Hasta 2002, 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.

do otras veces, el impacto de dichas perturbaciones sería mayor en un contexto como el actual, de elevado endeudamiento. En esta misma línea, la información disponible a nivel microeconómico procedente de la Encuesta de Presupuestos Familiares muestra que un porcentaje creciente de familias experimenta dificultades para ahorrar, por lo que la proporción de hogares en situación de mayor vulnerabilidad frente a cambios desfavorables en el entorno macroeconómico habría crecido.

5.3. El sector de sociedades no financieras

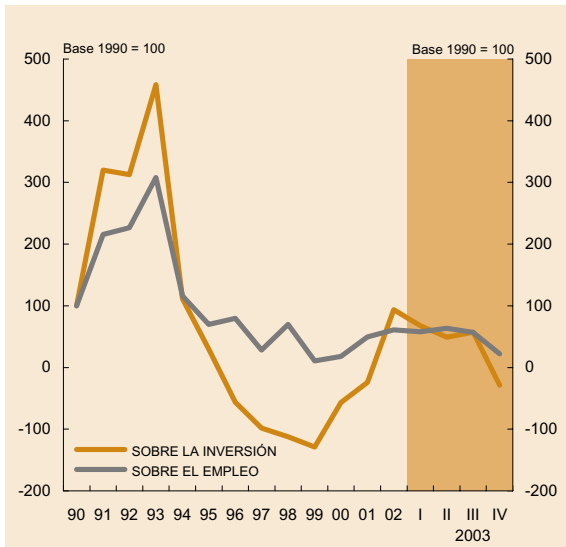
Las condiciones de financiación de las sociedades continuaron siendo holgadas durante el primer trimestre de 2004. Así, los tipos de interés crediticios se mantuvieron en torno a los niveles reducidos alcanzados a lo largo del año anterior. Concretamente, el tipo de interés de los créditos de hasta un millón de euros se situó en febrero en el 4,22% (4,25% en diciembre), mientras que el de aquellos de un importe

superior se redujo hasta el 3,27% (13 pb menos que en diciembre). Por su parte, las primas de riesgo exigidas a la financiación empresarial experimentaron un ligero ascenso, aunque inferior a la reducción de las rentabilidades de la deuda pública, por lo que el coste medio de financiación con valores de renta fija continúa siendo moderado. Del mismo modo, las condiciones para la obtención de fondos en los mercados de renta variable siguieron mejorando, en general, gracias al incremento de las cotizaciones bursátiles y la reducción de la volatilidad.

Durante el cuarto trimestre de 2003, el volumen de las operaciones de pasivo se situó, en términos acumulados de doce meses, en el 21,8% del PIB, cuatro décimas por debajo del registro de septiembre (véase cuadro 6). Por componentes, la financiación ajena con coste incrementó ligeramente su tasa de avance interanual, hasta el 14,2%, y la información provisional correspondiente a los tres primeros meses de 2004 apunta a una continuidad de esta mis-

GRÁFICO 29

Indicadores sintéticos de presión financiera sobre las sociedades (a)



Fuente: Banco de España.
 (a) Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la de referencia.

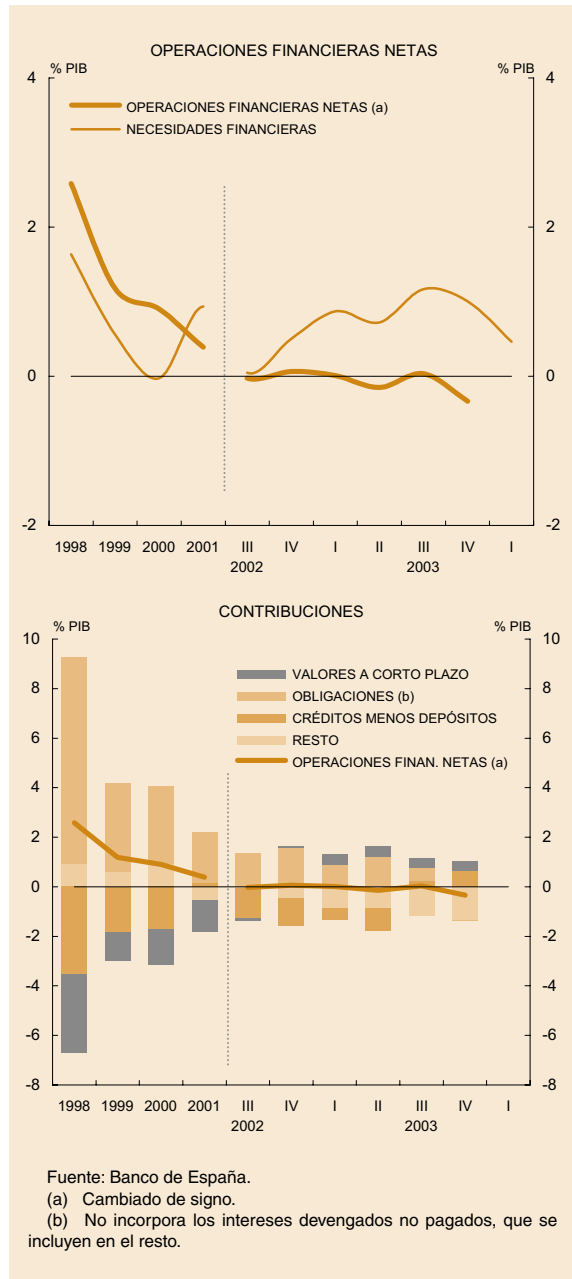
ma tendencia. Los recursos obtenidos por esta vía entre octubre y diciembre del año pasado representaron, en términos acumulados de doce meses, el 9,7% del PIB, un nivel ligeramente superior al de septiembre, con una composición por instrumentos muy similar. Por su parte, los recursos captados por las sociedades a través de la emisión de acciones y participaciones equivalieron al 5,1% del PIB, lo que significa una reducción de un 1,4 pp en relación con el trimestre anterior.

Por actividades productivas, el crédito bancario mostró, durante el cuarto trimestre, una desaceleración en la mayoría de ellas, con la principal excepción de los servicios no inmobiliarios. Esta tendencia no impidió que el crédito relacionado con la construcción y los servicios inmobiliarios continuase experimentando elevadas tasas de expansión. Por su parte, el dirigido a la industria experimentó una clara atonía vinculada, probablemente, con el escaso dinamismo de la inversión realizada por dicho sector.

En cuanto a las operaciones de adquisición de activos financieros por parte de las sociedades no financieras, durante los últimos tres meses del año pasado, al igual que ocurrió en el trimestre previo, se redujeron, y, en términos acumulados de doce meses, la inversión financiera quedó situada en el 17,2% del PIB (véase cuadro 6). Por componentes, lo más destacado fue el descenso del porcentaje de PIB que representaron tanto los medios de pago como la

GRÁFICO 30

Administraciones Públicas (Datos acumulados de cuatro trimestres)



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

adquisición de acciones y otras participaciones, en este último caso como resultado neto del aumento de las nacionales y la contracción en las exteriores.

Las necesidades de financiación de las sociedades entre octubre y diciembre representaron, en términos acumulados de doce meses, el 4,6% del PIB, ligeramente por debajo de las correspondientes al trimestre anterior (véase cuadro 5). Por su parte, la brecha de financiación, que recoge los recursos externos necesarios para llevar a cabo la inversión real

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

% del PIB

	2000	2001	2002	2003		
				II TR	III TR	IV TR
Operaciones financieras netas	-2,5	-2,2	-1,6	-2,0	-2,3	-2,0
Operaciones financieras (activos)	24,5	12,2	13,8	14,1	15,4	13,9
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	2,8	-2,7	3,5	2,8	0,7	1,1
Sistema crediticio	2,5	-2,7	2,0	1,6	-0,4	0,2
Otros sectores residentes	0,4	0,0	1,5	1,2	1,1	0,9
Valores distintos de acciones	3,9	7,2	4,3	5,5	7,8	7,1
Sistema crediticio	-0,3	2,0	0,5	1,9	4,1	3,7
Otros sectores residentes	4,2	5,2	3,8	3,5	3,8	3,4
Acciones y otras participaciones	15,0	5,2	5,3	4,6	6,0	4,8
Sistema crediticio	1,8	0,0	0,2	-0,4	-0,3	-1,1
Otros sectores residentes	13,2	5,2	5,2	4,9	6,3	5,9
De los cuales:						
Sociedades no financieras	9,7	4,7	5,3	4,8	5,6	4,6
Créditos	2,7	2,5	0,6	1,3	0,9	1,0
Sistema crediticio	0,5	0,8	0,1	0,2	0,3	0,3
Otros sectores residentes	2,1	1,7	0,5	1,1	0,6	0,7
Operaciones financieras (pasivos)	26,9	14,4	15,4	16,1	17,7	15,9
Depósitos	6,7	2,8	4,4	4,5	6,5	7,6
De los cuales:						
Sistema crediticio	6,8	2,8	4,4	4,5	6,4	7,5
Valores distintos de acciones	7,2	3,2	4,5	5,3	4,5	5,6
Sistema crediticio	0,7	0,6	1,4	2,8	3,0	3,7
Administraciones Públicas	5,8	1,6	1,2	0,4	-0,9	-1,0
Otros sectores residentes	0,6	0,9	1,8	2,1	2,4	3,0
Acciones y otras participaciones	9,4	4,6	4,2	4,6	4,3	0,9
Sistema crediticio	1,8	0,5	0,1	-0,1	0,0	-0,2
Otros sectores residentes	7,7	4,1	4,1	4,6	4,4	1,1
Créditos	4,1	4,3	3,5	2,4	3,0	3,2
Administraciones Públicas	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1
Otros sectores residentes	4,1	4,3	3,4	2,5	3,1	3,3
Otros neto (a)	-0,5	-0,5	-1,1	-0,8	-0,7	-1,3

Fuente: Banco de España.

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

y financiera permanente, se contrajo durante el mismo período en más de un punto porcentual, situándose en el 9,3% del PIB (véase gráfico 26).

Las ratios de endeudamiento de las empresas no financieras aumentaron ligeramente entre septiembre y diciembre del año pasado, y los datos provisionales del primer trimestre de 2004 apuntan hacia nuevos ascensos (véase

gráfico 27). Este comportamiento, según la información de la Central de Balances (CB) correspondiente al cuarto trimestre, no fue homogéneo en las distintas empresas, ya que en algún caso, como en el de las de mayor tamaño, el endeudamiento continuó reduciéndose. Por su parte, la carga financiera por intereses mostró en todos los sectores la misma pauta decreciente observada en trimestres anteriores, como reflejo de los bajos costes de financiación

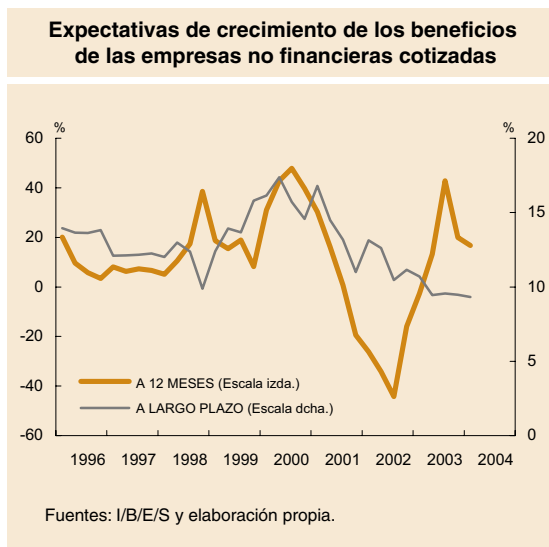
Evolución de las expectativas de beneficios empresariales

Uno de los factores que influye en mayor medida sobre las decisiones de inversión de las sociedades son las expectativas de rentabilidad de los empresarios. Para medirlas, una fuente habitualmente utilizada es la encuesta a analistas bursátiles sobre compañías cotizadas que elabora el Institutional Brokers Estimate System (I/B/E/S), que incluye información individual, sectorial y de algunos agregados nacionales sobre los beneficios esperados a corto y a largo plazo (1). En el gráfico adjunto, se muestran las tasas anuales de crecimiento de los beneficios esperados a corto y a largo plazo en el caso de las empresas españolas (2).

Como puede observarse, a mediados de 2000 tuvo lugar un empeoramiento de las expectativas, especialmente notable en las de corto plazo, cuya variación interanual llegó a alcanzar valores negativos. La ralentización económica internacional y el contexto de mayor incertidumbre durante dicho período explican probablemente este comportamiento. A partir de 2002 se produjo, en cambio, una recuperación del crecimiento previsto de los resultados empresariales a corto plazo, hasta situarse, de nuevo, en registros positivos en 2003. Esta recuperación fue, además, generalizada, ya que afectó a todas las ramas, aunque resultó particularmente destacable en aquellas, como la tecnológica o la de energía, en las que el deterioro previo fue más intenso.

Esta mejoría todavía no se ha trasladado, sin embargo, a las expectativas a más largo plazo, que continuaron deteriorándose, aunque durante los últimos trimestres de 2003 parece haberse detenido la trayectoria descendente. De este modo, el crecimiento esperado de los beneficios a dicho horizonte se sitúa actualmente en valores históricamente reducidos. En consecuencia, a pesar del comportamiento favorable tanto de los resultados de las sociedades españolas publicados como de sus beneficios previstos para los próximos meses, la rentabilidad esperada a más largo plazo no ha mostrado todavía síntomas claros de recuperación, lo que podría ser una de las causas que están frenando las decisiones de gasto del sector empresarial. En este contexto, la reducción de las incertidumbres actualmente existentes, la consolidación de un entorno de mayor actividad económica internacional y la profundización de ciertas reformas estructurales parecen configurarse como los principales factores que podrían propiciar una revisión al alza de los beneficios anticipados y, con ello, una más rápida materialización de las favorables perspectivas para la inversión productiva que se deducen de la holgura de las condiciones financieras a las que se enfrenta este sector.

(1) Por corto plazo se entiende un horizonte de doce meses. En el largo plazo el horizonte no está definido explícitamente.
 (2) Más concretamente, se presentan las correspondientes medias ponderadas por capitalización de los datos sectoriales.



(véase gráfico 28). Si se añade la deuda a corto plazo a los intereses, el indicador de carga financiera resultante mostró también una ligera reducción en el cuarto trimestre en todos los sectores a excepción del industrial.

Por lo que se refiere a los resultados económicos de las sociedades, estos tuvieron, según la CB, una evolución muy favorable durante 2003. Así, el resultado ordinario neto, que excluye ingresos y gastos extraordinarios, se incrementó un 15,9% para el conjunto de empresas colaboradoras, muy por encima del 1,2% registrado en 2002. Además, esta mejoría fue bastante generalizada por sectores, con la excepción de la industria, que presentó durante ese período un crecimiento de sus resultados prácticamente nulo. Esta evolución determinó

una recuperación de la rentabilidad ordinaria de los recursos propios, que se situó en el 12,1%. Por su parte, las expectativas a corto plazo de los analistas sobre los beneficios de las empresas cotizadas mostraron a lo largo de 2003 una recuperación, que, sin embargo, no parece haberse trasladado a las relativas a plazos más largos (véase recuadro 3).

Como resultado de la evolución de las variables anteriores, los indicadores sintéticos agregados de presión financiera sobre la inversión y el empleo obtenidos a partir de la información de la CB mostraron un descenso durante el cuarto trimestre de 2003, de modo que continúan en niveles históricamente reducidos (véase gráfico 29).

En resumen, la situación patrimonial agregada de las empresas continúa siendo sólida,

CUADRO 8

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

% del PIB

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Economía nacional	-29,4	-30,0	-26,6	-27,5	-31,7	-38,6
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-17,8	-17,7	-9,8	-10,5	-12,2	-15,0
Sociedades no financieras	-23,7	-24,4	-17,1	-17,9	-20,0	-23,9
Hogares e ISFLSH	5,9	6,7	7,3	7,4	7,8	8,9
Instituciones financieras	6,3	8,1	8,2	8,4	6,3	-1,7
Instituciones de crédito (b)	-5,4	-7,5	-11,6	-13,9	-14,5	-22,2
Inversores institucionales (c)	12,0	16,3	20,8	24,2	24,4	26,8
Resto de instituciones financieras	-0,4	-0,6	-0,9	-1,8	-3,6	-6,3
Administraciones Públicas	-17,9	-20,5	-25,1	-25,4	-25,8	-21,8

Fuente: Banco de España.

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

(b) Definido según la 1ª Directiva bancaria.

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

lo que, junto con la mejoría de las expectativas de beneficios a corto plazo, significa que las condiciones son favorables para la recuperación de la inversión productiva. No obstante, la evolución de esta variable dependerá también de hasta qué punto el ajuste de los balances llevado a cabo por algunas empresas con elevados niveles de deuda, como las de mayor tamaño, se haya o no completado y de las expectativas de beneficios a largo plazo que, como se ha señalado, no muestran todavía signos de recuperación. En todo caso, al igual que ocurre con los hogares, el elevado grado de endeudamiento alcanzado implica que la sensibilidad de las decisiones de gasto y de demanda de empleo a perturbaciones no anticipadas en el coste de financiación o en los resultados es mayor que en el pasado.

5.4. Las Administraciones Públicas

Entre octubre y diciembre de 2003 el saldo de las operaciones financieras netas de las AAPP fue negativo, aunque, en términos acumulados de doce meses, se situó en el 0,3% del PIB, ligeramente por encima del observado en el trimestre anterior (véase gráfico 30).

En dicho período, la emisión neta de valores negociables por parte de las AAPP fue positiva, tanto en instrumentos a corto plazo (125 millones de euros) como a largo plazo (223 millones de euros). Además, los depósitos netos experimentaron una disminución en su saldo de 891 millones durante el mismo período. Esta evolución no impidió que, en términos acumulados

de doce meses, la emisión neta de valores negociables se redujera significativamente, hasta el 0,4% del PIB, como resultado de la menor aportación de los fondos procedentes de valores a medio y largo plazo y del mantenimiento de la contribución correspondiente a las emisiones a corto plazo.

La información provisional para el primer trimestre de 2004, evaluada de acuerdo con las *necesidades financieras*, que recogen la apelación de las AAPP a los mercados financieros y constituyen un indicador adelantado del ahorro del sector, apunta hacia un descenso, en términos de acumulados de doce meses, de los requerimientos de fondos. Respecto al desglose por instrumentos, se aprecia cierta recuperación de los pasivos a largo plazo junto con una disminución de los de corto plazo.

5.5. El resto del mundo

El saldo deudor de las operaciones financieras de la nación se redujo entre octubre y diciembre de 2003 y se situó, en términos acumulados de doce meses, en el 2% del PIB, tres décimas menos que en el trimestre anterior. Esta evolución fue el resultado del mayor ahorro de las Administraciones Públicas y de las instituciones financieras, que superó el crecimiento del desahorro del sector privado no financiero. Los flujos de activos y pasivos, en términos acumulados de doce meses, volvieron a disminuir en el cuarto trimestre, tras la recuperación experimentada entre junio y septiembre.

La adquisición neta de activos exteriores se contrajo hasta el 13,9% del PIB en términos acumulados de doce meses, frente al 15,4% del trimestre previo (véase cuadro 7). Esta evolución resultó de un descenso de los flujos materializados en valores mobiliarios, tanto de renta fija como de renta variable, que no fue compensado por los incrementos en el resto de partidas. Según la información provisional de Balanza de Pagos, durante el conjunto del 2003, la inversión en el extranjero de carácter permanente, inversión directa, se contrajo en casi un 40% respecto al año anterior, mientras que la inversión en cartera en el exterior se aceleró con respecto a 2002.

Por el lado de los pasivos, los flujos netos alcanzaron, en términos acumulados de doce meses, el 15,9% del PIB, 1,8 pp menos que en

el trimestre previo. Por instrumentos, la mayoría de rúbricas mostró aumentos, que fueron, no obstante, por un importe conjunto inferior a la notable disminución experimentada por los flujos materializados en acciones y otras participaciones. De acuerdo con la Balanza de Pagos, la inversión directa del exterior en España se redujo casi un 40% durante el conjunto del año 2003.

Finalmente, de acuerdo con la información provisional disponible, la posición deudora de la economía española frente al exterior alcanzó, a finales de 2003, el 38,6% del PIB, lo que supone un deterioro de 6,9 puntos porcentuales frente a la situación de diciembre de 2002 (véase cuadro 8).

28.04.2004.