

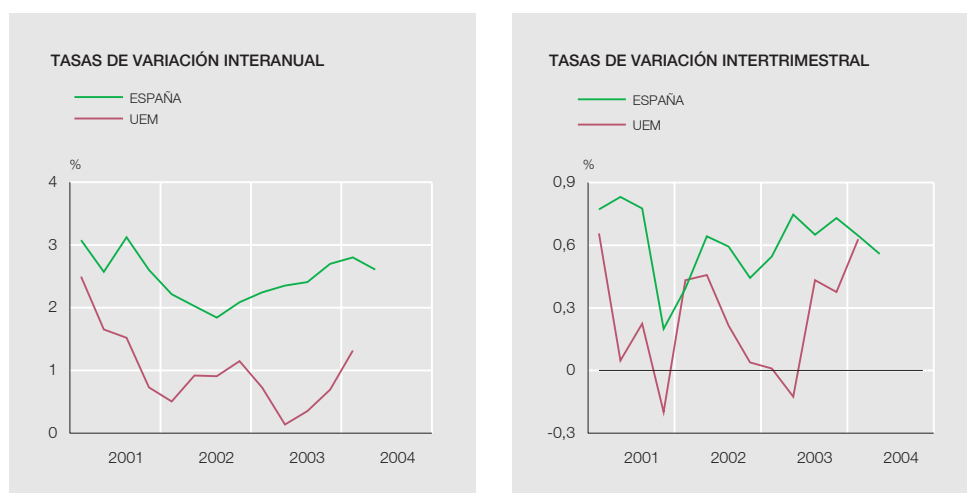
# INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

## 1 Rasgos básicos

El crecimiento de la economía mundial ha tendido a generalizarse a medida que transcurre el año 2004. El impulso procedente de Estados Unidos y otras regiones del centro y este de Asia ha ido extendiéndose, de manera gradual, a la mayoría de los países europeos y a América Latina, a pesar de que las tensiones geopolíticas, el alza del precio del crudo de petróleo y los desequilibrios que arrastran algunas economías crean alguna incertidumbre sobre la continuidad e intensidad de este proceso, en un momento en el que se han producido los primeros síntomas de un cambio de signo en el tono de la política monetaria norteamericana.

En este entorno, la economía española ha mantenido un ritmo de crecimiento que no difiere sustancialmente del avanzado por el INE para el primer trimestre del año. En concreto, se estima que la tasa de aumento del producto interior bruto (PIB) real durante el segundo trimestre de 2004 ha sido del 0,6%, en términos intertrimestrales, igual que en el período inmediatamente precedente, mientras que la tasa interanual se ha desacelerado modestamente, hasta el 2,6%, dos décimas menos que en los tres primeros meses del año. Ha sido la demanda exterior neta real la que ha moderado el ritmo de crecimiento interanual del producto, al restarle 1,4 puntos porcentuales (pp), casi medio punto más que en el primer trimestre del ejercicio. La demanda interna, por su parte, sigue dando muestras de una notable estabilidad. De hecho, si se excluye la variación de existencias, su ritmo de crecimiento interanual durante el segundo trimestre podría repetir el valor del 3,5% registrado tres meses antes, cifra que no difiere, apenas, de la alcanzada en el promedio de 2003 (3,3%). Si se tiene en cuenta la variación de *stock*, el incremento de la demanda interna en el segundo trimestre de 2004 se habría acentuado ligeramente. Lo más relevante en la evolución de este agregado ha sido el cambio que comienza a percibirse en su composición, con un mayor vigor de la inversión en bienes de equipo que no resta protagonismo a la fortaleza de la inversión en construcción y del consumo, esta última algo más atenuada. El escaso dinamismo de las exportaciones de mercancías ha hecho que la recuperación de la actividad industrial no alcance la intensidad esperada, mientras que es posible que el empleo haya moderado en una o dos décimas su tasa de avance, en línea con los resultados de la Encuesta de Población Activa (EPA), que acaba de conocerse. El incremento de los precios de consumo, en fin, se situó, el pasado mes de junio, en el 3,5%, siguiendo el tirón de los precios de la energía y de los alimentos elaborados, principalmente. Esta cota, que debería tender a moderarse en los próximos meses, ha situado el diferencial con la zona del euro en 1,1 pp.

Lo más señalado en el panorama internacional reciente —además de la extensión del clima expansivo ya mencionado— ha sido el aumento experimentado por los tipos de interés en Estados Unidos, el pasado mes de junio. Con la subida del tipo objetivo hasta el 1,25%, la Reserva Federal ha puesto fin a un largo período de descensos continuados en los tipos de los fondos federales. Aunque ni la magnitud del cambio —de 25 puntos básicos (pb)— ni el nivel de los tipos de interés (los tipos reales siguen siendo considerablemente negativos) suponen un giro sustancial en las condiciones monetarias de la economía norteamericana, la decisión fue recibida por los mercados como una señal de que, en un contexto de crecimiento elevado y olvidados ya los riesgos deflacionistas, los tipos de interés deberían ir adaptándose, paulatinamente, a las nuevas circunstancias de la economía. El aumento de tipos se trasladó a los plazos más largos, con mayor intensidad, al principio, y de forma algo más atenuada, después, en respuesta a algunos datos menos favorables sobre la evolución de la economía, en la que, en realidad, no se aprecian cambios sustanciales.



FUENTES: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

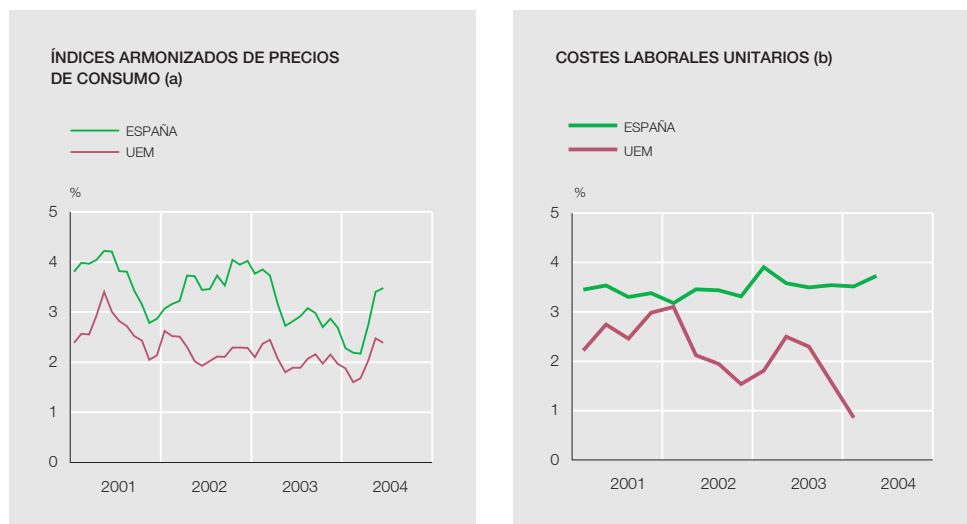
a. Series ajustadas de estacionalidad.

Los datos sobre la evolución del empleo, que es una de las variables que se sigue con mayor atención, parece que se mantienen firmes y el aumento de la productividad continúa siendo elevado, lo que atenúa el riesgo de que lleguen a producirse tensiones inflacionistas, a pesar de que la tasa de aumento de los precios de consumo se ha situado en el 3,3%, en respuesta, sobre todo, a la presión de los precios energéticos. Este aumento de la inflación puede haber restado algún dinamismo a los indicadores de consumo. El tipo de cambio del dólar, por último, se ha mantenido estable, con ligeras fluctuaciones, aunque en las últimas semanas se ha producido un movimiento depreciatorio más pronunciado.

La zona del centro y este de Asia es uno de los mayores focos de expansión en la actual coyuntura internacional, aunque su impacto se reparte con distinta intensidad entre los mercados. Japón es una de las economías más favorecidas, con lo que su crecimiento se ha revisado al alza, sin que acaben de desaparecer las tendencias deflacionistas. La economía china, por su parte, se ha desacelerado ligeramente, como consecuencia, quizás, de las políticas adoptadas para tratar de encauzar un ritmo de crecimiento excesivo, que estaba desencadenando numerosos desequilibrios.

La mayoría de países del este de Europa, incluidos los de reciente incorporación a la UE, participan de este clima expansivo, así como de algunos de los desequilibrios inflacionistas. Lo mismo ocurre en América Latina, que se ha visto favorecida, en algún caso, por las alzas que habían experimentado los precios de las materias primas. Estas, sin embargo, han empezado a remitir, con la excepción de los productos petrolíferos. Las condiciones de estabilidad financiera en la que se desenvuelven los mercados internacionales y las altas tasas de crecimiento que han llegado a registrar muchas economías latinoamericanas han permitido que revierta el notable repunte que estaban experimentando los diferenciales de la deuda soberana al comienzo del trimestre, al hilo de las expectativas de subidas de tipos de interés en Estados Unidos.

Los datos recientes sobre la evolución de las economías de la zona del euro resultan esperanzadores, aunque no acaban de despejar las dudas sobre la firmeza que pueda alcanzar la fase de recuperación actual. Después de los resultados tan favorables de las cuentas nacionales del primer trimestre, los indicadores últimos proporcionan señales diversas, aunque se espera que la tasa de crecimiento del segundo trimestre sea del orden del 0,5%, en términos intertri-



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo e Instituto Nacional de Estadística.

- a. Tasas de variación interanual. Hasta diciembre de 2001, las tasas corresponden a las publicadas en esa fecha.
- b. Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

mestres. A pesar del bajo nivel de los tipos de interés, el escaso dinamismo del empleo, la relativa atonía de las bolsas de valores y el reducido nivel de confianza de los consumidores limitan el aumento del consumo, sobre todo en algunas economías que, como la alemana, siguen basando su incipiente expansión en la notable aportación de la demanda externa. Otros países, sin embargo, no acaban de verse favorecidos por la recuperación de los flujos comerciales, dado el bajo tono que aún mantiene el comercio intracomunitario. Las principales dudas se extienden al comportamiento de la inversión empresarial. Los datos del primer trimestre se vieron condicionados por los malos resultados del sector de la construcción y no se dispone, por el momento, de información más precisa. En cualquier caso, resulta significativo que mientras que la financiación recibida por los hogares ha estado aumentando a un ritmo relativamente sostenido, la dirigida a las empresas no financieras no ha dejado de desacelerarse en los meses más recientes.

La tasa de inflación del conjunto de la zona del euro se situó en el 2,4% el pasado mes de junio, esperándose que su ritmo de variación tienda a moderarse en los próximos meses, una vez que vayan remitiendo en intensidad las alzas que han experimentado los precios de los productos energéticos. De hecho, las medidas de la inflación que descuentan los componentes más variables —energía y alimentos no elaborados, que también han aumentado de forma significativa— conservan un tono más contenido. En realidad, el IPSEBENE se ha mantenido ligeramente por encima del 2% desde el comienzo del año. La desaceleración en el ritmo de variación de los precios se verá favorecida, además, por la evolución reciente de los costes laborales unitarios, que han atenuado su tasa de aumento de modo notable.

En esta situación, el tono de la política monetaria practicada por el BCE se ha mantenido estable, ante la ausencia de riesgos significativos para la estabilidad de los precios a medio plazo. No obstante, el BCE deberá permanecer vigilante ante posibles variaciones en la evolución de la actividad económica de la zona o en el grado de moderación salarial que puedan modificar esta valoración. En todo caso, los cambios en los tipos de interés que esperan los mercados en los próximos meses son muy modestos. En cuanto a la política fiscal, la principal novedad

ha sido la Sentencia del Tribunal Europeo de Justicia sobre el recurso de anulación presentado por la Comisión a las Conclusiones del Consejo ECOFIN de noviembre de 2003, sobre la aplicación del Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE) a Alemania y Francia. Esta Sentencia, al otorgar la razón a la Comisión sobre la falta de competencia del Consejo para suspender unilateralmente el PDE, y para adoptar recomendaciones al margen de las propuestas de la Comisión, refuerza la vigencia de los mecanismos actuales de disciplina fiscal de la UEM.

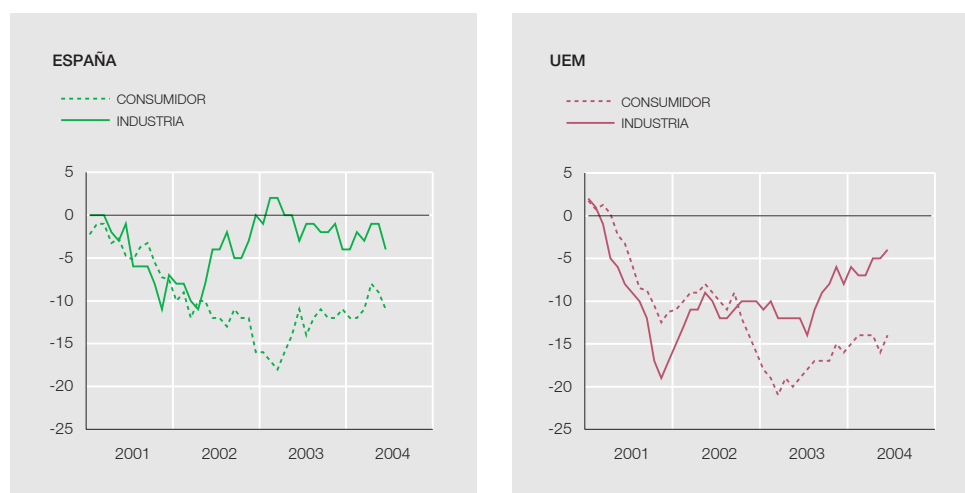
La economía española se encuentra, por tanto, a medida que avanza el año 2004, en un entorno internacional favorable —solo ensombrecido por los aumentos de los precios de los productos petrolíferos— y sigue beneficiándose de unas condiciones monetarias holgadas que estimulan el gasto de los agentes privados. Los datos sobre ejecución presupuestaria se limitan al Estado y a las operaciones de la Seguridad Social, y su interpretación es todavía compleja como consecuencia de los cambios en el calendario de algunos tributos y de los movimientos de transferencias entre las distintas Administraciones, de las que no se dispone de información, prácticamente, sobre la ejecución de sus presupuestos. En conjunto, el tono de la política fiscal podría resultar moderadamente expansivo en 2004.

En esta situación, que no difiere, apenas, de la que empezaba a definirse al comienzo del año, no se aprecian variaciones sustanciales en las pautas que marcan la evolución de las principales variables macroeconómicas, que avanzan, en muchos casos, con una notable inercia. Sin embargo, parecen vislumbrarse los primeros síntomas de algunos cambios que, de confirmarse, irían modificando la composición del crecimiento de la economía española en los próximos trimestres, a medida que los impulsos monetarios tiendan a remitir, la construcción atenúe su expansión y el crecimiento de la inversión se consolide.

El gasto de las familias, en consumo y en vivienda, ha vuelto a aumentar de forma apreciable en el segundo trimestre de 2004. La mayoría de los indicadores así lo confirman, aunque en casi todos se aprecia una tendencia hacia la moderación. La financiación recibida por los hogares continúa, no obstante, creciendo a tasas muy elevadas, sobre todo el crédito para la compra de viviendas, que alcanzó en el pasado mes de mayo un máximo del 23%; la financiación dirigida a otras actividades se encuentra, sin embargo, estabilizada en tasas relativamente elevadas. El crecimiento de la renta disponible de las familias, aunque está siendo considerable y puede que supere, incluso, al del año pasado, se ha visto recortado por el repunte de los precios de consumo y, en mucha menor medida, por la ligera desaceleración del empleo. No se espera que la tasa de ahorro vaya a recuperarse en el promedio del año, por lo que la capacidad de financiación de las familias —dado el vigor de la inversión en viviendas— puede acabar situándose en unos niveles muy reducidos. De hecho, el nivel de endeudamiento ha seguido aumentando, aunque la situación patrimonial de los hogares sigue siendo sólida, en parte como consecuencia de que el aumento de la riqueza no financiera ha compensado los movimientos vacilantes de la Bolsa.

En todo caso, el crecimiento del endeudamiento y el elevado porcentaje del ahorro que debe dedicarse al servicio de la deuda podrían condicionar en el medio plazo la expansión del consumo y la inversión del sector de los hogares, sobre todo si se produjeran aumentos significativos del coste de financiación o correcciones sustantivas en el valor de sus activos. En este sentido, los datos recientes sobre la evolución del precio de la vivienda indican el mantenimiento de tasas de crecimiento elevadas, aunque se ha producido una ligera desaceleración.

El dato más positivo de los últimos meses ha sido, sin duda, la recuperación de la inversión en bienes de equipo. Se espera que su tasa de aumento interanual supere el 5% en el segundo trimestre y que su fortaleza se vaya afianzando en el transcurso del año. La situación de las

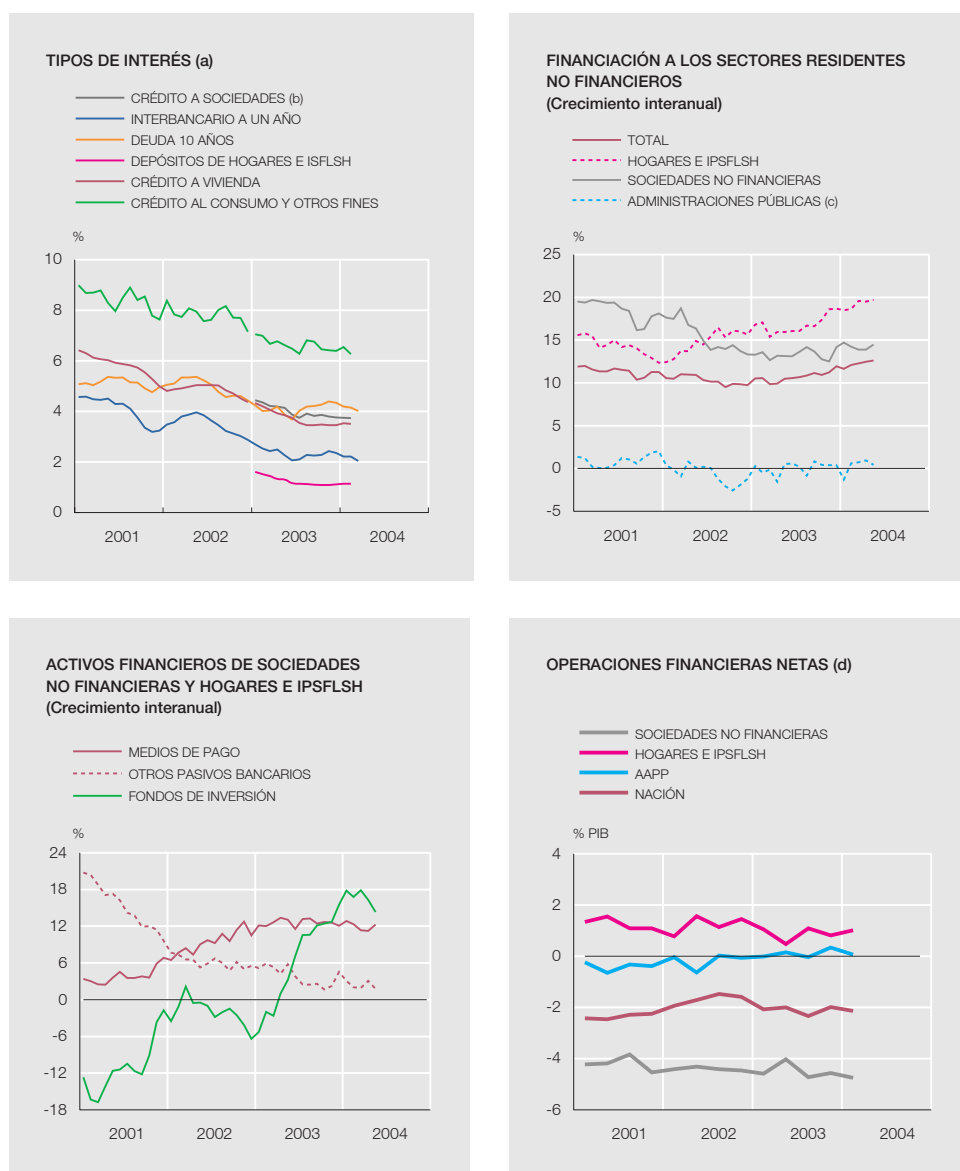


FUENTE: Comisión Europea.

empresas, una vez que parece haber concluido el proceso de saneamiento que habían emprendido algunas grandes compañías, y las expectativas favorables sobre la evolución de los beneficios son factores estimulantes que deben favorecer la recuperación. El crecimiento de la financiación concedida a las empresas se ha estabilizado y se aprecian considerables desigualdades entre los distintos sectores: el mayor dinamismo se registra en las actividades de construcción e inmobiliarias y el menor en el sector industrial. En cualquier caso, a pesar del aumento de la carga financiera que soporta el sector, esta permanece en un nivel moderado.

El comportamiento reciente de las exportaciones de bienes y servicios no se corresponde con la recuperación de los mercados internacionales. El incremento real que han registrado las exportaciones de bienes en los cinco primeros meses del año ha sido, según la información de Aduanas, del 3,8%, la mitad, aproximadamente, del aumento esperado para los mercados de exportación en el conjunto del año. Este resultado ha estado condicionado por distintos factores, como el crecimiento sorprendentemente elevado de los datos de la primera mitad del pasado ejercicio y el escaso dinamismo, hasta ahora, del mercado europeo, el destino prioritario de los productos españoles, pero no cabe descartar la presencia de algunos indicios de pérdidas de competitividad. Con todo, hay que esperar que, en los próximos meses, las exportaciones alcancen una mayor fortaleza, que aporte un empuje sostenido a la actividad y el empleo industrial, que no terminan de despegar. El modesto crecimiento previsto para las exportaciones de bienes en el segundo trimestre se ha visto acentuado, además, por los datos sobre el turismo, que han estado afectados, sin duda, por el impacto de los atentados del 11 de marzo. El notable vigor de las importaciones responde, por su parte, al impulso de la demanda y a la composición de la misma, por lo que son las compras de bienes de consumo y de equipo las que registran incrementos más abultados.

La firmeza en el ritmo de crecimiento del empleo es una de las características más destacadas de la evolución reciente de la economía española. Los indicadores disponibles para el segundo trimestre confirman que se mantiene el dinamismo en la creación de puestos de trabajo, aunque de forma algo más atenuada. La desaceleración en la tasa de variación de los ocupados, según la EPA, se ha extendido a, prácticamente, todas las ramas, aunque se ha creado empleo en la industria en el segundo trimestre, lo que no ha evitado que la variación interanual siga siendo considerablemente negativa. La continuidad en el aumento del empleo es fundamental para que las decisiones de gasto de las familias y su capacidad para hacer frente a los



FUENTE: Banco de España.

- a. Para los tipos bancarios, en enero de 2003, se produce una discontinuidad en las series por cambios en los requerimientos estadísticos de recopilación de los datos.
- b. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.
- c. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- d. Datos acumulados de cuatro trimestres.

niveles de endeudamiento se asienten en unas bases sólidas y en unas expectativas favorables sobre su futuro. Para ello, entre otros factores, los costes laborales unitarios deberían retomar el proceso de desaceleración que parece haberse interrumpido, y que ha abierto el diferencial con los países de la zona del euro de forma muy significativa, tal como refleja el gráfico 2. Los resultados de la negociación colectiva están siendo, en general, positivos, pero es importante, una vez más, que los aumentos transitorios en la tasa de inflación no se trasladen a los incrementos salariales y que estos se acomoden a los incrementos de la productividad. A su vez, dichos incrementos han de basarse en la inversión y en la eficiencia en la utilización de unos factores productivos de calidad.

En cuanto al comportamiento de los precios, el IPC alcanzó en el pasado mes de junio un incremento interanual del 3,5%, igual que el índice armonizado (IAPC). Han sido la energía y los alimentos no elaborados los que han ido marcando el comportamiento de los precios de consumo a lo largo del año y, en consonancia, la evolución del diferencial con el conjunto de países de la UEM, que está fluctuando en torno al punto porcentual. Las previsiones apuntan a una desaceleración de las tasas de variación interanual del IPC en los próximos meses, pero, para doblegar el reciente brote inflacionista, es necesario que la desaceleración se consolide y alcance la intensidad suficiente, a pesar de que puede que los precios de importación no tengan un comportamiento tan favorable como en los últimos meses —el tipo de cambio ha contribuido a atenuar, en parte, los aumentos de los precios del petróleo importado— y de que las repercusiones de las alzas en los precios energéticos no hayan acabado de transmitirse a otros sectores de la economía.

Para alcanzar una corrección permanente del diferencial que mantiene la economía española con los países de la zona del euro, los costes laborales unitarios han de desacelerarse, de forma que, como ya se ha dicho, los aumentos salariales y el crecimiento de la productividad discurren por sendas paralelas. También se deben emprender las reformas necesarias en el funcionamiento de los mercados que permitan que se modere el crecimiento de los precios de los servicios, que han estabilizado su tasa de avance, desde hace varios años, en unos niveles, superiores al 3,5%, que resultan incompatibles con la estabilidad de precios. Estas reformas habrían de extenderse, además, a los mercados de distribución de productos alimenticios, cuyos precios llevan cuatro años creciendo por encima del 4%.



## 2 El entorno exterior del área del euro

La elevación de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos en 25 pb el día 30 de junio supuso un punto de inflexión en el tono de la política monetaria en dicho país, tras un ciclo de reducciones de los tipos oficiales que se ha prolongado más de tres años. Esta decisión había sido ampliamente descontada por los mercados financieros en los meses precedentes, lo que generó durante el trimestre un incremento significativo y generalizado, aunque particularmente acusado en Estados Unidos, de los tipos de interés a largo plazo, si bien se partía desde unos niveles muy reducidos. Posteriormente, en la primera mitad del mes de julio, se registró un moderado descenso en los tipos de interés a largo plazo en los países industrializados y un ligero retroceso en los principales índices bursátiles. En las economías emergentes el ajuste de las expectativas se tradujo en un nivel reducido de emisiones de deuda y en una ampliación de los diferenciales soberanos, aunque a partir de la segunda mitad del trimestre se revirtieron una buena parte de los incrementos anteriores. En los mercados de cambios, el dólar fluctuó alrededor de 1,20 dólares por euro durante el segundo trimestre. Después de una depreciación significativa frente al euro a partir de la primera semana de julio, el dólar retornó a finales de ese mes a niveles por debajo de 1,21 dólares por euro. Por otro lado, en contraste con la caída del precio de los productos agrícolas, el precio del petróleo mantuvo una tendencia al alza en el trimestre y, tras un ligero descenso durante junio, el petróleo tipo Brent superó los 39 dólares por barril al final del mes de julio.

En Estados Unidos, tras la revisión a la baja de la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB en el primer trimestre, del 4,4% al 3,9%, el ritmo de actividad pareció moderarse algo hacia el final del segundo trimestre, a la vista de los indicadores de empleo, consumo privado y producción industrial. En el mercado de trabajo, durante junio se crearon 112.000 empleos netos, cifra menor que la esperada. A pesar de esto, la tasa de paro se mantuvo en el 5,6% en junio y desde marzo se han creado algo más de un millón de empleos netos. Por lo que respecta al consumo privado, en junio se produjo una fuerte caída de las ventas al por menor, del 1,1% mensual, aunque durante el conjunto del segundo trimestre crecieron un 7,7% en tasa interanual. No obstante, la confianza del consumidor continuó aumentando. Los datos de inversión privada de los últimos meses también fueron desfavorables, con dos caídas consecutivas de los pedidos de bienes duraderos en abril y mayo, que no fueron compensadas con el aumento del 0,7% en junio. Por el lado de la oferta, la producción industrial cayó un 0,3% mensual en junio, tras la aceleración al inicio del trimestre, aunque las encuestas de directores de compras, pese a retroceder en junio, siguen en niveles elevados. En cuanto al sector exterior, tras haber alcanzado en abril un nuevo máximo histórico, el déficit comercial se redujo ligeramente en mayo, con un aumento mensual de las exportaciones del 2,9% (17,6% interanual), superior al de las importaciones, del 0,4% (15,9% interanual). En cuanto a los precios, durante el segundo trimestre se produjo una notable aceleración: el IPC creció hasta un 3,3% interanual en junio, debido en buena parte al incremento de los precios de la energía, mientras que la tasa subyacente se situó en el 1,9%.

En Japón, los indicadores de oferta, demanda y del mercado de trabajo del segundo trimestre tienden a confirmar la consolidación de la recuperación tras la aceleración del ritmo de crecimiento del PIB hasta el 5,6% interanual en el primer trimestre. Desde la óptica de la oferta, la producción industrial creció un 4,6% interanual en mayo y también destacaron el crecimiento de los pedidos de maquinaria y la recuperación de la confianza empresarial. Respecto a los indicadores de demanda, la renta personal y el gasto de las familias crecieron en mayo, lo que contrastó con la reducción de las ventas al por menor. El mercado de trabajo generó

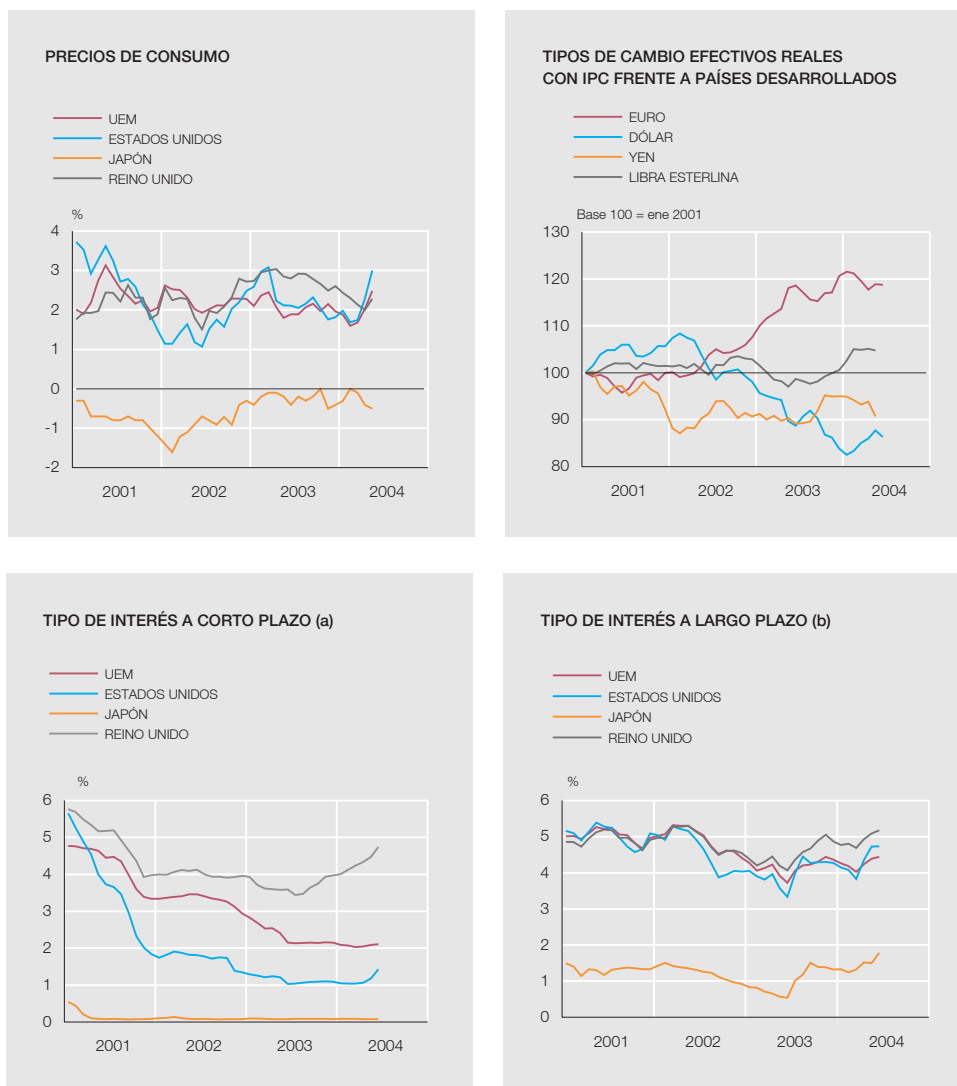


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

320.000 empleos netos entre marzo y mayo, lo que redujo la tasa de paro al 4,6%. Sin embargo, a pesar del dinamismo económico y del aumento de los precios energéticos —que llevó a un incremento de los precios al por mayor en junio del 1,4% interanual—, durante el trimestre el IPC volvió a consolidarse en territorio negativo: la tasa de inflación fue de -0,5% interanual en mayo y la inflación subyacente el -0,3%.

En el Reino Unido, la economía siguió dando signos de fortaleza. La estimación preliminar del PIB para el segundo trimestre, con un crecimiento interanual del 3,7%, mostró que el ritmo de expansión se mantuvo tras el crecimiento del 3,4% en el primer trimestre. Asimismo, las ventas al por menor crecieron un 7,2% interanual en junio, mientras que las encuestas de pedidos siguieron registrando aumentos. En el mercado laboral, la tasa de paro se mantuvo en mínimos históricos del 4,8% de media en los tres meses que van hasta mayo y los salarios siguieron creciendo. Por el lado de la oferta, la producción industrial aumentó por segundo mes consecutivo en mayo, un 0,5% mensual (1,2% interanual). El déficit comercial se amplió en mayo, por el crecimiento de las importaciones (0,5% mensual) y la caída de las exportaciones (-0,7%). En cuanto a los precios, durante el trimestre el incremento del índice armonizado de

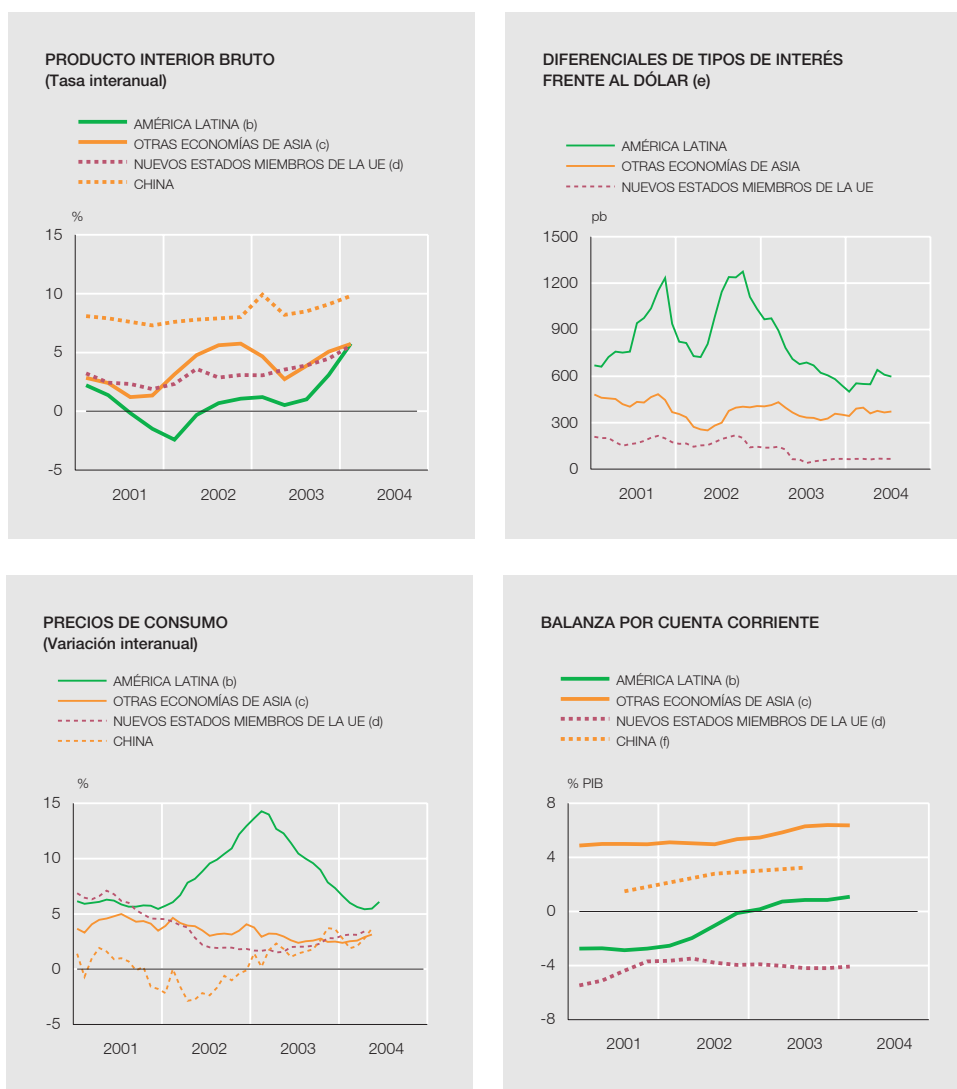


FUENTE: Banco de España.

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

precios de consumo pasó del 1,1% interanual registrado en marzo al 1,6% en junio, aunque esta cifra sigue siendo inferior al objetivo del 2%. El Banco de Inglaterra decidió mantener en julio el tipo de interés oficial del 4,5% que fijó en su reunión de junio, en línea con lo esperado por los mercados.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea, continuó la aceleración de la actividad en el primer trimestre de 2004, destacando especialmente el crecimiento muy elevado de los países bálticos y Polonia, de más del 6% interanual. Los indicadores del segundo trimestre siguieron mostrando fuertes aumentos de las ventas al por menor, de la producción industrial y de las exportaciones en los principales países de la región. En cuanto a los precios, se observó un notable repunte, debido en parte a la liberalización de algunos precios administrados y la subida de impuestos indirectos como consecuencia de la entrada en la UE. En este contexto, se produjeron durante el segundo trimestre aumentos de los tipos de interés oficiales en Polonia (del 5,25% al 5,75%) y en la República Checa (del 2% al 2,25%), mientras que en Eslovaquia se redujeron del 5% al 4,5% para contener la apreciación del tipo de cambio. El 27 de junio se produjo la entrada en el Mecanismo de Tipos de Cambio del Sistema Monetario Europeo (ERM II) de Eslovenia,



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. 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 los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia. El agregado de Asia no incluye China.
- f. Datos anuales.

Estonia y Lituania, con unas bandas de fluctuación del  $\pm 15\%$ , aunque estos dos últimos países mantuvieron sus cajas de conversión frente al euro como compromisos unilaterales. Por último, el Consejo de la UE decidió a inicios de julio la apertura del procedimiento de déficit excesivo para seis países (la República Checa, Polonia, Hungría, Eslovaquia, Malta y Chipre).

En las principales economías del Sudeste asiático, luego de crecer a ritmos interanuales de entre el 5% y el 6% en el primer trimestre, los indicadores disponibles de exportaciones y actividad para los meses de mayo y junio mostraron que el dinamismo de la región prosigue, al tiempo que los relativos a ventas al por menor mejoraron en la mayoría de los países (salvo en Corea del Sur), apuntando a una gradual recuperación del consumo privado. Por otro lado, las tasas de inflación interanual se elevaron paulatinamente durante los meses de mayo y ju-

nio, impulsadas principalmente por los precios de la energía. En China, el PIB real registró un crecimiento interanual del 9,6% en el segundo trimestre, solo dos décimas por debajo del alcanzado en el primer trimestre, pero sensiblemente inferior a las previsiones por encima del 10%, lo cual apuntaría a que las políticas destinadas a reducir la inversión, y moderar así el crecimiento económico, empezaron a mostrar sus efectos. Sin embargo, el sector exterior siguió registrando un gran dinamismo, pues tanto las exportaciones como las importaciones se aceleraron en junio, con un crecimiento interanual superior al 45%. La tasa de inflación interanual aumentó hasta el 5% en junio (4,4% en mayo), pese a las políticas restrictivas y a la moderada desaceleración de la oferta monetaria.

En América Latina, el fuerte ritmo de expansión de la actividad en el primer trimestre se habría consolidado en el segundo, a la vista de los indicadores conocidos en los últimos meses. En particular, destacó la confirmación de la reactivación de la demanda interna, como muestran las ventas al por menor, cuyo crecimiento se está acelerando en muchos países de la región. La contrapartida a este mayor dinamismo de la actividad fueron unas mayores presiones inflacionistas, derivadas también de las alzas en los precios de las materias primas y de las depreciaciones cambiarias de los meses anteriores. El repunte de la inflación —que alcanzó el 6% interanual en el conjunto del área— está complicando el logro de los objetivos de inflación en muchos países, y ha desembocado en una mayor cautela de la política monetaria. Tras un volátil inicio del segundo trimestre, los mercados financieros en la región se estabilizaron a partir de junio, a raíz de la moderación de las perspectivas de subidas de tipos de interés en Estados Unidos y de las mejores perspectivas de actividad en la zona. Esta normalización permitió en las últimas semanas el retorno de las emisiones internacionales de deuda —concentradas en Brasil—, tras un trimestre de poca actividad en la región. Por último, destacaron los últimos avances en los distintos procesos de integración económica y comercial en el área, como los producidos en la reciente cumbre de Mercosur, donde se aceptó la incorporación de México y Venezuela como miembros asociados.

### 3 El área del euro y la política monetaria del BCE

La información disponible sobre la evolución económica del área del euro referida al segundo trimestre confirma la prolongación de la fase de mayor dinamismo de la actividad observada desde finales del año pasado gracias a la pujanza de la economía mundial y, en menor medida, de la demanda interna. Sin embargo, el modesto empuje del consumo privado en este período siembra alguna duda sobre la consecución de un ritmo de avance sostenido de la demanda interna. Además, la heterogeneidad en la composición del crecimiento de los países del área impide la identificación de una pauta de recuperación económica generalizada. En cuanto a la evolución de los precios, en los últimos meses han repuntado las tasas de crecimiento del IAPC, principalmente a raíz de las fuertes alzas en los precios de la energía. No obstante, la recuperación de la productividad en un contexto de moderación salarial apoya las expectativas de una reducción de la tasa de inflación en la segunda mitad del año, siempre que no se reanude una escalada alcista del precio del petróleo.

Las condiciones monetarias y financieras han continuado siendo holgadas a lo largo del segundo trimestre, de forma que no han constituido un obstáculo para la recuperación de la economía. Por lo que se refiere a la política fiscal, pese a la mejoría de la actividad, parece evidente que los objetivos presupuestarios contenidos en la mayor parte de los programas de estabilidad se incumplirán en 2004 y, según las previsiones de primavera de la Comisión Europea, seis países superarán nuevamente el límite del 3% establecido en el Tratado de la Unión Europea. Dadas las dificultades para preservar el rigor presupuestario en la UEM, la Comisión, cuyo papel en los procedimientos de disciplina ha quedado reforzado por una reciente Sentencia del Tribunal Europeo de Justicia, está preparando algunas sugerencias encaminadas a perfeccionar la aplicación de los mecanismos vigentes.

#### 3.1 Evolución económica

Según la segunda estimación de la Contabilidad Nacional de la UEM, el PIB del área creció un 0,6% en el primer trimestre de 2004 en relación con el período anterior, dos décimas por encima de la tasa intertrimestral media registrada en la segunda parte de 2003 (véase cuadro 1). El mayor vigor del producto vino determinado por el comportamiento del sector exterior, cuya contribución al crecimiento intertrimestral fue de 0,3 pp, tras haber sido negativa, en casi medio punto, en el trimestre previo. Este cambio en la aportación de la demanda externa a la expansión del PIB obedeció en gran medida a la notable mejora de las exportaciones, consecuencia de la pujanza del entorno exterior, a pesar de la apreciación acumulada por el euro en los últimos tres años (véase recuadro 1). Por su parte, la demanda interna —excluidas existencias— contribuyó 0,4 pp a la expansión del producto, una magnitud similar a la de los trimestres anteriores. Dentro de la demanda interna, es destacable la aceleración del consumo privado, que contrasta con el notable deterioro que registró el consumo público. La inversión experimentó un crecimiento muy moderado, frente al dinamismo del trimestre anterior; ello se debió al retroceso de la inversión en construcción —influida por factores de carácter presumiblemente transitorios—, ya que la inversión en equipo aumentó un 0,6%. Finalmente, la variación de existencias tuvo una aportación nula al crecimiento del producto (véase gráfico 8).

El desglose por países de la Contabilidad Nacional revela una aceleración de la actividad económica en la mayor parte de ellos, aunque con diferencias relativamente importantes en su intensidad y composición. Entre las economías de mayor tamaño del área, Francia y España, con tasas de variación intertrimestral del 0,8% y 0,6%, respectivamente, experimentaron un crecimiento más robusto que Alemania e Italia —que había registrado un estancamiento en el período anterior—, cuyo producto se expandió un 0,4%. Por lo que se refiere a la composición

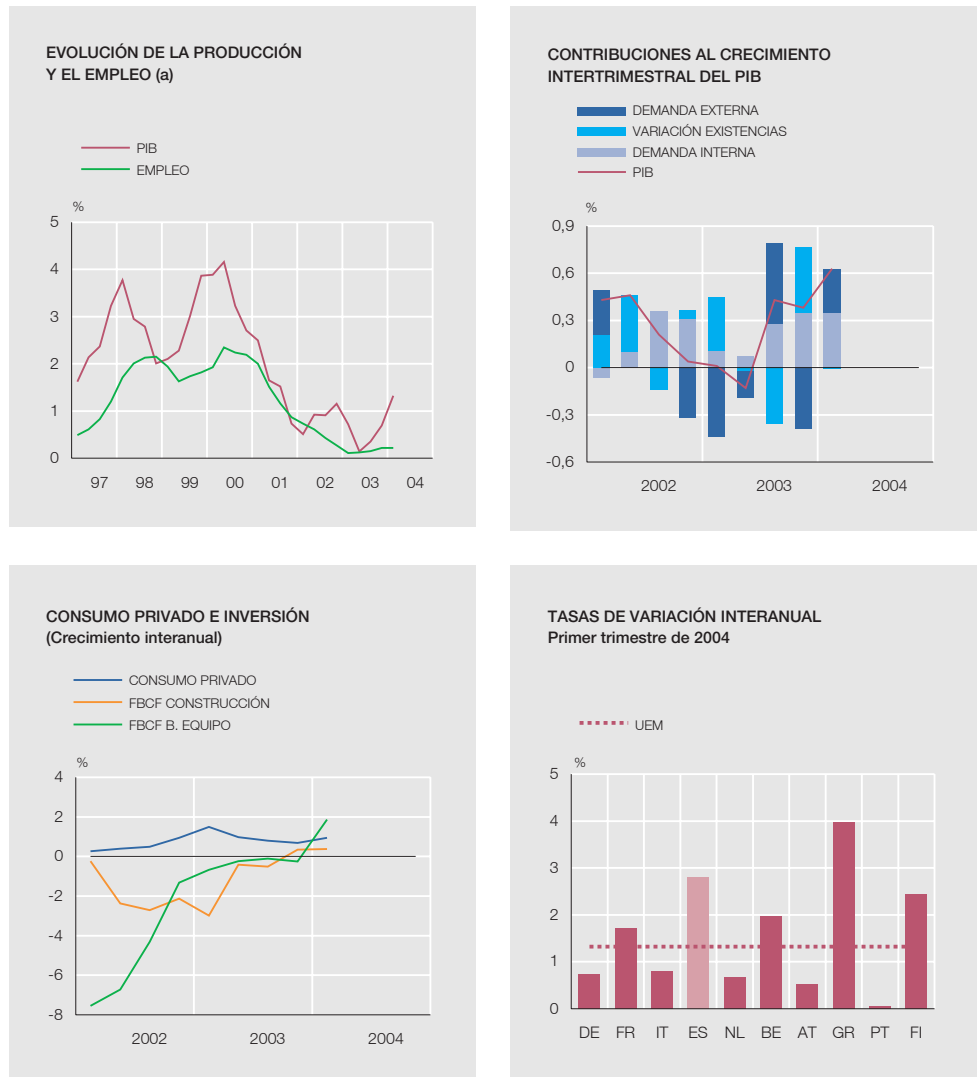
		2002		2003			2004		
		IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR (a)	III TR (b)
PIB	Crecimiento interanual	1,1	0,7	0,1	0,4	0,7	1,3		
	Crecimiento intertrimestral	0,0	0,0	-0,1	0,4	0,4	0,6		
	Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,3; 0,7)	(0,3; 0,7)
IPI (d)		1,1	1,0	-0,6	-0,2	1,4	1,2	2,7	
Sentimiento económico		92,4	90,5	91,4	94,2	97,8	98,7	100,0	
Confianza industrial		-10,0	-11,0	-12,0	-11,4	-7,3	-6,7	-4,7	
PMI manufacturas		49,0	49,3	47,1	49,1	52,0	52,8	54,4	
Confianza servicios		-4,3	-5,7	-2,0	5,3	10,3	10,7	11,4	
PMI servicios		50,5	48,9	47,9	51,9	56,7	56,0	55,2	
Tasa de paro		8,6	8,8	8,9	8,9	8,9	8,9	9,0	
Confianza consumidores		-14,0	-19,3	-19,3	-17,3	-16,0	-14,3	-14,7	
IAPC (d) (e)		2,3	2,4	1,9	2,2	2,0	1,7	2,4	
IPRI (d) (e)		1,3	2,3	1,3	0,9	0,9	0,4	2,4	
Precio del petróleo en \$ (e)		28,2	30,3	27,6	27,1	29,9	33,8	35,3	37,4
Préstamos al sector privado (d) (e)		4,8	4,7	4,6	4,9	5,5	5,4	5,6	
Rendimiento bonos a diez años UEM		4,5	4,2	4,0	4,2	4,4	4,2	4,4	4,3
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM		-0,51	-0,22	-0,32	0,09	-0,05	-0,11	0,28	0,22
Tipo de cambio dólar/euro (e)		1,049	1,090	1,143	1,165	1,263	1,222	1,216	1,239
Apreciación / Depreciación del euro (e)		19,0	3,9	9,0	11,1	20,4	-3,2	-3,8	-1,9
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)		-34,5	-12,9	2,9	4,1	18,1	1,9	3,7	0,1

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 julio 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.

del crecimiento, las discrepancias más notables se han originado entre Alemania y el resto de países grandes. Así, la aportación de la demanda interna al PIB alemán fue negativa, ya que a la crónica debilidad del consumo privado se sumaron el retroceso del consumo público y la contracción de la inversión —especialmente la de la construcción—. De hecho, la inversión en el área del euro excluida la construcción en Alemania se aceleró moderadamente, alcanzando una tasa del 0,5% en términos intertrimestrales. En cambio, este país obtuvo una contribución muy positiva de la demanda exterior neta como resultado del dinamismo de las exportaciones. Por el contrario, Francia, Italia y España experimentaron una expansión vigorosa del consumo privado, que se tradujo en una aportación muy positiva de la demanda interna al PIB, mientras que el sector exterior neto registró una contribución ligeramente negativa.

Por ramas de producción, la aceleración del valor añadido de la economía del área en el primer trimestre se debió, en concordancia con el desglose del producto por el lado de la demanda, a un mayor ritmo de expansión de la industria, del comercio y de la intermediación financiera, mientras que la construcción y los servicios proporcionados por la Administración ralentizaron su tasa de avance. En el mercado de trabajo, el empleo continuó aumentando lentamente, lo que, en un contexto de aceleración de la actividad económica, permitió una expansión de la productividad del 1% en términos interanuales. Sin embargo, este resultado esconde diferencias importantes en el comportamiento de los distintos sectores de la economía. Así, en la industria y en la construcción, continuó la destrucción de empleo, mientras que en el sector servicios se aceleró suavemente la creación de puestos de trabajo. Por último, la tasa de paro se mantuvo en mayo en el 9%, una décima por encima del registro de marzo.



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Tasas de variación interanual.

Por lo que concierne al segundo trimestre del año, los indicadores de oferta disponibles apuntan al mantenimiento de un ritmo de avance vigoroso aunque, por el lado de la demanda, las señales de mejora son menos concluyentes, especialmente en lo relativo a la evolución del consumo privado (véase gráfico 9). En general, los indicadores de actividad industrial y de la construcción han dado señales positivas. En este sentido, el índice de producción industrial registró una evolución favorable en los meses de abril y mayo. Análogamente, los datos más recientes (hasta junio) del índice de confianza industrial de la Comisión Europea arrojaron un resultado alentador, caracterizado por mejoras en todos sus componentes, lo que supuso, en media trimestral, un avance respecto al primer trimestre. Por su parte, la encuesta de directores de compras relativa a la industria manufacturera también señala en términos medios trimestrales un claro incremento de la actividad en el sector. Finalmente, el indicador de confianza de la construcción aumentó en el segundo trimestre en comparación con el primero y los indicadores de confianza del sector servicios se mantuvieron relativamente estables en el segundo trimestre en relación con el período anterior.

Desde la óptica de la demanda, los indicadores disponibles apuntan, en general, a una evolución poco satisfactoria del consumo privado, mientras que el sector exterior revela un ma-



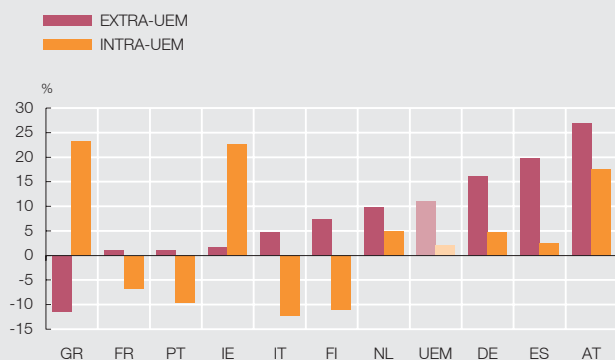
Desde finales de 2000 el euro ha seguido una senda alcista frente a las monedas de sus principales socios comerciales, que ha llevado a su tipo de cambio efectivo nominal a acumular una apreciación superior al 30% hasta el primer trimestre de 2004. En ese mismo período, las exportaciones de la UEM dirigidas fuera del área han aumentado algo más de un 10%, por debajo del crecimiento de los mercados mundiales. Por países, la evolución de las ventas al exterior dirigidas hacia fuera del área ha sido muy distinta. En el gráfico 1 se observa cómo Grecia ha sido el único país en el que se han reducido las exportaciones, mientras que en el resto han experimentado un crecimiento positivo, aunque en magnitudes diversas. Este comportamiento diferencial de las ventas al exterior de la mayor parte de los integrantes de la UEM responde a la confluencia de otros factores determinantes, además del tipo de cambio, que se analizan a continuación.

Por el lado de la oferta, es posible que las empresas exportadoras europeas hayan podido intentar compensar la apreciación del euro y, por tanto, la pérdida de competitividad mediante reducciones de los precios de exportación denominados en la moneda común, comprimiendo así los márgenes de beneficios por unidad vendida a cambio del mantenimiento de la cuota de mercado. El grado en el que los precios de exportación hayan sido reducidos depende del poder de

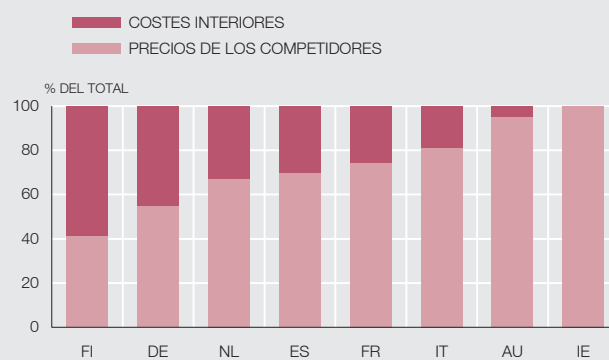
mercado que tenga cada país en la determinación de sus precios, es decir, de hasta qué punto se fijan en función de los costes interiores o de los precios de exportación de los competidores. En el gráfico 2 se presentan unas estimaciones realizadas en el Banco de España, a partir de un modelo de oferta y demanda, de los pesos de estos dos factores en la determinación de los precios de exportación de la mayor parte de los países de la UEM. Según dichas estimaciones, se puede apreciar que existen diferencias notables entre los países, que varían desde Finlandia, que fija sus precios de acuerdo con sus costes domésticos en aproximadamente un 60%, hasta Irlanda, que los establece en su totalidad según los precios de sus competidores. En un punto intermedio se encuentran tres de los grandes países del área —España, Francia e Italia—, que establecen sus precios en un 70% de media de acuerdo con los precios de sus competidores, mientras que Alemania presenta, según estas estimaciones, un mayor poder de mercado que los anteriores.

En el gráfico 3 se muestra la variación de los precios en euros de las exportaciones extra-UEM para la mayor parte de los países del área en el período de reciente apreciación de la moneda única. Se observa que la compresión de los precios ha sido en todos los casos muy inferior a la apreciación del euro, lo que indica que los exportadores solo han compensado parcialmente el efecto de la

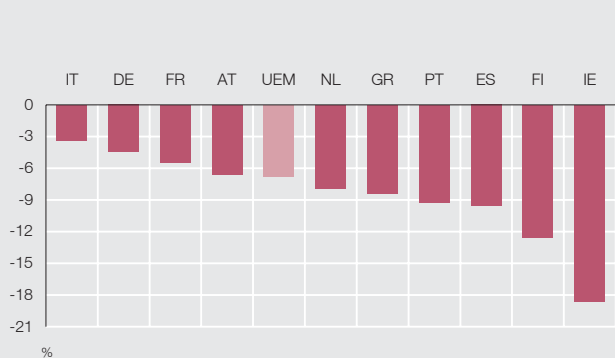
1. EXPORTACIONES DE BIENES  
(VARIACIÓN OCTUBRE 2000-FEBRERO 2004)



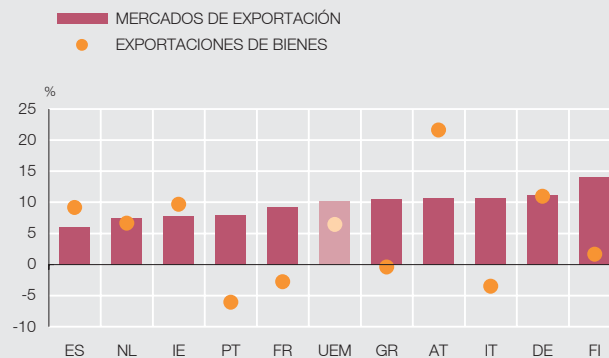
2. PESO DE LOS FACTORES DETERMINANTES DE LOS PRECIOS DE EXPORTACIÓN (a)



3. PRECIOS DE EXPORTACIÓN EXTRA-UEM  
(VARIACIÓN OCTUBRE 2000-FEBRERO 2004)



4. MERCADOS DE EXPORTACIÓN (b)  
Y EXPORTACIONES DE BIENES TOTALES (c)



FUENTES: Eurostat, OCDE y Banco de España.

- a. De acuerdo con las estimaciones realizadas considerando las exportaciones intra y extra-UEM.
- b. Variación octubre 2000-febrero 2004.
- c. Variación IV 2000- IV 2003.

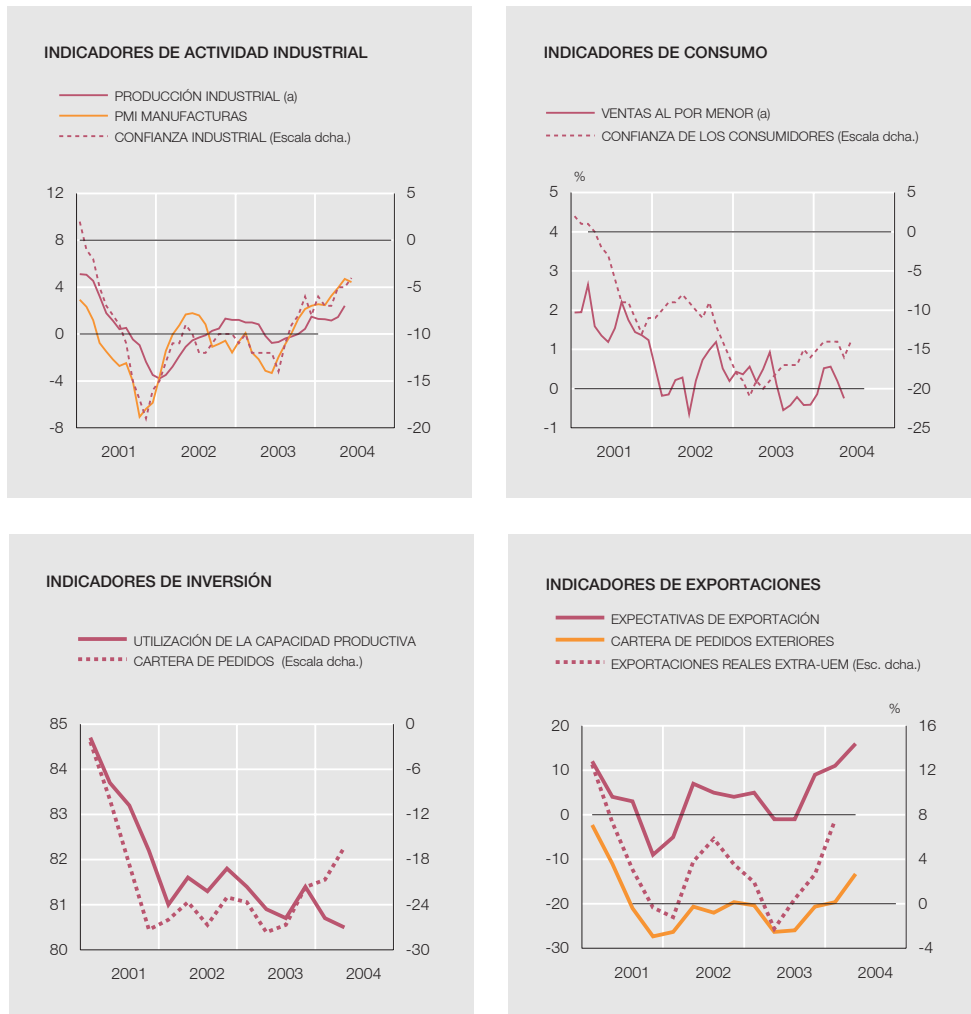
evolución cambiaría con una reducción de sus márgenes. Asimismo, no se detecta una relación clara entre los gráficos 2 y 3, por lo que otros factores de composición y de demanda pueden haber sido muy relevantes.

Por el lado de la demanda, existen múltiples variables que afectan a las ventas al exterior de la UEM. Así, el volumen de exportaciones ha podido evolucionar de forma diferente en cada país según la intensidad del proceso apreciatorio de su propio tipo de cambio efectivo nominal, según la situación cíclica de las áreas de destino y según la reacción de sus competidores, ya que parece razonable pensar que estos hayan aprovechado también la apreciación del euro para aumentar sus precios en sus respectivas monedas e incrementar sus

márgenes, amortiguando parcialmente la pérdida de competitividad de los exportadores europeos. Por último, la evolución de los mercados de exportación de los respectivos países puede haber sido distinta, ejerciendo, por tanto, un efecto diferenciado sobre los flujos de ventas al exterior de cada Estado miembro. En el gráfico 4 se presenta el crecimiento de esta variable calculada por la OCDE. Aunque incluye los mercados interiores de la UEM además de los externos, es un buen indicador de la demanda exterior a la que se enfrenta cada país. Se observan comportamientos muy diferenciados a lo largo del período considerado, lo que sugiere que la composición del comercio por áreas ha sido también una variable importante para justificar las notables divergencias en la evolución de las exportaciones en los últimos años entre los países integrantes de la UEM.

yor dinamismo. Así, en el segundo trimestre del año en curso, los indicadores de confianza de los consumidores y de los minoristas se estabilizaron, en promedio, en el nivel registrado en los primeros meses del año, por encima del dato del último trimestre de 2003. Además, las ventas minoristas retrocedieron en la media de los meses de abril y mayo en relación con el primer trimestre del año. Por el contrario, las matriculaciones de turismo avanzaron de forma sensible. En relación con los indicadores referidos a la inversión, cabe destacar la tendencia creciente de las carteras de pedidos de la industria y los favorables resultados procedentes de la encuesta semestral de inversión del sector manufacturero, realizada entre marzo y abril. Esta última ha supuesto una revisión al alza de las expectativas de aumento de la inversión para 2004 hasta el 3% en términos reales, desde el 2% previsto en la encuesta semestral de octubre-noviembre de 2003. Este resultado también contrasta con el gasto en inversión finalmente declarado por las empresas en 2003, que cayó un 7%. Por último, los indicadores de opinión referidos a las exportaciones mejoraron notablemente en el segundo trimestre —la cartera de pedidos de la industria proveniente del exterior y las expectativas de exportación—, en consonancia, según la balanza comercial, con la expansión de las exportaciones hasta abril.

La positiva evolución de los indicadores de actividad ha supuesto una mejora en las perspectivas de crecimiento para el resto del año. En este sentido, por el lado de los determinantes de la evolución de la demanda, el aumento de los mercados de exportación exteriores, el ligero repunte en el ritmo de creación de empleo y de la renta disponible, junto con las holgadas condiciones financieras tanto para las empresas como para las familias, conforman un escenario propicio para el mantenimiento de la senda de recuperación. Por ello, las previsiones de crecimiento de los principales organismos internacionales, tanto para el segundo trimestre como para el año en su conjunto, parecen alcanzables. En concreto, la Comisión Europea prevé que la tasa de variación del PIB en el segundo y tercer trimestre se sitúe entre el 0,3% y el 0,7%, en términos intertrimestrales, lo cual permitiría lograr un aumento del PIB cercano al 2% en media anual. No obstante, la ausencia de signos claros de mejora en el consumo en el segundo trimestre, y la posible persistencia de los retrocesos experimentados por el consumo público y por la inversión en construcción en el primer trimestre arrojan alguna duda sobre la intensidad de la recuperación de la economía europea. Por último, la incertidumbre sobre la evolución en los próximos meses de los precios del petróleo supone, lógicamente, un factor de riesgo adicional.

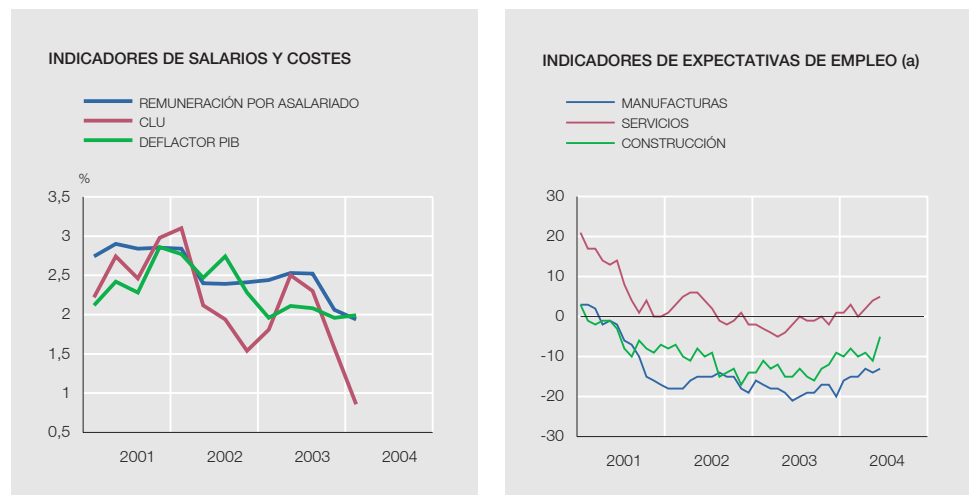


FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Tasas de variación interanual.

En junio, el IAPC creció un 2,4% en tasa interanual, siete décimas más que en marzo. Detrás de esta aceleración progresiva de los precios se encuentra, en su mayor parte, la escalada del precio del crudo en abril y mayo y su consiguiente impacto sobre el componente del índice que recoge los precios de la energía, que crecieron un 5,9% en junio, muy por encima de la tasa del -2% registrada en marzo (véase gráfico 11). El resto de componentes del IAPC se ha mantenido relativamente estable a lo largo del segundo trimestre del año, de forma que la tasa de incremento del indicador que agrupa los precios de los servicios y de los bienes no energéticos (IPSEBENE) ha permanecido relativamente estable en el período de análisis, ligeramente por encima del 2%. Desde el punto de vista de los precios de producción, desde mediados de 2003, se observa un encarecimiento de las materias primas no energéticas, en línea con el aumento de la demanda mundial, lo que ha incidido, junto con el alza de los precios de la energía, en la evolución del índice de precios industriales, cuya tasa de variación interanual, un 2,4% en mayo, muestra una tendencia creciente desde febrero, mes en el que registró un crecimiento nulo.

En la vertiente de la formación de precios por el lado de la oferta, la evolución de los costes laborales unitarios se moderó hasta el 0,9% en el primer trimestre de 2004 en tasa interanual, seis décimas por debajo del dato del trimestre anterior, gracias al repunte de la productividad,



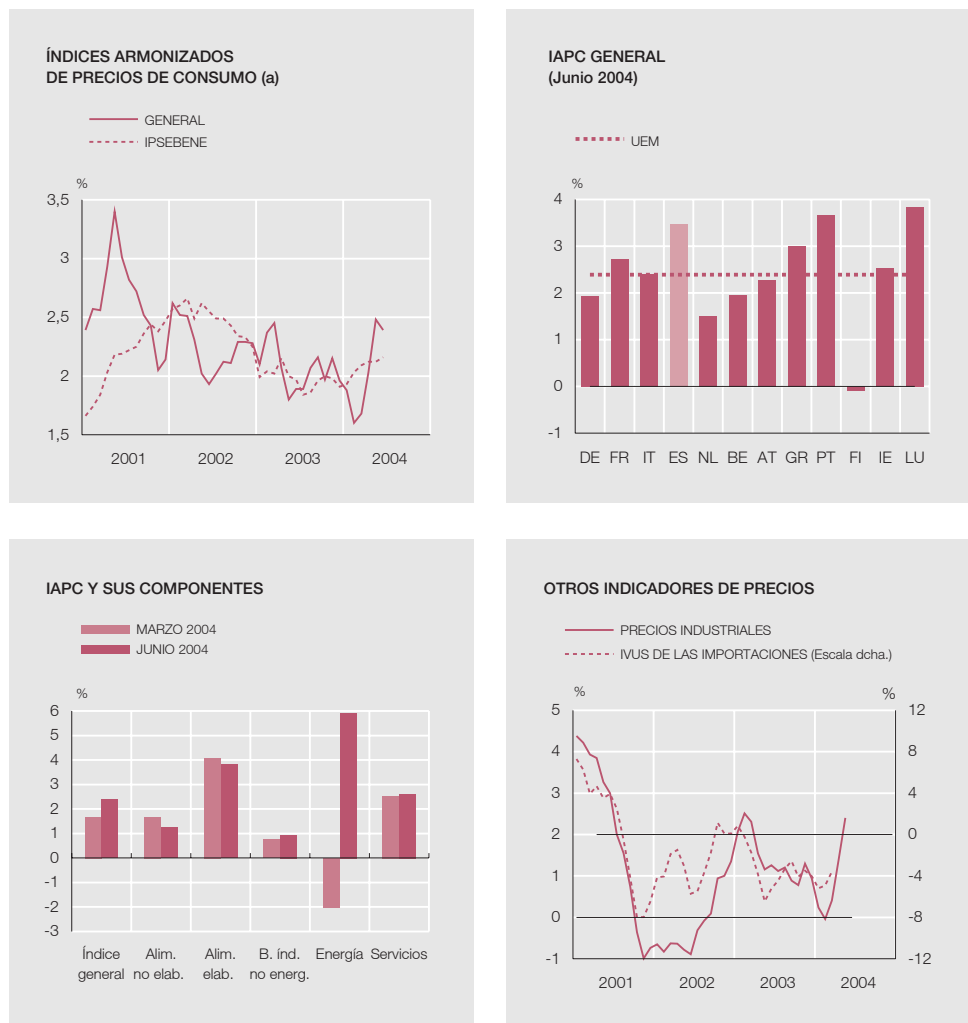
FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

a. Expectativas basadas en los indicadores de opinión de la Comisión Europea.

hasta alcanzar un aumento del 1%, ya que la remuneración por ocupado aumentó un 2%, la misma tasa que el trimestre anterior. El deflactor del PIB también creció en el primer trimestre un 2%, en línea con los incrementos de los trimestres precedentes, con los que la desaceleración de los costes laborales unitarios ha supuesto una notable ampliación de los márgenes (véase gráfico 10). Dada la gradual recuperación de la actividad económica y la escasa destrucción de puestos de trabajo en la fase bajista del ciclo económico, cabe esperar que la creación de empleo sea modesta, lo que facilitará el mantenimiento de la moderación salarial y un aumento cíclico de la productividad, con la consiguiente tendencia de los costes laborales unitarios a experimentar incrementos reducidos. No obstante, según las encuestas de confianza de la UE, las expectativas de inflación de los consumidores, aunque todavía se sitúan en niveles bajos, se elevaron significativamente en los meses de mayo y junio, como consecuencia de los repuntes habidos en el precio del crudo, lo que constituye un posible factor de riesgo para la moderación salarial.

En cuanto a la evolución del sector exterior, se dispone de información de la balanza de pagos referida al mes de abril, de forma que solo puede hacerse una valoración muy provisional del segundo trimestre. En términos de los saldos acumulados en los cuatro primeros meses de cada año, en la balanza por cuenta corriente de la UEM, los flujos netos arrojaron un superávit de 14 mm de euros en 2004, lo que contrasta con el déficit de 4,5 mm de euros en 2003. La mejora de este saldo fue el resultado del aumento del superávit de bienes, que pasó de 23,4 mm de euros el año pasado a 39,1 mm de euros en este año, gracias a una expansión de las exportaciones del 6,2% interanual en términos nominales y del 1,7% en el caso de las importaciones. La balanza básica, que recoge los resultados por cuenta corriente y los saldos netos de la inversión directa y en cartera, registró un déficit de 19,3 mm de euros, frente al superávit de 28,7 mm de euros del pasado año, como consecuencia de las salidas netas de inversión directa.

La evolución reciente de las finanzas públicas en los países de la UEM indica que no se cumplirán tampoco en este año, a nivel agregado, los objetivos presupuestarios trazados en los programas de estabilidad, a pesar de que, salvo algunas excepciones, se espera que el crecimiento económico no se desvíe sustancialmente de las estimaciones contenidas en esos documentos. Según



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

las previsiones de primavera de la Comisión Europea, el año se cerrará, como en 2003, con un déficit del 2,7% del PIB, cuatro décimas por encima del que resulta de la agregación de los objetivos de los programas (véase cuadro 2). Además, según esas previsiones, un total de seis Estados miembros podrían registrar déficit superiores al 3% del PIB en 2004.

Las notificaciones realizadas en el mes de marzo en el marco del procedimiento de déficit excesivo dieron lugar a algunas novedades. Así, el descenso del déficit portugués en 2003 por debajo de la cota del 3% del PIB implicó el cumplimiento de este país con la Recomendación del Consejo formulada en noviembre de 2002, lo que condujo a la derogación, el 11 de mayo de 2004, del procedimiento de déficit excesivo de Portugal. En este país, la evolución del déficit en el primer cuatrimestre del año ha estado en línea con lo esperado, pues la mayor recaudación por impuestos directos ha permitido contrarrestar el fuerte crecimiento de las transferencias a las familias. Por otro lado, en los Países Bajos, tras la notificación por parte de las autoridades holandesas de que el déficit público había superado el 3% del PIB en 2003, la Comisión inició el correspondiente procedimiento, que llevó al Consejo ECOFIN a decidir, el 2 de junio, que existía un déficit excesivo en este país y a recomendar su corrección antes de 2005, así como la adopción, antes del próximo 2 de octubre, de medidas discrecionales en una

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

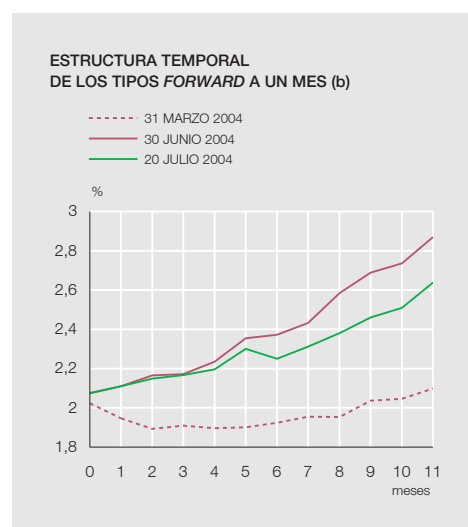
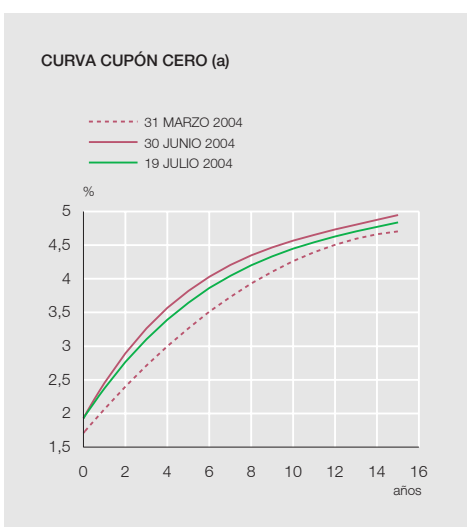
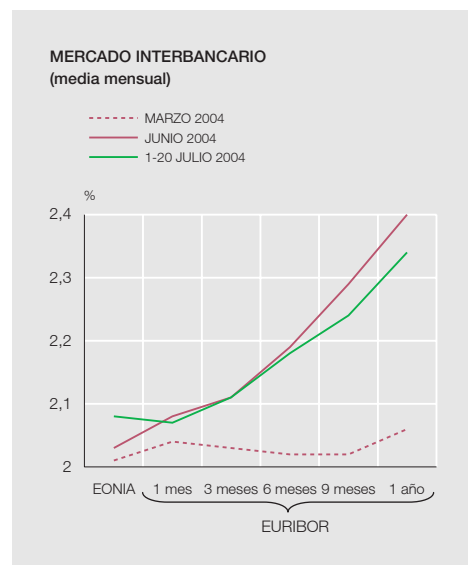
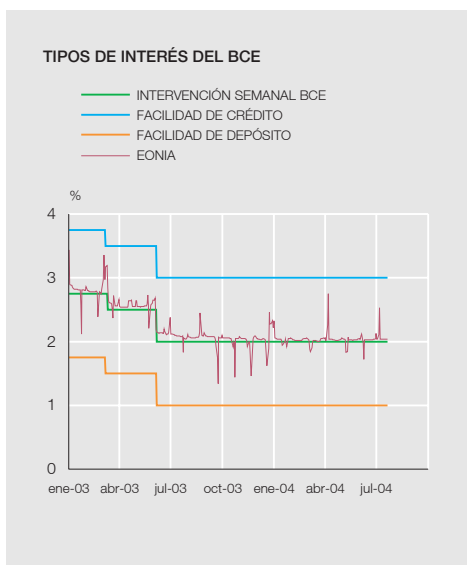
FUENTES: Comisión Europea, programas de estabilidad nacionales y Banco de España.

- 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. Previsiones de primavera de 2004 de la Comisión Europea.  
c. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre noviembre de 2003 y enero de 2004.

cuantía del 0,5% del PIB en términos ajustados de ciclo. Las autoridades han adoptado ya un paquete de medidas de consolidación fiscal en una cuantía estimada del 0,6% del PIB.

Además, puesto que las previsiones de primavera de la Comisión Europea anticipaban la posibilidad de que el déficit italiano alcanzara el 3,2% del PIB en 2004, esta institución determinó recomendar al Consejo la emisión de una alerta temprana a las autoridades de este país. A la luz del plan presentado por las autoridades italianas, que debería permitir reducir el déficit en un 0,6% del PIB este año, el ECOFIN decidió, el 5 de julio, rechazar la propuesta de la Comisión. En todo caso, incluso los objetivos revisados podrían tropezar con dificultades para su cumplimiento, ya que descansan sobre supuestos ambiciosos acerca de los ingresos procedentes de las ventas de activos reales y de la capacidad de las autoridades locales para controlar su gasto. Por último, el Consejo ECOFIN estimó, en esa misma reunión, que existía un déficit excesivo en Grecia, y solicitó a las autoridades helenas que pongan fin a esta situación antes de finales de 2005 y que presenten las medidas precisas para ello con anterioridad al 5 de noviembre del presente año. En este país, las perspectivas para 2004 son muy inciertas, ya que, a la provisionalidad de los resultados referidos a 2003, cabe añadir que el fuerte desbordamiento de los objetivos de gasto en los cuatro primeros meses del año, a raíz de la expansión de los capítulos de transferencias e inversión pública, solo ha sido compensado parcialmente por la evolución favorable de la recaudación impositiva.

Entre los demás países con elevados déficit, en Alemania la ejecución presupuestaria ha arrojado resultados desfavorables en el primer cuatrimestre como consecuencia de la evolución adversa de los ingresos impositivos, cuya caída ha superado las estimaciones formuladas en el otoño de 2003. Ello se ha debido a la composición del crecimiento económico, que, al



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Estimación con datos del mercado de swaps.
- b. Estimados con datos del EURIBOR.

descansar, sobre todo, en la demanda externa, no ha contribuido a la expansión de las bases impositivas y, por tanto, de la recaudación. Por el contrario, el crecimiento del gasto ha sido muy modesto, evolucionando en línea con las previsiones, gracias a la reducción del número de empleados públicos, a la moderación de su crecimiento salarial y a los recortes en las transferencias (principalmente, debido a la reforma del sistema sanitario). Por último, en Francia, la ejecución presupuestaria en los primeros meses del año ha estado en línea con las previsiones, ya que el impacto positivo de la evolución favorable de la actividad ha permitido contrarrestar los efectos de las decisiones discrecionales de aumento del gasto adoptadas (que incluyen medidas de estímulo al consumo y la anulación parcial de la decisión previa de endurecer las condiciones de acceso a las prestaciones por desempleo).

El pasado 13 de julio, el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas decidió anular las Conclusiones del Consejo ECOFIN del 5 de noviembre de 2003 relativas al procedimiento de déficit excesivo abierto a Francia y Alemania. Esta anulación se asienta básicamente

En las últimas décadas se ha venido constatando un creciente grado de consenso sobre las ventajas de alcanzar y mantener unas finanzas públicas saneadas. En particular, se comprueba que la estabilidad presupuestaria facilita el logro de los objetivos de la política monetaria y propicia unas condiciones financieras más favorables para la inversión y el empleo y, por tanto, para lograr un crecimiento económico sostenido. Además, el equilibrio de las cuentas públicas proporciona un margen de maniobra para estabilizar las fluctuaciones cíclicas y permite que la política fiscal pueda afrontar desde una posición de partida más confortable perturbaciones de diversa naturaleza, como la que supone el envejecimiento de la población. En una unión monetaria hay argumentos adicionales que subrayan la importancia de la disciplina fiscal y la necesidad de reglas para garantizarla. Al compartir varios países una misma moneda, los incentivos a la disciplina se reducen, en parte porque los efectos de los desequilibrios fiscales nacionales deben ser soportados por el resto de Estados miembros —pues pueden afectar a variables que les son comunes, como el tipo de cambio— y en parte porque los mercados financieros pueden no imponer restricciones suficientes para evitar esas desviaciones. En el caso europeo, por ejemplo, se observa que los diferenciales de tipos de interés en los mercados de deuda pública guardan cierta relación con la ratio de deuda pública —y, en menor medida, con el déficit—, aunque el tamaño de los diferenciales es reducido, por lo que no proporcionan por sí mismos incentivos suficientes para asegurar la estabilidad presupuestaria (véase el gráfico 1). En una unión monetaria, el cumplimiento de unas normas de disciplina fiscal facilita, además, la coordinación necesaria entre la política monetaria única y las políticas presupuestarias nacionales.

En el caso de la UEM, el marco de disciplina fiscal acordado se encuentra recogido en el Tratado de la UE (que data de 1992) y en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), aprobado en 1997. El Tratado establece los principios generales que gobiernan ese marco de disciplina y los límites al déficit (3% del PIB) y a la deuda pública (60% del PIB), así como el procedimiento para la vigilancia y la corrección del déficit excesivo (PDE). El PEC aclara y hace operativas

algunas de las disposiciones del Tratado, además de incorporar el compromiso de los Estados miembros de mantener un equilibrio o superávit presupuestario en el medio plazo.

Las normas vigentes han propiciado que numerosos países de la UEM que, hasta mediados de los años noventa, habían presentado un déficit presupuestario elevado y una ratio de deuda pública creciente redujeran considerablemente sus desequilibrios fiscales con anterioridad al comienzo de la Unión Monetaria (véase gráfico 2). Tras el cumplimiento de los criterios de Maastricht, el esfuerzo para continuar saneando las cuentas públicas decayó a pesar de la favorable situación cíclica. Esto provocó que la desaceleración económica iniciada en 2001 diera lugar a un significativo deterioro de la situación fiscal en algunos países, que incurrieron en un déficit excesivo. La aplicación del PDE en ese contexto de debilidad ha sido controvertida y ha dado lugar a conflictos entre el Consejo ECOFIN y la Comisión Europea. El más importante fue el que tuvo lugar en noviembre de 2003, cuando el ECOFIN rechazó las recomendaciones de la Comisión para que Francia y Alemania corrigieran sus déficit excesivos siguiendo el procedimiento marcado en el Tratado, suspendió el PDE respecto a esos países y aprobó en su lugar unas conclusiones que recogían los compromisos de las respectivas autoridades nacionales para corregir el déficit público excesivo. En julio de 2004, el Tribunal de Justicia de la UE ha determinado que, si bien el Consejo tiene la potestad de rechazar las recomendaciones de la Comisión, las conclusiones aprobadas son nulas porque abren un proceso de vigilancia de las políticas presupuestarias nacionales distinto del legalmente establecido y sin contar con la necesaria intervención de la Comisión.

El debate abierto por la aplicación del PEC ha dado lugar a diversos análisis y discusiones sobre las vías de mejora del actual marco de disciplina fiscal. La sentencia del Tribunal de Justicia de la UE, aunque recalca que la Comisión es el órgano que debe llevar la iniciativa en el proceso, también pone de manifiesto que es necesario alcanzar un consenso sobre la forma de aplicar las normas y su contenido.

**UEM. TIPOS DE INTERÉS, DEUDA Y DÉFICIT PÚBLICO**

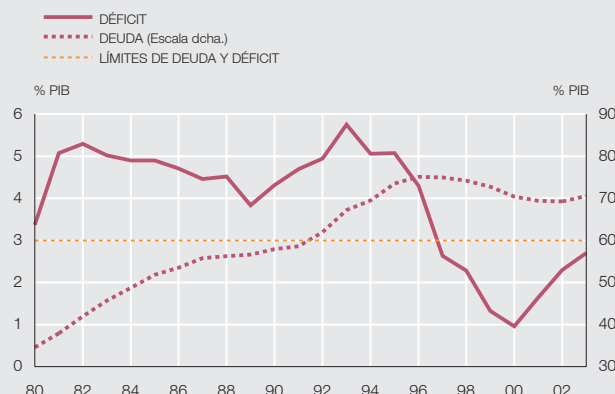
**1. TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO (a) Y RATIO DE DEUDA PÚBLICA**



FUENTES: Comisión Europea y Banco de España.

a. Tipo de interés de la deuda pública a diez años.

**2. DEUDA Y DÉFICIT PÚBLICOS EN LA UEM**





Recientemente, la Comisión Europea ha recogido en su informe *Public Finances in EMU-2004* algunas ideas para aclarar y reforzar la aplicación del PEC. Determinadas propuestas buscan reducir la asimetría de las normas fiscales a lo largo del ciclo, de modo que los países tengan suficientes incentivos para realizar una política presupuestaria prudente en las etapas de alto crecimiento. Otras aspiran a introducir una mayor flexibilidad en la aplicación del PEC, permitiendo, en determinadas circunstancias, desviaciones de la cláusula de equilibrio o superávit presupuestario en el medio plazo o teniendo en cuenta las condiciones económicas nacionales a la hora de fijar el grado de exigencia en la corrección de los desequilibrios. También se aboga por otorgar un mayor énfasis al criterio de deuda pública, dada su mayor vinculación con la sostenibilidad de las finanzas públicas. Algunas de estas propuestas pueden instrumentarse sin modificar las normas legales vigentes, mientras que otras pueden exigir cambios en el PEC.

En cualquier caso, aunque tiene sentido estudiar el posible perfeccionamiento del contenido o la aplicación práctica de las reglas actuales, la mayor dificultad estriba en la limitada efectividad de los mecanismos disponibles para asegurar su cumplimiento, pues los Gobiernos nacionales son a la vez juez y parte en este proceso, al ser el

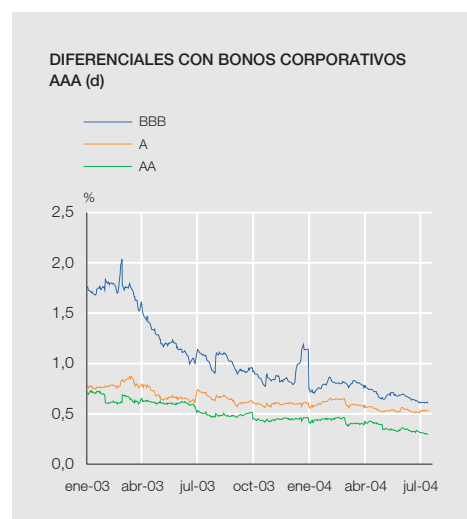
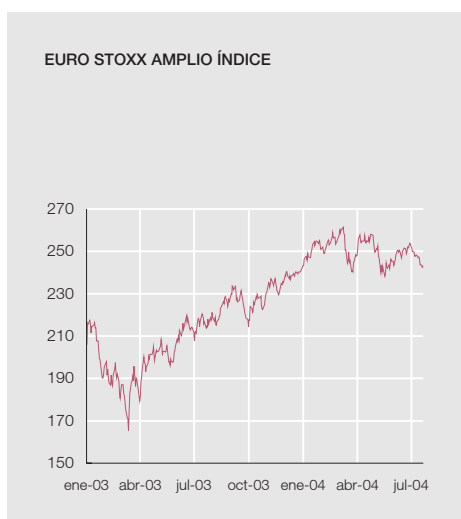
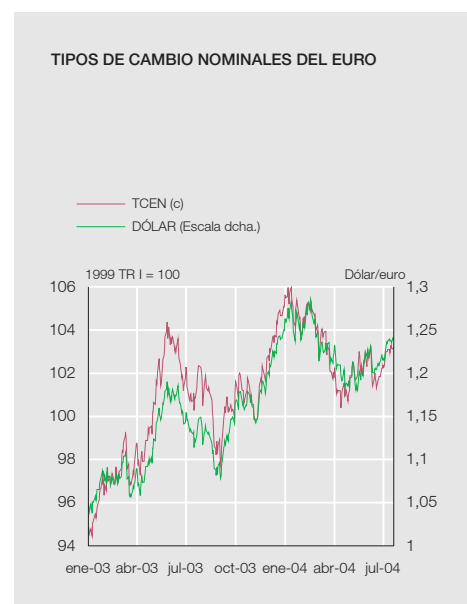
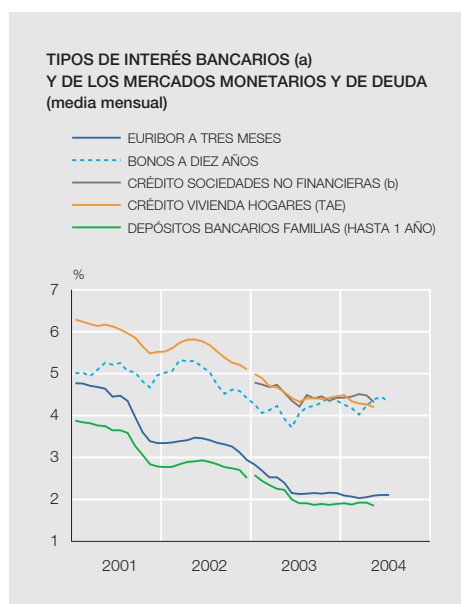
Consejo ECOFIN quien toma las decisiones finales sobre ese procedimiento. Una hipotética aplicación más flexible de las reglas existentes que persiga acomodarse en mayor grado a las circunstancias particulares de cada país, según las líneas descritas más arriba, parece justificable desde el punto de vista de la racionalidad económica. Sin embargo, presenta el posible inconveniente de tender a atenuar el carácter vinculante de las reglas actuales, al hacer que su aplicación sea menos automática. Por este motivo, el reforzamiento de los poderes de la Comisión Europea en el proceso de vigilancia parece un complemento imprescindible para cualquier aplicación de las reglas más adaptada a las circunstancias nacionales específicas. El Tratado Constitucional acordado en el Consejo Europeo de junio de 2004 constituye un modesto avance en esta dirección, al introducir dos pequeñas modificaciones con respecto al marco contenido en el Tratado actualmente vigente. En primer lugar, el texto confiere a la Comisión la potestad de dirigir una «alerta temprana» a un Estado miembro en riesgo de padecer una situación de déficit excesivo. En segundo lugar, una propuesta de la Comisión acerca de la existencia de déficit excesivo en un país solo podrá ser rechazada por unanimidad por el Consejo, en tanto que el Tratado actual exige que una mayoría cualificada del Consejo respalde la iniciativa de la Comisión.

en dos razones. Por un lado, las Conclusiones contienen una suspensión del procedimiento ajena a los supuestos contenidos en el Tratado. Por otro lado, la modificación por el Consejo de las recomendaciones que previamente haya adoptado solo puede realizarse a iniciativa de la Comisión. No obstante, la sentencia rechaza la pretensión de la Comisión de que el Consejo debiera haber aprobado su recomendación estableciendo que estos dos países no han instrumentado medidas adecuadas para reducir sus déficit. Por el contrario, el Tribunal destaca la potestad del Consejo para respaldar o rechazar las iniciativas de la Comisión.

Esta sentencia mantiene la vigencia de los mecanismos de vigilancia y disciplina fiscal contenidos en el Tratado y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Al mismo tiempo, las dificultades experimentadas en los últimos años para preservar la disciplina presupuestaria en la UEM ponen de relieve la necesidad de perfeccionar la aplicación de los procedimientos establecidos (véase recuadro 2). A este respecto, la Comisión Europea ha comenzado a esbozar algunas sugerencias, que combinan la búsqueda de incentivos a un comportamiento más disciplinado en períodos de elevado crecimiento con la posible introducción de algunos elementos de mayor flexibilidad en la fase baja del ciclo. Además, la Comisión Europea ha apuntado la concesión de un papel más preponderante a los niveles de deuda y a la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo como otra posible vía de evolución de los mecanismos de vigilancia existentes.

### 3.2 Evolución monetaria y financiera

En sus reuniones celebradas a lo largo del segundo trimestre de 2004, el Consejo de Gobierno del BCE ha considerado que el tono vigente de la política monetaria seguía siendo adecuado para la consecución del objetivo de la estabilidad de precios a medio plazo, al tiempo que no constituía un obstáculo para el desenvolvimiento de la actividad económica. Por tanto, los tipos

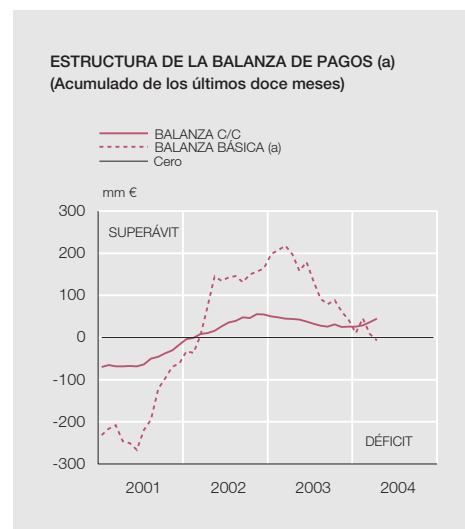
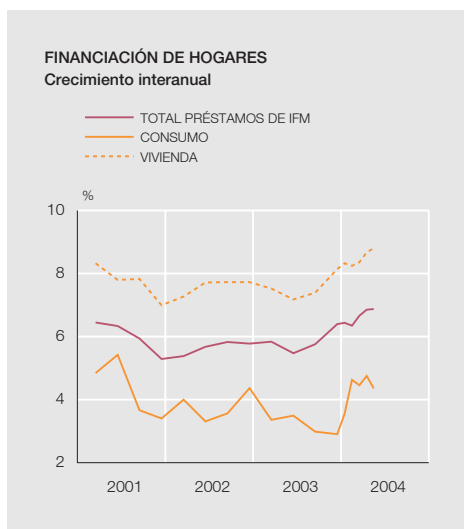
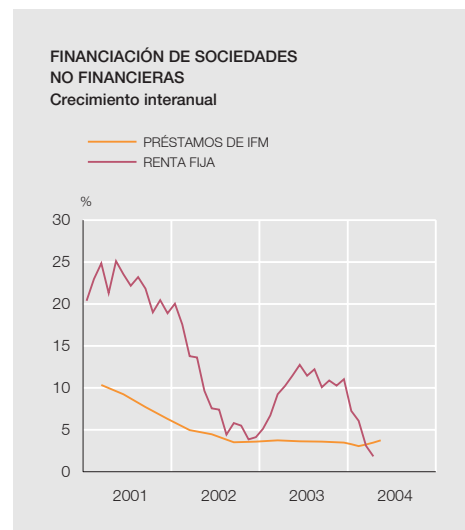
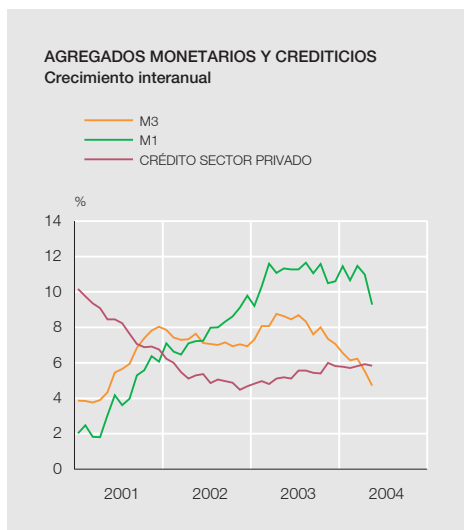


FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- a. Datos obtenidos de las nuevas estadísticas de tipos de interés elaboradas por el BCE, correspondientes a nuevas operaciones.
- b. Se representan los tipos de interés de los préstamos a más de cinco años.
- c. Índice de tipo de cambio efectivo nominal. Grupo reducido de monedas definidas por el BCE.
- d. Bonos emitidos por sociedades no financieras denominados en euros.

de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad de depósito y de la facilidad de crédito se han mantenido en el 2%, el 1% y el 3%, respectivamente (véase gráfico 12).

En el transcurso del segundo trimestre, los tipos de interés del mercado monetario comenzaron a subir en los plazos iguales o superiores a los tres meses, como consecuencia de las perspectivas de progresivo fortalecimiento de la actividad económica y de las incertidumbres sobre la evolución futura del precio del crudo y su potencial efecto inflacionista, de tal forma que han ido incorporándose expectativas de una posible elevación, aunque moderada, de los tipos de interés oficiales hacia finales de año. En esta línea, las curvas de los tipos *forward* a un mes han recogido también movimientos análogos. En la evolución de los tipos de interés a largo plazo en los mercados internacionales de deuda pública se han observado en el



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.

último trimestre dos fenómenos destacados: en primer lugar, desde el mes de marzo y hasta principios de julio se ha registrado un proceso de alzas significativas en los rendimientos de la deuda pública a diez años tanto en la zona del euro como, especialmente, en EEUU; en segundo lugar, tras un largo período en que los tipos a largo plazo norteamericanos se situaron en niveles inferiores a los europeos, el incremento más acusado de los tipos en EEUU en el segundo trimestre de 2004 ha hecho que el diferencial entre estos rendimientos y los de la UEM haya pasado a ser positivo. Por último, según la información disponible hasta mayo, 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 destinados a la adquisición de vivienda tendió a estabilizarse en el 4,3% en mayo (véase gráfico 13).

En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro, tras la moderada depreciación del primer trimestre, se apreció ligeramente en los meses sucesivos, hasta situarse algo por encima de 1,2 dólares por euro, en línea con las cotizaciones observadas a comienzos de año. En

términos efectivos nominales, la moneda europea se ha mantenido relativamente estable en el período transcurrido de abril a julio.

A lo largo del trimestre, las cotizaciones de los mercados de renta variable de la UEM mostraron oscilaciones sin una tendencia definida. En este sentido, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio ha retrocedido considerablemente en la primera mitad de julio, hasta perder prácticamente en su totalidad las ganancias acumuladas en el año (véase gráfico 13). Los sectores que registraron avances más significativos durante el segundo trimestre fueron el energético, el de materias primas y el de las industrias de red, mientras que las caídas más fuertes se concentraron en el sector tecnológico, el de telecomunicaciones y el financiero.

En los meses de abril y mayo, el ritmo de avance del agregado monetario M3 se redujo de forma acusada, siguiendo la tendencia observada desde mediados de 2003 (véase gráfico 14). En mayo, la tasa de crecimiento interanual de M3 fue del 4,7%, casi un punto y medio por debajo de la observada en marzo. Como novedad, la demanda de los componentes más líquidos de M3 también se desaceleró bruscamente en este período, si bien continuó aumentando a tasas más elevadas que el agregado más amplio, en la medida en que el coste de oportunidad de mantener activos muy líquidos sigue siendo reducido. El ritmo de avance interanual del crédito al sector privado se mantuvo estable durante abril y mayo, en línea con la tendencia mostrada en los meses anteriores. El crédito a las sociedades no financieras se aceleró ligeramente en abril y mayo respecto al primer trimestre, hasta alcanzar tasas de variación cercanas al 4%. En cambio, el aumento de la financiación bancaria a las familias se mantuvo estable, ya que el dinamismo en la concesión de créditos para la adquisición de vivienda se compensó con una ligera desaceleración de la financiación de bienes de consumo. En España, el crédito otorgado a las sociedades no financieras y a los hogares ha seguido registrando tasas muy superiores a las de la zona del euro en su conjunto.

#### 4 La economía española

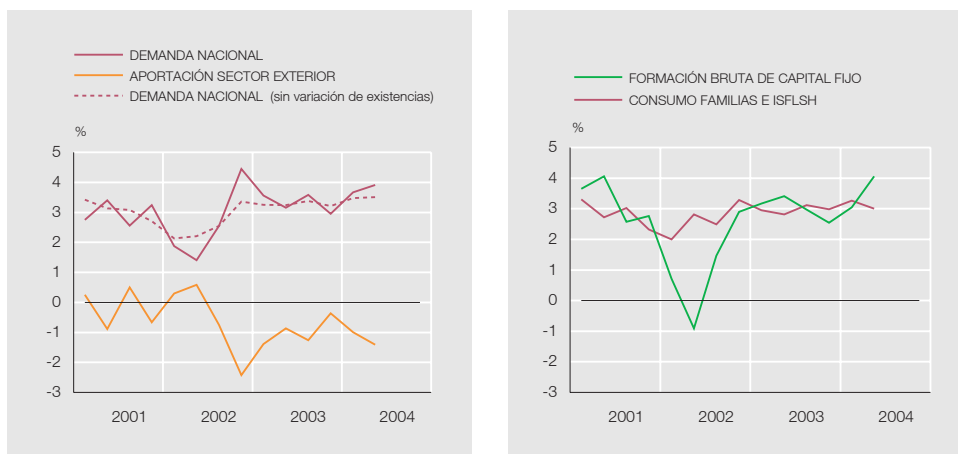
Como se ha comentado en los epígrafes anteriores, durante el primer semestre de 2004 el contexto económico internacional estuvo determinado por la consolidación de la expansión en Estados Unidos y en los países asiáticos, al mismo tiempo que los indicios de recuperación en la zona del euro tendieron a reforzarse. En este contexto, y tras registrar un avance interanual del 2,8% en el primer trimestre del año, se estima que el PIB de la economía española se incrementó un 2,6%<sup>1</sup>, en términos reales, en el segundo trimestre, dos décimas por debajo del del trimestre anterior (si bien, en tasa intertrimestral, el crecimiento se habría mantenido en el 0,6%). El menor crecimiento interanual del segundo trimestre —que, no obstante, habrá vuelto a superar al del promedio de la eurozona— fue consecuencia de la mayor aportación negativa de la demanda exterior (tres décimas de punto porcentual más negativa que en el primer trimestre), en tanto que la demanda nacional tendió a estabilizar su ritmo de crecimiento o a incrementarlo ligeramente (véase gráfico 15). Dentro de la demanda nacional, cabe destacar el mayor avance interanual de la formación bruta de capital —impulsada por la inversión en bienes de equipo y por la contribución de la variación de existencias—, parcialmente compensado por la desaceleración del consumo privado, si bien este agregado ha seguido creciendo a un ritmo sostenido, apoyado en la generación de empleo. Por el lado del sector exterior, tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios se desaceleraron en el segundo trimestre del año en curso, aunque las importaciones experimentaron una desaceleración menor.

Desde la óptica del valor añadido, la moderada desaceleración del PIB en el segundo trimestre de 2004 habría sido el resultado de un comportamiento menos expansivo de los servicios de mercado (que pudiera recoger, entre otras cosas, algún impacto de los atentados del 11 de marzo en Madrid sobre las actividades relacionadas con el turismo) y de un comportamiento más estable de la actividad en la construcción y en la industria, aunque aparecieron algunos signos de debilidad en esta última rama. Por otra parte, se estima que el empleo creció a tasas próximas al 2% durante el segundo trimestre de 2004, recortando en unas décimas su incremento del primer trimestre. En la economía de mercado el empleo alcanzó tasas ligeramente más elevadas que en el conjunto de la economía, aunque compartiendo el perfil de ligera desaceleración; esta evolución habría sido compatible con una recuperación de la productividad aparente del trabajo, tras el comportamiento contractivo mostrado en 2003 en las actividades de mercado.

La recuperación de la productividad del trabajo ha sustentado la desaceleración de los costes laborales por unidad de producto en los primeros meses de 2004, que se estima que se ha prolongado durante el segundo trimestre, a pesar de que la CNTR siguió mostrando un crecimiento elevado de la remuneración por asalariado. Cabe señalar que, al contrario que en el primer trimestre, en el segundo la reducción de las presiones inflacionistas internas no se ha visto acompañada por una evolución favorable de los precios de importación. Estos han reflejado las tensiones de los mercados de crudo y otras materias primas, en un contexto de mayor estabilidad del tipo de cambio del euro, y han tendido a repuntar. En parte como consecuencia de ello, los precios finales experimentaron una intensa aceleración en el segundo trimestre de 2004, y la tasa de inflación, medida por la tasa interanual del IPC, aumentó desde el 2,1% con que finalizó el primer trimestre hasta el 3,5%, en el mes de junio.

---

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



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas de variación interanual calculadas sobre datos ajustados de estacionalidad.

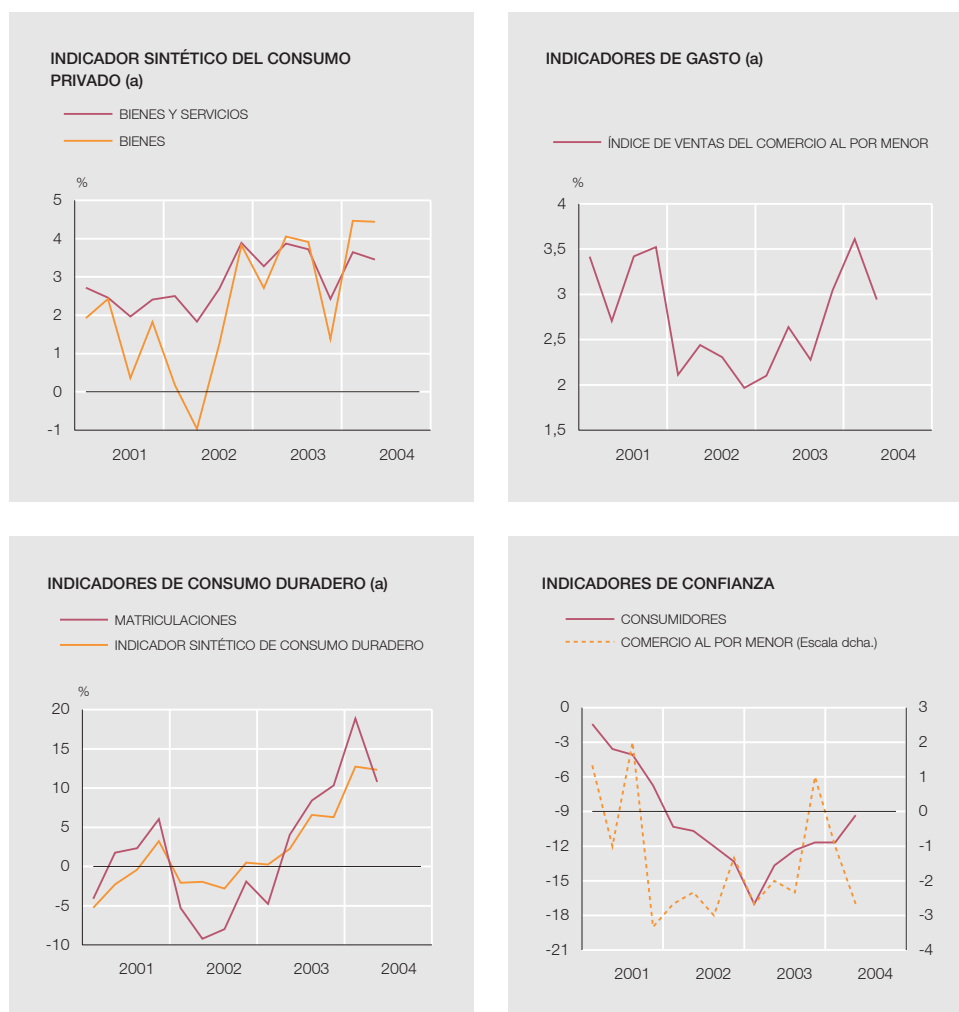
#### 4.1 Demanda

El gasto en consumo final de los hogares se aceleró en el primer trimestre de 2004, alcanzando una tasa de crecimiento interanual del 3,3%, en términos reales. La información más actualizada indica que el consumo mantuvo su fortaleza en el segundo trimestre, aunque con un ritmo de crecimiento algo más moderado. La firmeza del consumo privado en la primera mitad del año ha estado asentada en el crecimiento de la renta disponible de las familias y en las nuevas ganancias de riqueza real neta obtenidas por este sector, en un contexto de condiciones financieras holgadas y de mejora en la percepción de la situación económica por parte de los consumidores.

Los indicadores disponibles apuntan, de forma casi general, hacia una ligera desaceleración del consumo en el segundo trimestre (véase el gráfico 16). El nuevo indicador sintético de consumo de bienes y servicios<sup>2</sup> refleja este perfil de forma muy tenue, debido al comportamiento sostenido del componente de bienes. En particular, los bienes de consumo duradero han continuado creciendo a una tasa elevada, si bien la matriculación de automóviles moderó su ritmo de expansión en el segundo trimestre. El índice general de ventas del comercio al por menor registró también una desaceleración en abril y mayo, manteniendo el componente de bienes no alimenticios un mayor dinamismo. En ese mismo sentido, el indicador de confianza del comercio al por menor reflejó un menor optimismo en el segundo trimestre y el indicador de confianza de los consumidores mostró un deterioro a partir de mayo, aunque en la media del trimestre haya registrado una mejora, basada en la percepción sobre la situación económica general y sobre la probabilidad de ahorrar de los hogares.

En cuanto a los determinantes del gasto de consumo, se estima que la renta disponible de los hogares, en términos reales, sigue creciendo de forma sostenida y podría superar en 2004 el aumento experimentado en 2003, a pesar de la merma de poder adquisitivo que supone el repunte de la inflación registrado en los últimos meses. La aportación de las Administraciones Públicas al crecimiento de la renta estaría siendo más expansiva que en 2003, a pesar del agotamiento del impacto positivo de la reforma del IRPF que se produjo en ese año, debido al crecimiento de las prestaciones sociales. A esta evolución de la renta hay que añadir el incremento del patrimonio inmobiliario de los hogares, debido tanto al crecimiento del

2. El indicador sintético de bienes y servicios de consumo es un nuevo indicador elaborado en el Banco de España, cuya metodología se presentará en un próximo artículo del Boletín Económico.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

precio de la vivienda como a la propia expansión del *stock* de capital residencial. Asimismo, la riqueza financiera de las familias se ha beneficiado de la revalorización bursátil de la primera mitad del año.

En el primer trimestre de 2004, el consumo final de las Administraciones Públicas registró un fuerte crecimiento, del 4,7%, en tasa interanual, una décima menos que en el último trimestre de 2003. La información coyuntural disponible, todavía muy incompleta, apunta hacia una desaceleración de este agregado en el segundo trimestre, basada en una contención tanto de los gastos de personal como de los otros gastos de consumo final, de acuerdo con los datos de ejecución presupuestaria del Estado.

Por otra parte, la formación bruta de capital fijo experimentó una aceleración en el primer trimestre de 2004, alcanzando una tasa interanual del 3%, en términos reales, cinco décimas por encima de la observada en el último trimestre de 2003. Esta aceleración se debió al mayor dinamismo registrado por la inversión en bienes de equipo, que aumentó un 1,6% interanual, y, en menor medida, por la inversión en otros productos, que se incrementó un 3,8%. La inversión en construcción mantuvo su tasa de crecimiento interanual en el 3,6%. Los indicadores coyunturales disponibles para el segundo trimestre apuntan hacia una nueva aceleración



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

a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.  
b. Nivel, serie original.

de la formación bruta de capital fijo, que se apoyaría, principalmente, en el avance de la inversión en equipo.

La información sobre sociedades no financieras, recopilada por la Central de Balances (CBBE) y disponible hasta el primer trimestre de 2004, además de confirmar la recuperación de la actividad en ese período, apoyada en el comportamiento de las ramas de servicios, muestra que la situación financiera de las empresas representadas ha seguido mejorando y constituye un punto de partida favorable para respaldar el crecimiento de la inversión. Las empresas de la CBBE han continuado obteniendo altas rentabilidades, al moderar sus gastos de personal en un contexto de reducción de los gastos financieros. De esta forma, el resultado económico bruto creció un 7,2% en el primer trimestre de 2004 respecto del mismo período del año anterior, al tiempo que el resultado ordinario neto lo hacía un 17,4%.

Los indicadores relativos a la inversión en bienes de equipo señalan, por su parte, un aumento del ritmo de crecimiento de este tipo de inversión en el segundo trimestre de 2004 (véase gráfico 17). En particular, el indicador de disponibilidades de bienes de equipo, elaborado con información todavía incompleta para ese período, muestra tasas de crecimiento superiores a las del primer trimestre, apoyado en una contribución muy positiva de las importaciones de



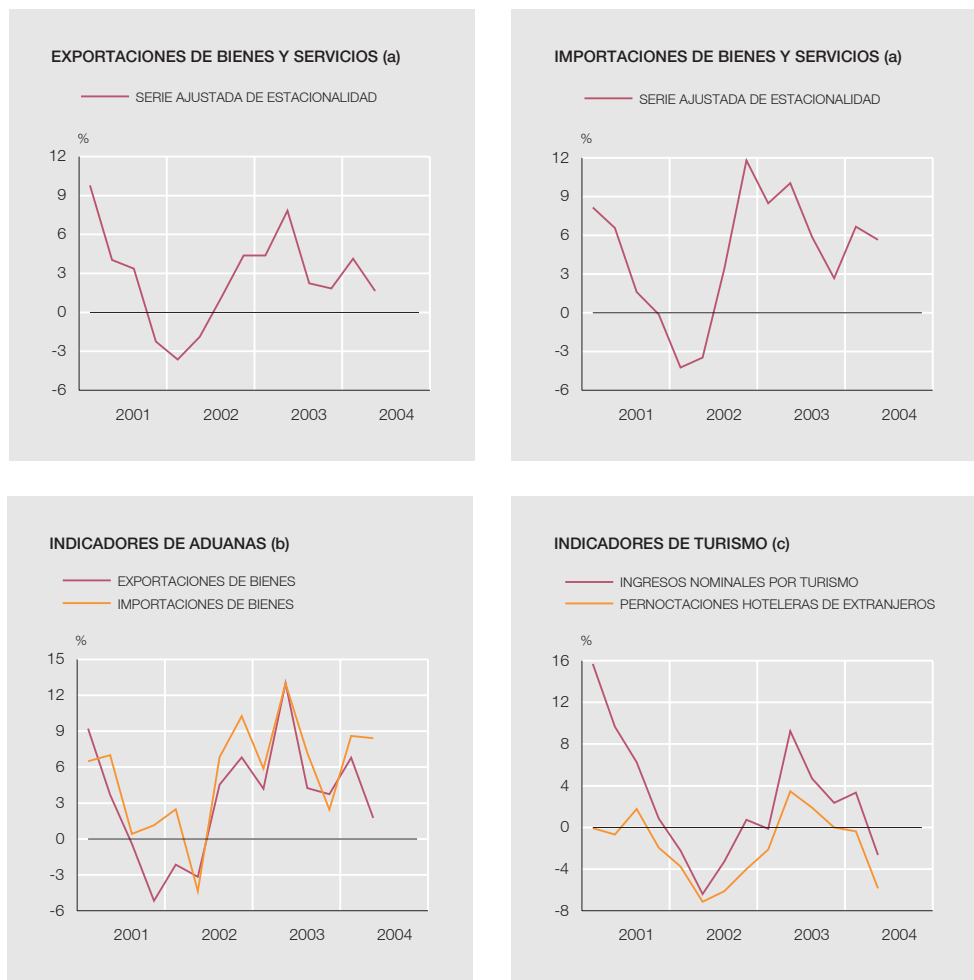
este tipo de bienes. Entre los indicadores más representativos de las condiciones de demanda se ha registrado también una mejora. Así, tanto las opiniones sobre la cartera de pedidos de la industria como las referidas a la cartera de pedidos de los productores de bienes de equipo mejoraron en el segundo trimestre, a pesar del pequeño retroceso en el indicador de clima industrial de bienes de equipo. El aumento de la utilización de la capacidad productiva en la industria y la menor suficiencia de la capacidad productiva instalada son indicativos, asimismo, de un clima más favorable al repunte de la inversión.

En cuanto a la inversión en construcción, en el primer trimestre de 2004 su crecimiento se cifró en el 3,6%, tasa idéntica a la del trimestre anterior, si bien más moderada que el ritmo observado en los trimestres centrales de 2003. Parte de la información coyuntural más reciente sobre la construcción apuntaría, de hecho, hacia una reanudación del proceso de suave desaceleración de este componente de la formación bruta de capital: los indicadores de empleo en el sector —afiliados a la Seguridad Social y número de parados— experimentaron un debilitamiento en el segundo trimestre, en relación con el primero, aunque su evolución es más positiva que la registrada en la última parte del año 2003; asimismo, los indicadores de producción y consumo de materiales para la construcción reflejaron un deterioro en los dos primeros trimestres de 2004. En cualquier caso, la encuesta coyuntural de la industria de la construcción (ECIC) confirmó que el crecimiento del valor real de los trabajos realizados por las empresas del sector se incrementó ligeramente en el primer trimestre de 2004, debido, principalmente, al comportamiento de la obra civil.

Además, los indicadores relacionados con las iniciaciones de obras avalarían el mantenimiento de un ritmo de avance sostenido en la construcción, ya que el aumento de la nueva superficie a construir —obtenido a partir de los visados de dirección de obra firmados principalmente en 2003— proyecta la continuidad de un ritmo elevado de edificación residencial durante el año 2004, aunque el tramo no residencial estaría registrando un crecimiento más moderado. La ralentización de las iniciaciones de edificación residencial en el primer trimestre de 2004 estaría anticipando, por su parte, una desaceleración de la inversión en el próximo año. En el caso de la obra civil, el valor de la licitación realizada por las Administraciones Públicas y por las Entidades Públicas del Estado del Grupo Fomento experimentó un notable avance en el primer trimestre de 2004, de modo que cabe esperar un crecimiento significativo de este tipo de inversión en los próximos trimestres.

De acuerdo con los resultados de la CNTR, la inversión en existencias tuvo una aportación positiva de dos décimas al crecimiento interanual del PIB en el primer trimestre de 2004. En el segundo trimestre, la información que proporciona la encuesta de coyuntura industrial sería compatible con una menor acumulación de *stocks* de productos terminados, en relación con el trimestre precedente. No obstante, la desaceleración intertrimestral de la variación de existencias habría sido compatible con una nueva mejora de su aportación al crecimiento interanual del PIB.

Como se ha señalado, la demanda exterior neta detrajo un punto porcentual del crecimiento interanual del producto en el primer trimestre de 2004, frente a una contribución de -0,4 pp en el trimestre precedente. Esta evolución fue el resultado de una aceleración de las exportaciones de bienes y servicios, cuya tasa interanual fue del 4,1%, y de un crecimiento más intenso de las importaciones, que alcanzaron una variación interanual del 6,7% (véase gráfico 18). El avance de las ventas exteriores en ese período estuvo en línea con el crecimiento del comercio mundial, que se expandió a tasas próximas al 7%, prolongando el perfil de aceleración que venía registrando desde la segunda mitad de 2003. Los mercados más expansivos fueron los del Sudeste asiático, países del centro y este de Europa y algunos de los prin-



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

- a. Datos de la CNTR a precios constantes.
- b. Series deflactadas ajustadas de estacionalidad.
- c. Series ajustadas de estacionalidad.

cipales países latinoamericanos, impulsados por el importante crecimiento de las economías de Estados Unidos y Japón. Sin embargo, los países de la zona del euro, nuestros principales socios comerciales, registraron tasas de avance todavía moderadas. Esta evolución ha supuesto, no obstante, la consolidación del aumento de la participación de las exportaciones españolas en el comercio mundial que se produjo en 2003, a pesar de la intensa pérdida de competitividad de los productos españoles derivada de la fortaleza del euro durante este período. La información disponible para el segundo trimestre apunta a una aportación aún más contractiva de la demanda exterior neta, ya que las ventas exteriores se desaceleraron, reflejando, en parte, la comparación con los elevados niveles alcanzados en el mismo período del año 2003, mientras que las importaciones continuaron creciendo a un ritmo elevado, aunque también registraron cierta desaceleración. Este comportamiento no es coherente con la evolución del diferencial entre la demanda interna y externa, por lo que podría denotar indicios de problemas de competitividad.

Según la CNTR, las exportaciones de bienes crecieron un 6,2% interanual en el primer trimestre de 2004, mostrando una reactivación en relación con el ejercicio anterior. La información de Aduanas correspondiente a los meses de abril y mayo indica que esta reactivación se ha-

bría interrumpido en el segundo trimestre, al registrar las ventas exteriores de bienes un retroceso de  $-0,9\%$ , en términos reales. Dada la volatilidad que caracteriza a los flujos de comercio, la valoración de estos datos requiere cierta cautela, si bien cabe señalar que este debilitamiento sería coherente con la lentitud de la recuperación en la zona del euro y con la pérdida de competitividad acumulada frente al resto de mercados. En el conjunto del período enero-mayo, las exportaciones de bienes se incrementaron un  $3,8\%$ , frente al  $6,2\%$  en el promedio del ejercicio anterior. En ese período, las ventas destinadas a los mercados comunitarios se desaceleraron hasta el  $3,5\%$ , en términos reales, destacando la atonía de las dirigidas a Francia, Alemania e Italia, mientras que se fortalecieron las destinadas a Portugal. Las exportaciones extra-comunitarias, por su parte, continuaron avanzando a un ritmo relativamente elevado, del  $7,6\%$  en términos reales, aunque también reflejaron una ralentización. Las ventas a los principales países de reciente incorporación a la UE-25 mostraron un gran dinamismo, así como las realizadas a China y Marruecos, mientras que continuó la debilidad de las exportaciones a los NIC y a Estados Unidos. Atendiendo a la desagregación por grupos de productos, las exportaciones que más avanzaron en el período enero-mayo fueron las de bienes de equipo ( $11\%$ ), mientras que las de bienes de consumo se desaceleraron, debido, fundamentalmente, a la desfavorable evolución de las ventas de automóviles y del resto de bienes duraderos; las ventas de bienes intermedios no energéticos experimentaron cierta recuperación en los primeros meses de 2004.

Los ingresos reales por turismo prolongaron, en el primer trimestre de 2004, el ligero avance que venían mostrando desde la segunda mitad del año anterior. Sin embargo, los indicadores turísticos, tanto nominales como reales, que habían reflejado una importante recuperación durante los dos primeros meses del año, se frenaron notablemente a partir del mes de marzo. En el segundo trimestre se ha registrado una acusada debilidad en cuanto a los viajeros extranjeros alojados en hoteles y, especialmente, en relación con sus pernoctaciones, el indicador más próximo al gasto turístico real, que en el conjunto de los seis primeros meses del año han alcanzado tasas interanuales acumuladas del  $0,3\%$  y  $-3,3\%$ , respectivamente. El número de turistas entrados por fronteras, que había mostrado cierta recuperación en mayo, registró un mal comportamiento en junio, situando su crecimiento acumulado en los seis primeros meses del año en el  $2,2\%$ . Por países de procedencia, cabe señalar la desaceleración del turismo británico, la atonía del mercado alemán y la intensa recuperación del turismo procedente de Portugal. Es probable que estos datos estén reflejando, en parte, efectos coyunturales relacionados todavía con el impacto de los atentados del 11 de marzo en Madrid y con la adversa climatología en torno a la temporada de Semana Santa. En este contexto, la gradual mejora de la confianza de los consumidores europeos en los últimos meses y las expectativas de reactivación de su demanda interna durante el segundo semestre del año deberían favorecer una próxima recuperación de la demanda turística extranjera. Sin embargo, el retorno a una senda de mayor dinamismo dependerá de la capacidad del sector para fortalecer su posición competitiva, y, en este sentido, el reciente empeoramiento del indicador de clima turístico, que incorpora unas perspectivas negativas de cara a la temporada veraniega, estaría mostrando precisamente la necesidad de avanzar en estos aspectos. Por otra parte, los servicios no relacionados con el turismo prolongaron su comportamiento negativo en el primer trimestre de 2004, aunque con un menor ritmo de caída que en el trimestre anterior, según muestra la evolución del indicador nominal de Balanza de Pagos.

En cuanto a las importaciones, su tasa de aumento se acentuó considerablemente en el primer trimestre, llegando a alcanzar un valor del  $7,9\%$ , desde el  $4,2\%$  del trimestre anterior. Los datos de Aduanas indican que esta evolución se prolongó en abril y mayo (con un aumento del  $6\%$  en los dos meses). El crecimiento ha sido el resultado de un intenso avance de las compras de bienes de consumo no alimenticio y, asimismo, del fuerte crecimiento de los bienes de equipo.

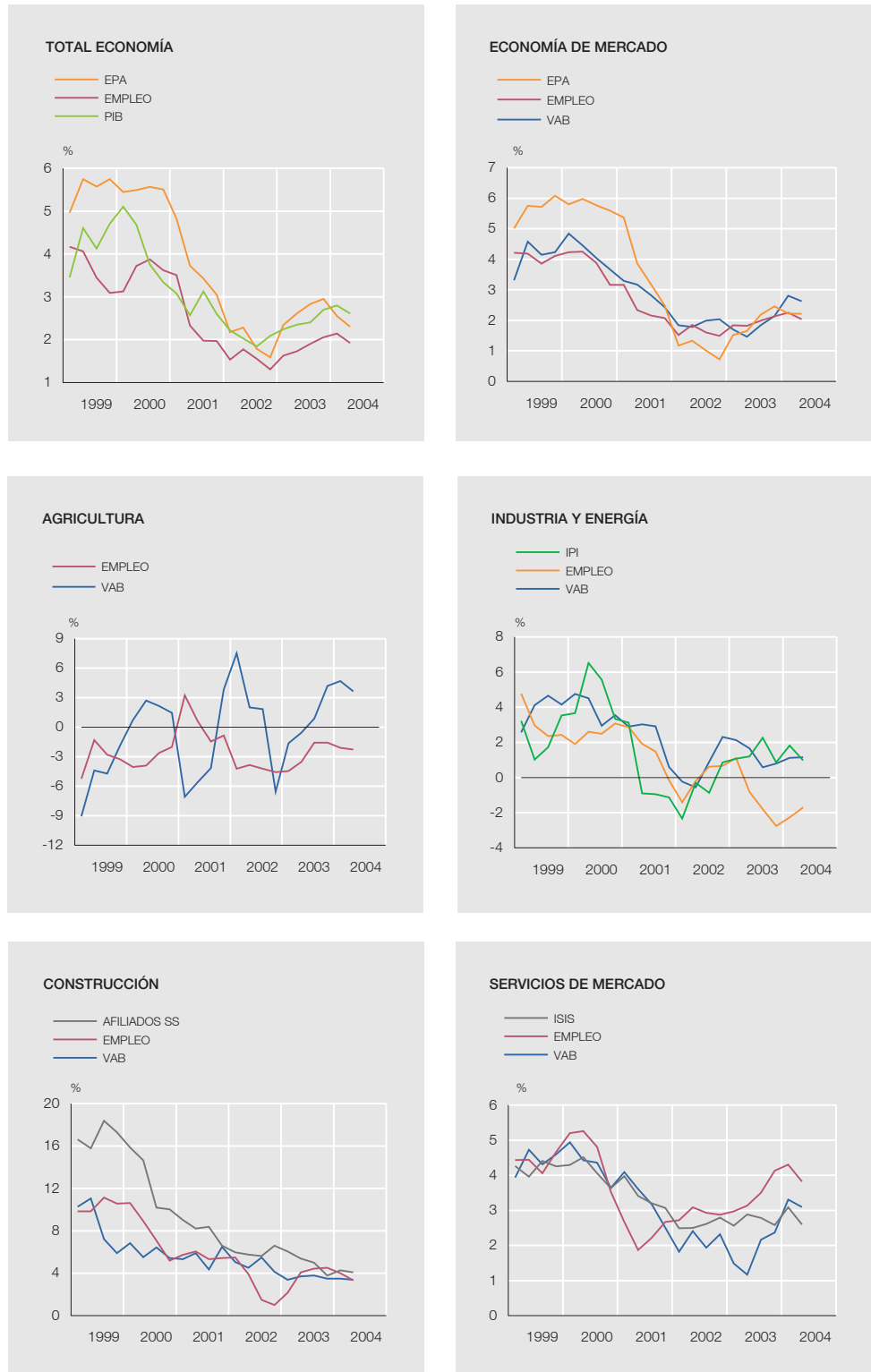
Durante los cinco primeros meses del año las importaciones que registraron un avance más intenso en relación con el promedio del año anterior fueron las compras de bienes de consumo (17,3%) y las de bienes de equipo (14,1%). Finalmente, las importaciones de servicios aumentaron un 0,7%, en términos reales, durante el primer trimestre de 2004, truncando el perfil descendente que habían registrado en la segunda mitad del año precedente. Dentro de ellas, el turismo tuvo un crecimiento muy elevado (20,2%), mientras que las importaciones de servicios no turísticos continuaron descendiendo, aunque ralentizando su ritmo de caída, en línea con el perfil de mejora que mostró el indicador nominal de Balanza de Pagos.

#### **4.2 Producción y empleo**

Como se ha señalado al inicio de este epígrafe, en el primer trimestre de 2004 se produjo una recuperación de la actividad en las principales ramas productivas, con la excepción de la construcción; este avance se habría moderado ligeramente en el segundo trimestre del año (véase gráfico 19). Las ramas pesquera y agraria iniciaron el año 2004 con un gran dinamismo, dando continuidad a la senda de aceleración que habían mostrado durante el año 2003. La producción animal se revitalizó en los primeros meses del año, tras la desaceleración registrada en 2003, y también lo hizo la producción vegetal. Las perspectivas en este segundo caso han mejorado sustancialmente desde el informe anterior, dada la abundante pluviosidad registrada en los meses primaverales, sobre todo en abril y mayo, cuando se superó en un 9% el nivel medio histórico; en junio, por el contrario, hubo escasez de lluvias. No obstante, la evolución de los distintos cultivos ha sido dispar: mientras que la campaña de cereales está siendo buena, las frutas han experimentado recortes en su producción, que en algunos casos, como el de la almendra, están siendo muy severos.

La situación de progresiva atonía que caracterizó a la rama de industria y energía desde el segundo trimestre de 2003 se interrumpió en el primer trimestre de 2004, período en el que el valor añadido se aceleró ligeramente, hasta crecer un 1,1% interanual, animado por el mayor empuje de la demanda, tanto interna como externa. Sin embargo, este repunte de la actividad industrial ha tendido a frenarse en el transcurso del segundo trimestre, en un contexto de mayor debilidad de la demanda externa. Aunque el indicador de confianza del sector experimentó una ligera mejoría en el conjunto del segundo trimestre, favorecido por el aumento de la cartera de pedidos, en el mes de junio se observó un deterioro; también el índice de directores de compras retrocedió en los meses más recientes. El IPI, por su parte, tendió a desacelerarse en abril y mayo, registrando un crecimiento interanual inferior al observado en el primer trimestre. A la pérdida de dinamismo de este índice de producción contribuyeron todos sus componentes —tanto la producción de bienes intermedios y de inversión como la de bienes de consumo—, si bien estos mantienen ritmos de crecimiento dispares. La evolución del empleo industrial continuó siendo negativa, aunque el ritmo de descenso ha sido inferior al del primer trimestre.

En los primeros meses de 2004, la actividad constructora mantuvo el dinamismo mostrado en el último trimestre de 2003, con un crecimiento interanual de su valor añadido del 3,5%, de modo que continuó siendo la rama de actividad más dinámica, en línea con la pauta de los últimos años. En el segundo trimestre la construcción habría mantenido un tono próximo al del primero, según la información coyuntural disponible. Aunque los indicadores de consumos intermedios —el consumo aparente de cemento y la producción de materiales para la construcción— se desaceleraron en abril y mayo, esta evolución pudo estar motivada por las abundantes lluvias de esos meses, ya comentadas al hablar de las ramas agrarias, que dificultaron la realización de las obras: de hecho, en opinión de los constructores, las condiciones climatológicas han aumentado su importancia como factor limitativo de la producción. Los indicadores de empleo también se desaceleraron durante la primavera, si bien el paro registrado moderó su crecimiento notablemente en el mes de junio, coincidiendo con el final del período de climatología adversa. Por su parte, el indicador de confianza que publica la Comisión Europea



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

a. Tasas interanuales, calculadas sobre 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 de trimestre.

se recuperó en el segundo trimestre, mientras que la información proveniente de los indicadores adelantados proyecta una evolución relativamente expansiva para este período.

La actividad en las ramas de los servicios se aceleró en los primeros meses de 2004, continuando el proceso iniciado en el segundo semestre de 2003. El crecimiento interanual estimado por la CNTR para el primer trimestre fue del 3,4%, siete décimas más que en el cuarto trimestre de 2003, resultado de movimientos contrapuestos en sus dos componentes. Los servicios no de mercado se desaceleraron en cuatro décimas porcentuales, de modo que su ritmo de avance quedó en el 3,5%, interrumpiendo con ello la senda de continua aceleración que les caracterizó durante el año 2003. Sin embargo, los servicios de mercado incrementaron su tasa de variación en nueve décimas, alcanzando un crecimiento del 3,3%. No obstante, esta aceleración de la actividad no ha tenido continuidad en el segundo trimestre, a la vista de la información más reciente. El indicador sintético integral para los servicios de mercado (ISIS) registró una pérdida de pulso en ese período, mientras que, en abril y mayo, el número de afiliados a la Seguridad Social experimentó un ritmo de crecimiento interanual inferior al observado en los tres primeros meses. Únicamente el indicador de confianza del sector ofreció un perfil ascendente entre abril y junio. La desaceleración fue bastante general entre las actividades que componen los servicios de mercado. En la rama de comercio y reparación el dinamismo de la actividad se redujo, según señalarían las afiliaciones a la Seguridad Social y el índice de ventas del comercio al por menor. La rama de hostelería también experimentó una pérdida de dinamismo, que quedó reflejada en la desaceleración de los afiliados y en los indicadores de turismo, que ya se han mencionado. En cambio, las ramas de transporte, almacenamiento y comunicaciones dieron síntomas de un cierto impulso en el segundo trimestre, como apuntan los indicadores de transporte de viajeros. Por último, las actividades inmobiliarias, de alquiler y empresariales mantuvieron el dinamismo alcanzado tres meses antes, según se desprende de las afiliaciones a la Seguridad Social, que aumentaron también en el sector de informática e I+D.

Como es sabido, el empleo estabilizó su tasa de crecimiento durante el primer trimestre de 2004, en el 2,1% —en términos de puestos de trabajo equivalentes—, interrumpiendo, así, la senda de aceleración observada durante el año 2003. En consecuencia, la productividad aparente del trabajo en el conjunto de la economía creció un 0,6%, en línea con el incremento registrado en 2003. En la economía de mercado el ritmo de avance de los ocupados se incrementó ligeramente en el primer trimestre, lo que, no obstante, fue compatible con una recuperación de la productividad, que avanzó un 0,5% interanual, debido a la aceleración del valor añadido bruto. El sostenimiento del empleo que recogen las cifras de la CNTR en el primer trimestre de 2004 no se corresponde, sin embargo, con la evolución de los ocupados de la Encuesta de Población Activa (EPA), cuyo ritmo de avance se situó en el 2,6%, cuatro décimas por debajo del registrado en el último trimestre de 2003; por el contrario, las afiliaciones a la Seguridad Social sí mantuvieron la tasa de variación de finales de 2003 (2,9%). Una panorámica más amplia de la evolución reciente del mercado de trabajo en España, en comparación con el resto de países europeos, se presenta en el recuadro 3.

A partir de la información disponible, se estima que en el segundo trimestre del año en curso el empleo registró un crecimiento interanual algo inferior al del trimestre precedente, permitiendo una ligera recuperación de las ganancias de productividad, a pesar de la pequeña desaceleración de la actividad. Los resultados de la EPA para el segundo trimestre avalan dicha evolución, ya que según esta encuesta el número de ocupados se incrementó un 2,3% en ese período, tres décimas menos que en el primer trimestre. También las afiliaciones a la Seguridad Social experimentaron una desaceleración en el segundo trimestre, hasta el 2,6%, mientras que la estadística de contratación del INEM mantuvo la aceleración que había registrado el trimestre anterior, con un avance interanual próximo al 14%.

En este recuadro se realiza un análisis de la evolución reciente del mercado de trabajo en España, en comparación con el resto de países europeos, a partir de los resultados de la encuesta de fuerza laboral (EFL), y completa, con datos actualizados del año 2003, el artículo sobre este tema publicado en el Boletín de este mismo mes del pasado año. En primer lugar, se describe el comportamiento relativo que España ha mostrado en términos de las tasas de actividad, ocupación y desempleo frente al agregado de los países de la Unión Europea (UE)<sup>1</sup> y, en segundo lugar, se analizan algunas de las principales diferencias que España mantiene con los países de su entorno, en cuanto a las características del empleo.

Entre 1997 y 2002 España estrechó el diferencial que mantenía con el resto de países de la Unión Europea en términos de tasas de actividad, de ocupación y paro, especialmente en este último caso<sup>2</sup>. Así, las brechas negativas que mantenía en 1997 en términos de la tasa de actividad y ocupación, de 6,2 pp y 12,5 pp, respectivamente, se redujeron hasta los 4,2 pp y 6,5 pp en 2002. En relación con la tasa de desempleo, el diferencial positivo era de 11,2 pp en 1997, mientras que en 2002 se había reducido a 3,8 pp. La evolución del mercado de trabajo en España durante 2003 ha permitido mantener este proceso de convergencia y estrechar algo más estos diferenciales. Debe tenerse en cuenta que, en 2003, los mercados de trabajo eu-

ropeos se vieron afectados por la debilidad de la actividad económica y la creación de empleo fue prácticamente nula, mientras que en España tuvo lugar un repunte en la creación de empleo, tras la desaceleración observada en 2002.

Durante el pasado año, la tasa de ocupación se elevó 1,2 pp en España, hasta el 59,6% de la población en edad de trabajar, mientras que en la UE se estabilizó en el 64,9%. Dado que la tasa de ocupación se puede descomponer en el producto de la tasa de actividad y la inversa de la tasa de desempleo, estas estadísticas muestran que dicha evolución fue el resultado, principalmente, del mayor crecimiento de la tasa de actividad en España durante este año, aunque también se observó un menor crecimiento de la tasa de desempleo. En concreto, durante 2003 la tasa de actividad creció 1,3 pp en España, hasta el 67,1%, mientras que en la UE dicha ratio se elevó en 0,4 pp, hasta el 70,4%, reduciéndose así el diferencial hasta los 3,3 pp. Por su parte, la tasa de desempleo creció muy levemente en España (0,1 pp, hasta el 11,2%), mientras que se observó un peor comportamiento en el resto de países de la UE, con un crecimiento de 0,4 pp, hasta el 7,7%. Esta evolución contrasta con lo ocurrido en el año 2002, cuando el desempleo creció en España, por primera vez desde 1997, en mayor medida que en el resto de países europeos.

Por colectivos, la aproximación entre las tasas de ocupación, observada en 2003, tuvo lugar con más intensidad entre las mujeres y los más jóvenes, aunque el mejor comportamiento relativo en España fue bastante generalizado. En concreto, entre las mujeres, aunque se mantiene una brecha negativa de 11,4 pp en la tasa de ocupación, durante 2003 esta se redujo en 1,6 pp, fruto tanto del mayor aumento de la tasa de actividad femenina como del mejor compor-

1. Las comparaciones se realizan frente al agregado de los 15 países pertenecientes a la Unión Europea en 2003 exceptuando a España. 2. Conviene resaltar, no obstante, que el cambio en la definición operativa del desempleo, incorporado en los datos españoles en el año 2001, hizo que la senda creciente de la tasa de actividad se truncara transitoriamente, a la vez que en la tasa de paro se observó un acercamiento a las tasas comunitarias más intenso que el que se hubiera registrado de no producirse dicha modificación metodológica.

#### EVOLUCIÓN DEL MERCADO LABORAL EN ESPAÑA Y LA UE (a)

	1997	2002	2003		1997	2002	2003
Tasa de ocupación (%)				Tasa de actividad (%)			
España	49,1	58,4	59,6	España	62,1	65,8	67,1
UE sin España	61,6	64,9	64,9	UE sin España	68,3	70,0	70,4
Tasa de ocupación femenina (%)				Tasa de paro (%)			
España	34,4	44,0	45,9	España	21,0	11,1	11,2
UE sin España	52,5	57,0	57,3	UE sin España	9,8	7,3	7,7
Tasa de ocupación masculina (%)				Incidencia del PLD (%)			
España	64,0	72,8	73,1	España	51,8	34,3	33,9
UE sin España	70,8	72,9	72,5	UE sin España (b)	47,8	41,2	42,6
Tasa de ocupación menores de 30 años (%)				Ratio de temporalidad (%)			
España	36,9	47,7	48,6	España	33,7	31,2	30,6
UE sin España	50,7	53,2	52,1	UE sin España	10,3	11,1	10,8
Tasa de ocupación entre 30 y 44 años (%)				Ratio de temporalidad, menores de 30 años (%)			
España	64,4	72,9	73,9	España	75,3	64,8	63,8
UE sin España	77,5	80,1	80,0	UE sin España	32,0	34,8	34,8
Tasa de ocupación de 45 años o más (%)				Ratio de parcialidad (%)			
España	47,0	53,5	54,6	España	8,0	7,9	8,1
UE sin España	56,0	59,6	60,5	UE sin España	17,3	18,8	19,4

Fuente: EUROSTAT.

a. Encuesta de fuerza laboral. Población de entre 15 y 64 años, salvo que se indique lo contrario.

b. No incluye Holanda.

tamiento relativo del desempleo en España. Entre los hombres, cabe destacar que en 2003 la tasa de ocupación se situó en el 73,1%, 0,6 pp por encima de la media del resto de países comunitarios. Por edades, entre los menores de 30 años el diferencial en la tasa de ocupación se situó en el año 2003 en los 3,5 pp, 2 puntos menos que el año anterior. Sin embargo, esta brecha se estrechó de forma muy modesta entre los trabajadores de más edad, mayores de 45 años, para los que la tasa de ocupación se situó en el 54,6%, 5,9 pp por debajo de la media comunitaria, dando lugar a un recorte del diferencial de solo 0,2 pp. Esta escasa mejora relativa refleja los progresos obtenidos en el resto de países europeos en este colectivo, ya que fue el grupo de edad cuya tasa de ocupación aumentó el pasado año.

Con respecto a la incidencia del paro de larga duración (proporción de desempleados que llevan más de un año en paro), en 2003 se observó una nueva reducción en España, que mantuvo así la tendencia mostrada desde 1997. Dicha evolución permitió situar esta ratio en el 33,9% de los desempleados, 8,7 pp por debajo de la media comunitaria. Las políticas de fomento del empleo indefinido están teniendo al colectivo de parados de larga duración como uno de los principales beneficiarios de las mismas, lo que parece haber

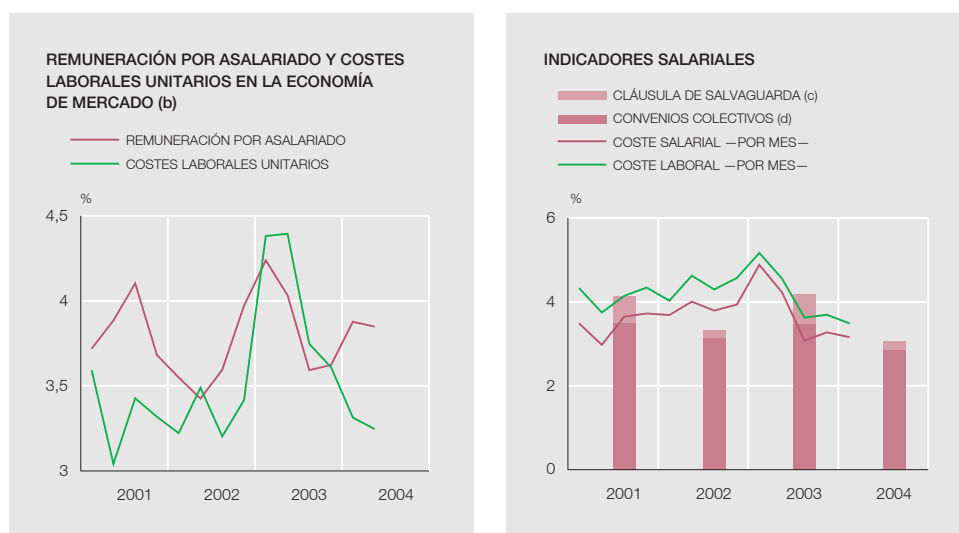
incidido notablemente en la reducción de su peso dentro del total de desempleados.

Finalmente, en cuanto a las características más relevantes de los puestos de trabajo, en el año 2003 se ampliaron las diferencias entre España y el resto de países comunitarios en cuanto al peso del empleo a jornada parcial, y se produjo un nuevo, aunque leve (0,3 pp), acercamiento en materia de temporalidad. No obstante, las diferencias son todavía muy elevadas en esta materia y la ratio de temporalidad en España prácticamente triplica la media del resto de países europeos. El acercamiento observado en 2003 fue fruto de la reducción que tuvo lugar en España dentro del colectivo con mayores tasas de eventualidad, los jóvenes menores de 30 años, al reducirse la ratio en un punto en España, mientras que en la UE aumentó ligeramente. En cualquier caso, para esa franja de edades la brecha se cifró en el último año en 29 pp. En cuanto al empleo a tiempo parcial, siguió sin despegar en España, ya que, aunque aumentó en dos décimas en 2003, su peso en el total de la ocupación (8,1%) es prácticamente idéntico al que presentaba en 1997. En términos comparados, como en este año la ratio de parcialidad en el resto de países comunitarios experimentó un alza de 0,6 pp, el diferencial con nuestro país volvió a incrementarse ligeramente, hasta los 11,3 pp.

Por ramas de actividad, los datos de las cuentas nacionales del primer trimestre marcaron, en algunos casos, una interrupción de las tendencias que venían presentando anteriormente (véase gráfico 19). Así, el empleo industrial continuó cayendo, pero moderó la intensidad de su descenso, hasta el -2,3%, beneficiándose de la evolución algo más positiva del valor añadido; en el segundo trimestre, según la EPA, la caída del empleo industrial siguió moderándose. En la construcción, el empleo acabó reflejando la ralentización de la actividad observada a finales de 2003, rebajando en medio punto su tasa de variación interanual, que se situó en el 4% en los primeros meses de 2004; esta tendencia se prolongó en el segundo trimestre. En la agricultura, por su parte, el ritmo de descenso de los ocupados se intensificó a lo largo de la primera mitad de 2004. Por último, en el conjunto de ramas terciarias el empleo creció a un ritmo del 3,5% en el primer trimestre, por encima del aumento registrado en el período precedente. La evolución no fue homogénea entre los servicios de mercado y los de no mercado: en los primeros, la ocupación prolongó la senda de recuperación del año 2003, con un aumento interanual del 4,3%, mientras que en los servicios no de mercado se produjo un pequeño recorte de la tasa de variación (1,7%). Durante el segundo trimestre, el empleo en los servicios se desaceleró.

En cuanto al empleo asalariado, su modesta desaceleración del primer trimestre —al crecer un 2,4%— resultó similar a la recogida por la EPA, aunque con menor intensidad. El no asalariado, en cambio, alcanzó tasas de variación positivas (1%), tras haber caído los dos años anteriores. Estas tendencias contrapuestas se observaron también en el segundo trimestre, según la EPA. Atendiendo a la duración del contrato, la desaceleración del empleo por cuenta ajena se trasladó tanto al colectivo de empleados con contrato fijo como a los que cuentan con un contrato temporal. La tasa de variación interanual de estos últimos fue un 1,4%, casi un punto por debajo del avance del primer trimestre. El número de trabajadores con contrato indefinido creció, a su vez, un 2,6%, lo que supone un recorte de cuatro décimas respecto al





FUENTES: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales y Banco de España.

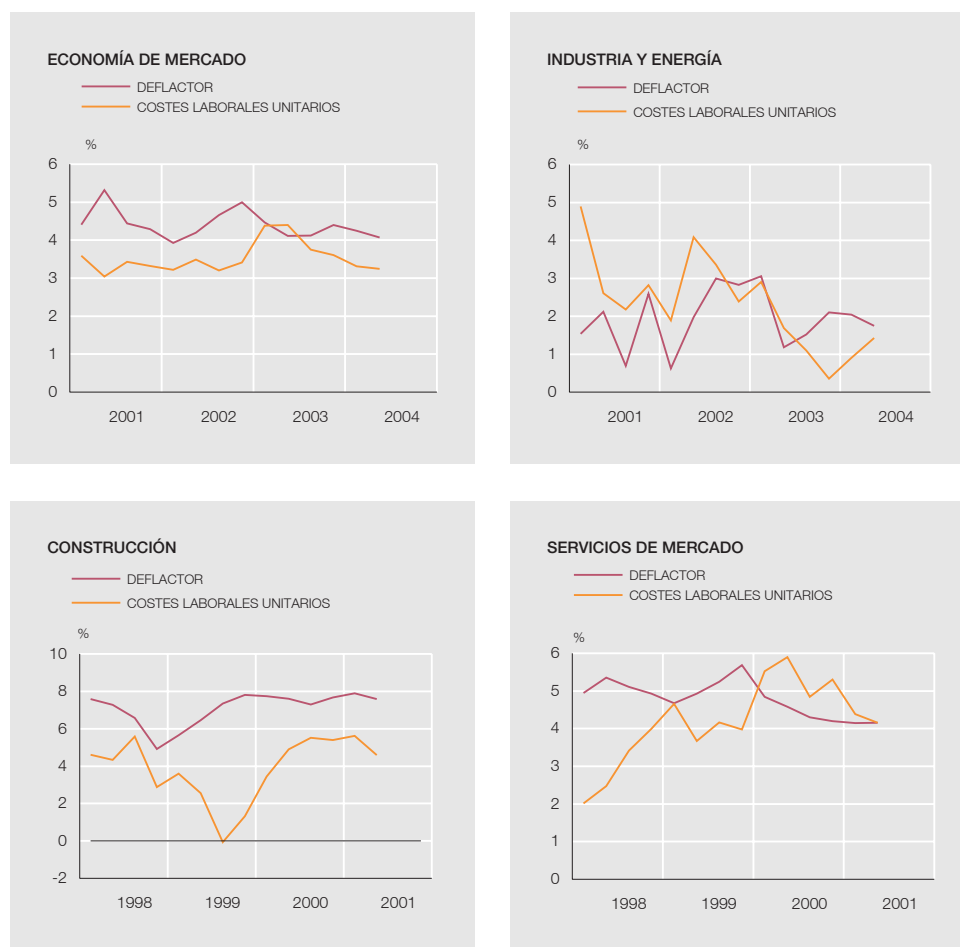
- Tasas de variación interanuales.
- Tasas calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.
- Cláusula de salvaguarda del año anterior.
- Incremento acumulado.

trimestre anterior. Como resultado de ello, la ratio de temporalidad registró un descenso de dos décimas en relación con el segundo trimestre de 2003, situándose en el 30,4% entre abril y junio de 2004. La información de contratos del INEM coincide parcialmente con la anterior, pues muestra que, en el segundo trimestre, aumentaron tanto la contratación indefinida como la de duración determinada, lo que fue compatible con un mayor peso de los contratos indefinidos en el total. Sin embargo, la menor proporción de contratos temporales no se tradujo en un descenso de la rotación laboral; ello podría estar reflejando un acortamiento en la duración efectiva de los contratos de duración indeterminada.

La población activa registró una desaceleración en los dos primeros trimestres de 2004, aunque continuó manteniendo un crecimiento elevado. En términos interanuales creció un 2,1% entre abril y junio, una décima menos que en el trimestre anterior y cinco por debajo del crecimiento alcanzado en 2003. En consecuencia, la tasa de actividad moderó su ritmo de avance durante el primer semestre, situándose en el 55,7%, tasa que, en cualquier caso, es ocho décimas superior al nivel del año anterior. La tasa de actividad calculada sobre la población menor de 65 años presentó una evolución similar, estabilizándose en el 69%. En el colectivo de mujeres, la tasa de participación se situó en el 44,5% y volvió a registrar un mejor comportamiento relativo que la masculina, aunque con una apreciable moderación en su ritmo de avance. Entre los hombres, la tasa de participación creció de forma más moderada, situándose en el 67,6%. Finalmente, dada la evolución de la población activa y del empleo, la tasa de desempleo se situó en el 10,9%, dos décimas por debajo de la correspondiente a la primavera de 2003, suavizando así su descenso interanual. De hecho, el número de desempleados creció un 0,4% en relación con su nivel de un año antes. El paro registrado en las oficinas del INEM experimentó una aceleración en el segundo trimestre, mostrando un crecimiento interanual del 2,4%, si bien los datos de junio han supuesto una moderación importante del crecimiento del número de parados.

### 4.3 Costes y precios

Con datos de la CNTR, en el primer trimestre de 2004 el crecimiento del coste laboral por unidad de valor añadido se mantuvo estable en el 3,5%, en el conjunto de la economía. Esta evolución fue el resultado de un aumento del 4,2% de la remuneración por asalariado, similar

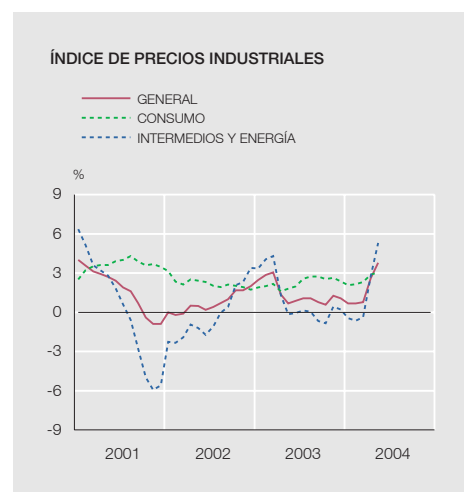
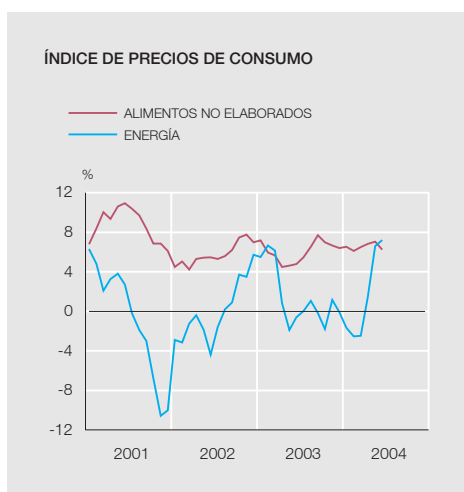
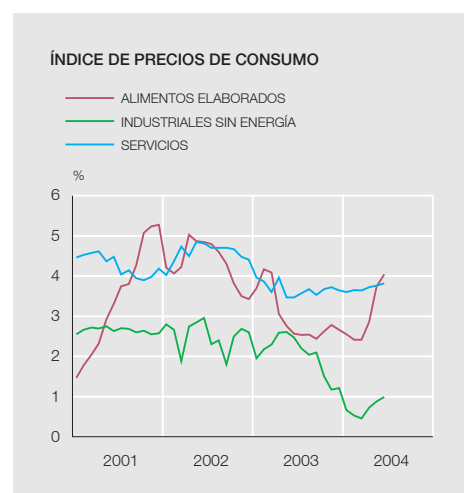
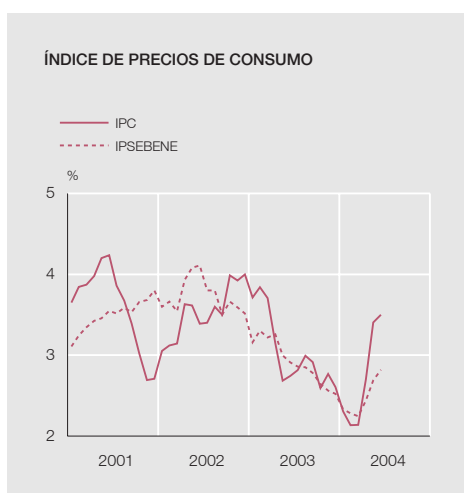


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas interanuales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

al del trimestre precedente, y un avance de la productividad —calculada sobre el PIB— de la misma magnitud que en los tres últimos meses de 2003 (0,6%). En la economía de mercado, sin embargo, el coste laboral unitario se desaceleró al comienzo de 2004, pues la recuperación de la productividad aparente del trabajo compensó plenamente la aceleración que, según la CNTR, experimentó la remuneración por asalariado (véase gráfico 20). En el segundo trimestre, se estima que el ritmo de crecimiento de los costes laborales unitarios en la economía de mercado continuó reduciéndose, favorecido por un nuevo avance de la productividad aparente del trabajo y, posiblemente, por una cierta flexión a la baja en el crecimiento de la remuneración.

En la información procedente de la encuesta trimestral de coste laboral (ETCL) se aprecian algunos rasgos diferenciados. De acuerdo con esta encuesta, el coste laboral medio por trabajador y mes aumentó el 3,5% en el primer trimestre de 2004, dos décimas porcentuales menos que en el trimestre anterior. Este resultado afectó tanto al componente salarial como al resto de los costes, de modo que se mantiene la diferencia entre las tasas de crecimiento de ambas partidas: 3,2% y 4,4%, respectivamente. Por ramas de actividad, los costes laborales se desaceleraron tanto en la construcción como en los servicios de mercado, al crecer un 6% y un 2,9%, respectivamente. En la industria, por el contrario, se observó una aceleración hasta el 4,3%, frente al 3,9% del trimestre anterior.



FUENTE: INE.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

Los datos sobre convenios colectivos registrados hasta el pasado 31 de mayo incorporaban un incremento medio de las tarifas salariales del 2,9%, seis décimas menos que el incremento observado en 2003 —antes de incluir las cláusulas de salvaguarda—. Estos convenios afectan ya a más de 4,7 millones de trabajadores, de los cuales la mayoría está sujeta a convenios revisados. En los convenios de nueva firma, cuyo número experimentó un avance en mayo, el crecimiento salarial pactado fue del 3%, dentro de las pautas compatibles con el Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva, renovado en 2004.

Aunque los costes laborales estabilizaron su crecimiento en el primer trimestre de 2004, el deflactor del PIB —una medida de las presiones internas de costes sobre los precios finales— se desaceleró dos décimas porcentuales, avanzando un 4%, mientras que, en la economía de mercado, el deflactor del valor añadido reducía también su tasa de crecimiento, hasta situarse en el 4,2%. De esta manera, el excedente por unidad de producto en el conjunto de actividades orientadas al mercado continuó ampliándose (véase gráfico 21). Como se aprecia en este gráfico, el comportamiento de los márgenes unitarios sectoriales está siendo desigual. En la industria, se estima que el margen por unidad de producto ha seguido ampliándose en la primera mitad de 2004, si bien con menor intensidad que a finales de 2003,

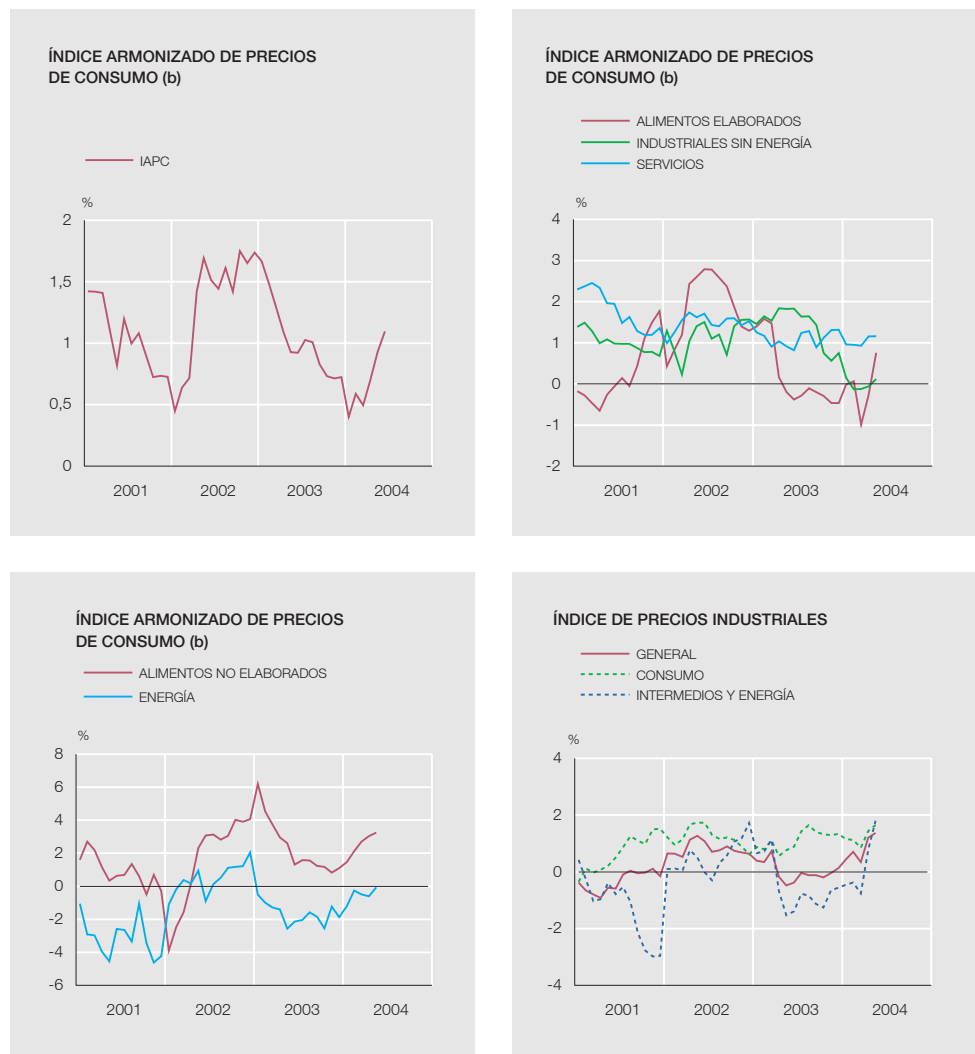
en un contexto de desaceleración del deflactor del valor añadido y de aceleración del coste laboral unitario. En la construcción, en cambio, el deflactor ha avanzado a un ritmo elevado y estable, prologando así la ampliación del margen unitario. Finalmente, el crecimiento del deflactor y del coste laboral unitario en los servicios de mercado ha tendido a converger, poniendo fin a la etapa de estrechamiento del excedente por unidad de producto, que tuvo lugar en trimestres anteriores.

El deflactor de las importaciones, que, a su vez, recoge las presiones exteriores sobre los precios, mantuvo una evolución moderada en el primer trimestre, reanudando la senda de caídas que le caracterizaron en los meses centrales del pasado año, favorecida por la apreciación del euro; sin embargo, en el segundo trimestre, los precios de importación repuntaron, en un contexto de mayor estabilidad del tipo de cambio y de renovadas tensiones en el mercado de crudo. Por su parte, el deflactor de la demanda final ralentizó su ritmo de avance interanual en el primer trimestre en tres décimas, hasta el 2,9%, acelerándose ligeramente en el segundo trimestre en respuesta a las mayores tensiones de precios exteriores.

Entre los componentes del deflactor de la demanda final, el deflactor del consumo privado se desaceleró en tres décimas en el primer trimestre del año y avanzó un 2,7%, en tasa interanual, lo que supone un comportamiento menos moderado que el mantenido en ese mismo período por el IPC, principal indicador de estos precios. En efecto, el IPC redujo su ritmo de avance interanual hasta el 2,2%, en el conjunto de los tres primeros meses del año, frente al 2,7% del trimestre anterior. Sin embargo, este indicador retomó una senda de mayor dinamismo en el segundo trimestre del año en curso, durante el que se produjo un acusado aumento de su tasa interanual, que se situó en el 3,5% en junio. Este deterioro fue el resultado del mayor ritmo de avance de los precios de los alimentos y, especialmente, de los precios energéticos (véase gráfico 22). Por ello, la aceleración observada en el IPSEBENE —una de las medidas habituales del núcleo inflacionista— fue más moderada que la del índice general, situándose su tasa interanual en el 2,6%, a finales del segundo trimestre, sólo una décima por encima de la registrada en marzo.

Por el contrario, los precios de la energía se aceleraron significativamente; pasaron de una caída interanual del -2,5% en marzo a un incremento del 7,2% en junio, reflejando las tensiones sobre el precio del crudo en los mercados internacionales, que llegó a alcanzar cotizaciones muy cercanas a los 40 dólares por barril. La reducción del precio del gas, al inicio del segundo trimestre del año, apenas pudo compensar el fuerte aumento del precio de los combustibles y carburantes. Por otra parte, el efecto sobre la tasa interanual de estos aumentos resultó amplificado por la comparación con las caídas de los precios energéticos registradas en la primavera del año anterior. También se produjo una aceleración de los precios alimenticios, en especial de los alimentos elaborados, debido, fundamentalmente, al incremento del precio del tabaco y del aceite. Por su parte, los precios de los alimentos no elaborados volvieron a mostrar un comportamiento más dinámico, tras la pausa del primer trimestre, permaneciendo su tasa interanual en un nivel elevado, próximo al 7%. Respecto a los precios de los bienes industriales no energéticos, hay que señalar que elevaron moderadamente su tasa de variación, que se situó en el 1% en junio. También los precios de los servicios registraron una ligera aceleración, aunque en este caso el nivel de la tasa interanual es mucho más elevado, pues quedó situada en el 3,8% en junio.

En línea con el IPC, la inflación española medida por el IAPC repuntó en nueve décimas, en el segundo trimestre del año, que finalizó en el 3,5%. En el conjunto de la UEM el repunte hasta un 2,4%, en tasa interanual, fue de menor cuantía, de modo que se produjo una notable ampliación del diferencial de inflación, que se situó en 1,1 pp, al término del segundo trimestre del año



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.

en curso (véase gráfico 23). Este empeoramiento del diferencial de inflación se manifestó de forma generalizada en todos los componentes, siendo mayor la ampliación del diferencial en el caso de los alimentos no elaborados, al haberse acelerado sus precios en España y ralentizado el crecimiento en la UEM. En los casos de la energía y alimentos elaborados, el deterioro del diferencial también fue considerable, convirtiéndose en desfavorable para la economía española, debido a la mayor aceleración de precios en España. Por último, la ampliación del diferencial fue menor en los precios de los bienes no energéticos y en los de los servicios, como resultado de la ligera aceleración observada en España y la estabilidad que presentaron en la UEM.

El crecimiento del índice de precios industriales (IPRI) repuntó de forma acusada a lo largo del segundo trimestre del año, elevándose su tasa de variación interanual hasta el 4% en el mes de junio. Esta aceleración fue debida, en parte, a la desfavorable evolución de los precios de producción de la energía, a lo que hay que añadir un efecto base derivado de las considerables caídas registradas un año antes. En otros componentes se apreció también un notable deterioro, especialmente en los bienes de consumo y en los productos intermedios no energéticos. En la zona del euro, la evolución de los precios de producción resultó desfavorable, aunque

	me y %		Presupuesto 2004	Variación porcentual 2004/2003	Liquidación ENE-MAR Variación porcentual	Liquidación		
	Liquidación 2003	Variación porcentual 2003/2002				2003 ENE-JUN	2004 ENE-JUN	Variación porcentual
	1	2	3	4=3/1	5	6	7	8=7/6
1. Ingresos no financieros	109.655	1,1	110.496	0,8	0,6	48.031	47.670	-0,8
Impuestos directos	56.510	1,8	58.087	2,8	-9,1	20.427	19.337	-5,3
IRPF	32.824	1,7	31.974	-2,6	-13,0	15.742	13.608	-13,6
Sociedades	21.912	2,3	24.109	10,0	...	3.915	4.587	17,2
Otros (a)	1.774	-3,7	2.004	13,0	30,5	770	1.142	48,4
Impuestos indirectos	39.084	2,8	39.836	1,9	3,4	20.948	21.385	2,1
IVA	27.130	5,5	27.490	1,3	3,8	15.352	15.214	-0,9
Especiales	9.787	-5,4	9.996	2,1	-1,3	4.556	4.960	8,9
Otros (b)	2.167	10,6	2.350	8,4	18,1	1.040	1.211	16,4
Otros ingresos	14.061	-5,6	12.573	-10,6	23,3	6.656	6.948	4,4
2. Pagos no financieros	113.787	2,4	117.260	3,1	-1,1	54.924	54.407	-0,9
Personal	18.450	5,1	19.486	5,6	4,1	9.186	9.511	3,5
Compras	2.996	5,4	2.740	-8,6	49,0	1.351	1.789	32,4
Intereses	19.788	4,9	19.047	-3,7	-20,7	9.491	7.638	-19,5
Transferencias corrientes	58.078	-0,4	58.859	1,3	6,2	28.526	29.123	2,1
Fondo de contingencia	...	...	2.345	...	...	...	...	...
Inversiones reales	7.535	7,0	7.611	1,0	-9,0	3.374	3.310	-1,9
Transferencias de capital	6.940	7,5	7.172	3,3	6,2	2.996	3.036	1,3
3. Saldo de caja (3=1-2)	-4.132	...	-6.764	...	...	-6.892	-6.737	...
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL								
Ingresos no financieros	110.449	1,9	...	...	-4,5	49.280	48.007	-2,6
Pagos no financieros	112.566	0,7	...	...	5,0	52.068	53.174	2,1
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (c)	-2.117	...	-3.470	...	...	-2.788	-5.167	...

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.

con menor intensidad. La tasa de variación interanual del índice general se elevó hasta el 2,4% en el mes de mayo, desde el crecimiento nulo que experimentó en febrero. Por otra parte, el indicador de precios en origen de los alimentos frescos mostró cierto deterioro en el segundo trimestre del año, respecto a los tres meses anteriores. Por último, los precios hoteleros se mantuvieron relativamente moderados, situando su tasa interanual en el 1,1% en junio.

#### 4.4 La actuación del Estado

Las cifras publicadas sobre la ejecución del presupuesto del Estado hasta el mes de junio de 2004, elaboradas con la metodología de la Contabilidad Nacional, muestran un déficit de 5.167 millones de euros (un 0,7% del PIB), frente a los 2.788 millones de euros (un 0,4% del PIB) registrados en el mismo período del año anterior (véase cuadro 3). En el recuadro 4 se comenta la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social. Los ingresos atenuaron su caída en el segundo trimestre, que en términos acumulados se situó en el 2,6%, mientras que los gastos se desaceleraron y acabaron la primera mitad del año con un crecimiento del 2,1%. 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, en el primer semestre de 2004 se produjo un importante adelanto de las devoluciones tanto del IVA como del IRPF. Por otro lado, y respecto a este último impuesto, hay que señalar

que las retenciones del trabajo se vieron afectadas por la modificación del calendario de ingresos procedentes de las Administraciones Públicas y por el hecho de que la rebaja motivada por la reforma del impuesto no incidió sobre la recaudación de los dos primeros meses del año 2003.

En cuanto a los datos de caja, correspondientes a la ejecución presupuestaria del Estado en la primera mitad de 2004, muestran un ligero descenso del déficit, que quedó situado en 6.737 millones de euros, frente a los 6.892 millones de euros de déficit acumulado en el período enero-junio de 2003. Esta reducción del déficit de caja contrasta con el aumento presupuestado para el conjunto del año y se debió a que los gastos disminuyeron algo más que los ingresos. Por otra parte, la diferente evolución del saldo en términos de caja respecto a la registrada con la metodología de la Contabilidad Nacional responde principalmente al ajuste debido al diferente criterio de contabilización de los intereses pagados.

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 que se realiza a continuación tiene en cuenta 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, cifras que, sin embargo, no están incluidas en el cuadro 3. Así, en términos agregados, el IRPF disminuyó un 5,3% en el primer semestre con respecto al mismo período del año anterior. Esta caída, afectada por la última reforma del impuesto y, probablemente, por un mayor volumen de devoluciones, resultó algo menor que la observada en el primer trimestre, al diluirse los efectos de calendario en relación con las retenciones del trabajo. Por el contrario, la recaudación del impuesto de sociedades experimentó un gran dinamismo hasta junio. Los impuestos indirectos, por su parte, mantuvieron un ritmo de crecimiento similar al del primer trimestre, aunque con una evolución divergente entre sus principales componentes. El IVA se desaceleró significativamente en el segundo trimestre y creció por debajo de la previsión presupuestaria, debido a su componente de operaciones interiores, mientras que los impuestos especiales se aceleraron hasta alcanzar un crecimiento muy superior al presupuestado, destacando el del impuesto sobre labores del tabaco. Cabe añadir, finalmente, que los ingresos no impositivos registraron una notable desaceleración respecto al primer trimestre, debido a las transferencias recibidas, si bien su evolución sigue sostenida por el fuerte incremento de los recursos procedentes de los fondos de la UE.

Por el lado del gasto, se mantiene en el primer semestre la caída con respecto al mismo período del año anterior. Dicha reducción del gasto se debió fundamentalmente al capítulo de pagos por intereses que, como consecuencia del calendario de vencimientos de la deuda pública, disminuyó un 19,5% hasta junio (véase cuadro 3). Por el contrario, los capítulos de transferencias corrientes y, sobre todo, compras, pese a haberse desacelerado en el segundo trimestre, continúan registrando tasas de variación superiores a las presupuestadas. Por su parte, los gastos de personal y las transferencias de capital también registraron una desaceleración y sus tasas de crecimiento resultan muy moderadas. Finalmente, las inversiones reales atenuaron su caída en los últimos meses, acercándose a la previsión presupuestaria.

#### **4.5 La balanza de pagos y la cuenta de capital de la economía**

En el primer cuatrimestre de 2004 el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital acumuló un déficit de 7.016 millones de euros, superior en 3.120 millones de euros al observado en el mismo período del ejercicio anterior (véase cuadro 4). Este resultado se explica, fundamentalmente, por el notable deterioro del déficit por cuenta corriente, que ascendió a 8.740 millones de euros, y, en menor medida, por la disminución que experimentó el superávit de las operaciones de capital. La desfavorable evolución de la cuenta corriente vino determinada por el fuerte incremento del déficit de mercancías y la disminución del superávit

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 6.871 millones de euros hasta abril de 2004, superior en 619 millones de euros (un 9,9%) al registrado en el mismo período del año precedente, y en contraste con el descenso del 9,7% del superávit previsto en el presupuesto inicial del 2004 (véase cuadro adjunto). Este resultado se debió a que los ingresos crecieron más que los pagos y que lo previsto en el presupuesto.

Los ingresos por cotizaciones sociales se incrementaron un 7,2% hasta abril. Este ritmo de crecimiento durante el primer cuatrimestre del presente año supone una cierta desaceleración respecto a la evolución seguida a lo largo del año 2003, a pesar del aumento de tipos en algunos regímenes especiales para financiar la mayor cobertura de la incapacidad temporal. El número de afiliados a la Seguridad Social aumentó un 2,8% hasta junio de 2004, solo ligeramente por debajo del 3% de crecimiento registrado en los dos años anteriores.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas registró hasta abril un ritmo de crecimiento del 6,4%, inferior al presupuestado para el conjunto del año. El número de pensiones

contributivas siguió una evolución muy moderada, con un incremento del 0,8% hasta abril, ligeramente por debajo de lo previsto y del crecimiento registrado en el año anterior. Por su parte, el gasto en incapacidad temporal experimentó un aumento del 13,1% en este primer cuatrimestre.

Con respecto al INEM, las cotizaciones percibidas se incrementaron un 7,5% en enero, por encima del 6,6% previsto en el Presupuesto, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 7% en enero, frente al 21,4% que establecía la previsión presupuestaria.

Por otra parte, el gasto del INEM destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 9,1% hasta junio de 2004, frente al incremento del 5,9% en el conjunto del año 2003. Esta evolución vendría determinada por un incremento de la tasa de cobertura, que se situó en el 73,4% en abril, bastante por encima del nivel con que terminó 2003. Por lo tanto, el número de beneficiarios creció un 6% en el primer cuatrimestre de 2004, frente al 3,2% de crecimiento medio en el año anterior, mientras que el paro registrado aumentó un 2,7% hasta junio de 2004, prácticamente igual que en el promedio del año 2003.

#### SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)

#### Repartidas las transferencias a comunidades autónomas (b)

#### Operaciones corrientes y de capital, en términos de derechos y obligaciones reconocidos

me y %

	Presupuesto			Liquidación ENE-ABR		
	2003	2004	% variación	2003	2004	% variación
	1	2	3=2/1	4	5	6=5/4
1 Ingresos no financieros	77.096	82.221	6,6	26.900	28.895	7,4
Cotizaciones sociales (c)	72.174	76.753	6,3	25.130	26.932	7,2
Transferencias corrientes	4.294	4.672	8,8	1.566	1.688	7,8
Otros (d)	628	797	26,8	204	275	34,7
2 Pagos no financieros	73.187	78.691	7,5	20.648	22.024	6,7
Personal	1.811	1.907	5,3	550	579	5,2
Gastos en bienes y servicios	1.403	1.497	6,7	348	370	6,2
Transferencias corrientes	69.525	74.775	7,6	19.711	21.027	6,7
Prestaciones	69.524	74.774	7,6	19.710	21.026	6,7
Pensiones contributivas	60.024	64.307	7,1	16.911	17.999	6,4
Incapacidad temporal	4.623	5.312	14,9	1.376	1.556	13,1
Resto	4.877	5.155	5,7	1.423	1.471	3,4
Resto transferencias corrientes	1	1	-8,1	0	0	—
Otros (e)	448	512	14,3	39	48	25,2
3 Saldo no financiero	3.909	3.530	-9,7	6.252	6.871	9,9

FUENTES: Ministerios de Hacienda y de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

a. Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues no se hallan disponibles los correspondientes a las otras Administraciones de Seguridad Social.

b. Las transferencias del ISM a las Comunidades Autónomas para financiar la sanidad y los servicios sociales asumidos se han distribuido entre los diferentes capítulos de gasto según los porcentajes resultantes de las Cuentas de las Administraciones Públicas para 1997.

c. Incluye recargos y multas.

d. Excluye recargos y multas.

e. Minorados por la enajenación de inversiones.



Millones de euros

		ENERO-ABRIL	
		2003	2004
INGRESOS	Cuenta corriente	80.365	82.340
	Mercancías	47.052	48.393
	Servicios	19.346	19.460
	<i>Turismo</i>	9.353	9.569
	<i>Otros servicios</i>	9.993	9.891
	Rentas	7.316	7.525
	Transferencias corrientes	6.651	6.961
	Cuenta de capital	2.220	1.969
	Cuentas corriente + capital	82.585	84.309
PAGOS	Cuenta corriente	86.128	91.079
	Mercancías	57.439	62.005
	Servicios	13.093	13.859
	<i>Turismo</i>	2.015	2.430
	<i>Otros servicios</i>	11.077	11.428
	Rentas	10.554	9.966
	Transferencias corrientes	5.043	5.250
	Cuenta de capital	352	245
	Cuentas corriente + capital	86.480	91.324
SALDOS	Cuenta corriente	-5.763	-8.740
	Mercancías	-10.387	-13.612
	Servicios	6.253	5.602
	<i>Turismo</i>	7.338	7.138
	<i>Otros servicios</i>	-1.085	-1.537
	Rentas	-3.237	-2.441
	Transferencias corrientes	1.609	1.712
	Cuenta de capital	1.868	1.724
	Cuentas corriente + capital	-3.895	-7.016

FUENTE: Banco de España.

a. Avance provisional.

de servicios. La reducción del saldo negativo en la balanza de rentas y la ligera mejora del superávit por transferencias corrientes apenas compensaron el deterioro del resto de componentes de la balanza por cuenta corriente.

En el período enero-abril de 2004, el déficit de la balanza comercial se amplió en 3.224 millones de euros respecto al nivel alcanzado en las mismas fechas del año anterior, situándose en 13.612 millones de euros. En tasa interanual, el saldo negativo aumentó un 31%, retomando el perfil de intenso deterioro que le había caracterizado durante los tres primeros trimestres del ejercicio anterior. El vigor que mostraron los flujos reales de importaciones en los cuatro primeros meses de 2004, muy superior al experimentado por el volumen de exportaciones, y el ligero empeoramiento que reflejó la relación real de intercambio explican esta desfavorable evolución del desequilibrio comercial.

En cuanto a los servicios, el saldo positivo acumulado en los cuatro primeros meses del año se situó en 5.602 millones de euros, 651 millones por debajo del contabilizado en igual período del año anterior. Este empeoramiento se tradujo en un descenso interanual del 10,4%, que se explica por el retroceso del 2,7% que experimentó el superávit turístico, así como por el deterioro

del 41,7% registrado por el déficit de servicios no turísticos. Los ingresos turísticos frenaron en marzo y abril la reactivación de los primeros meses del año, de modo que redujeron su tasa de crecimiento interanual hasta el 2,3%, en el conjunto del primer cuatrimestre, en línea con la desfavorable evolución que presentaron tanto los turistas entrados por fronteras como, especialmente, las pernoctaciones hoteleras. Por su parte, los pagos turísticos repuntaron hasta el 20,6%, en el conjunto del primer cuatrimestre de 2004, intensificando su perfil de aceleración, en un contexto de mejora de la confianza de los consumidores españoles y de apreciación del euro.

El saldo negativo de la balanza de rentas se situó en 2.441 millones de euros, en el conjunto de los cuatro primeros meses de 2004, experimentando una corrección de 796 millones de euros en relación con el nivel observado en idéntico período del ejercicio anterior. Los ingresos aumentaron un 2,9%, debido al dinamismo de los correspondientes al sector privado no financiero, mientras que continuaron disminuyendo en el resto de sectores, afectados por el descenso de los beneficios de las inversiones en el exterior, así como por el propio recorte de las inversiones que ha tenido lugar en los años recientes. Los pagos, por su parte, se redujeron un 5,6%, debido a la evolución decreciente de los realizados por el sector privado no financiero, en línea con la menor captación de inversiones directas procedentes del exterior que viene observándose desde el año anterior.

El superávit de la balanza de transferencias corrientes se situó en 1.712 millones de euros, en el período enero-abril de 2004, lo que supone un aumento de 103 millones de euros en relación con el nivel observado en el mismo período de 2003. Los ingresos aumentaron un 4,7%, fruto del incremento que experimentaron los flujos recibidos por el sector público, especialmente los procedentes de la UE, en concepto de Fondo Social Europeo, mientras que los fondos comunitarios dirigidos al sector privado en concepto de FEOGA-Garantía mostraron un ligero descenso. Los pagos, por su parte, crecieron un 4,1%, debido al aumento de los destinados a las arcas comunitarias en concepto de Recurso PNB y de Recursos propios tradicionales, y al vigor que mantienen los pagos por remesas de emigrantes.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 1.724 millones de euros en el primer cuatrimestre de 2004, 144 millones por debajo del observado en igual período del año anterior. Este deterioro (caída del 7,7%, en tasas interanuales) se explica por el retroceso que experimentaron los fondos estructurales procedentes de la UE en concepto de FEDER, los cuales suelen mostrar retrasos en los primeros meses del año. No obstante, se produjeron aumentos en las transferencias comunitarias destinadas al FEOGA-Orientación y al Fondo de Cohesión.

## 5 Evolución financiera

### 5.1 Rasgos más destacados

Durante el segundo trimestre de 2004, la evolución de las condiciones de financiación del sector privado vino condicionada, en primer lugar, por el comportamiento de los tipos de interés del mercado monetario del área del euro y de la deuda pública, que registraron ascensos moderados. Así, el EURIBOR a un año aumentó 34 pb y las rentabilidades de los bonos españoles a diez años lo hicieron en una cuantía similar (38 pb). Esto determinó que, a pesar de la ligera reducción observada en las primas de riesgo crediticio (véase gráfico 24), se produjera un cierto ascenso de los costes de financiación con valores de renta fija de las empresas no financieras, que no obstante continúan en niveles relativamente reducidos. Por su parte, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a hogares y sociedades no mostraron variaciones significativas.

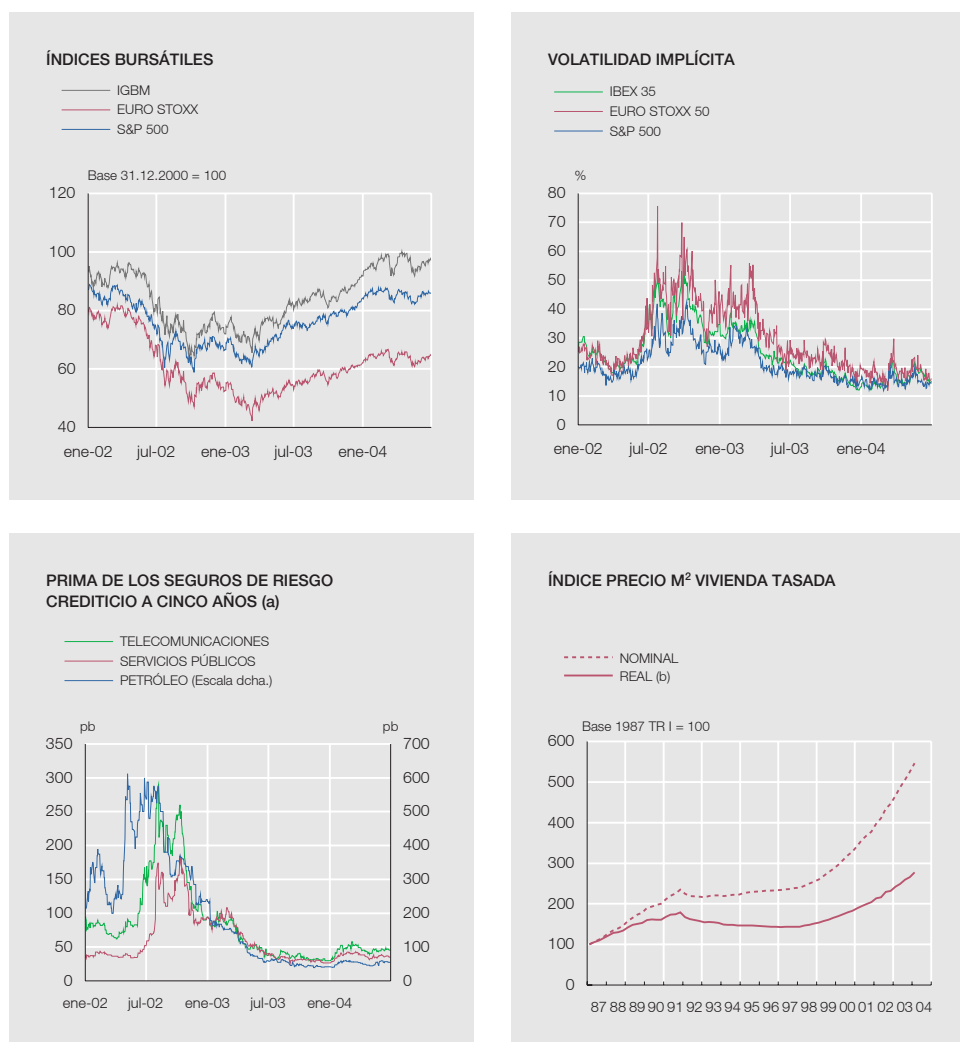
En los mercados bursátiles nacionales e internacionales, se observaron, durante el mes de mayo, descensos en las cotizaciones y aumentos en las volatilidades, fenómeno que estuvo ligado a la evolución alcista del precio del petróleo. No obstante, estos movimientos se corrigieron posteriormente, de forma que, a finales de junio, los principales índices se situaban en niveles ligeramente superiores a los del final del primer trimestre, al tiempo que las volatilidades habían recuperado los registros de dicho período. De este modo, el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) acumulaba en el primer semestre una revalorización del 5,3%, por encima de la que mostraban el EURO STOXX amplio de las bolsas del área del euro (3,7%) y el S&P 500 de los mercados norteamericanos (2,6%). Desde comienzos del mes de julio y hasta la fecha de cierre de este artículo, sin embargo, se vienen registrando retrocesos en los tres índices.

Por otra parte, en el mercado de la vivienda los precios siguieron aumentando a un ritmo elevado durante el primer trimestre de 2004, aunque experimentaron una ligera desaceleración que situó su tasa de crecimiento interanual en el 17,2%. Esta suave moderación se observó tanto en las viviendas nuevas como en las usadas y fue más significativa en el caso de las primeras (casi un punto y medio porcentual).

En este contexto, la financiación a empresas y familias mantuvo durante el primer trimestre del año elevados ritmos de expansión y, de hecho, la concedida a hogares se aceleró. Los fondos continuaron dirigiéndose principalmente a financiar la actividad del sector inmobiliario. Así, los préstamos para la adquisición de vivienda alcanzaron en marzo una tasa interanual cercana al 23% y el avance anual de los destinados a la promoción inmobiliaria se situó en torno al 40%. La información provisional para el segundo trimestre de 2004 apunta a un sostenimiento de las tasas de avance de los créditos obtenidos por los hogares y las sociedades.

El continuado recurso a la financiación ajena por parte de las familias determinó nuevos ascensos de sus ratios de endeudamiento. En línea con este aumento, se registró, por segundo trimestre consecutivo, un incremento de la carga financiera en relación con la renta bruta disponible (RBD) del sector. Además, aunque su ahorro financiero se recuperó ligeramente, hasta situarse, en términos acumulados de cuatro trimestres, en el 1% del PIB, el ahorro no destinado al servicio de la deuda se mantuvo en niveles muy reducidos. Por otra parte, su riqueza neta aumentó como resultado del importante avance del precio de los activos inmobiliarios. La información provisional para el segundo trimestre del año apunta a un mantenimiento de estas tendencias.

En el caso de las sociedades, los indicadores de posición financiera mostraron, en términos generales, una evolución favorable. Así, aunque las ratios de endeudamiento agregadas con-



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. Deflactado con el IPC.

tinuaron aumentando, la carga financiera por intereses se redujo ligeramente y los indicadores sintéticos que miden el impacto de la situación patrimonial sobre la inversión reflejaron una ligera mejoría. Igualmente, la brecha de financiación presentó una nueva reducción y las expectativas de beneficios a largo plazo de las empresas cotizadas empezaron a mostrar signos de recuperación entre abril y junio en la mayoría de sectores.

En conjunto, los indicadores agregados disponibles sobre la posición financiera de empresas y familias sugieren que esta no debe, en principio, actuar como freno en el corto plazo para que la inversión consolide su recuperación y el consumo mantenga su dinamismo. No obstante, algunos desarrollos recientes, relacionados fundamentalmente con los niveles de endeudamiento alcanzados y el notable peso relativo entre las deudas de las contraídas a tipos de interés variables, plantean ciertos riesgos a un horizonte más dilatado. En particular, estos desarrollos han propiciado una mayor vulnerabilidad de las decisiones de gasto ante posibles aumentos en los tipos de interés y, especialmente en el caso de las familias, se han traducido en una reducción del margen para recurrir a incrementos adicionales de la financiación para sustentar nuevas decisiones de gasto.

% del PIB	1999	2000	2001	2002	2003				2004
					I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
					Economía nacional	-1,0	-2,5	-2,2	-1,6
Sociedades no financieras y hogares e IPSFLSH	-0,3	-2,3	-3,4	-3,0	-3,5	-3,6	-3,6	-3,7	-3,7
Sociedades no financieras	-2,3	-3,4	-4,5	-4,5	-4,6	-4,0	-4,7	-4,6	-4,8
Hogares e IPSFLSH	2,0	1,1	1,1	1,5	1,0	0,5	1,1	0,8	1,0
Instituciones financieras	0,5	0,8	1,6	1,5	1,5	1,4	1,3	1,4	1,5
Administraciones Públicas	-1,2	-0,9	-0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,3	0,1

FUENTE: Banco de España.

## 5.2 El sector de hogares

Pese al comportamiento ligeramente alcista de las rentabilidades en el mercado monetario del área del euro, los tipos de interés crediticios aplicados por las entidades a los hogares mostraron en el segundo trimestre de 2004 reducciones con respecto a los niveles de marzo. En concreto, el coste de los préstamos para adquisición de vivienda alcanzó en mayo el 3,25%, 14 pb por debajo del nivel de marzo, mientras que el de los créditos al consumo y otras finalidades descendió 8 pb, hasta el 6,12%.

Las condiciones holgadas de financiación favorecieron que, nuevamente, los hogares presentasen un elevado recurso a la financiación externa, que incrementó su ritmo de expansión interanual hasta un nivel cercano al 20% durante el primer trimestre de 2004 (véase cuadro 6). La nueva deuda asumida por el sector representó, en términos acumulados de doce meses, el 9,9% del PIB, 0,4 pp más que en el trimestre anterior. Esta evolución resultó de la aceleración del crédito para adquisición de vivienda, cuya tasa de crecimiento se situó en marzo cercana al 23%, el valor más elevado observado durante los últimos años, y el mantenimiento de la expansión de la financiación dirigida a consumo y otros fines. La información provisional para el segundo trimestre del año apunta a un mantenimiento de este elevado ritmo de avance de la deuda de las familias.

En cuanto a sus decisiones de cartera, la inversión en activos se incrementó en algo más de medio punto porcentual en relación con el PIB, en términos acumulados de doce meses, y alcanzó el 10,9%. Por instrumentos, se observó un cierto desplazamiento hacia los activos más arriesgados. Así, la inversión en acciones aumentó y se situó, en términos acumulados de cuatro trimestres, en el 0,9% del PIB. También la inversión en FIM mantuvo una tendencia ascendente, hasta alcanzar durante el primer trimestre del año los valores máximos desde principios de 1999. En términos anuales acumulados supuso el 2,3% del PIB, medio punto porcentual por encima del registro de finales de 2003. Este ascenso fue igual al retroceso observado en los FIAMM, de forma que la inversión total en fondos de inversión no experimentó variaciones significativas. Por otra parte, se observó un aumento de 0,3 pp en la rúbrica «Otros depósitos y valores de renta fija», gracias, fundamentalmente, a la inversión en depósitos a plazo.

El notable avance de la financiación obtenida por los hogares determinó un nuevo ascenso de la ratio de endeudamiento del sector en términos de su RBD, que se situó a finales del primer trimestre de 2004 en torno al 95% (véase gráfico 26). La carga financiera asociada, también en relación con su RBD, se incrementó igualmente (por segundo trimestre conse-

**OPERACIONES FINANCIERAS DE LOS HOGARES, IPSFLSH Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS**  
**Datos acumulados de cuatro trimestres**

CUADRO 6

% del PIB	2000	2001	2002	2003		2004
				III TR	IV TR	I TR
<b>HOGARES E IPSFLSH:</b>						
Operaciones financieras (activos)	9,6	7,8	8,8	9,2	10,3	10,9
Medios de pago	0,9	1,2	3,8	3,9	4,4	4,3
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	6,1	3,4	1,5	-0,2	-0,2	0,1
Acciones y otras participaciones (b)	1,5	-0,2	0,8	0,4	0,7	0,9
Fondos de inversión	-3,3	0,8	0,2	2,0	2,3	2,4
FIAMM	-1,2	1,3	0,7	0,9	0,6	0,1
FIM	-2,0	-0,5	-0,5	1,2	1,8	2,3
Reservas técnicas de seguros	3,5	2,7	2,6	2,5	2,1	2,0
De las cuales:						
De vida	2,1	1,5	1,5	1,4	0,7	0,7
De jubilación	1,1	0,9	0,9	0,9	1,1	1,1
Resto	0,9	0,0	-0,1	0,6	1,0	1,2
Operaciones financieras (pasivos)	8,6	6,8	7,4	8,2	9,5	9,9
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	7,0	5,4	7,2	8,2	9,4	10,0
Créditos para adquisición de vivienda (c)	5,4	4,8	5,2	5,6	7,2	7,8
Créditos para consumo y otros fines (c)	1,6	0,6	2,1	2,5	2,1	2,1
Resto	1,6	1,3	0,1	0,0	0,1	-0,1
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
Operaciones financieras (activos)	26,3	16,4	16,4	17,6	17,2	15,6
Medios de pago	0,9	1,7	1,6	1,4	0,9	0,6
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,2	0,7	1,7	1,7	1,5	0,5
Acciones y otras participaciones	14,1	6,1	6,9	7,1	6,8	5,4
De las cuales:						
Frente al resto del mundo	10,5	4,6	5,1	5,6	4,6	3,2
Resto	10,1	7,9	6,2	7,4	8,0	9,1
Operaciones financieras (pasivos)	29,7	21,0	20,9	22,3	21,7	20,4
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	7,5	6,5	6,3	7,0	7,1	7,2
Préstamos exteriores	3,5	4,0	3,0	2,7	2,8	2,4
Valores de renta fija (a)	-0,9	0,0	-0,4	-0,2	-0,2	0,0
Acciones y otras participaciones	12,8	5,3	6,0	6,5	5,1	3,8
Resto	6,8	5,2	5,9	6,4	6,8	7,0
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
Financiación (d)	18,1	15,6	14,3	14,9	16,1	16,3
Hogares e IPSFLSH	17,3	12,3	15,6	16,6	18,7	19,6
Sociedades no financieras	18,7	18,1	13,3	13,7	14,2	13,9

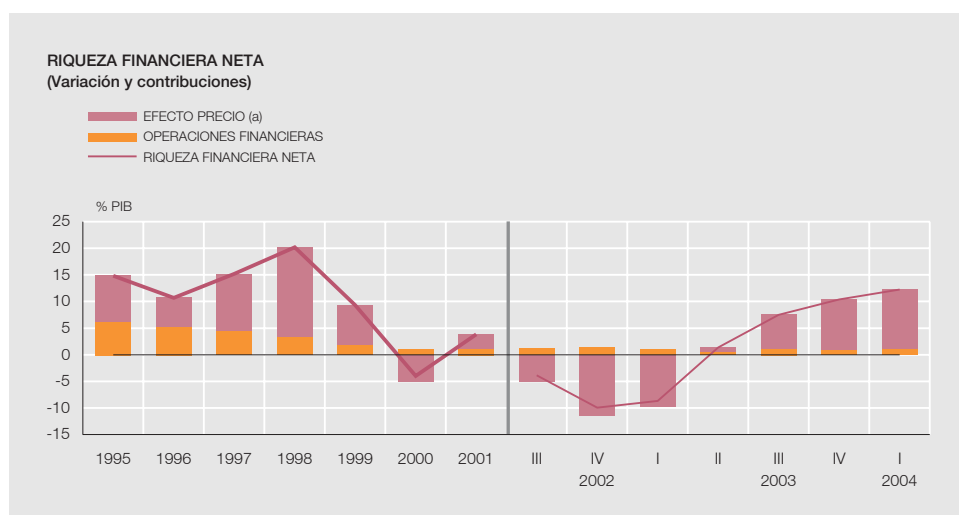
FUENTE: Banco de España.

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

b. Excluye los fondos de inversión.

c. Incluye los créditos titulizados.

d. Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.



FUENTE: Banco de España.

a. Incluye revalorización y otras variaciones en volumen.

cutivo), a pesar de la reducción de la fracción correspondiente al pago de intereses. Por otra parte, aunque el ahorro financiero del sector aumentó ligeramente (en términos acumulados de cuatro trimestres alcanzó el 1% del PIB, como muestra el cuadro 5), el ahorro no destinado al servicio de la deuda se mantuvo en niveles reducidos, similares a los de finales de 2003. Por el lado positivo, la información microeconómica más reciente disponible, correspondiente a la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares, reflejó un cierto aumento en el porcentaje de hogares que pueden destinar dinero al ahorro, así como también una reducción en la proporción de familias que tienen dificultades importantes para llegar a fin de mes. Asimismo, la riqueza del sector mostró un nuevo avance, aunque gracias solo a la revalorización de la vivienda, ya que la riqueza financiera neta se mantuvo estable (véanse gráficos 25 y 26).

En consecuencia, los indicadores disponibles sugieren que las condiciones financieras de los hogares no deben suponer un obstáculo para el dinamismo del consumo y la inversión residencial del sector en el corto plazo. No obstante, el reducido nivel del ahorro no destinado al servicio de la deuda ofrece un margen limitado para absorber posibles perturbaciones adversas. El impacto que dichas perturbaciones podrían tener sobre sus decisiones de gasto se ha visto incrementado en los últimos años debido al importante ascenso registrado por los pasivos del sector, aunque este puede ser explicado en su mayor parte por la evolución de sus determinantes habituales, como los tipos de interés, la renta o la riqueza (véase recuadro 5). Adicionalmente, la información desagregada disponible refleja una elevada dispersión en la posición financiera del sector, por lo que para un cierto porcentaje de hogares esta sería menos sólida de lo que reflejan los indicadores agregados, de modo que sus decisiones de consumo o inversión serían comparativamente más vulnerables ante posibles cambios desfavorables, como, por ejemplo, un aumento en los tipos de interés.

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

Las condiciones de financiación de las sociedades continuaron siendo holgadas entre abril y junio. Así, los tipos de interés crediticios se mantuvieron en torno a los reducidos niveles del trimestre anterior. Por su parte, las primas de riesgo exigidas a la financiación empresarial en los mercados de deuda se redujeron, aunque en cuantía inferior al aumento de la rentabilidad de la deuda pública, por lo que el coste medio de financiación de las empresas con valores de



FUENTE: Banco de España.

- a. Incluye crédito bancario y titulización.  
 b. Activos 1 = Total de activos financieros – la rúbrica «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 m<sup>2</sup>.  
 e. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.  
 f. Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.  
 g. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.

renta fija creció ligeramente, si bien se sitúa todavía en valores moderados. Por último, las condiciones para la obtención de fondos en los mercados de renta variable no experimentaron, en el conjunto del período, modificaciones significativas, dado que a finales del segundo trimestre las cotizaciones y sus volatilidades se situaban en niveles similares a los marzo.

Las operaciones de pasivo de las sociedades no financieras alcanzaron en marzo, en términos acumulados de doce meses, el 20,4% del PIB, 1,3 pp menos que en el cuarto trimestre de 2003 (véase cuadro 6). Por componentes, la financiación ajena con coste mantuvo un ritmo de expansión en el entorno del 14%, que, de acuerdo con la información provisional disponible, se habría sostenido en el segundo trimestre del año. Los recursos obtenidos por esta vía representaron el 9,6% del PIB. La composición por instrumentos mostró algunas diferencias en relación con el trimestre anterior. Así, se observó una nueva amortización de valores de renta fija a corto plazo, pero, en cambio, para los valores a largo plazo se registró, en términos acumulados de doce meses, una emisión neta positiva, en contraste con lo que venía observándose desde el año 2000. En conjunto, los recursos netos captados mediante valores de renta fija se



El crédito permite a las familias suavizar el consumo a lo largo de su ciclo vital, así como también adquirir bienes de consumo duradero o viviendas, cuyos servicios se prolongan en el tiempo y requieren un desembolso inicial de fondos relativamente elevado. Sin embargo, un incremento en la financiación supone una mayor carga financiera y puede limitar el acceso a nuevos fondos y elevar la sensibilidad de las decisiones de gasto ante cambios en las condiciones de financiación<sup>1</sup>. Así, una mayor deuda tiende a reducir la capacidad de reacción del sector ante una evolución desfavorable en su renta, el valor de su riqueza o los tipos de interés, consideraciones especialmente relevantes si los préstamos son a tipo de interés variable. Por esta razón, un nivel elevado de endeudamiento podría, en determinadas circunstancias, contribuir a intensificar los efectos contractivos de la fase baja del ciclo o limitar el alcance de una recuperación económica.

Para contrastar el efecto que un endeudamiento excesivo podría tener sobre las decisiones de gasto, se ha estimado un modelo vectorial de corrección de error (VECM) para el caso de las familias españolas<sup>2</sup>. Este modelo proporciona relaciones de largo plazo (o sendas de equilibrio) para el consumo y el crédito de los hogares en función de su renta, su riqueza y el coste de la financiación. Además, esta aproximación permite contrastar cómo se producen los ajustes

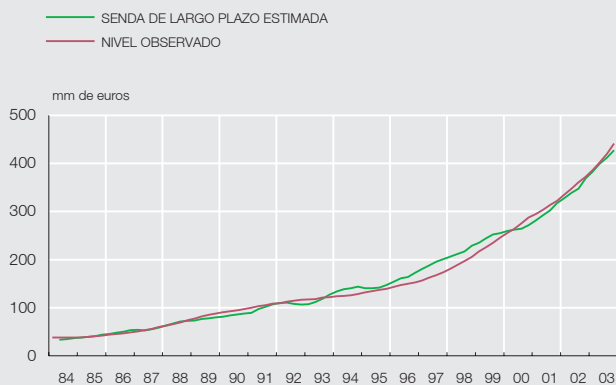
1. Sobre este último aspecto, véase Malo de Molina y Restoy (2004), «Evolución reciente del patrimonio de empresas y familias en España: implicaciones macroeconómicas», Banco de España, Documento Ocasional n.º 0402. 2. Véase Martínez Carrascal y del Río (2004): «Household Borrowing and Consumption in Spain: a VECM Approach», Banco de España, mimeo.

cuando las variables de interés se alejan de sus niveles de equilibrio estimados.

De acuerdo con los resultados, las desviaciones del endeudamiento respecto a sus determinantes de largo plazo implican cambios no solo en el crédito sino también en otras variables. De este modo, como se muestra en la tabla adjunta, cuando el nivel de crédito se sitúa un 1% por encima (debajo) de su senda de equilibrio, la correspondiente corrección se lleva a cabo, primeramente, mediante un ajuste en el propio volumen de préstamos. Más concretamente, en el trimestre inmediatamente posterior la deuda disminuiría (crecería) un 0,15%, y seguiría haciéndolo a este ritmo —una décima y media por cada punto porcentual de desequilibrio— en los trimestres sucesivos, hasta cerrar la brecha. Pero, además, tendrían lugar también reducciones (aumentos) en el consumo, cuya tasa de variación sería de 1,1 décimas por cada punto porcentual de desnivel.

La estimación muestra también que el incremento de los pasivos de los hogares españoles en los últimos años es coherente con los cambios experimentados por sus determinantes fundamentales de largo plazo (véase gráfico adjunto). Por lo tanto, en el momento actual no parece que el nivel de endeudamiento alcanzado esté ejerciendo un efecto contractivo significativo sobre el consumo. No obstante, si, una vez agotados los efectos de los cambios en sus determinantes, se mantiene la tendencia de los últimos años, la deuda asumida por el sector puede terminar afectando de manera perceptible a la propensión de las familias a acometer nuevos gastos.

1. CRÉDITO A HOGARES

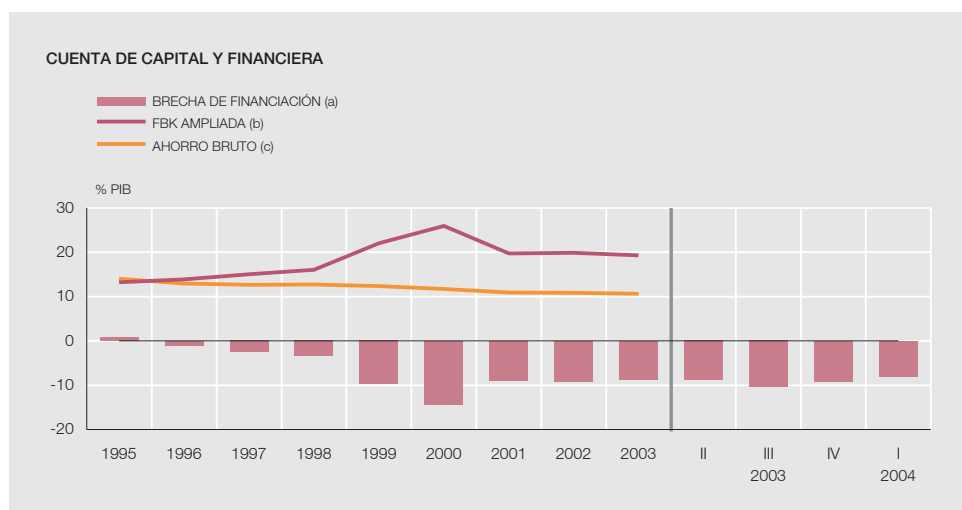


FUENTE: Banco de España.

2. AJUSTES ANTE DESVIACIONES DEL CRÉDITO Y CONSUMO DE SU SENDA DE EQUILIBRIO (a)

		Variable que no está en equilibrio	
		Consumo	Crédito
Variable que se ajusta	Consumo	-0,35	-0,11
	Crédito	—	-0,15
	Renta	0,48	—
	Riqueza	—	—
	Tipo de interés	—	—

a. Cambios porcentuales, en un trimestre, en las distintas variables ante una desviación positiva de un 1% del consumo o crédito respecto a su senda de equilibrio.



FUENTE: Banco de España.

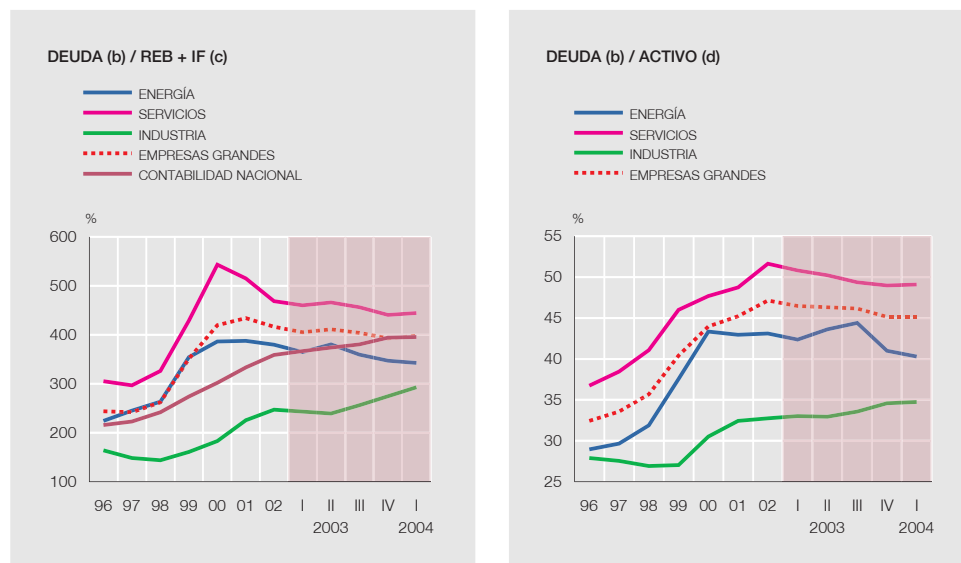
- a. Recursos financieros que cubren el diferencial entre la inversión real y financiera permanente y el ahorro bruto.
- b. Incluye la formación bruta de capital, la variación de existencias y la renta variable en el exterior.
- c. Incluye las transferencias de capital.

situaron en valores prácticamente nulos. Por otra parte, el volumen de fondos obtenidos a través de préstamos exteriores en relación con el PIB se redujo, mientras que en los procedentes de entidades de crédito residentes la tendencia ligeramente ascendente del trimestre previo se mantuvo. Por su parte, los recursos captados a través de la emisión de acciones y participaciones disminuyeron 1,3 pp en relación con el PIB y se situaron, en términos acumulados de un año, en el 3,8%. Por último, de acuerdo con la información de la CBT, la deuda de las grandes empresas experimentó una variación positiva, aunque moderada, en contraste con el proceso de saneamiento emprendido por algunas de ellas durante 2002 y 2003.

Por ramas de producción, se observó, en el primer trimestre, un aumento en el ritmo de expansión del crédito bancario en la mayoría de sectores, siendo especialmente significativo el observado en la rama de la construcción, que incrementó en 5 pp su tasa de avance interanual. El crédito concedido a este sector, así como también al de servicios inmobiliarios, mantuvo un elevado dinamismo, con tasas de crecimiento que se sitúan, respectivamente, en torno al 20% y 40%. En contraste, a pesar de la recuperación que nuevamente mostró la actividad de la rama industrial durante este período, los préstamos concedidos a dicho sector volvieron a registrar una reducción en su tasa de expansión, que, de hecho, se situó en valores negativos (-1,4%).

El flujo de inversión en activos financieros de las sociedades no financieras se contrajo, en términos acumulados de cuatro trimestres, hasta situarse en el 15,6% del PIB (véase cuadro 6). Dicha reducción se observó en la mayoría de rúbricas y fue especialmente significativa en las de otros depósitos y valores de renta fija y en acciones y otras participaciones. Dentro de estas últimas, la contracción se observó fundamentalmente en las exteriores (algo más de un punto porcentual).

Las necesidades de financiación de las sociedades se situaron en marzo, en términos acumulados de cuatro trimestres, en el 4,8%, un registro ligeramente superior al de finales de 2003.



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.

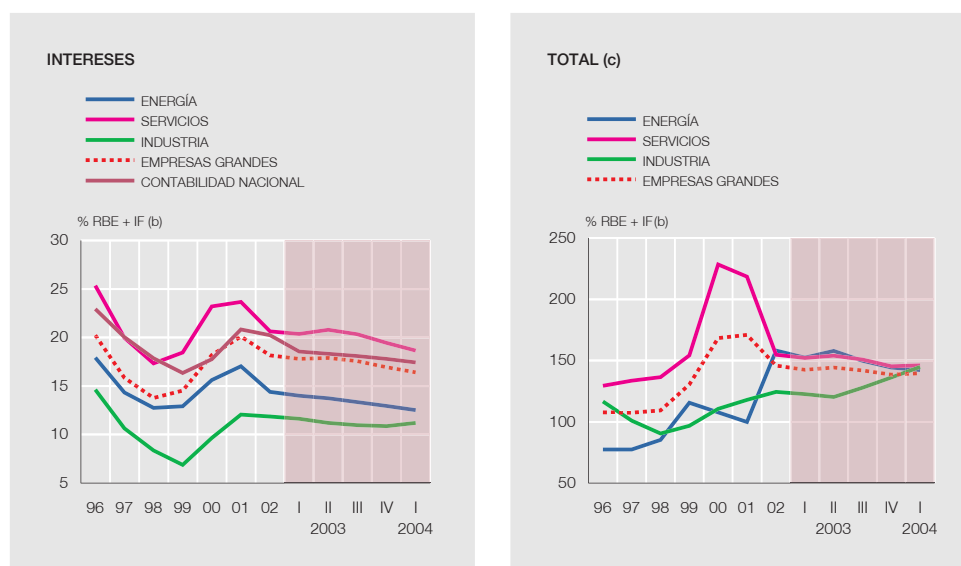
d. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.

Por su parte, la brecha de financiación, que mide la diferencia entre la inversión real y financiera permanente y el ahorro bruto, volvió a reducirse y se situó en el 7,9%, más de 1 pp por debajo del nivel observado a finales de 2003 (véase gráfico 27).

Por su parte, los resultados económicos de las empresas volvieron a presentar, de acuerdo con la CBT, una evolución muy favorable durante el primer trimestre de 2004. Así, el resultado ordinario neto creció durante este período un 17,4%, 4 pp por encima de lo observado en los tres primeros meses de 2003. La evolución fue especialmente positiva en el comercio, en línea con el buen comportamiento que presentó el consumo privado, así como también en el sector de transporte y comunicaciones. En la rama industrial, en cambio, la tasa de avance de esta magnitud fue moderada (3,4%), y se situó muy por debajo de la observada para el mismo período en el año previo (12,4%). El resultado neto experimentó una caída del 27,2%, que, no obstante, no es representativa de la situación de las empresas, ya que refleja fundamentalmente una disminución de los ingresos extraordinarios.

A pesar de la evolución positiva de los resultados empresariales, el mantenimiento de un elevado recurso a la financiación ajena determinó que las ratios de endeudamiento agregadas continuasen aumentando en el primer trimestre de 2004, si bien la carga financiera asociada se mantuvo en niveles moderados y, de hecho, mostró un cierto descenso (véanse gráficos 28 y 29). Según la CB, las ratios de endeudamiento de las grandes empresas se conservaron estables, lo que contrasta con su trayectoria descendente de los dos últimos años, y la ratio de carga financiera total (intereses más deuda a corto plazo) ascendió ligeramente, a pesar de la reducción de la parte correspondiente al pago de intereses. Este ascenso se observó en todos los sectores excepto en el de energía.

La evolución ya comentada del endeudamiento, la carga financiera y la rentabilidad empresarial se tradujo en una reducción del indicador sintético agregado de presión financiera sobre la



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.

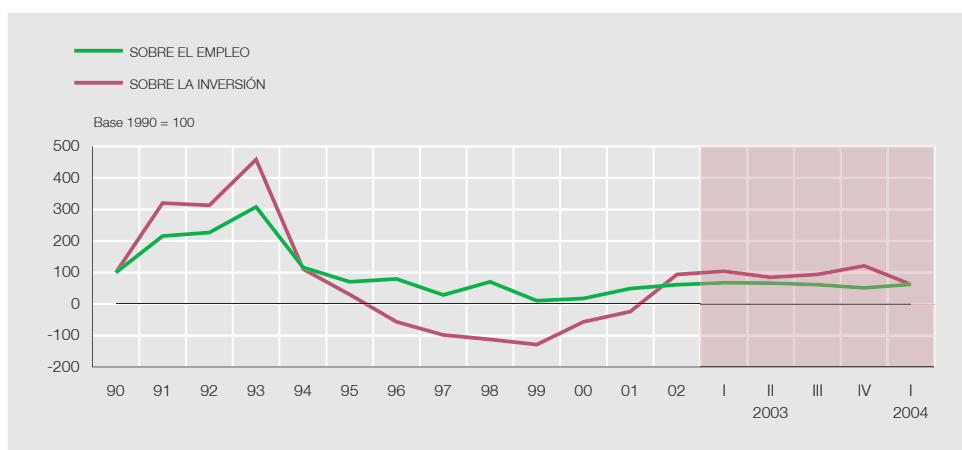
inversión, construido a partir de la información de CB. El correspondiente al empleo, en cambio, mostró un ligero deterioro, aunque se mantuvo en niveles históricamente reducidos (véase gráfico 30). Asimismo, las cifras sobre suspensiones de pagos y declaraciones de quiebra evolucionaron de forma positiva. Así, en ambos conceptos se observó una reducción en el primer trimestre de 2004, tanto en relación con el mismo período de 2003 como respecto a los últimos tres meses del pasado año.

En conjunto, la solidez de la posición patrimonial de las empresas, unida a la mejora en las expectativas de sus beneficios a largo plazo y a las holgadas condiciones de financiación existentes, conforman un escenario propicio para que la inversión consolide de manera progresiva su recuperación. Asimismo, tal y como se ha señalado, los procesos de saneamiento llevados a cabo por las grandes empresas en trimestres anteriores, que introducían cierta incertidumbre en las perspectivas sobre dicha recuperación, no parecen haber continuado durante la primera parte de 2004. No obstante, persisten factores de riesgo asociados al elevado nivel de endeudamiento alcanzado, que incrementa la sensibilidad de las decisiones de gasto del sector ante una evolución desfavorable de sus resultados o de los costes de financiación.

#### 5.4 Las Administraciones Públicas

Durante el primer trimestre de 2004, el saldo de las operaciones financieras netas de las AAPP fue positivo. En términos acumulados de doce meses, se situó en el 0,1% del PIB, dos décimas por debajo del registro de finales de 2003 (véase gráfico 31). En esos mismos términos, además, la emisión neta de valores negociables por parte de las AAPP fue positiva (1,6% en relación con el PIB), ya que la emisión de valores a medio y largo plazo compensó la reducción de la aportación de las correspondientes a títulos a corto plazo.

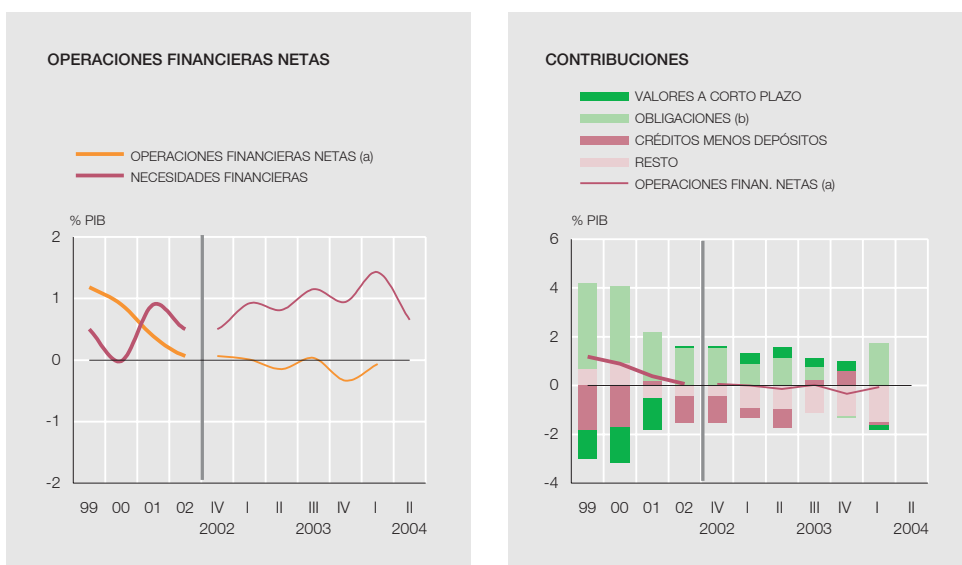
La información provisional para el segundo trimestre de 2004 apunta hacia una nueva amortización neta de valores a corto plazo y una emisión positiva de valores a largo plazo,



FUENTE: Banco de España.

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

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.

así como también a un aumento en el saldo de los depósitos del sector. Como resultado de todo ello, las *necesidades financieras*, que recogen la apelación de las AAPP a los mercados financieros y constituyen un indicador adelantado del (des)ahorro del sector, se han reducido.

5.5 El resto del mundo

Durante el primer trimestre de 2004, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación se situó, en términos acumulados de doce meses, en el 2,1% del PIB, frente al 2% de finales de 2003. Esta evolución fue el resultado del menor ahorro de las Administraciones Públicas y las mayores necesidades de financiación de las sociedades, que superaron el aumento de la capacidad de financiación de los hogares y las instituciones financie-

% del PIB	2000	2001	2002	2003		2004
				III TR	IV TR	I TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-2,5	-2,2	-1,6	-2,3	-2,0	-2,1
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	25,1	12,2	13,7	15,1	13,6	12,3
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	2,8	-2,7	3,5	0,4	0,8	1,3
Valores distintos de acciones	3,9	7,2	4,3	7,8	7,1	5,0
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	-0,3	2,0	0,5	4,1	3,7	3,6
<i>Inversores institucionales (a)</i>	3,7	5,4	3,5	3,5	3,4	1,7
Acciones y otras participaciones	15,6	5,2	5,3	6,0	4,8	4,7
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	10,5	4,6	5,1	5,6	4,6	3,2
<i>Inversores institucionales (a)</i>	3,2	0,5	-0,1	0,6	1,1	1,7
Créditos	2,7	2,5	0,6	0,9	1,0	1,2
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	27,5	14,4	15,3	17,5	15,6	14,4
Depósitos	6,7	2,8	4,4	6,5	7,5	5,0
Valores distintos de acciones	7,1	3,1	4,5	4,5	5,6	8,9
<i>Instituciones financieras</i>	1,1	1,5	3,3	5,5	6,7	7,6
<i>Resto de sectores nacionales</i>	6,0	1,6	1,2	-0,9	-1,1	1,3
Acciones y otras participaciones	9,4	4,6	4,2	4,3	0,8	-0,6
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	7,7	4,1	3,5	4,1	0,9	-0,6
Créditos	4,1	4,3	3,5	3,0	3,2	2,8
Otros neto (b)	0,2	-0,4	-1,1	-0,8	-1,4	-1,7

FUENTE: Banco de España.

a. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

b. Incluye la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro.

ras. Como tres meses antes, tanto los flujos de activo como los de pasivo registraron una reducción.

La adquisición neta de activos exteriores se redujo hasta el 12,3% del PIB en términos acumulados de doce meses, tres décimas por debajo del registro de finales de 2003 (véase cuadro 7). Por instrumentos, la evolución fue desigual. Así, mientras que los créditos y el efectivo y los depósitos mantuvieron la pauta de recuperación del trimestre anterior, la adquisición de acciones y participaciones fue muy similar y en los valores distintos de acciones se observó un importante retroceso. Según la información provisional de Balanza de Pagos hasta abril, la inversión en el exterior de carácter permanente, inversión directa, se contrajo considerablemente (casi un 50%) respecto al mismo período del año anterior. También la inversión en cartera en el exterior experimentó una disminución significativa (más de un 40%).

Por el lado de los pasivos, los flujos netos representaron el 14,4% del PIB, en términos acumulados de doce meses, frente al 15,6% del trimestre anterior. Esta reducción se observó en la mayoría de las inversiones de no residentes y fue especialmente importante en los depósitos y en las acciones y otras participaciones, para las que se produjo, en términos acumula-

**ACTIVOS FINANCIEROS NETOS FRENTE AL RESTO DEL MUNDO (a)**  
**(Datos del cuarto trimestre)**

CUADRO 8

% del PIB	1999	2000	2001	2002	2003	2004 (b)
Economía nacional	-29,6	-26,2	-27,0	-30,9	-37,9	-38,5
Sociedades no financieras y hogares e IPSFLSH	-17,3	-9,4	-10,2	-11,7	-14,7	-14,4
Sociedades no financieras	-24,1	-16,7	-17,6	-19,4	-23,2	-23,3
Hogares e IPSFLSH	6,8	7,3	7,4	7,7	8,4	8,8
Instituciones financieras	8,2	8,3	8,6	6,7	-0,7	0,1
Instituciones de crédito (c)	-7,5	-11,6	-13,9	-14,2	-21,9	-20,7
Inversores institucionales (d)	16,3	20,8	24,3	24,5	27,5	27,6
Resto de instituciones financieras	-0,6	-0,9	-1,8	-3,6	-6,3	-6,8
Administraciones Públicas	-20,5	-25,1	-25,4	-25,9	-22,5	-24,1

FUENTE: Banco de España.

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

b. Datos del primer trimestre.

c. Definido según la 1.ª Directiva bancaria.

d. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

dos de cuatro trimestres, una desinversión. Únicamente los fondos dirigidos a valores distintos de acciones se incrementaron (en más de 3 pp en relación con el PIB). De acuerdo con la Balanza de Pagos, la inversión directa del exterior en España presentó en los cuatro primeros meses del año una importante contracción, de forma que se situó en torno al 6% de la observada en 2003 durante el mismo período, reflejando tanto una desinversión en capital como una importante reducción del flujo de financiación de sociedades no residentes a empresas del grupo.

Finalmente, la información provisional disponible muestra que la posición deudora de la economía española frente al exterior se situó, en el primer trimestre de 2004, en el 38,5% del PIB, lo que supone un deterioro ligeramente superior a medio punto porcentual en relación con la situación de finales de 2003 (véase cuadro 8).