

# INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

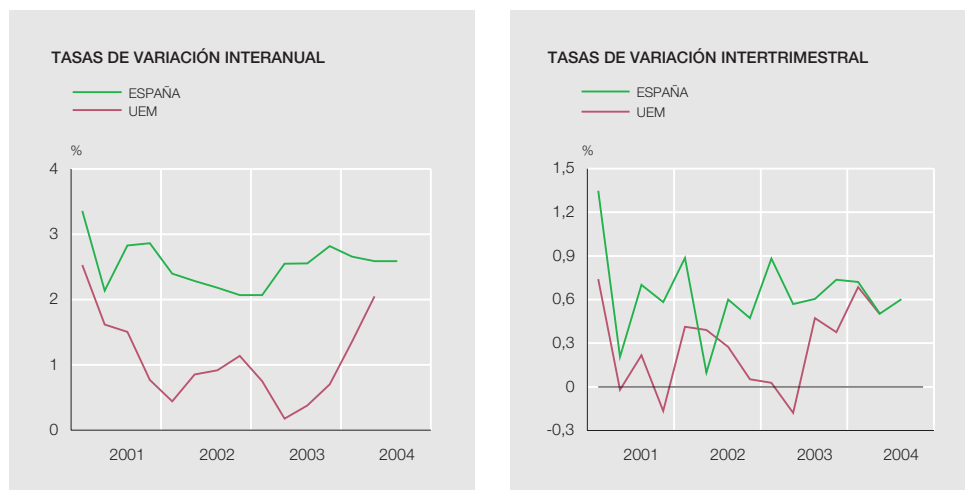
## 1 Rasgos básicos

El tono expansivo de la economía mundial ha ido afianzándose a medida que transcurre el año, aunque, en líneas generales, se espera que los ritmos de crecimiento tiendan a atenuarse, ligeramente, en la segunda mitad de 2004. El fuerte aumento experimentado por los precios de los productos petrolíferos se ha trasladado a las tasas de inflación de las distintas economías de forma moderada, sin que se haya producido, hasta ahora, un deterioro significativo de las perspectivas inflacionistas y la estabilidad es la nota dominante en los mercados financieros internacionales. Sin embargo, la persistencia de precios del crudo considerablemente elevados en un horizonte de medio plazo, como anticipan los mercados de futuros y prevén numerosas agencias especializadas, podría terminar afectando a las expectativas de consumidores y empresas, y limitar el crecimiento de la economía mundial en 2005.

En esta situación, la economía española mantiene un ritmo de avance sostenido, similar al registrado en el primer semestre del año, sin que se aprecien cambios sustanciales en sus factores determinantes: la demanda nacional es la variable que impulsa el crecimiento de la producción, mientras que la contribución de la demanda exterior neta sigue siendo muy negativa. La creciente recuperación de la inversión en equipo, que se ha unido al continuado dinamismo del consumo y la inversión en construcción, es la nota más destacada de los últimos datos, junto con la firmeza que conserva el proceso de creación de empleo. Las exportaciones de bienes han ido acentuando sus tasas de crecimiento a lo largo del año —en relación con los bajos registros del año precedente y al hilo de la recuperación de los mercados internacionales—, pero su aportación positiva se ha visto compensada, sobradamente, por los pobres resultados del sector turístico y el notable aumento de las importaciones. Por el lado de las ramas, la industria y la construcción son las que han experimentado una evolución más estable.

En concreto, se estima que la tasa de crecimiento interanual del producto interior bruto (PIB) real de la economía española durante el tercer trimestre de 2004 ha sido del orden del 2,6%, en términos de la serie desestacionalizada, igual que en el período precedente, mientras que el incremento intertrimestral podría alcanzar el 0,6%, una décima más que en el segundo trimestre del año. La variación interanual de la demanda nacional se espera que supere, en alguna décima, a la del trimestre anterior (3,8%), mientras que la demanda exterior neta podría restar al crecimiento del producto un punto porcentual y medio, una magnitud ligeramente mayor que la del período precedente.

El persistente desequilibrio entre la oferta y la demanda ha acabado por desestabilizar el mercado del petróleo y ha impulsado al alza los precios del crudo y los de sus principales derivados, hasta cotas históricas. Desde el lado de la oferta, las catástrofes naturales en el golfo de México, los problemas sociales y laborales en numerosos países productores y la persistente tensión en el Medio Oriente han afectado considerablemente a las disponibilidades de crudo, lo que se ha visto agravado, además, por la escasa flexibilidad de la producción para atender una demanda creciente, sobre todo de determinados productos derivados. El aumento de la demanda, por su parte, ha sido consecuencia de la expansión económica mundial y, en particular, de las altas tasas de crecimiento que están registrando las grandes economías del centro de Asia, con una fuerte dependencia energética. Aunque se cree que los precios del crudo tenderán a moderarse conforme remitan algunos de esos factores desestabilizadores, el horizonte no acaba de despejarse, por lo que se espera que los precios permanezcan elevados a medio plazo.



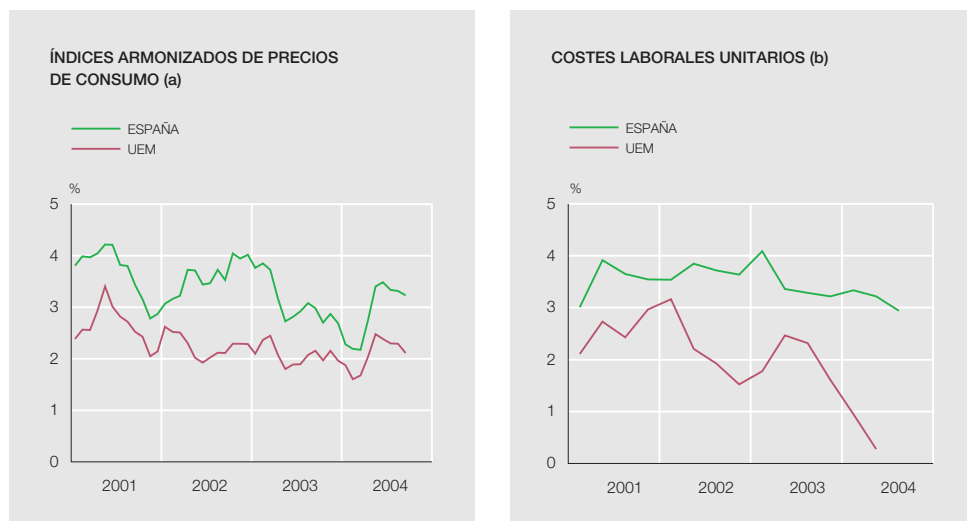
FUENTES: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

En esta situación, aunque las tasas de crecimiento de los principales índices de precios de las economías han reflejado el encarecimiento de los productos energéticos —con cierta desigualdad, en función de los diferentes niveles de dependencia y de la evolución de los tipos de cambio—, la credibilidad de las políticas antiinflacionistas instrumentadas por las autoridades y el arraigo de la estabilidad nominal como un valor necesario para preservar la competitividad están limitando la incorporación de los aumentos de precios a las expectativas inflacionistas de los agentes. A ello contribuyen, también, en algunos países, las ganancias de productividad y, en otros, la moderación salarial. Y todo ayuda a explicar la estabilidad constatada en los mercados financieros, los descensos que han tenido lugar, en algún caso, en los tipos de interés a largo plazo y el carácter limitado de los efectos de segunda vuelta sobre los salarios.

La economía de Estados Unidos ha moderado sus expectativas de crecimiento conforme avanza el año, aunque estas continúan siendo particularmente elevadas. El fuerte crecimiento de la inversión privada y las ganancias de productividad dan cuenta del dinamismo que conserva la economía norteamericana, mientras que ha sido el consumo privado el que ha ido desacelerando su tasa de avance, en un contexto de fuerte endeudamiento de las familias y dudas sobre la firmeza en la creación de empleo. Los indicadores más recientes, casi todos de carácter opinático, parecen confirmar este diagnóstico. A la vez, el creciente deterioro de la demanda exterior y el consiguiente aumento del déficit comercial pueden haber contribuido a la tendencia a la depreciación que se viene observando en el tipo de cambio del dólar de las últimas semanas. Los paulatinos movimientos al alza en los tipos de los fondos federales, hasta situarse en el 1,75% el pasado mes de septiembre, no se han transmitido a los plazos más largos, que han registrado descensos moderados en algunos momentos.

La tendencia a una suave desaceleración es también la nota dominante en las principales economías del este de Asia, dentro de un contexto expansivo bastante generalizado. En el caso de China, la pérdida de ritmo está siendo inferior a la que planeaban las autoridades y la tasa de inflación supera los valores que se habían previsto. El aumento de los precios se aprecia igualmente en las economías latinoamericanas, que crecen también de forma notable, como consecuencia, sobre todo, de un renovado dinamismo de sus demandas internas. Los mercados financieros evolucionan de forma favorable y así lo demuestran las emisiones y tipos de interés negociados en las deudas soberanas de estos países. En cuanto a las econo-



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.

mías de los nuevos miembros de la UE, los resultados son, en general, positivos, tanto en términos de crecimiento como en el control de sus tasas de inflación, mientras que en el frente fiscal los avances no son tan generalizados.

La zona del euro se está beneficiando de la expansión de los mercados internacionales, mientras que el gasto interno todavía no se ha afianzado suficientemente. Este es el resultado, sin embargo, de un balance desigual por países. En algunos de ellos, la contribución de la demanda externa es, prácticamente, el único elemento impulsor de la actividad, mientras que, en otros, el aumento del producto se asienta, básicamente, en el creciente dinamismo de la demanda interna, que limita la aportación positiva neta del contexto exterior. Los indicadores disponibles para el tercer trimestre del año confirman este diagnóstico, sin que se esperen cambios sustanciales en la tasa de crecimiento del conjunto del área, aunque no hay que descartar que sea ligeramente inferior al dato del segundo trimestre.

El reducido nivel de los tipos de interés y el funcionamiento de los estabilizadores automáticos que, en general, están promoviendo las autoridades europeas configuran el tono expansivo de las políticas macroeconómicas, que, sin embargo, no basta, por sí mismo, para consolidar la recuperación de la demanda interna. En el caso del consumo privado, es necesario que se concreten los síntomas de mejora que se aprecian en el mercado de trabajo y que el aumento del empleo contribuya a despejar los niveles de incertidumbre que aún se aprecian en las familias a la hora de emprender sus decisiones de gasto, y que podrían verse incrementados por las continuas alzas de los precios del petróleo. Queda pendiente, igualmente, un afianzamiento de la inversión empresarial, aunque aquí, también, los síntomas son esperanzadores, como consecuencia de que persisten unas condiciones de financiación favorables y de la mejora que ha tenido lugar en los márgenes empresariales, ante la contención en el aumento de los salarios y las ganancias de productividad.

La tasa de inflación de la zona del euro se situó en el 2,1% el pasado mes de septiembre, al haber compensado los precios de los alimentos el aumento que tuvo lugar en el componente ener-

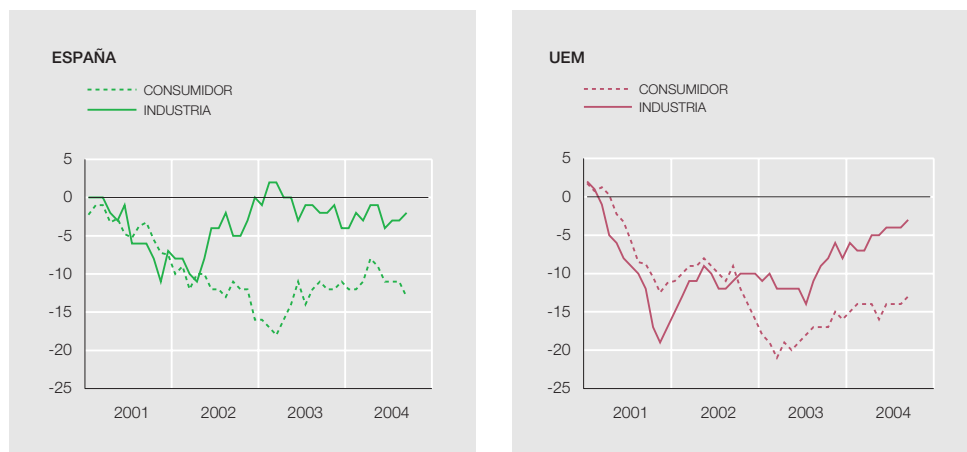
gético del índice armonizado. Las expectativas apuntan a que la tasa de inflación va a permanecer ligeramente por encima del 2% en los próximos meses, sin que se produzcan efectos de segunda vuelta relevantes tras la subida de los precios energéticos. A ello contribuirá, sin duda, la notable desaceleración de los costes laborales unitarios que se inició a mediados del pasado año. Ante estas perspectivas de mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo, compatible con una recuperación gradual del ritmo de actividad, los tipos de interés del Eurosistema han permanecido sin cambios a unos niveles históricamente bajos, lo que proporciona un soporte significativo para el afianzamiento de la expansión económica en la zona del euro.

En el mes de septiembre, la Comisión Europea dio a conocer, a través de una Comunicación, una serie de propuestas con el ánimo de orientar el debate acerca del perfeccionamiento del marco en el que se desenvuelven las políticas fiscales en el área del euro y en el conjunto de la UE. En la actualidad, estas propuestas están discutiéndose en los foros europeos y se analizarán en el Consejo ECOFIN en los próximos meses.

En este entorno exterior estimulante y con unas condiciones de financiación que siguen resultando holgadas, la economía española ha estabilizado su ritmo de crecimiento interanual en tasas próximas al 2,6%, que es la cifra avanzada por el INE para el segundo trimestre de 2004 y la estimada por el Banco de España para el tercer trimestre. Los últimos datos muestran que la tasa de variación de la demanda nacional, excluida la variación de existencias, aumenta paulatinamente, al haberse incorporado los bienes de equipo a la senda expansiva que, en líneas generales, mantienen, desde hace varios años, el resto de los componentes. La mejora en el panorama internacional ha contribuido a restablecer —no sin ciertas vacilaciones, todavía— las expectativas de los agentes privados y ha impulsado el crecimiento de las exportaciones de bienes. Sin embargo, la fortaleza de las importaciones y los resultados poco estimulantes del sector turístico —algo mejores en el tercer trimestre que en el segundo— han limitado con notable intensidad el crecimiento del producto. La penetración creciente de productos extranjeros en el mercado nacional, a un ritmo muy superior al de los productos españoles en los mercados internacionales, y las dificultades por las que atraviesa el sector turístico alertan sobre los problemas de competitividad que podrían estar gestándose, lo que podría llegar a limitar el ritmo de avance de la convergencia real con los países de la zona del euro.

Si bien algunos indicadores muestran una ligera tendencia a la desaceleración del consumo privado, su ritmo de crecimiento sigue siendo considerable, igual que el de la inversión residencial. De hecho, en los últimos meses, se ha reavivado la iniciación de nuevas viviendas y, al mismo tiempo, los precios de venta siguen aumentando a tasas muy elevadas, del orden del 18% en el segundo trimestre. Aunque el crecimiento de la renta disponible de los hogares podría ser del orden del 3% en el promedio del año, en términos reales, y el crecimiento del empleo proporciona un buen soporte al gasto de las familias, estas han seguido acudiendo de manera muy intensa al endeudamiento para financiar sus flujos de consumo e inversión. Según los últimos datos disponibles, el crédito a los hogares aumentó un 20% hasta el pasado mes de agosto, siendo del 24% el incremento correspondiente para la financiación de la compra de viviendas. Esto implica que han seguido creciendo las ratios de deuda y carga financiera de las familias con respecto a su renta disponible —la primera se sitúa ya en el entorno del 100%—, al tiempo que el ahorro no destinado al servicio de la deuda continuó reduciéndose. La riqueza financiera del sector ha disminuido ligeramente, con datos del segundo trimestre del año, pero su patrimonio neto se ha revalorizado como consecuencia del aumento experimentado por el precio de la vivienda.

Los indicadores disponibles para el tercer trimestre confirman la recuperación de la inversión

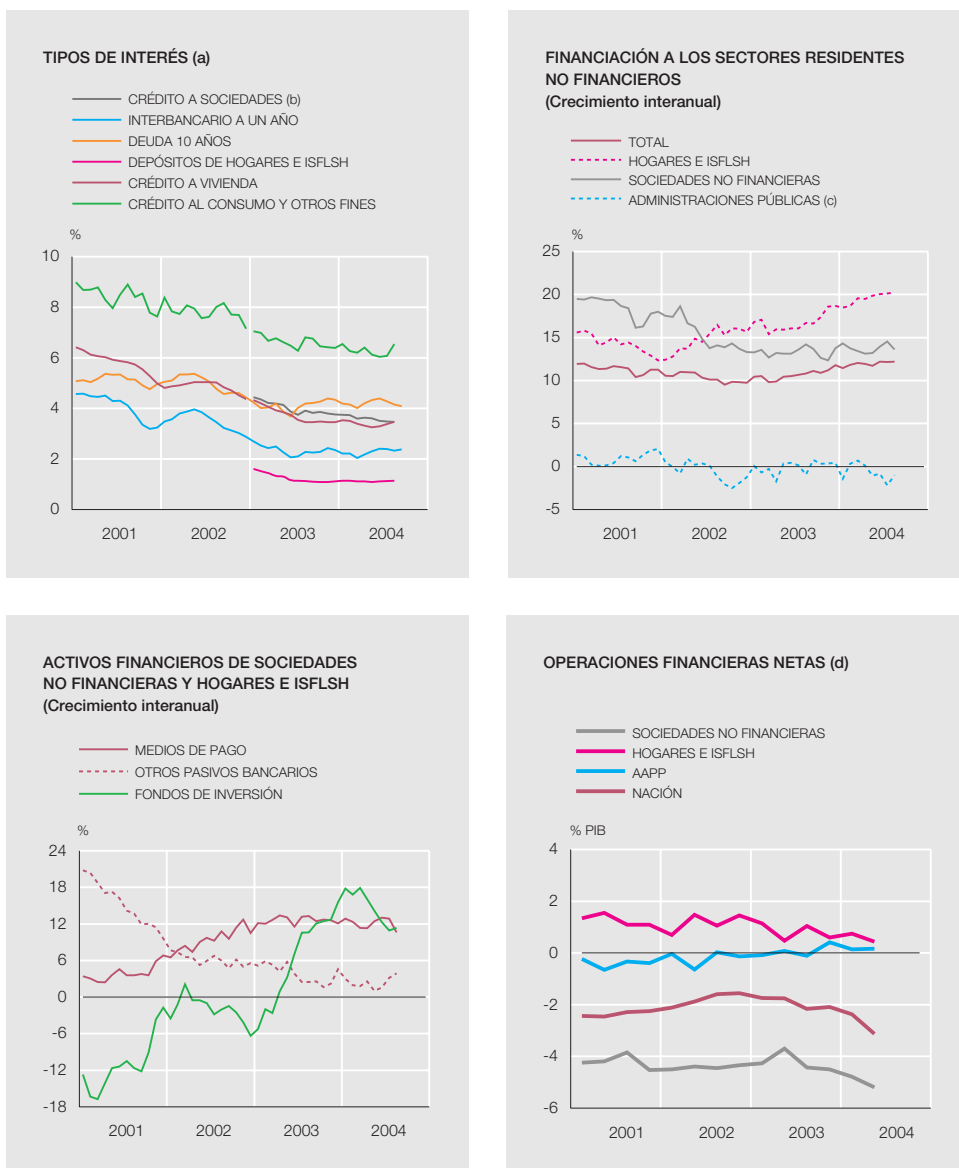


FUENTE: Comisión Europea.

en bienes de equipo, que ha incrementado de forma notable su ritmo de crecimiento interanual. La mejora de las expectativas, ante las perspectivas del entorno internacional, y las condiciones financieras favorables en las que se desenvuelve la actividad empresarial apoyan esta recuperación. El crédito a las empresas aumentó un 14% hasta el mes de agosto y, si bien son los sectores inmobiliarios los que han seguido acaparando los mayores fondos, resulta también relevante el crecimiento que se aprecia en la financiación a las ramas industriales. En esta situación, las ratios de endeudamiento han seguido aumentando ligeramente, pero los procesos de saneamiento que se han llevado a cabo y el descenso de la carga y de la presión financiera que muestran distintos indicadores confirman las buenas expectativas para que se consolide el proceso de recuperación de la inversión productiva.

Ya se ha comentado la aportación negativa de la demanda exterior neta real al crecimiento del producto, que, en el tercer trimestre, con la información parcial disponible, se estima que puede estar en torno a un punto porcentual y medio. Hasta el mes de agosto, el crecimiento de las exportaciones de bienes en términos reales, según la información del Departamento de Aduanas, ha sido ligeramente inferior al de nuestros mercados, apreciándose, en los datos de los últimos meses, una modesta recuperación en las ventas dirigidas a la UE, aunque son las exportaciones extracomunitarias las que siguen registrando mayor dinamismo. Las importaciones, por su parte, continúan aumentando a tasas muy elevadas, que abarcan todos los grupos de bienes —incluida la energía—, siendo especialmente relevante la fortaleza de la compra de bienes de equipo. Los resultados del sector turístico en el transcurso del año están siendo pobres, aunque, a lo largo del tercer trimestre, se han observado algunos síntomas de mejora. Las presiones competitivas de otros mercados están afectando a un sector muy sensible a las variaciones en los precios, como refleja el fuerte aumento de las salidas de turistas españoles hacia destinos que se han abaratado sustancialmente como consecuencia de la apreciación del euro.

El crecimiento del empleo mantiene un dinamismo elevado, como han puesto de manifiesto los indicadores correspondientes al tercer trimestre. En concreto, la Encuesta de Población Activa, que se acaba de publicar, ha elevado hasta el 25% la tasa de variación interanual del empleo en el tercer trimestre, superando los resultados obtenidos en el trimestre precedente. Uno de los rasgos más destacables de los datos de los últimos meses es que, aunque el núcleo de creación de puestos de trabajo sigue estando concentrado en las ramas de servicios de mercado y en la construcción, el proceso de caída del empleo en las actividades in-



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.

c. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

d. Datos acumulados de cuatro trimestres.

dustriales parece estar amortiguándose. Sería necesario que esta evolución se consolidara en los próximos meses, sin detrimento en las ganancias de productividad, que deberían responder, en mayor medida, a aumentos genuinos ligados al crecimiento de la inversión y a la eficiencia en el uso de los factores y no a la destrucción de puestos de trabajo, como ha ocurrido en los años recientes. Las ramas de servicios de mercado son las que siguen registrando descensos en la productividad del trabajo más acusados.

Como al bajo crecimiento de la productividad se unen incrementos salariales relativamente elevados —cuando se los compara con los que están teniendo lugar en los países de la zona del euro—, el diferencial entre el crecimiento de los costes laborales unitarios de la economía española y el del conjunto del área sigue ampliándose, tal como se aprecia en el gráfico 2. Esta

situación podría terminar dañando la competitividad de la economía, sobre todo si los sistemas de indiciación y las cláusulas de salvaguardia terminan facilitando el traslado de los aumentos en los precios energéticos a los salarios, ampliándose sus efectos a través de la economía.

En septiembre, la tasa de crecimiento de los precios de consumo (IPC) se situó en el 3,2%, al haberse compensado el movimiento al alza de los precios energéticos con una fuerte desaceleración en los precios de los alimentos no elaborados, tras un largo período de fuertes aumentos que ahora se han descontado. En el resto de los componentes, más estables, las variaciones han sido poco relevantes, habiéndose situado el ritmo de crecimiento del índice que agrega los servicios y los bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) en el 2,8%, tasa alrededor de la cual está fluctuando en los meses más recientes. El diferencial de inflación con los países de la UEM, medido a través de los índices armonizados, fue de 1,1 puntos porcentuales, destacando, un mes más, la persistente diferencia —de ese orden de magnitud— entre las tasas de crecimiento de los precios de los servicios.

En cuanto a la política presupuestaria, el hecho más relevante ha sido la presentación de las cifras de los Presupuestos Generales del Estado para el próximo ejercicio. Las previsiones de cierre para el año 2004, que apuntan a un déficit para el conjunto de las Administraciones Públicas equivalente al 0,8% del PIB, están afectadas por algunos cambios que se han introducido en el tratamiento contable que se daba a ciertas partidas de gasto y la decisión de que el Estado asuma las deudas acumuladas por algunas empresas públicas en el pasado. Ambas modificaciones son las que explican la revisión al alza de las cifras del déficit y responden al propósito de incrementar la transparencia de las cuentas públicas.

Es importante que la mayor transparencia se traduzca en un comportamiento más disciplinado del conjunto de las Administraciones Públicas, que es necesario para afrontar los riesgos con los que se encuentra la economía española —en un contexto de holgura de las condiciones monetarias— en el terreno de la competitividad y del endeudamiento de las familias.



## 2 Entorno exterior del área del euro

La evolución del precio del petróleo en los últimos meses ha centrado la atención de mercados y agentes. Desde inicios del tercer trimestre, el precio del barril de petróleo tipo Brent experimentó un aumento del 38%, lo cual lo situó en el máximo histórico de 51 dólares por barril a finales de octubre, aunque los precios de los crudos pesados registraron incrementos sensiblemente menores. Este aumento de precio, agudizado desde mediados de septiembre, se vio alentado por problemas derivados de las condiciones climáticas adversas en el golfo de México y por la inestabilidad social y laboral en otros países productores. A pesar de estos factores coyunturales, los precios del petróleo descontados por los mercados de futuros para finales de 2006 han sufrido un aumento de 10 dólares desde principios del tercer trimestre del año, con lo cual una parte importante de la subida experimentada en los últimos meses ha dejado de percibirse como transitoria. Con la excepción de los mercados del crudo y del resto de materias primas, la evolución financiera internacional se caracterizó por una reducida volatilidad en los mercados financieros, donde se registraron descensos en los tipos de interés a más largo plazo y un relativamente positivo comportamiento de los mercados de renta variable, en un período en que se producía el tensionamiento gradual de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos hacia tasas más acordes con la situación cíclica de la economía. Por su parte, la deuda pública corporativa y emergente registró un comportamiento positivo. En los mercados de divisas, el dólar volvió a mostrar una cierta debilidad frente al euro, que llegó a situarlo por encima del 1,27.

En EEUU, los primeros indicadores del tercer trimestre correspondientes al mes de julio apuntaban a un fuerte rebrote de la actividad tras la desaceleración del PIB en el segundo trimestre. Sin embargo, a medida que transcurría el trimestre, los indicadores han resultado menos favorables, pues muchos de ellos han vuelto a perder impulso, en parte posiblemente como reacción al alza persistente en el precio del petróleo. Estos indicios de desaceleración no deben afectar sensiblemente al crecimiento del PIB en el tercer trimestre, pero aumentan la incertidumbre sobre la evolución de los próximos trimestres. El mercado de trabajo no contribuye a despejar estas dudas. En septiembre, el empleo creció en 96.000 puestos de trabajo, muy por debajo de lo esperado y del empleo creado en los meses de primavera. Por el lado de los precios, el panorama no es, hasta el momento, inquietante. El IPC de septiembre se situó en el 2,5% interanual, desde el 3,3% con el que concluyó el segundo trimestre, aunque la tasa subyacente pasó a un 2% interanual, la mayor desde noviembre de 2002. Además, en las fases iniciales de producción las tasas de avance de precios son más altas: la subyacente de los bienes intermedios aumentó en septiembre un 7,8% interanual. En cuanto al sector exterior, los últimos datos de la balanza comercial (que llegan a agosto) confirman los últimos tres meses como los de mayor déficit histórico registrado, por encima de 50 mm de dólares mensuales en cada uno de ellos. La fuerte expansión de las importaciones, que crecían al 20,7% interanual en agosto, impulsadas por el incremento de la factura energética, está detrás de esta evolución negativa reciente.

En Japón, se produjo una ralentización del ritmo de crecimiento del PIB en el segundo trimestre, al situarse en el 4,2% interanual, frente al 5,9% del primer trimestre, lo que generó alguna incertidumbre sobre la solidez de la recuperación japonesa. Sin embargo, en el tercer trimestre, parece apreciarse un ritmo de actividad algo mayor que en el trimestre precedente. Mientras que los indicadores de oferta y empleo aportaron señales moderadamente positivas, los de demanda mostraron una menor fortaleza. Así, en el mes de agosto se aceleró el crecimiento de la producción industrial (9,7% interanual) y el de los pedidos de maquinaria (5,4% inte-

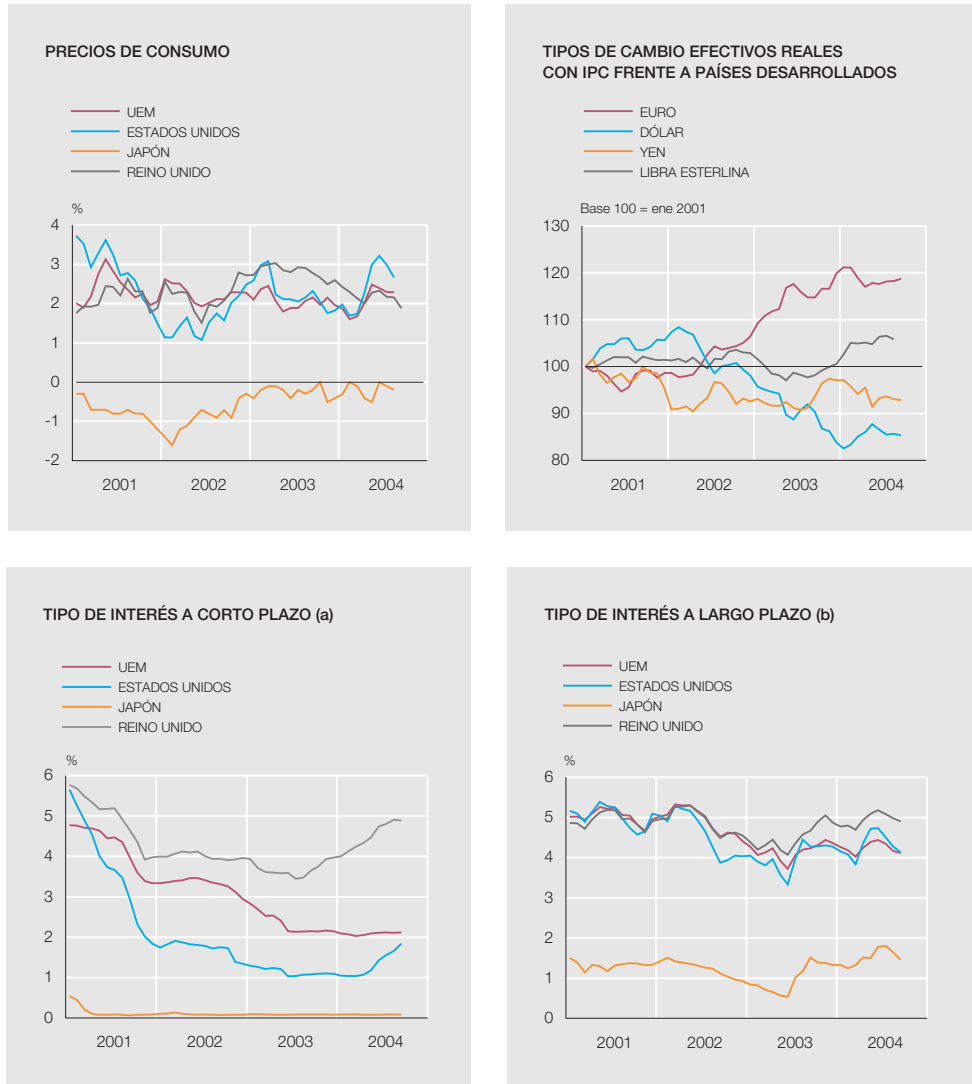


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

ranual) y mejoraron las expectativas, tal y como muestra el índice Tankan de confianza industrial del tercer trimestre. Por el lado de la demanda, en agosto se observó un retroceso de la renta personal (-0,2% interanual) y de las ventas al por menor (-1,6% interanual) y, en septiembre, la confianza del consumidor experimentó un leve deterioro. Por su parte, el mercado de trabajo mantuvo una evolución favorable en agosto al crearse 290.000 empleos, lo que condujo la tasa de paro hasta el 4,8% (4,9% en julio). Los precios de consumo registraron en agosto una caída interanual del 0,2% (-0,1% en julio), al igual que la inflación subyacente (-0,2% en julio), lo que da fe de las dificultades para superar la deflación de precios. En cambio, los precios al por mayor registraron en septiembre un aumento interanual del 1,8% (1,7% en agosto), impulsados por el alza en los precios del petróleo y el carbón.

En el Reino Unido, después de crecer a ritmos interanuales de entre el 3% y el 4% en los últimos trimestres (3,6% en el segundo), la economía ha emitido señales de una desaceleración en los meses recientes. Se produjeron indicios de moderación en los precios de la vivienda, al tiempo que los préstamos hipotecarios bajaban notablemente; el índice de distribución de comercio en septiembre obtenía su peor registro en más de un año, anticipando una desaceleración

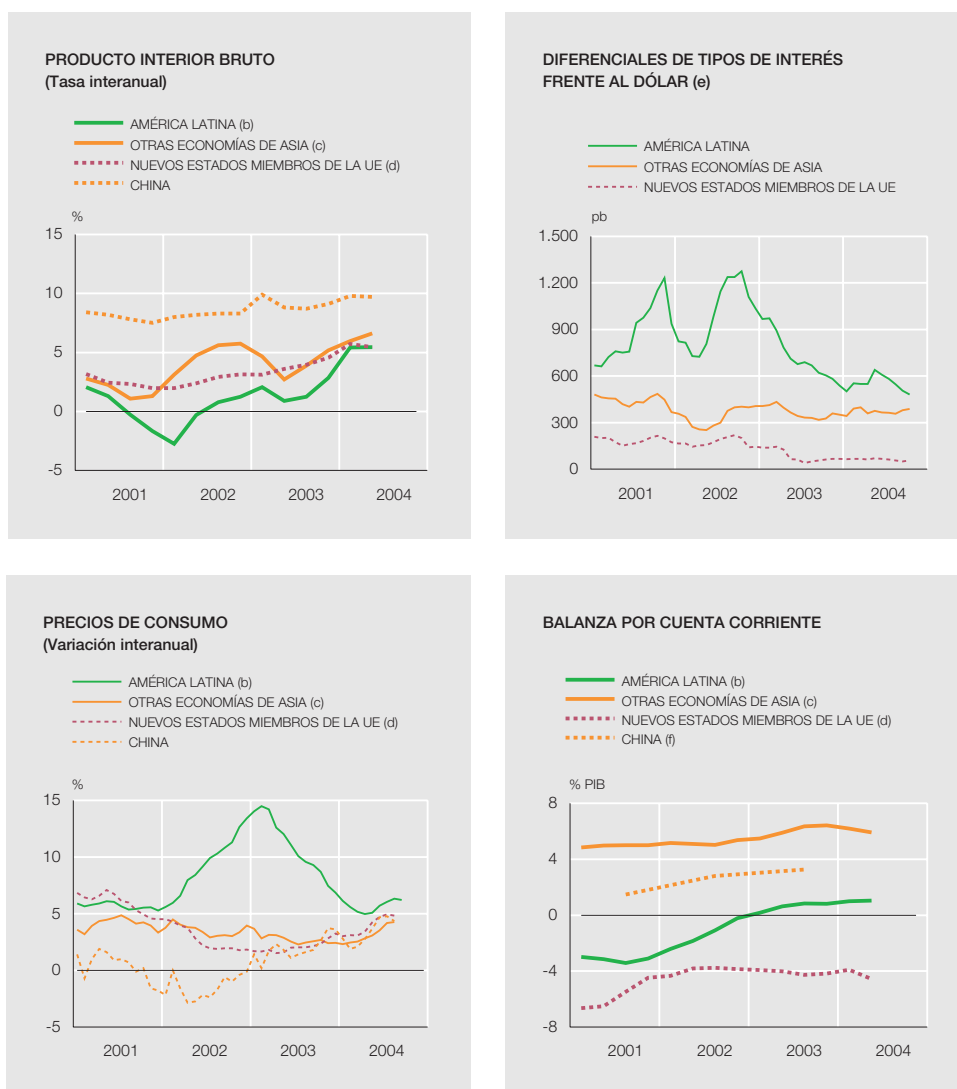


FUENTE: Banco de España.

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

del consumo que, sin embargo, aún no se refleja en los datos de ventas al por menor; y, finalmente, por el lado de la producción, destacó una nueva caída de la producción industrial en agosto y un PMI de manufacturas en septiembre que supuso el peor registro desde julio de 2003. Todo esto no ha tenido repercusión en el mercado de trabajo, en el que ha continuado aumentando el empleo, alcanzando una tasa interanual del 0,8% en agosto. A ello se añade la fuerte desaceleración del IPC (armonizado), del 1,3% en agosto al 1,1% en septiembre, muy por debajo del objetivo central del Banco de Inglaterra (2%), que mantuvo sus tipos oficiales en el 4,75% en sus reuniones de septiembre y octubre, tras la subida de 25 puntos básicos (pb) en agosto. Por su parte, la balanza comercial, con un déficit de 4 mm de libras en agosto, continuó su deterioro.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea, se mantuvo un crecimiento robusto del PIB en el segundo trimestre de 2004, por encima del 4% interanual en casi todos ellos, destacando especialmente el crecimiento muy elevado de los países bálticos y Polonia, de más del 6% interanual. Los indicadores del tercer trimestre siguieron mostrando aumentos



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.

importantes de la producción industrial y de las exportaciones en los principales países de la región. En cuanto a los precios, se empezaron a moderar recientemente, tras el repunte de mediados de año, que se debió en parte a la liberalización de algunos precios administrados y a la subida de impuestos indirectos, como consecuencia de la entrada en la UE. En este contexto, tras los aumentos a mediados del trimestre de los tipos de interés oficiales en Polonia (del 5,75% al 6,50%) y en la República Checa (del 2,25% al 2,50%), desde agosto se han mantenido estables, e incluso en Hungría se redujeron en un punto porcentual, al 10,50%. En cuanto a la situación fiscal, los objetivos de déficit para 2004, fijados en los Programas de Convergencia, tienen visos de cumplirse en casi todos los casos, con la notable excepción de Hungría, que ya ha sobrepasado su objetivo inicial de déficit para todo el año, del 4,6% del

PIB, y lo ha revisado al 5,0%-5,3% del PIB. Los mercados financieros de los nuevos Estados miembros tuvieron un comportamiento relativamente estable, en el que destacó la apreciación frente al euro de los tipos de cambio de aquellos países que dejan fluctuar sus monedas, en especial del florín húngaro y del zloty polaco. Por su parte, los tipos de cambio de las monedas de los nuevos Estados miembros que pertenecen al mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo (las de Eslovenia, Estonia y Lituania) se mantuvieron estables en torno a sus paridades centrales.

En las principales economías del Sudeste asiático, los datos de actividad y de exportaciones del tercer trimestre del año mostraron, en general, una cierta desaceleración respecto al notable dinamismo registrado en el segundo, si bien el ritmo de crecimiento de la actividad siguió todavía con buen tono en la mayor parte de ellos, con la excepción de Corea del Sur, donde persiste la debilidad del consumo privado. Asimismo, continuó el aumento gradual de las tasas de inflación en todas las economías, provocado básicamente por la elevación de precios energéticos, que ha comenzado a afectar, gradualmente, de forma negativa, a los índices de sentimiento de consumidores y empresarios en varios países. En China, las medidas administrativas restrictivas instrumentadas por las autoridades desde comienzos del año han ralentizado el ritmo de crecimiento de la economía en el tercer trimestre, pero de forma moderada. Así, el crecimiento interanual del PIB en el tercer trimestre fue del 9,1%, frente al 9,6% del trimestre anterior. Sin embargo, pese a las medidas restrictivas y a la desaceleración del crecimiento de la oferta monetaria y del crédito bancario, la tasa de inflación interanual apenas se redujo una décima (hasta el 5,2%) en septiembre, por el fuerte incremento de los precios de los alimentos.

En América Latina, el comportamiento de los mercados financieros se ha mantenido en un tono positivo durante todo el trimestre, de tal modo que los diferenciales soberanos regresaron a niveles similares o por debajo de los de finales de enero de 2004. Los indicadores del tercer trimestre siguieron confirmando la fortaleza de la actividad mostrada en los dos primeros trimestres del año y reafirmaron el creciente peso de la demanda interna como motor del despegue económico en la región. Sin embargo, la aceleración de la actividad, junto con el incremento de los precios energéticos, propició un aumento de la inflación en casi todos los países, lo que indujo un tono más restrictivo en la política monetaria en muchos casos. Así, en sus reuniones de septiembre, el banco central de Chile aumentó el tipo de interés de referencia en 25 pb, hasta el 2%, y el Banco de México elevó el «corto» por séptima vez en el año. Por otro lado, el Banco de Perú, en su reunión de octubre, elevó el tipo de interés de referencia en 25 pb, hasta el 3%, y el Banco de Brasil, en sus reuniones de septiembre y octubre, aumentó el SELIC en 25 pb y 50 pb, respectivamente, hasta el 16,75%. En Argentina, tras varios meses de intensas negociaciones, el Gobierno logró cerrar un acuerdo con las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) por los títulos actualmente en suspensión de pagos. El citado acuerdo supone un paso adelante para la culminación del proceso de reestructuración de la deuda.

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

En el tercer trimestre ha continuado la etapa de avance de la actividad iniciada en la zona del euro a mediados de 2003, apoyada en la fortaleza del crecimiento económico mundial, en las favorables condiciones monetarias y financieras y en la moderación del aumento de los costes laborales unitarios, que está permitiendo que se recuperen los márgenes empresariales. Por lo tanto, el mantenimiento de los factores que han impulsado el crecimiento del PIB en la primera parte de 2004 configura un escenario propicio para que en el segundo semestre prosiga la fase de recuperación, si bien no cabe esperar una aceleración del ritmo de crecimiento, como se preveía hace unos meses. De hecho, existen algunos riesgos para la continuidad de este escenario en el futuro, entre los que destacan la incertidumbre sobre los efectos económicos de la fuerte elevación de los precios del crudo y las dificultades que algunas economías europeas siguen mostrando para incorporarse a la fase de recuperación cíclica. Por lo que respecta a la inflación, en los meses de verano las tasas de variación del IAPC se han reducido progresivamente, ya que la favorable evolución de los precios de los alimentos ha permitido compensar el mantenimiento de las altas tasas de crecimiento del componente energético. Sin embargo, la reanudación de la escalada del precio del petróleo desde mediados del mes de septiembre puede retrasar la reducción de la inflación de la UEM por debajo del objetivo del 2%, a pesar de la moderación salarial y del notable repunte de la productividad.

En el ámbito de la política presupuestaria, todo parece indicar que en algunos países el déficit público va a seguir excediendo el límite máximo que establece el Tratado de la Unión Europea. Los indicadores disponibles apuntan a que el déficit público del conjunto del área no va a reducirse en 2004, lo que resulta preocupante dada la mejora que se detecta en la evolución cíclica.

#### 3.1 Evolución económica

Según la segunda estimación de la Contabilidad Nacional de la UEM, en el segundo trimestre de 2004 la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB del área fue del 0,5% (en dos décimas inferior a la registrada en el trimestre precedente), lo que supuso una nueva aceleración del ritmo de crecimiento interanual, que se elevó hasta el 2% (véase cuadro 1). Se mantuvo, por tanto, el mayor dinamismo de la actividad que viene observándose en los últimos trimestres. Aunque de forma algo más moderada que en los primeros meses del año, el sector exterior contribuyó positivamente al crecimiento, con una aportación a la tasa de variación intertrimestral de 0,2 pp. Esto fue el resultado de una intensa aceleración de las exportaciones, favorecida por la fortaleza del crecimiento económico mundial, que, no obstante, se vio parcialmente contrarrestada por un también notable incremento de las importaciones. La demanda interna —excluidas existencias— siguió mostrando una cierta debilidad, sin que se observara una clara respuesta al impulso procedente del exterior. Así, su contribución al crecimiento intertrimestral fue de 0,3 pp, similar a la del primer trimestre del año. Dentro de este agregado, destacaron la desaceleración del consumo privado, que creció un 0,3% —tras el 0,7% del trimestre precedente—, y, en sentido contrario, el mayor crecimiento del consumo público. La inversión, por su parte, permaneció estancada, como consecuencia del mal comportamiento de la construcción, mientras que la inversión en equipo se mostró más dinámica y creció un 0,7% (frente al -0,5% del primer trimestre). Por último, la variación de existencias tuvo una aportación nula al crecimiento intertrimestral del PIB de la UEM (véase gráfico 8).

El análisis de la Contabilidad Nacional por países señala la existencia de importantes disparidades en su evolución económica (véase recuadro 1). Con la excepción de Holanda y Grecia, los restantes países experimentaron un crecimiento positivo aunque con notables diferencias en la composición del crecimiento. Así, en países como Alemania e Italia —con tasas de va-

	2003				2004			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR (a)	IV TR (b)
PIB								
Crecimiento interanual	0,7	0,2	0,4	0,7	1,4	2,0		
Crecimiento intertrimestral	0,0	-0,2	0,5	0,4	0,7	0,5		
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,3; 0,7)	(0,3; 0,7)
IPI (d)	1,0	-0,8	-0,2	1,3	1,0	2,8	1,8	
Sentimiento económico	90,5	91,4	94,2	97,7	98,8	100,0	100,5	
Confianza industrial	-11,0	-12,0	-11,4	-7,3	-6,7	-4,7	-3,7	
PMI manufacturas	49,3	47,1	49,1	52,0	52,8	54,4	53,9	
Confianza servicios	-5,7	-2,0	5,3	10,3	10,7	11,4	11,3	
PMI servicios	48,9	47,9	51,9	56,7	56,0	55,2	54,4	
Tasa de paro	8,8	8,9	8,9	8,9	8,9	9,0	9,0	
Confianza consumidores	-19,3	-19,3	-17,3	-16,0	-14,3	-14,7	-13,7	
IAPC (d) (e)	2,4	1,9	2,2	2,0	1,7	2,4	2,1	
IPRI (d) (e)	2,3	1,3	0,9	0,9	0,4	2,4	3,1	
Precio del petróleo en \$ (e)	30,3	27,6	27,1	29,9	33,8	35,3	43,3	49,5
Préstamos al sector privado (d) (e)	4,8	4,6	4,9	5,6	5,3	6,0	6,5	
Rendimiento bonos a diez años UEM	4,2	4,0	4,2	4,4	4,2	4,4	4,2	4,0
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,22	-0,32	0,09	-0,05	-0,11	0,28	0,14	0,15
Tipo de cambio dólar/euro (e)	1,090	1,143	1,165	1,263	1,222	1,216	1,241	1,261
Apreciación / Depreciación del euro (e)	3,9	9,0	11,1	20,4	-3,2	-3,8	-1,7	-0,2
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	-12,9	2,9	4,1	18,1	1,9	3,7	1,5	3,4

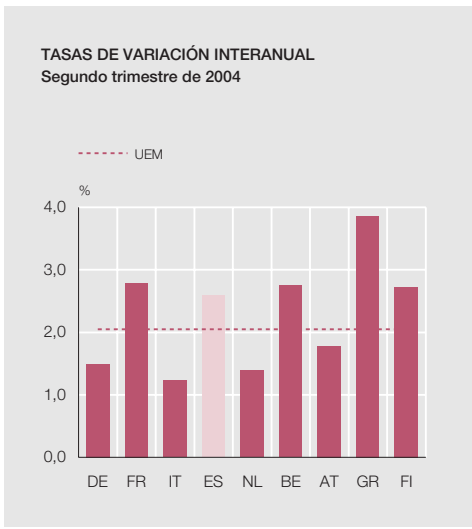
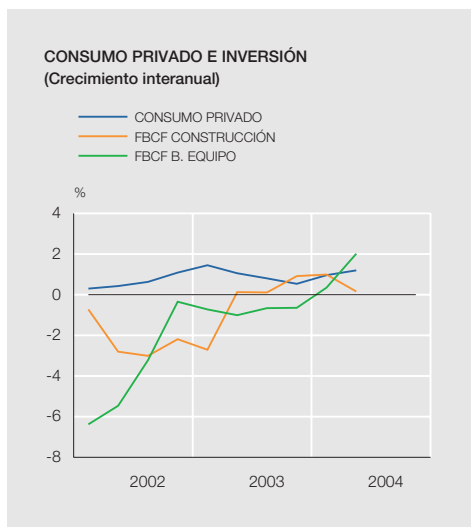
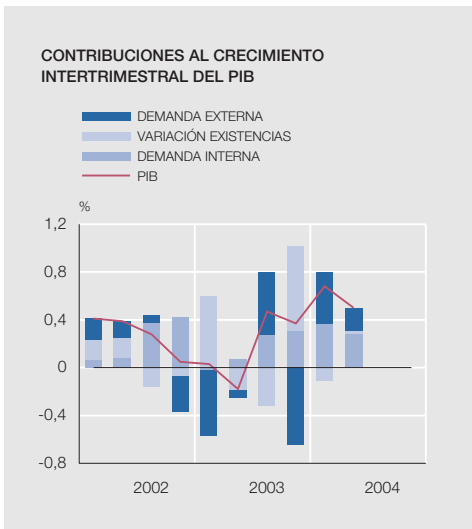
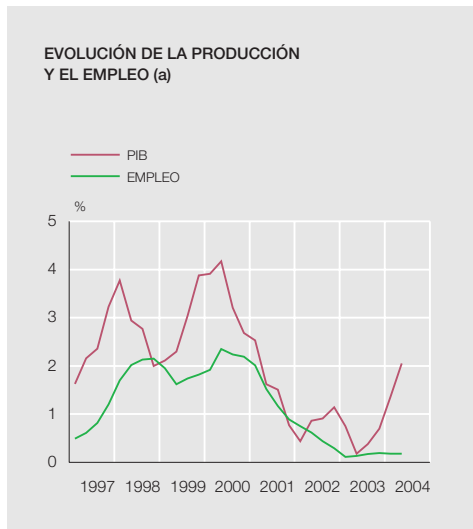
FUENTES: Eurostat, BCE y Banco de España.

- a. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.  
b. Información disponible hasta el día 21 de octubre de 2004.  
c. Previsiones de crecimiento intertrimestral.  
d. Crecimiento interanual.  
e. Datos de fin de período. Las variaciones del tipo de cambio y la bolsa son variaciones porcentuales acumuladas en el año.

riación intertrimestral del 0,5% y 0,3%, respectivamente—, la demanda interna se mostró muy débil y el crecimiento se sustentó principalmente en la fortaleza del sector exterior. En particular, en Alemania, el consumo se incrementó tan solo un 0,1% (tras el crecimiento nulo del pasado trimestre) y la inversión, aunque mejoró respecto al período anterior, registró una nueva caída —del 1%—, consecuencia de la prolongación de la senda contractiva de la construcción. En otro grupo de países, que incluye a Francia y España —con tasas de crecimiento del 0,7% y 0,5%, respectivamente—, el gasto interno experimentó un dinamismo muy superior mientras que la demanda externa contribuyó negativamente a la expansión del producto.

Por ramas de producción, el mantenimiento del ritmo de crecimiento intertrimestral del valor añadido de la economía del área —en el 0,7%— se sustentó en la fortaleza de la rama industrial y, en segundo lugar, de los servicios, mostrando el resto de ramas un crecimiento más moderado. Por lo que respecta al mercado de trabajo, el empleo permaneció prácticamente estancado en el segundo trimestre, registrando, al igual que en los primeros meses del año, una variación interanual de 0,2%, como resultado de la destrucción de puestos de trabajo en la rama industrial y en la construcción y del aumento de la ocupación en los servicios. Dada la aceleración del ritmo de avance de la actividad del área, esta evolución del empleo se tradujo en un notable repunte en el crecimiento interanual de la productividad, que alcanzó el 1,9%, siete décimas más que en el trimestre precedente. Por su parte, la tasa de paro permaneció estable desde abril hasta agosto, en el 9%.

La información disponible acerca de la evolución de los indicadores en el tercer trimestre apunta hacia un mantenimiento o ligera disminución del ritmo de avance del PIB en relación



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Tasas de variación interanual.

con el experimentado en la primera mitad del año (véanse cuadro 1 y gráfico 9). Por lo que respecta a los indicadores de oferta, el índice de producción industrial disminuyó un 0,1% en el período de julio-agosto con respecto a la media del segundo trimestre, y también se observó una reducción de su ritmo de crecimiento interanual. Por su parte, los indicadores de opinión han permanecido en general en niveles muy similares a los del trimestre precedente. Así, el índice de confianza industrial elaborado por la Comisión Europea mejoró ligeramente, en media, a lo largo del tercer trimestre —gracias a la favorable valoración de la cartera de pedidos—, al contrario de lo ocurrido con el índice procedente de la Encuesta de Directores de Compras (PMI) de la industria manufacturera, que, no obstante, se mantiene por encima del nivel de 50, lo que es compatible con un comportamiento expansivo de la economía. Asimismo, la confianza de la construcción también experimentó un ligero avance en los meses de verano, mientras que los indicadores de confianza correspondientes al sector servicios apenas han variado.

Por el lado de la demanda, los indicadores más recientes no reflejan todavía un repunte decidido del consumo privado. Así, mientras que la media del indicador de confianza de los consumi-



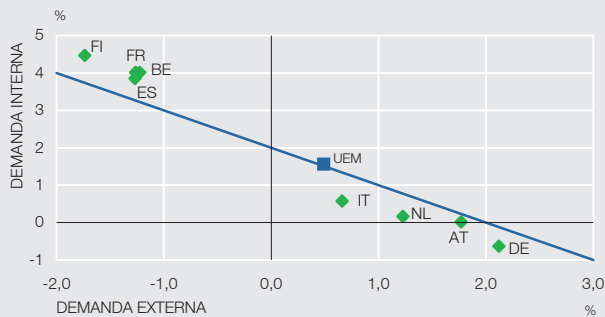
La actividad económica del área del euro se ha ido recuperando durante el último año, hasta mostrar un crecimiento interanual del 2% en el segundo trimestre de 2004. Este ritmo de expansión es el resultado de un comportamiento bastante divergente por países, pues hay algunos, como Francia, España, Bélgica y Finlandia, con tasas por encima del 2,5%, mientras que otros —como Alemania o Italia— crecieron muy por debajo de ese nivel. Además, un rasgo notable de las disparidades observadas entre ambos grupos de países radica en las diferencias en las contribuciones respectivas de la demanda interna y externa al producto, como puede observarse en el gráfico 1 (en el que la línea de trazo grueso representa los puntos en los que el crecimiento del PIB iguala el 2% —la media del área—). Así, en los países cuya actividad económica se ha expandido más débilmente, la aportación de la demanda externa ha sido mucho mayor que en las economías más dinámicas, mientras que, en estas últimas, el crecimiento del PIB se ha sustentado en la demanda interna.

La existencia de tasas muy distintas de expansión de la actividad entre estos dos grupos de países y las aportaciones divergentes de las vertientes externa e interna de la demanda no son fenómenos que caractericen exclusivamente la coyuntura económica más re-

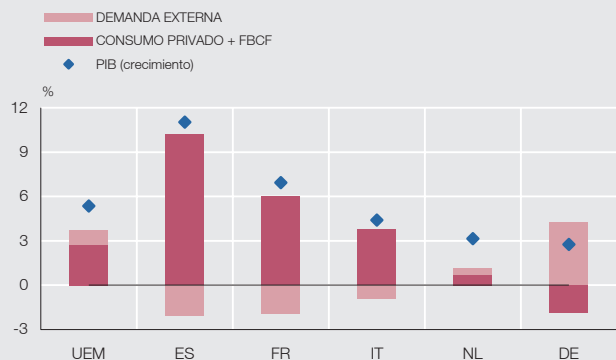
ciente. Desde que en el segundo trimestre del año 2000 se iniciara en el conjunto de la UEM la actual fase de desaceleración cíclica, el PIB del área ha crecido un 5,3% en términos acumulados (véase gráfico 2). Esta evolución agregada oculta desarrollos muy distintos entre las cinco mayores economías del área, de forma que las tasas correspondientes a España y Alemania han sido del 11% y 2,8%, respectivamente, mientras que Francia, Italia y los Países Bajos se situaron en cifras intermedias (6,9%, 4,4% y 3,1%). Esta misma ordenación de los cinco países se mantiene por lo que respecta a la contribución de la demanda interna, así como, con signo opuesto, en lo que se refiere a la aportación al crecimiento de la demanda externa.

En una Unión Monetaria existen mecanismos de ajuste que deben, en principio, contribuir a la corrección de las divergencias macroeconómicas, entre los que ocupa un lugar prominente el que discurre a través de la evolución de la competitividad exterior. Los países cuya demanda interna muestra una evolución más débil deberían experimentar menores presiones de costes y precios internos y, por tanto, una ganancia de competitividad que impulsara las exportaciones y, más tarde, la demanda interna. No obstante, la efectividad de este mecanismo depende, entre otros factores, del grado de rigidez de

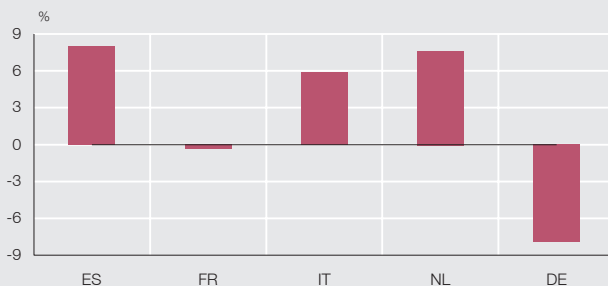
1. CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DE LA DEMANDA INTERNA Y EXTERNA (II TRIMESTRE 2004)



2. CRECIMIENTO ACUMULADO Y CONTRIBUCIONES (a)



3. CRECIMIENTO ACUMULADO DE LOS CLU RESPECTO AL RESTO DEL ÁREA (a)



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Crecimiento acumulado desde el segundo trimestre de 2000 hasta el segundo trimestre de 2004.

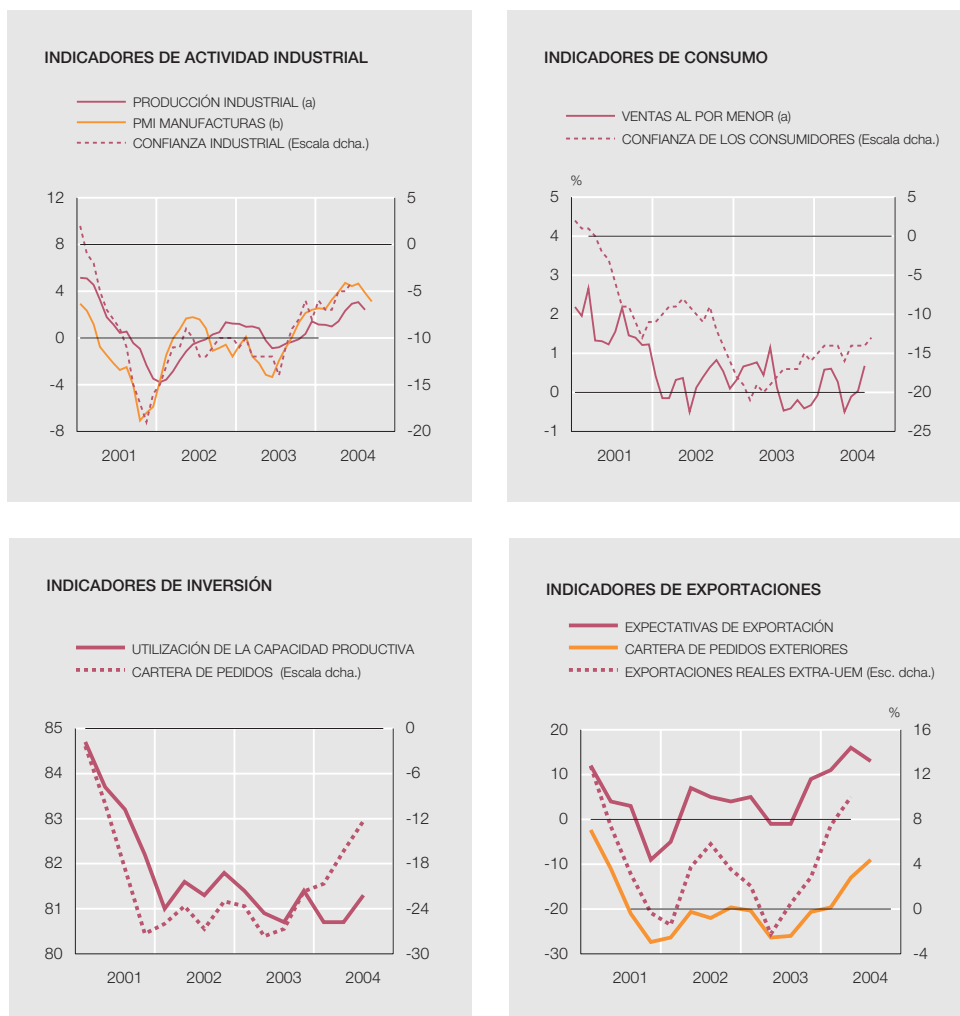
los salarios nominales, lo que puede provocar que el proceso sea costoso y muy dilatado en el tiempo o, incluso, que no llegue a desencadenarse. En este sentido, resulta interesante analizar la evolución de la competitividad en las tres economías —de entre las grandes aquí consideradas— cuyo crecimiento acumulado en el período de referencia fue inferior a la media de la UEM. En el gráfico 4 se observa cómo la economía alemana ha experimentado una notable ganancia de competitividad (medida por la evolución relativa de sus costes laborales unitarios) en el período considerado, lo que explica la notable contribución de sus exportaciones al crecimiento del pro-

ducto. En Holanda e Italia se aprecia, sin embargo, que ese proceso de mejora de la competitividad no es automático. En el caso holandés, la desaceleración de los costes laborales unitarios relativos solo comenzó a producirse tras una intensa desaceleración de la actividad, mientras que en Italia, a pesar del dilatado período de debilidad económica y de la fuerte pérdida de competitividad acumulada, sus salarios relativos continúan sin dar muestras de desaceleración. Ello parece haber propiciado que las exportaciones italianas apenas contribuyeran al crecimiento del producto durante los últimos cuatro años.

dores fue algo mejor en el tercer trimestre del año que en el precedente, el dato correspondiente a la confianza de los minoristas experimentó un ligero retroceso. Por otra parte, las ventas al por menor se han situado en promedio de julio y agosto en el mismo nivel del segundo trimestre y las matriculaciones de automóviles tuvieron una evolución negativa en ese período. Por lo que respecta a los indicadores referidos a la inversión, los empresarios mejoraron su valoración sobre la cartera de pedidos industriales y se incrementó el grado de utilización de la capacidad productiva, aunque se observó un cierto retroceso en la valoración de los empresarios sobre la capacidad instalada (véase el recuadro 2). Finalmente, los indicadores del sector exterior apuntan a un mantenimiento de su aportación al crecimiento, al permanecer favorables tanto la cartera de pedidos exteriores como las expectativas de exportación, las cuales, aunque se redujeron levemente en el tercer trimestre, se sitúan en niveles altos.

En septiembre, el crecimiento interanual del IAPC fue del 2,1%, tres décimas inferior al registrado en junio. Esta reducción de la tasa de inflación esconde evoluciones dispares de los componentes más volátiles del IAPC (véase gráfico 10). Así, mientras que la energía volvió a experimentar una aceleración de sus precios (hasta un crecimiento del 6,4%), en línea con la escalada del precio del crudo, los alimentos registraron en septiembre una caída interanual del 1,5%, debido, en buena medida, a los efectos de base derivados de las altas tasas de crecimiento que experimentaron hace un año como consecuencia de la ola de calor que afectó al continente europeo. Por lo tanto, la inflación subyacente, medida por el crecimiento interanual del IPSEBENE —indicador que excluye los precios de los bienes energéticos y los alimentos no elaborados, dada su naturaleza más volátil—, se ha mantenido relativamente estable, en el 2,1% —una décima menos que en junio—, como resultado de la persistencia mostrada por la tasa de inflación de los servicios, del mantenimiento del ritmo de crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos y de la desaceleración de los precios de los alimentos elaborados. Los precios de producción siguieron acelerándose debido, nuevamente, al notable encarecimiento del petróleo, unido al de las materias primas —que continúan mostrando elevados crecimientos interanuales, a pesar de las caídas de los últimos meses—. Así, tanto en julio como en agosto se incrementó la tasa de variación interanual del índice de precios industriales, hasta alcanzar el 3,1%.

En cuanto a la formación de precios desde la perspectiva de la oferta, el notable repunte del crecimiento de la productividad en el segundo trimestre del año así como la moderación salarial observada en dicho período —con un incremento interanual de la remuneración por asalariado que permaneció estable en el 2,1%— dieron lugar a una importante ralentización del crecimiento de los costes laborales unitarios (hasta el 0,3%) y a una recuperación de los márgenes.



FUENTES: Eurostat y Comisión Europea.

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

b. Dato normalizado.

genes empresariales. La situación de atonía que ha seguido mostrando el mercado de trabajo europeo hasta el momento — con unos indicadores sobre expectativas de empleo que solo han mejorado levemente — favorece el mantenimiento de la moderación del crecimiento salarial, como apuntan los datos de convenios colectivos disponibles para el tercer trimestre (véase gráfico 11).

En relación con la evolución del sector exterior en el tercer trimestre de 2004, solo se dispone de la información de la balanza de pagos correspondiente al mes de julio, lo que únicamente permite realizar un análisis tentativo de dicha evolución. El saldo neto acumulado en los siete primeros meses del año de la balanza por cuenta corriente de la UEM se elevó hasta 25,6 mm de euros, en contraste con el déficit acumulado, de 1,2 mm de euros, que se registraba en idéntico período del año 2003. Esta notable mejora obedeció, fundamentalmente, al incremento del superávit de la balanza de bienes (que pasó de 56,4 mm de euros en 2003 a 75,9 mm de euros en 2004), dado que, aunque los flujos netos acumulados de la balanza de servicios también arrojaron un superávit, este se redujo respecto al de 2003. También contribuyó positivamente a la mejora del saldo por cuenta corriente la reducción del déficit acumulado en la balanza de rentas. El signo de la balanza básica — que incluye, junto con el saldo de la

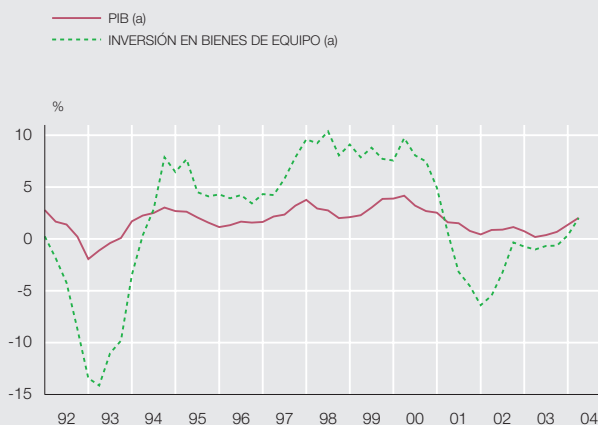
La inversión en bienes de equipo (que incluye, entre otros, la maquinaria y los equipos informáticos), a pesar de su peso relativamente reducido en el PIB, ejerce una notable influencia en la evolución del producto, tanto a corto plazo —debido a su elevada volatilidad y a su marcado carácter procíclico— como a largo plazo —puesto que permite la acumulación de capital y la incorporación del progreso técnico a los procesos productivos, lo que redundará en una mejora de la productividad y del PIB potencial de la economía—. La evidencia disponible parece indicar que, en general, la inversión en bienes de equipo evoluciona de modo contemporáneo con el PIB. Además, dado su carácter procíclico, cabe esperar que en las etapas iniciales de un proceso de recuperación cíclica, como el que se registra en la actualidad en la UEM, su expansión sea más intensa que la del producto.

La evolución más reciente de ambas variables en la zona del euro ha sido similar, con un crecimiento interanual del 2% en el segundo trimestre de 2004, lo que pone fin a la etapa iniciada a comienzos de 2001 en que la variación interanual de la inversión en bienes de equipo fue inferior a la del producto —e incluso negativa en muchos tri-

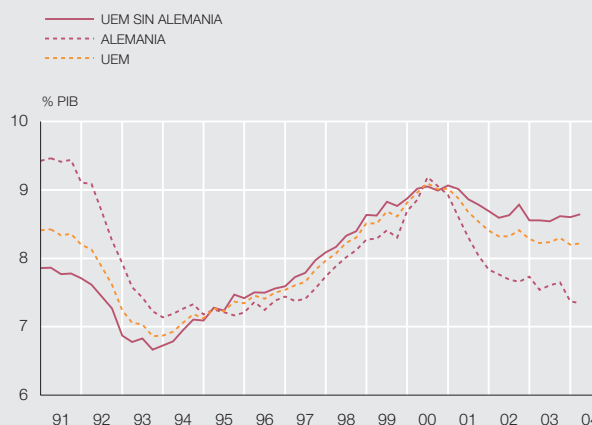
mestres— (véase gráfico 1). Como consecuencia de ello, a lo largo de esta fase de desaceleración cíclica, la participación de la inversión en bienes de equipo en el PIB, en el conjunto del área, fue reduciéndose desde el 9,1% alcanzado en el año 2000 hasta el mínimo de 8,2% registrado en el primer trimestre de 2004 (véase gráfico 2).

Esta pérdida de peso de este componente de la inversión es, sin embargo, menor que la registrada en la etapa recesiva de comienzos de los años noventa, que alcanzó 1,5 puntos porcentuales del PIB. Además, cabe destacar que en el mínimo cíclico más reciente la importancia de la inversión en bienes de equipo en relación con el PIB en el área del euro se situó casi al mismo nivel que en el máximo cíclico alcanzado a comienzos de la década de los noventa. La debilidad de esta variable queda aún más matizada si se atiende a la evolución por países, puesto que los resultados se ven significativamente condicionados por la falta de dinamismo inversor en Alemania. Si se analizara un agregado de la UEM sin considerar Alemania, se observaría, por ejemplo, que ya en el segundo trimestre de 2004, la inversión en bienes de equipo estaría creciendo a ritmos superiores a los del producto (3,4% frente a 2,3%). De hecho, en ese

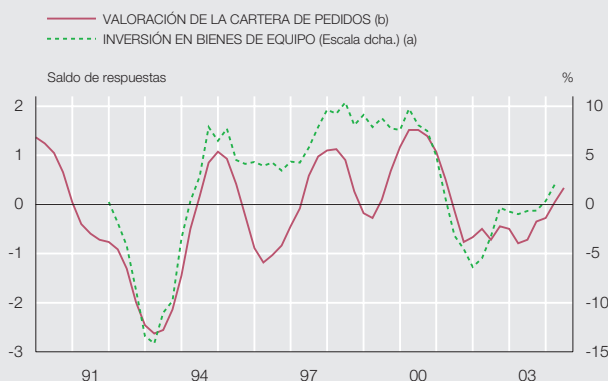
1. ACTIVIDAD E INVERSIÓN EN BIENES DE EQUIPO



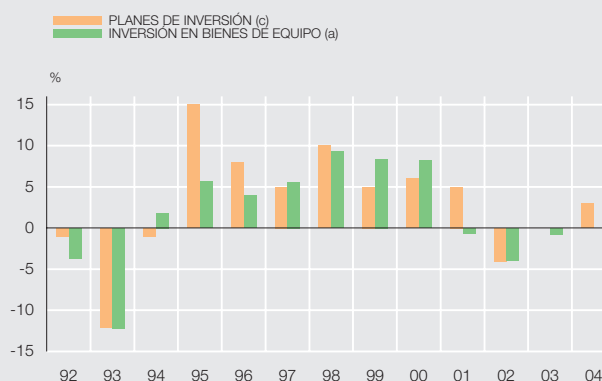
2. PESO DE LA INVERSIÓN EN BIENES DE EQUIPO SOBRE EL PIB



3. VALORACIÓN DE LA CARTERA DE PEDIDOS



4. PLANES DE INVERSIÓN DEL SECTOR INDUSTRIAL



FUENTES: Comisión Europea y Eurostat.

a. Tasa de variación interanual

b. Serie normalizada.

c. Variación en volúmenes de la inversión, con respecto al año anterior, prevista en el segundo trimestre de cada año.

grupo de 11 países, la participación de la inversión en bienes de equipo en el PIB se ha ido recuperando ligeramente desde el tercer trimestre de 2003. Parece, por tanto, que en la UEM la inversión en bienes de equipo está comenzando a responder a las favorables condiciones monetarias y financieras y a la mejora de los márgenes empresariales.

La demanda potencial de inversión puede aproximarse a través del grado de utilización de la capacidad productiva instalada —en la medida en que un uso alto de esa capacidad puede animar a su ampliación— o de la evolución de las expectativas de las empresas sobre la demanda futura de los bienes y servicios que producen —que puede medirse, por ejemplo, mediante la valoración que hacen las empresas de sus carteras de pedidos—. Este último indicador se representa en el gráfico 3, donde se observa tanto su elevada correlación con las variaciones de la inversión en bienes de equipo como

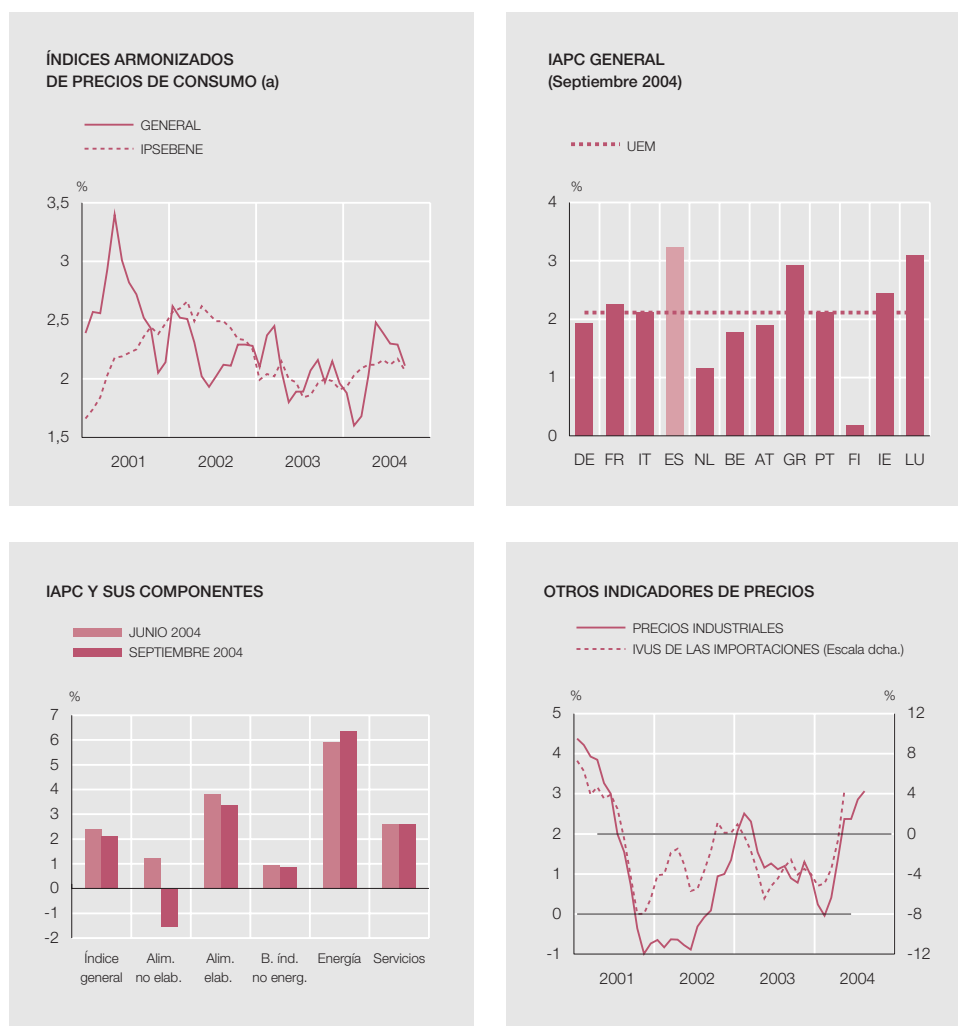
la sustancial mejora que ha registrado desde comienzos de 2003. Por último, en el gráfico 4 se representan los resultados de la Encuesta Industrial de Inversión, que realiza la Comisión Europea con carácter semestral. En concreto, se muestran los resultados de la encuesta realizada en el segundo trimestre de cada año, en los que se pregunta a las empresas del sector manufacturero por su previsión de variación de la inversión para el año en curso. Como se observa en el gráfico, tras dos años en los que no se planeaba incrementar la inversión, en 2004 se espera un ligero aumento, en torno al 3%.

Cabe mantener, por consiguiente, unas perspectivas moderadamente favorables sobre el comportamiento de la inversión en bienes de equipo en la UEM, aunque algunos factores de incertidumbre —como el alcance del encarecimiento del petróleo— pueden desincentivar o retrasar decisiones de inversión.

balanza por cuenta corriente, las inversiones netas directas y en cartera— varió entre 2003 y 2004: mientras que entre enero y julio de 2003 acumuló un superávit de 42,9 mm de euros, en el mismo período del presente año ha registrado un déficit de 40,6 mm de euros. Esto se ha debido, principalmente, a una notable caída de las entradas de capital en la UEM destinadas a inversión directa en lo que va de año.

Por todo lo anterior, parece probable que el crecimiento del PIB del área en el tercer y cuarto trimestre del año se sitúe en la parte media o inferior del intervalo de previsión que publica la Comisión Europea, cuyos límites suponen una tasa de variación intertrimestral del PIB entre el 0,3% y el 0,7% en ambos períodos. Ello sería compatible con un crecimiento medio anual ligeramente por debajo del 2%, inferior a la previsión del FMI pero coherente con la de otros organismos internacionales. No obstante, se plantean para el futuro ciertos riesgos a la baja derivados del entorno internacional, como consecuencia de la incertidumbre asociada a la escalada de precios del crudo y su posible influencia sobre la confianza de los agentes y de la persistencia de algunos desequilibrios macrofinancieros en algunas áreas económicas. A estos riesgos a la baja se añaden la incertidumbre que genera la falta de dinamismo que todavía presenta la demanda interna del área y la posibilidad de que el encarecimiento del petróleo se traslade a los precios finales y a las demandas salariales, e incida de forma más intensa sobre la evolución económica. El escaso dinamismo de la demanda interna es el resultado del avance decepcionante que muestra este agregado en algunos Estados. Sin embargo, es previsible que también en estos países la relativa fortaleza de la demanda externa se acabe trasladando a un crecimiento más boyante de la inversión —en línea con las condiciones financieras favorables de las empresas, las buenas perspectivas de negocio y la recuperación de márgenes— y del consumo, a medida que el empleo vaya reaccionando al empuje económico.

En el ámbito fiscal, las notificaciones realizadas por los Estados miembros en el mes de septiembre en el marco del Procedimiento de Déficit Excesivo confirmaron que el déficit público del conjunto del área alcanzó en 2003 el 2,7% del PIB. La significativa revisión al alza de los déficits públicos en Grecia en el período más reciente (hasta el 4,1% del PIB en el año 2000, el 4,2% en 2001, el 3,7% en 2002, y el 4,6% en 2003) constituyó la novedad más significativa de esta ronda de notificaciones. La revisión, en una cuantía aproximada de 2 pp de PIB en cada uno

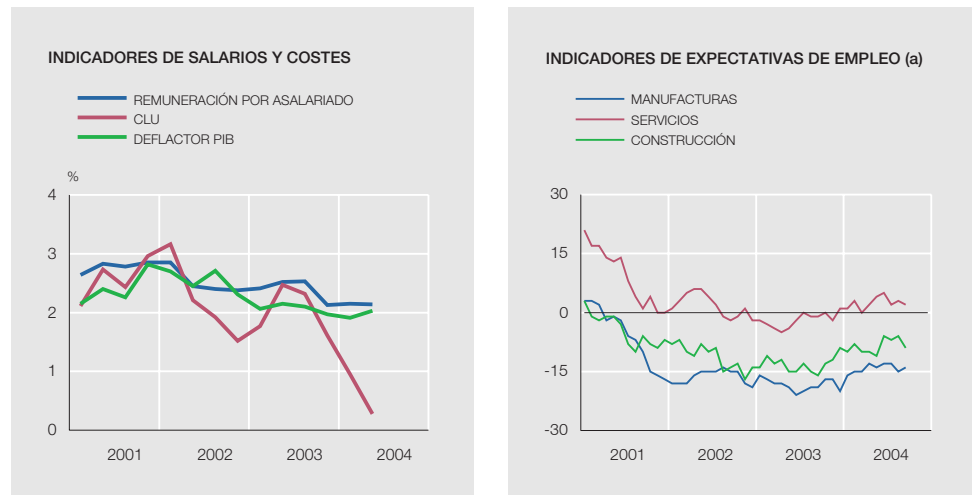


FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

de esos cuatro ejercicios, se debió, entre otros factores, a la contabilización originalmente incompleta de los gastos militares y de los pagos por intereses, y a la sobreestimación de los superávits de la Seguridad Social. Estos desarrollos han subrayado la necesidad de disponer con prontitud de información precisa acerca de la verdadera situación de las finanzas públicas de los Estados miembros, con el fin de preservar la eficacia y la credibilidad de los mecanismos de disciplina presupuestaria de la UEM.

En el presente ejercicio no se espera una corrección de los desequilibrios fiscales, de forma que el saldo presupuestario podría situarse en niveles ligeramente peores a los alcanzados el año pasado (véase cuadro 2). De esta forma, se incumplirían a nivel agregado los objetivos fijados en los programas de estabilidad (de los cuales se desprende un déficit agregado del 2,3% del PIB). A diferencia de lo ocurrido en los tres últimos años, en esta ocasión no cabe imputar el deslizamiento a una evolución económica más desfavorable de la prevista en el momento en que fueron elaborados esos documentos. Además, es previsible que el desequilibrio se sitúe por encima del 3% del PIB en varios países del área. Dentro de este grupo de países, en Alemania no se espera una corrección significativa del déficit en 2004, puesto que parece improbable que la mejora de las cuentas del sistema sanitario a raíz de las reformas introducidas en



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

este subsector pueda compensar el impacto sobre el conjunto de ingresos de la mala evolución de las bases impositivas. Por el contrario, en Francia, los datos de ejecución presupuestaria disponibles anticipan una recaudación impositiva superior a la prevista, aunque su impacto sobre el saldo del conjunto de Administraciones Públicas se verá contrarrestado en parte por los deslizamientos en el sistema de la Seguridad Social. Finalmente, en Grecia es posible que el déficit supere en 2004 las previsiones oficiales, como consecuencia de la evolución desfavorable de la recaudación y de las desviaciones del gasto primario.

En la mayor parte de los países está ya en marcha el proceso de elaboración de los presupuestos para el año 2005. En Alemania, la estrategia diseñada se basa en el control del gasto primario en consumo público y transferencias a las familias, así como en la lucha contra el fraude fiscal. Al mismo tiempo, en enero entrará en vigor la última fase de la rebaja del impuesto sobre la renta. En Francia, el déficit previsto del 2,9% del PIB se alcanzará con ayuda de medidas temporales en una cuantía del 0,4% del PIB y del mantenimiento del gasto del Estado en términos reales. Asimismo, el borrador de presupuestos contiene algunas pequeñas disminuciones de la presión fiscal, que incluyen una reducción de los tipos del impuesto de sociedades, la mejora del tratamiento fiscal de la adquisición de primera vivienda y la ampliación del mínimo exento del impuesto de sucesiones. En Italia, el déficit previsto alcanzará el 2,7%, gracias igualmente a la congelación del gasto real y a la aplicación de medidas con efectos transitorios. Por último, en Holanda, el déficit previsto para 2005 es del 2,6%. En este caso, los presupuestos contienen un aumento de la imposición sobre la renta y sobre el tabaco, así como una reforma de las prestaciones por desempleo orientada a estimular la reincorporación de los parados al mercado de trabajo.

Por último, entre las propuestas de la reciente Comunicación de la Comisión Europea, encaminada a la mejora del marco de aplicación de las políticas fiscales de la UE, destaca, en primer lugar, la reorientación de la definición de una posición presupuestaria próxima al equilibrio o en superávit, de forma que se tengan en cuenta aspectos relevantes de la situación concreta de cada país, tales como su nivel de deuda y sus pasivos implícitos, su crecimiento potencial, su inversión pública o la existencia de reformas presupuestarias tendentes a mejorar la calidad de las cuentas del sector. En segundo lugar, esta institución ha planteado otorgar

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

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

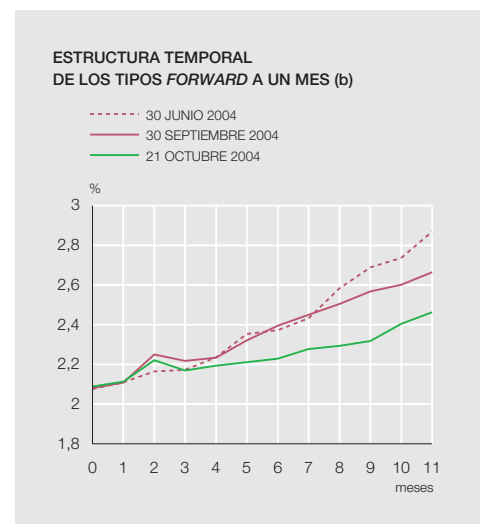
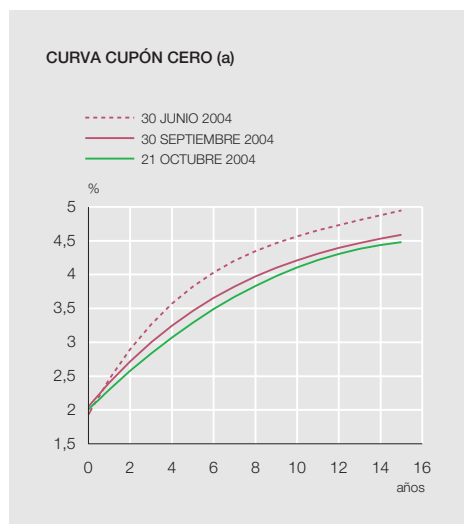
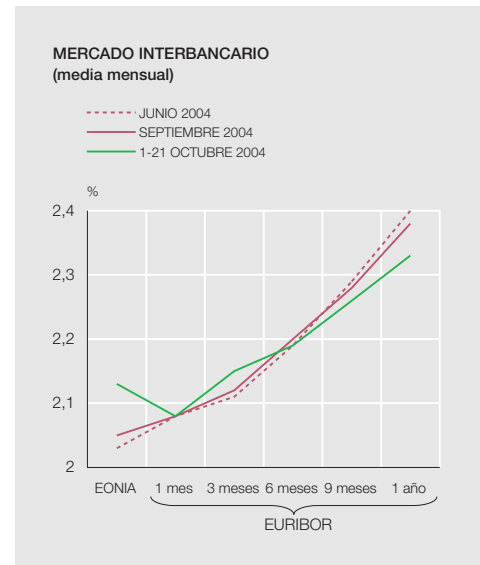
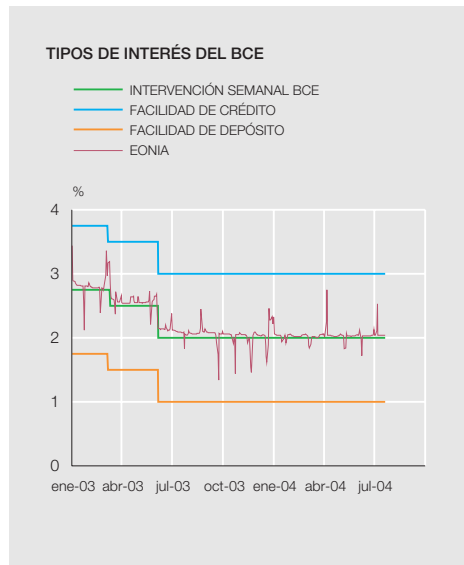
un mayor papel a la evolución de la deuda pública en el seguimiento de la situación fiscal nacional, para lo que debería precisarse cuál debe ser un ritmo satisfactorio de reducción de la ratio de deuda en aquellos países en que esta variable supera el nivel de referencia del 60% del PIB. Por último, la Comisión también ha sugerido la posibilidad de reconsiderar el papel atribuido a la evolución de la actividad económica en la aplicación del procedimiento de déficit excesivo.

### 3.2 Evolución monetaria y financiera

En las reuniones celebradas a lo largo del tercer trimestre de 2004, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener el tono de la política monetaria, al considerar que este seguía siendo coherente con el cumplimiento del objetivo de estabilidad de precios en el medio plazo. En consecuencia, los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad de depósito y de la facilidad de crédito han permanecido estables en el 2%, el 1% y el 3%, respectivamente. Este reducido nivel de los tipos de interés ha contribuido, por tanto, a fortalecer el proceso de recuperación de la demanda interna del área.

Durante los meses de verano, los tipos de interés del mercado monetario mostraron un comportamiento bastante estable (véase gráfico 12). En las curvas de los tipos *forward*, en cambio, se aprecia un movimiento a la baja entre junio y septiembre en los plazos superiores a seis meses, aunque permanecen las expectativas de moderada elevación de los tipos de interés oficiales en el futuro. Tampoco los tipos de interés fijados por las entidades de crédito en sus operaciones de activo y de pasivo, de acuerdo con la información disponible hasta agosto, han registrado cambios significativos, y continúan en niveles históricamente reducidos (véase gráfico 13).



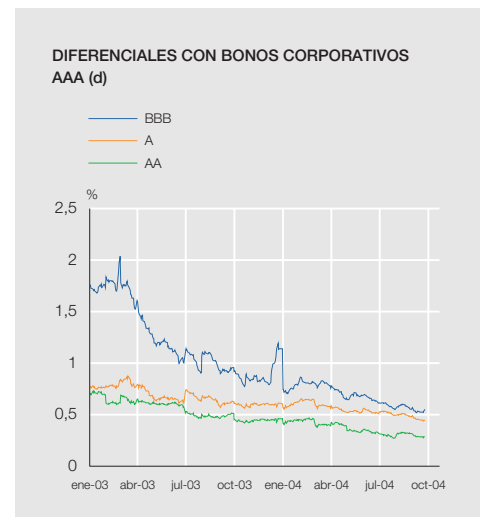
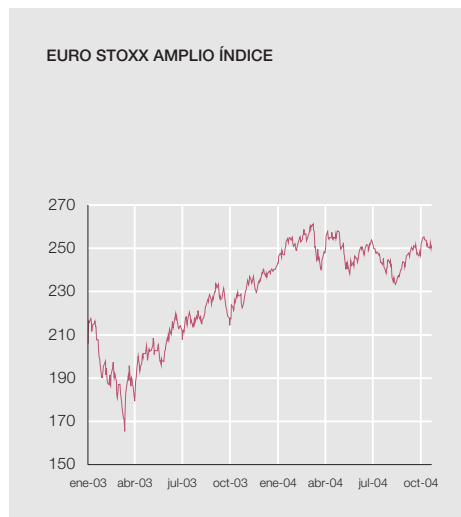
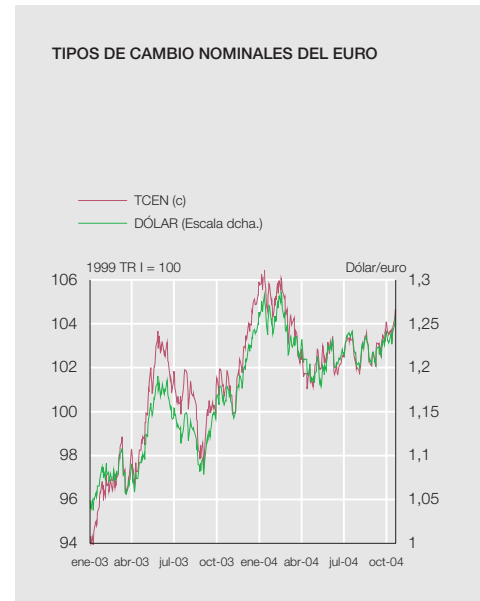
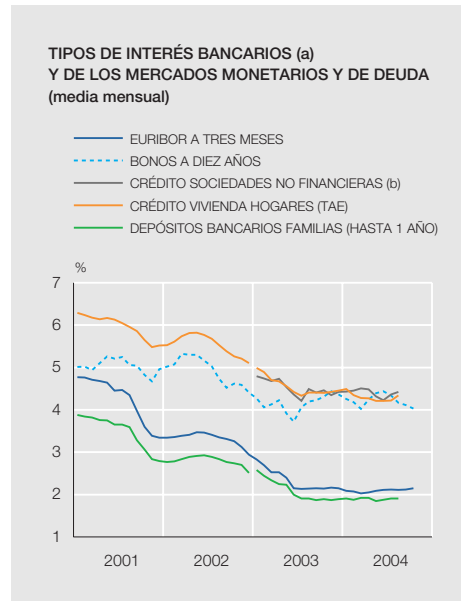


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

El rendimiento de la deuda pública a diez años ha mostrado una tendencia a la baja en el tercer trimestre del año, tanto en la zona del euro como en EEUU, aunque la mayor intensidad de la caída en este país ha dado lugar a un estrechamiento del diferencial positivo que mantenía el tipo de interés a largo plazo estadounidense con respecto al europeo. La evolución paralela de los tipos de interés a largo plazo en ambas áreas apunta a que, de forma creciente, los factores que determinan las expectativas de tipos de interés en el futuro en una de las economías –básicamente, por cambios en las perspectivas de crecimiento de la actividad o de los precios– afectan también a los elementos condicionantes de la otra región. En un contexto de encarecimiento del petróleo, la disminución de los tipos a largo plazo resulta algo anómala, pues parece reflejar que ese fenómeno puede afectar más a las perspectivas de crecimiento que a las expectativas de inflación.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro también tuvo un comportamiento estable en los meses de verano, si bien desde mediados del mes de septiembre ha experimentado



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 (TCE-23). Grupo reducido extendido de monedas definidas por el BCE.
- d. Bonos emitidos por sociedades no financieras denominados en euros.

tado una cierta tendencia apreciatoria, que le ha situado en un nivel próximo a 1,26 dólares por euro en la fecha de cierre de este Boletín. El tipo de cambio efectivo nominal del euro registró tan solo ligeras fluctuaciones, aunque en las últimas semanas se ha apreciado cerca de un 2%. Durante los meses de verano los mercados de renta variable de la UEM siguieron sin mostrar una tendencia clara. A mediados del mes de octubre, el rendimiento acumulado en el año del índice Dow Jones EURO STOXX amplio era del 3,4%, ligeramente inferior al que alcanzó a finales de junio.

La evolución del agregado monetario M3 en el tercer trimestre ha mostrado una cierta aceleración, con un ritmo de variación interanual del 6% en septiembre (véase gráfico 14). El crédito al sector privado siguió mostrando una pauta de crecimiento estable, situándose la



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.

tasa de crecimiento interanual correspondiente al mes de septiembre en el 6,3%. No obstante, esto es el resultado de una evolución distinta del crédito a familias y a empresas. Así, los préstamos a hogares prolongaron su senda de aceleración, tanto en su vertiente destinada al consumo como, principalmente, en la dirigida a la adquisición de vivienda, que en septiembre alcanzó un incremento interanual del 8%. Sin embargo, el crédito otorgado a las sociedades no financieras mantuvo un ritmo de crecimiento más lento. Además, pese a la disminución de los diferenciales de la deuda privada respecto a la pública, las empresas solo recurrieron moderadamente a la emisión de valores de renta fija. Esto plantea algunas dudas sobre la capacidad o la disposición de las empresas para financiar nuevos proyectos de inversión, aunque también puede ser un síntoma del fortalecimiento de las fuentes de autofinanciación empresarial. En España, el crédito otorgado a las familias y a las sociedades no financieras ha seguido registrando tasas de crecimiento muy elevadas, que duplican las del conjunto de la zona del euro.

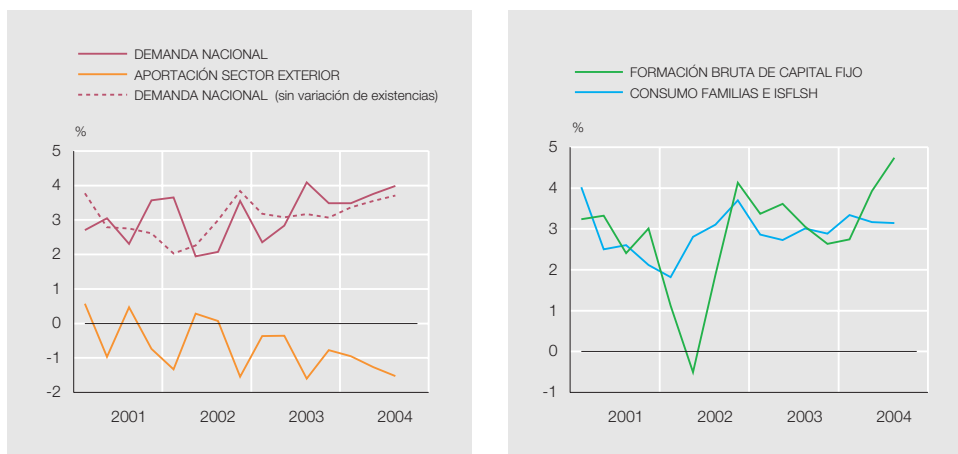
#### 4 La economía española

Unos días antes de la publicación de la CNTR del segundo trimestre de 2004, el INE revisó las estimaciones de las Cuentas Nacionales de la economía española para el período 2000-2003, reflejando un crecimiento del producto, en términos reales, ligeramente mayor en esos años. La CNTR del segundo trimestre incorporó ya estas nuevas estimaciones, lo que ha supuesto una modificación de los perfiles trimestrales para los últimos años y una ligera revisión, en este caso a la baja, del crecimiento del PIB real en el primer trimestre de 2004 (del 2,8% anterior, al actual 2,7%). A partir de estas cifras, las estimaciones de la CNTR para el segundo trimestre muestran que en ese período la demanda interna experimentó un avance interanual del 3,8%, en términos reales, superando en tres décimas el ritmo de crecimiento registrado en los primeros meses del año. El mayor dinamismo de la demanda tuvo su origen en el despegue de la inversión en bienes de equipo, tras la atonía que caracterizó su evolución a lo largo de los trimestres anteriores, en un contexto de avance sostenido del consumo —tanto privado como público— y de la inversión en construcción. La aportación negativa de la demanda exterior se amplió de forma significativa, como consecuencia del fortalecimiento de las importaciones que acompañó a la recuperación del gasto interno y de un debilitamiento de las exportaciones, al que contribuyó especialmente el retroceso que registraron los ingresos por turismo. En conjunto, el ritmo de crecimiento interanual del PIB real se recortó en una décima en el segundo trimestre, hasta el 2,6%.

La información disponible para el tercer trimestre continúa mostrando un elevado dinamismo de la demanda interna, que habría vuelto a superar la tasa de aumento registrada en el trimestre anterior, apoyada en la aceleración de la formación bruta de capital fijo. El consumo, por su parte, habría crecido a tasas interanuales cercanas a las del segundo trimestre. No obstante, se estima que la aportación negativa del sector exterior al crecimiento pudo alcanzar los -1,5 puntos porcentuales en los meses de verano, ya que las importaciones siguieron creciendo intensamente —al prolongarse la recuperación de la inversión en bienes de equipo— y las exportaciones apenas mejoraron su comportamiento (véase gráfico 15). Como resultado de estos movimientos, se estima que el PIB estabilizó su ritmo de avance real durante el verano en el 2,6% interanual.

Desde la óptica del valor añadido, la ligera desaceleración del segundo trimestre se reflejó, principalmente, en la contracción experimentada por las actividades agrícolas y en la pérdida de tono de los servicios de mercado. En sentido contrario, el conjunto de actividades industriales registró un comportamiento positivo, en un contexto de recuperación de la inversión en bienes de equipo y de dinamismo continuado del consumo. Por su parte, la rama de la construcción volvió a ser la más dinámica, pese a la ligera desaceleración que mostró en el segundo trimestre. Los indicadores coyunturales correspondientes al tercer trimestre no muestran cambios importantes en estas tendencias: en particular, la actividad del sector primario habría experimentado un nuevo recorte en los meses de verano y los servicios de mercado habrían moderado nuevamente su tasa de crecimiento, mientras que el valor añadido en el conjunto de las actividades industriales tendió a estabilizar su ritmo de avance. En cuanto al empleo, la modesta desaceleración que registró en el segundo trimestre se frenó en los meses de verano, en los que la caída del empleo industrial se ha corregido apreciablemente, a la vez que se ha mantenido una intensa generación de puestos de trabajo en la construcción y los servicios.

La estabilidad de la tasa de crecimiento estimada para el empleo durante el tercer trimestre ha supuesto la prolongación de la senda de bajo crecimiento de la productividad aparente del



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

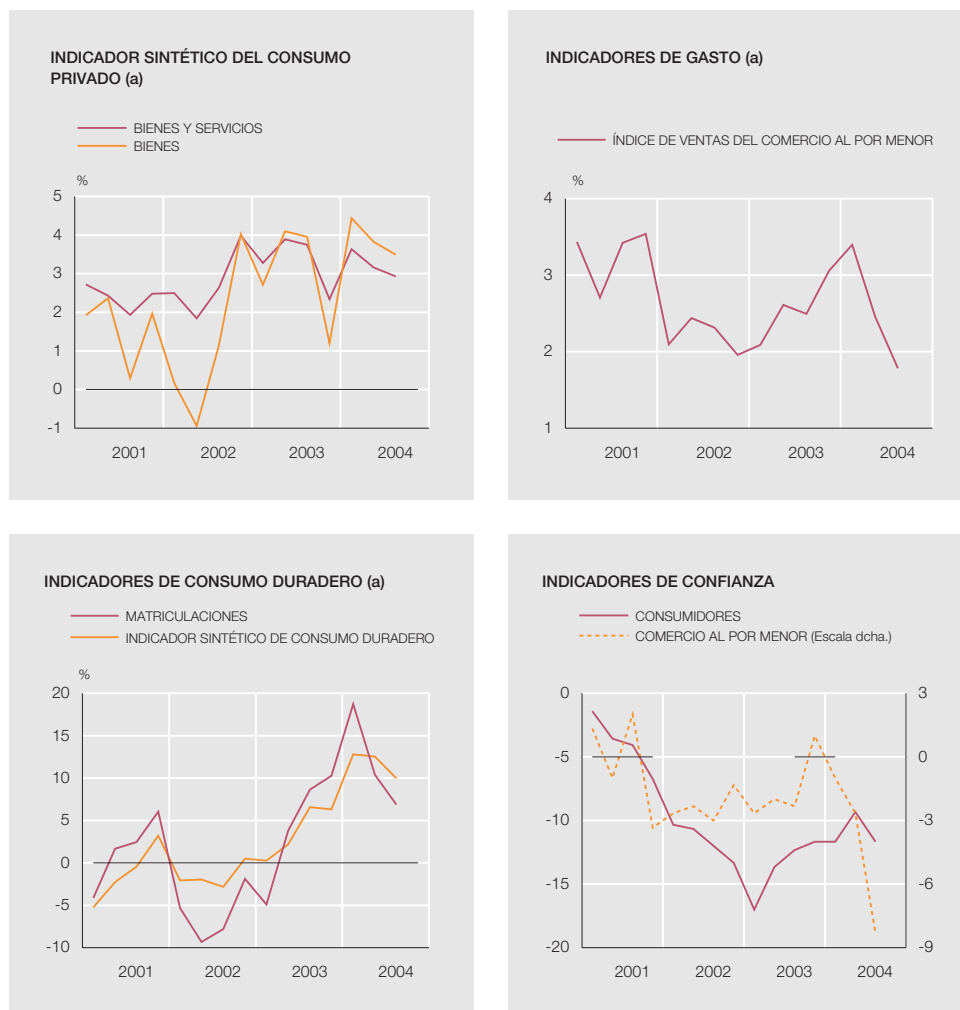
trabajo. Las ganancias de productividad han sido especialmente reducidas en la economía de mercado, donde las actividades de servicios han seguido generando puestos de trabajo a tasas superiores a las del valor añadido. En este contexto, los costes laborales unitarios han seguido avanzando por encima del 3%, y únicamente han mostrado un comportamiento más moderado en las ramas industriales. No obstante, el notable aumento de los precios finales y los crecimientos todavía moderados de los precios de importación han permitido absorber el avance de los costes sin que se haya detenido el proceso de ampliación de márgenes. A este respecto, cabe destacar la intensidad con la que siguen creciendo los excedentes unitarios en la construcción; por otra parte, aunque en menor medida, los márgenes también se han ampliado en las ramas industriales. Entre los indicadores de precios finales, el IPC se aceleró ligeramente en los meses de verano, como consecuencia, principalmente, del encarecimiento del petróleo importado, cuyo efecto sobre el índice general se vio parcialmente compensado por el abaratamiento de los alimentos.

#### 4.1 Demanda

Según las estimaciones de la CNTR, el gasto en consumo final de los hogares moderó muy ligeramente su ritmo de avance en el segundo trimestre de 2004, situando su tasa de crecimiento interanual en el 3,2%, en términos reales. La información más actualizada parece indicar que esa suave desaceleración se habría prolongado a lo largo del tercer trimestre. A la firmeza que, en cualquier caso, viene caracterizando al gasto en consumo privado, y que se apoya en la expansión de la renta disponible de las familias, han contribuido asimismo las ganancias de riqueza real neta de este sector y el mantenimiento de unas condiciones holgadas de financiación, que, en conjunto, están frenando la recuperación de la tasa de ahorro de las familias y aumentando su nivel de endeudamiento.

Los indicadores disponibles apuntan, como ya se ha señalado, una escasa moderación de la tasa de avance del consumo en el tercer trimestre (véase gráfico 16). El nuevo indicador sintético de bienes y servicios de consumo<sup>1</sup> ha mostrado un perfil de suave desaceleración en ese período, más intensa en el caso de los bienes y, en particular, en los de consumo duradero, cuyo elevado dinamismo se ha suavizado a lo largo del tercer trimestre. Esta evolución recoge, en parte, la ligera pérdida de tono de las matriculaciones de automóviles hasta el mes

1. La metodología de elaboración de este indicador se describe en otro artículo de este Boletín.



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

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

de septiembre. Entre los restantes indicadores relacionados con el gasto de las familias, el índice general de ventas del comercio al por menor perdió dinamismo en julio y agosto, en línea con el empeoramiento mostrado por el indicador de confianza del comercio minorista hasta el mes de septiembre. El indicador de confianza de los consumidores también retrocedió en septiembre, tras mantenerse estable durante tres meses consecutivos, debido a unas peores expectativas sobre evolución del paro y posibilidad de ahorrar.

Sin embargo, los principales determinantes del consumo privado mantienen un tono favorable. El crecimiento de la renta disponible de los hogares, en términos reales, está respaldado por el continuado avance del empleo y por la aportación relativamente expansiva de las Administraciones Públicas: pese al agotamiento del impacto positivo de la reforma del IRPF, llevada a cabo en 2003, la aceleración de los pagos por prestaciones sociales ligadas al desempleo y a las pensiones ha ampliado esa contribución. Por otra parte, la riqueza de las familias sigue elevándose, como resultado, principalmente, de la revalorización del patrimonio inmobiliario, a la que están contribuyendo los incrementos del precio de la vivienda. La riqueza financiera ha mostrado un tono mucho más moderado que el observado en la primera mitad del año, debido al impacto negativo que ha tenido la evolución alcista de los precios del petróleo sobre las cotizaciones bursátiles a lo largo del verano. En un contexto caracterizado,

además, por el bajo coste de la financiación, la tasa de ahorro ha podido experimentar una pequeña reducción que, junto con el avance de la inversión residencial que se comentará más adelante, ha situado la capacidad de financiación de los hogares en niveles muy reducidos.

En el segundo trimestre de 2004, el consumo final de las Administraciones Públicas mantuvo su tasa de crecimiento en el 4,3% interanual. Para el tercer trimestre no cabe esperar variaciones significativas en el ritmo de avance de este agregado, de acuerdo con la evolución de los gastos de personal que proporciona la ejecución presupuestaria del Estado, única información disponible por el momento.

La formación bruta de capital fijo se aceleró de forma significativa en el segundo trimestre de 2004, al crecer a una tasa del 3,9% interanual, superando en 1,2 puntos porcentuales el incremento registrado en el primer trimestre. Esta evolución fue consecuencia de la notable recuperación de la inversión en bienes de equipo, que aumentó un 4%, en términos reales, tras haberse estancado en los dos trimestres anteriores. Los otros dos componentes de la formación bruta de capital fijo, la construcción y la inversión en otros productos, alcanzaron tasas de crecimiento del 4,2% y del 2,9%, respectivamente, muy similares a las del trimestre anterior. Las estimaciones realizadas para el tercer trimestre muestran un mantenimiento de estas tendencias, con una nueva aceleración de la inversión en equipo, que habría pasado a ser el componente más dinámico de la demanda, y la continuidad del tono expansivo de la inversión en construcción, a un ritmo parecido al registrado en la primera mitad del año.

El cambio en la evolución de la inversión en bienes de equipo observado en el segundo trimestre se habría consolidado en los meses de verano, de acuerdo con los indicadores disponibles (véase gráfico 17). En particular, el indicador de disponibilidades de bienes de equipo, elaborado con información todavía incompleta para el tercer trimestre, muestra un perfil de crecimiento acelerado, al que han contribuido de manera importante las importaciones de este tipo de bienes. Asimismo, las opiniones sobre la evolución de la cartera de pedidos de los productores de bienes de equipo han mejorado sustancialmente en el mes de agosto, tendencia positiva que se observa también en la valoración de la cartera de pedidos del conjunto de la industria. Por otra parte, la utilización de la capacidad productiva en la industria se ha incrementado ligeramente en el tercer trimestre, mientras que el porcentaje de empresas que consideran excesiva su capacidad instalada se ha reducido, respaldando ambos indicadores la existencia de un clima favorable para la inversión.

La información sobre sociedades no financieras, recopilada por la Central de Balances del Banco de España, señala que la actividad de las empresas españolas creció a un ritmo sostenido hasta el segundo trimestre de 2004, basado en la continuada expansión de las empresas cuya actividad principal se inscribe en el sector servicios —especialmente de aquellas relacionadas con el comercio— y en la reactivación de las empresas industriales. El avance de la actividad vino acompañado de un aumento moderado de los gastos de personal, de una mejora de los ingresos financieros y de nuevas reducciones de los gastos financieros, que han determinado una evolución muy positiva de los resultados ordinarios y la obtención de rentabilidades elevadas. Esta generación de recursos ha permitido a algunas de las empresas más endeudadas reducir sus niveles de endeudamiento, y ha posibilitado, en general, que el sector empresarial se posicione ventajosamente para llevar a cabo nuevos planes de inversión, a medida que se despejen las incertidumbres sobre la expansión de la economía mundial.

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, la inversión en construcción redujo en una décima su tasa de crecimiento interanual en el segundo trimestre, hasta el 4,2%, manteniéndose como el componente más dinámico de la demanda interna. Esta fortaleza no se corres-



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.

ponde con la importante desaceleración que mostró en ese trimestre la Encuesta Coyuntural de la Industria de la Construcción (ECIC), elaborada por el Ministerio de Fomento, principal indicador de referencia para medir, tanto la actividad de la rama como la evolución del gasto en estos productos. El valor de los trabajos realizados por las empresas constructoras, según la Encuesta, calculado en términos reales, registró un crecimiento interanual del 0,6% en el segundo trimestre, tras el aumento del 4,8% observado en los primeros meses del año. Esta repentina pérdida de dinamismo afectó a los distintos tipos de obra, aunque revistió particular intensidad en el caso de la obra civil, y debe ser interpretada con cautela hasta que sea confirmada por información adicional. Otros indicadores de la actividad en la construcción mostraron un cierto debilitamiento en los meses de primavera, aunque no con la intensidad reflejada por la ECIC, pero los datos más actualizados apuntan a un renovado impulso en el tercer trimestre. Así, la producción de algunos materiales utilizados en la construcción y el consumo aparente de cemento, con información hasta agosto, han mostrado una recuperación, tras el crecimiento más moderado del segundo trimestre, y los indicadores de empleo en esta actividad han evolucionado de forma similar.

El crecimiento de la construcción en los trimestres más recientes está sustentado, en buena medida, en un comportamiento muy positivo de la edificación de viviendas, derivado del inten-

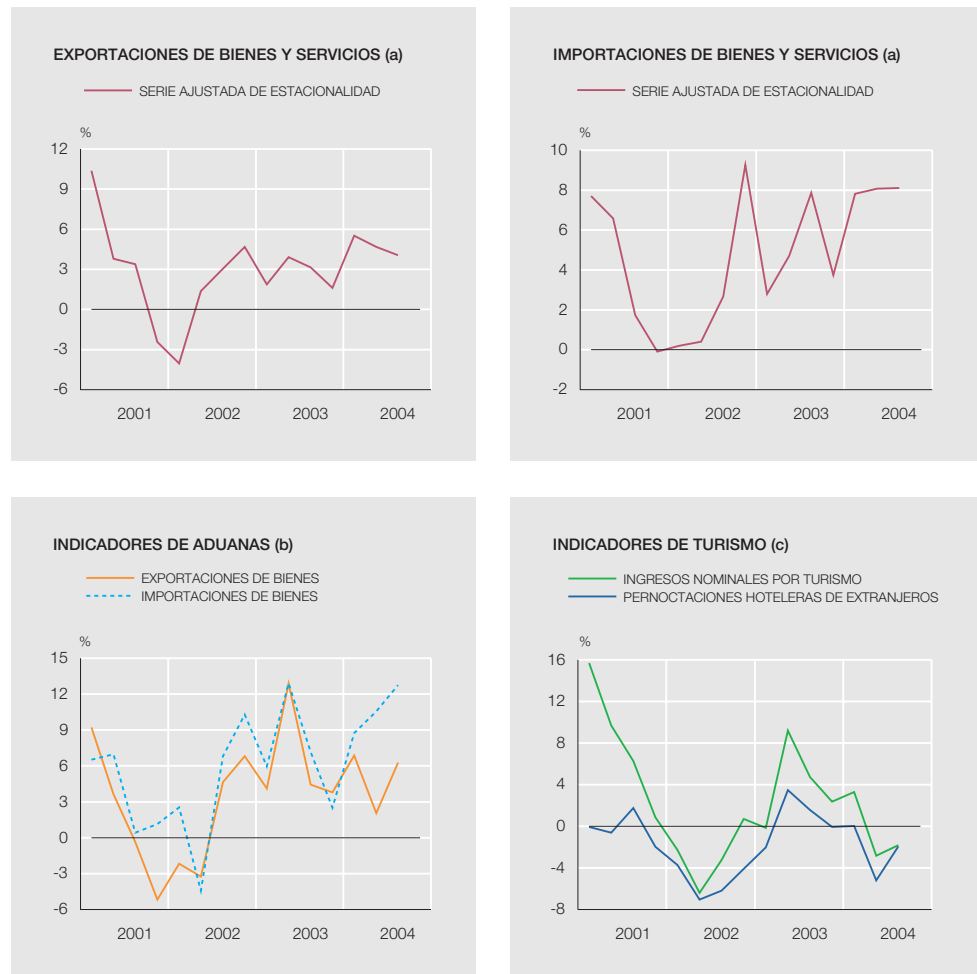


so incremento en las iniciaciones que tuvo lugar en el año 2003. Según los visados de dirección de obra, la superficie de edificación residencial a construir aumentó un 20% el pasado año; asimismo, según la estadística de viviendas iniciadas, en el conjunto del año 2003 se alcanzó un máximo histórico con la iniciación de más de 620.000 unidades, mientras que ya en el primer semestre de 2004 se han iniciado 330.000 viviendas. En cuanto a las perspectivas para la inversión residencial en los próximos trimestres, hay que tener en cuenta que la superficie visada en los colegios de arquitectos hasta el mes de julio experimentó un crecimiento interanual del 10%, lo que, dado el plazo medio que discurre entre el visado y la iniciación y el plazo medio de ejecución de este tipo de obras, permitiría proyectar una ligera moderación en el próximo año, tras un incremento en 2004 que podría superar el avance registrado en 2003. Por su parte, las perspectivas para la edificación no residencial que se desprenden de la evolución de los visados de dirección de obra muestran una continuidad del perfil contractivo. Para la obra civil, las licitaciones promovidas por el conjunto del sector público se han revitalizado en los meses de junio y julio, acumulando un crecimiento del 11,2% entre enero y este último mes, lo que llevaría a proyectar un mayor aumento de este tipo de obra para el próximo año.

Según las estimaciones de la CNTR para el segundo trimestre de 2004, en ese período la demanda exterior neta detrajo 1,3 pp del crecimiento del producto, ampliando en tres décimas la contribución negativa del trimestre precedente (véase gráfico 15). Las exportaciones reales de bienes y servicios moderaron su avance interanual hasta el 4,7%, desde el 5,5% registrado en el primero, mientras que los flujos reales de importaciones continuaron acelerándose y situaron su tasa interanual en el 8,1%, frente al 7,8% del trimestre precedente. Cabe señalar que una vez completado el conjunto de información coyuntural disponible acerca de la evolución del comercio exterior en el segundo trimestre, se confirma el deterioro de la demanda exterior neta en ese período, que incluso podría haber sido algo más acentuado de lo que ha reflejado la CNTR. Como se comentaba al inicio de esta sección, la información, todavía incompleta, disponible para el tercer trimestre de 2004 apuntaría al mantenimiento de una contribución negativa de magnitud elevada en ese período, pues la aceleración de las importaciones de bienes y servicios habría compensado la recuperación de las exportaciones, en relación con el escaso dinamismo del trimestre anterior.

En cualquier caso, el comportamiento de las ventas al exterior de los últimos trimestres se ha producido en un contexto de notable dinamismo de los intercambios comerciales mundiales, que se ha ido intensificando a medida que se consolidaba la mejoría de la economía estadounidense y de los principales países asiáticos; los países de la zona del euro, que constituyen nuestro principal mercado, también reflejaron un importante impulso, al menos durante el segundo trimestre del año. La pérdida de competitividad acumulada en 2003 frente al conjunto de países desarrollados, que solo se aminoró ligeramente en la primera mitad de 2004, gracias a la evolución de los precios relativos de las exportaciones, estaría frenando el avance de las ventas españolas al exterior. En la vertiente importadora, la fortaleza de las compras exteriores de bienes de consumo y de equipo está sustentada en la evolución expansiva de estos componentes de la demanda final, así como por el descenso de sus precios en euros. También las importaciones de bienes intermedios se han recuperado, en línea con el fortalecimiento de la actividad industrial.

En cuanto al comportamiento más reciente de los indicadores de comercio exterior, las exportaciones de bienes en términos reales, que ralentizaron su ritmo de avance interanual en el segundo trimestre de 2004 hasta el 2,2%, según los datos de Aduanas deflactados por los IVU correspondientes, han mostrado un cierto repunte en los meses de julio y agosto, cuando experimentaron un avance interanual del 9,5% (véase gráfico 18). Dada la volatilidad que ca-



FUENTES: INE, Ministerio 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.

racteriza a estos flujos, la valoración de estos datos requiere cierta cautela, en especial si se tiene en cuenta que la evolución tendencial del indicador proyecta un perfil ligeramente descendente. En el conjunto de los ocho primeros meses del año, las exportaciones de bienes crecieron un 5,7%, algo por debajo del registro promedio del ejercicio anterior (6,2%). Por áreas geográficas, las ventas destinadas a los mercados comunitarios<sup>2</sup> se aceleraron ligeramente, en ese período, al avanzar un 4,4% en términos reales, frente al 3,9% de 2003. Las exportaciones extra-comunitarias, en términos reales, continuaron avanzando a un ritmo elevado, el 8,7%, aunque algo inferior al registrado en 2003. Dentro de este grupo, las ventas a Japón y al resto del continente asiático mostraron un notable dinamismo y las dirigidas a Latinoamérica se recuperaron, mientras que perdieron pulso las ventas a los países del centro y el este de Europa, y las dirigidas a Estados Unidos se mantuvieron muy moderadas.

Los ingresos reales por turismo retrocedieron un 2,2% en el segundo trimestre, de acuerdo con las estimaciones de la CNTR, tras el estancamiento experimentado a lo largo del ejercicio

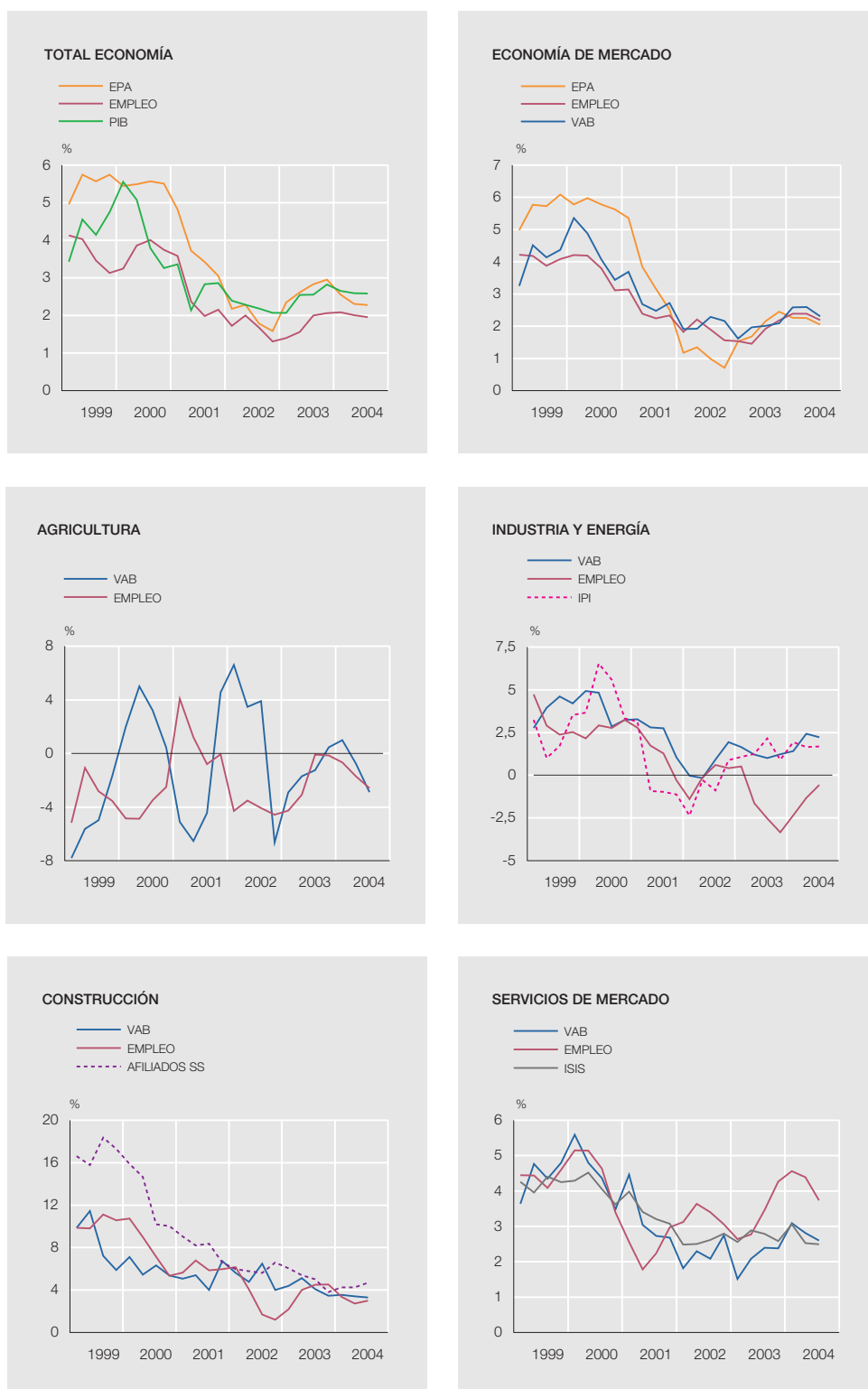
2. Antigua UE 15.

anterior y en los primeros meses de 2004. Este descenso vino acompañado de una caída del 2% en las exportaciones de otros servicios, incidiendo notablemente sobre el comportamiento global de las exportaciones. Los indicadores turísticos, tanto nominales como reales, reflejaron unos resultados bastante negativos durante el segundo trimestre que, aunque se han suavizado en alguna medida durante los meses de verano, no son solo atribuibles a factores coyunturales, como los atentados del 11 de marzo o los eventos deportivos de Portugal. Otros elementos de carácter más estructural han venido incidiendo en los pobres resultados turísticos del período más reciente, como la progresiva pérdida de competitividad frente a los países del Mediterráneo oriental, que compiten con España en el mismo segmento de sol y playa. Según la última información disponible, los indicadores de alojamientos y pernoctaciones hoteleras han tendido a moderar su tono de debilidad a lo largo del tercer trimestre, aunque en el conjunto de los nueve primeros meses del año ambos reflejan un comportamiento bastante negativo: los viajeros extranjeros alojados en hoteles se incrementaron un 0,9% y las pernoctaciones descendieron un 2,4%, revelando una disminución de la estancia media de los turistas en estos establecimientos, así como una reducción de su gasto medio. Por su parte, el indicador de turistas entrados por fronteras registró un crecimiento del 1,4% en el promedio de los meses del verano, con lo que el crecimiento acumulado en el año se sitúa en el 1,9%. Cabe destacar la desaceleración que ha registrado este año el turismo británico —principal emisor de turistas hacia España—, la continuada atonía de los últimos años del mercado alemán y el descenso del turismo francés. En los próximos trimestres, el impacto sobre el turismo de la esperada recuperación en los principales países europeos podría verse contrarrestado por el encarecimiento derivado de la fuerte escalada de los precios del crudo y la evolución adversa de la competitividad-precio.

Las importaciones reales de bienes registraron un notable vigor durante el segundo trimestre de 2004, según los datos deflactados de Aduanas, dinamismo que acentuaron en julio y agosto al crecer un 15,1%, proyectando para el conjunto del tercer trimestre una tónica de notable crecimiento. En los dos meses de verano se ha observado un avance muy significativo de las importaciones de bienes de equipo —por encima del 30%, en parte por la incidencia de algunas compras extraordinarias, correspondientes a material de transporte naval y maquinaria para la manipulación de tierras— y una recuperación de las compras de bienes intermedios no energéticos, si bien las importaciones de bienes de consumo también han crecido intensamente. En el conjunto de los ocho primeros meses del año las importaciones han acumulado un incremento real del 11,2%, superior al observado en el promedio del año anterior. Por su parte, las importaciones reales de servicios registraron un crecimiento del 3,4% en el segundo trimestre, según la CNTR, resultado de la atonía en las compras de servicios no turísticos (-0,4%) y de un elevado dinamismo del consumo de los residentes españoles fuera de nuestras fronteras (20,2%). Este dinamismo está influido, en parte, por los bajos niveles observados un año antes, coincidiendo con el conflicto bélico iraquí, aunque está sustentado asimismo en aquellos factores que explican el crecimiento del consumo privado y en la fortaleza del euro.

#### **4.2 Producción y empleo**

Desde el punto de vista de la oferta, se estima que el valor añadido de la economía de mercado, tras mantener estable su crecimiento en el primer semestre de 2004, experimentó una suave desaceleración en el tercer trimestre, que se dejó notar especialmente en la agricultura y en los servicios de mercado (véase gráfico 19). El valor añadido de las actividades agrarias registró un deterioro notable en el segundo trimestre, que se saldó con una variación del -0,8%, en tasa interanual, caída que ha podido intensificarse en los meses de verano. Estos malos resultados se han producido pese a las favorables condiciones climáticas, de abundante pluviosidad, que hubo en los meses de primavera. La producción de la mayor parte de los cultivos ha crecido de manera muy moderada, a excepción de los cereales, que registraron un



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 periodo disponible dentro del trimestre.

avance importante. La producción de frutas se ha reducido sustancialmente, mientras que las expectativas sobre la cosecha de aceituna apuntan hacia un retorno a sus niveles históricos, muy alejados de los máximos alcanzados en 2003. Por último, los productos de origen animal —leche y huevos— han mostrado un perfil de desaceleración. Cabe esperar que, al menos a corto plazo, el valor añadido de esta rama continúe evolucionando a tasas interanuales negativas.

El segundo trimestre de 2004 supuso una revitalización para la rama de industria y energía, cuyo valor añadido había venido registrando ritmos de avance reducidos y prácticamente estables en el transcurso de los trimestres anteriores. Según la CNTR, la actividad en este conjunto de ramas se aceleró en un punto porcentual, hasta crecer el 2,4% interanual, impulsada principalmente por la ya comentada recuperación de la inversión en bienes de equipo. Se estima que, en el tercer trimestre, el crecimiento ha podido moderarse ligeramente, a pesar del nuevo repunte de la demanda interna, debido, en parte, a un efecto base sobre el crecimiento del valor añadido de la energía, que en 2003 se vio impulsado por el elevado consumo que trajo consigo la ola de calor del mes de agosto. Los indicadores coyunturales referidos a la industria han dado señales algo dispares en el tercer trimestre, aunque en conjunto confirman la reactivación de estas actividades. Los resultados del índice de producción industrial (IPI) en julio y agosto proyectan una ligera desaceleración para el conjunto del trimestre, mientras que las importaciones de bienes intermedios registraron un avance importante en esos mismos meses y la cartera de pedidos en la industria se ha recuperado a lo largo del trimestre. Sin embargo, el indicador de confianza del sector empeoró en relación con el segundo trimestre, siguiendo el perfil de la tendencia esperada para la producción, mientras que el empleo continuó contrayéndose, aunque a un ritmo menos intenso que en primavera.

El valor añadido en la construcción se desaceleró en dos décimas, en el segundo trimestre, lo que situó su tasa interanual en el 3,4%. Como se ha comentado en el epígrafe anterior, al analizar la evolución de la inversión en construcción, la fortaleza de este sector ha venido sustentada en los últimos meses por el avance de la edificación residencial, mientras que la edificación no residencial ha mostrado una evolución contractiva, a la que podría haberse unido transitoriamente la obra civil. Los indicadores disponibles para el tercer trimestre no dan, en cualquier caso, señales de un debilitamiento significativo.

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, la aceleración de la actividad de la rama de servicios en el primer trimestre de 2004 no tuvo continuidad en el segundo, cuando se registró una desaceleración de 0,3 pp, que situó su tasa de variación interanual en el 2,9%. La pérdida de tono fue común a los dos componentes, aunque algo más moderada en el caso de los servicios no de mercado. Los servicios de mercado, por su parte, recortaron en tres décimas su ritmo de avance, que fue del 2,8%. La información contenida en los indicadores coyunturales apunta hacia una pérdida de vigor adicional en el tercer trimestre. El indicador sintético integral de los servicios de mercado (ISIS) ha mostrado una ligera pérdida de dinamismo en el período de julio-septiembre, mientras que los indicadores de opinión han acusado un empeoramiento del clima de confianza empresarial, tanto en lo que se refiere a la valoración del momento presente como a las perspectivas para el futuro. No obstante, las afiliaciones a la Seguridad Social se aceleraron en el verano, tras la pérdida de ritmo que sufrieron en el trimestre anterior.

La evolución de las actividades incluidas en los servicios de mercado ha sido muy dispar, aunque destaca la desaceleración del comercio, reflejada en el ligero retroceso que han experimentado las afiliaciones a la Seguridad Social, hasta el mes de agosto, y en la pérdida de dinamismo del índice de ventas del comercio al por menor. También la hostelería experimentó

un debilitamiento en el tercer trimestre, reflejado en la desaceleración de afiliaciones a la Seguridad Social, pese a que el buen comportamiento del turismo nacional permitió una recuperación en el mes de agosto, según apuntan los indicadores de pernoctaciones en hoteles. Entre las restantes ramas de los servicios, destaca el mayor dinamismo de las actividades inmobiliarias, de alquiler y empresariales —que incluyen informática e I+D—, reflejado en las afiliaciones a la Seguridad Social. También la rama de transporte, almacenamiento y comunicaciones ha tenido en su conjunto una evolución positiva, especialmente en correos y telecomunicaciones, mientras que el transporte aéreo mantuvo un perfil de crecimiento modesto, en línea con el observado en el segundo trimestre.

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, el empleo —medido en términos de puestos de trabajo equivalentes a jornada completa— se desaceleró en una décima en el segundo trimestre y avanzó un 2,0%, en tasa interanual. Dado que esta moderación del empleo se correspondió con una ligera desaceleración del PIB, la productividad aparente del trabajo mantuvo un crecimiento modesto, del 0,6% interanual, en línea con la pauta que viene mostrando desde el verano de 2003. En el tercer trimestre se estima que la tasa de crecimiento del empleo se mantuvo en el entorno del 2,0% y que las ganancias de productividad continuaron al mismo ritmo que en la primera parte del año. Por su parte, en la economía de mercado, tanto el empleo como el valor añadido mantuvieron un ritmo de crecimiento estable a lo largo del primer semestre, en el 2,4% y el 2,6%, respectivamente, lo que sitúa el avance de la productividad aparente del trabajo en un escaso 0,2% interanual, sin que se estime una mejora a este respecto en el tercer trimestre (véase gráfico 19).

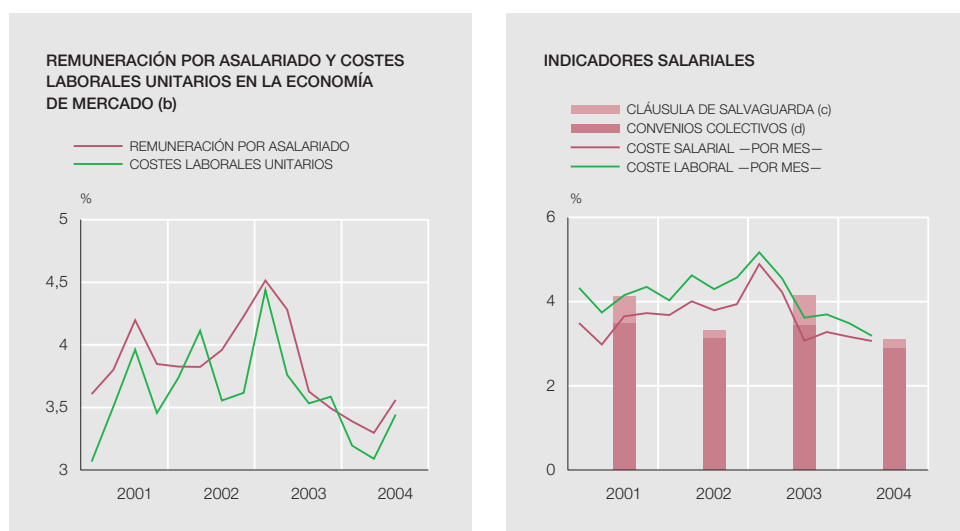
Los principales indicadores de empleo experimentaron una desaceleración más intensa que la estimada por la CNTR en el segundo trimestre de 2004: los ocupados de la Encuesta de Población Activa (EPA) redujeron su tasa interanual de crecimiento en tres décimas (del 2,6% al 2,3%) y el número de afiliaciones a la Seguridad Social pasó de crecer un 2,9% a hacerlo un 2,6%, entre el primer y el segundo trimestre. Ambos indicadores mostraron, sin embargo, una clara recuperación en los meses del verano. Así, las afiliaciones se aceleraron en una décima (2,7%) y el aumento del empleo, según la EPA del tercer trimestre, ha sido del 2,5%. Por su parte, la información del INEM, los contratos firmados han mantenido un crecimiento muy elevado y ligeramente acelerado a lo largo de los tres trimestres transcurridos de 2004, reflejando la elevada rotación que existe en el mercado de trabajo español.

Como se observa en el gráfico 19, el crecimiento del empleo —en términos de las CNTR— se desaceleró en el segundo trimestre en todas las ramas de actividad, con la excepción de la industria sin energía donde el proceso de destrucción de empleo se moderó apreciablemente, resultando en un crecimiento de la productividad aparente del trabajo del 3,8%, por debajo del avance del primer trimestre (4,4%). Los datos de la EPA del tercer trimestre indican que esta tendencia hacia la moderación no se ha acentuado en los meses de verano, por lo que continúa la expansión de la productividad en esta rama. En la construcción, el empleo aumentó un 2,7% en el segundo trimestre, reduciendo su tasa de avance interanual. Esta desaceleración permitió una ligera recuperación de las ganancias de productividad aparente, que no se habría mantenido en el tercer trimestre, período en el que los indicadores de empleo apuntan hacia una mayor creación de puestos de trabajo, tendencia que viene confirmada por los datos de la EPA. Por último, en los servicios se ha mantenido un diferencial importante entre el ritmo de aumento del empleo en las ramas orientadas al mercado y en las de no mercado. En las primeras, la ocupación ha conservado un elevado dinamismo, de forma que aumentó un 4,4% en el segundo trimestre, dos décimas menos que en el primero, mientras que en las segundas, el empleo recortó en cuatro décimas su tasa de variación, que se situó en el 0,5%, prolongando la senda de ralentización iniciada en el verano de 2003. Para el tercer trimestre se había estimado una nueva

desaceleración en los ocupados en las ramas de los servicios de mercado, mostrando las cifras de la EPA un estancamiento en la tasa de avance, que sigue siendo elevada. Por último, en la agricultura el proceso de destrucción neta de empleo se agudizó en el segundo trimestre, tendencia que se habría prolongado a lo largo de los meses de verano, si bien la información de la EPA apunta hacia una moderación de la misma.

La ligera desaceleración del empleo que muestra la CNTR del segundo trimestre se concentró en el colectivo de asalariados, cuya tasa de crecimiento interanual se situó en el 2,0%, dos décimas por debajo del registro del primer trimestre. Los trabajadores por cuenta propia experimentaron un avance del 2,1%, acelerándose en 0,5 pp en relación con los primeros meses del año. Este mayor protagonismo del empleo no asalariado se había detectado también en la EPA, de forma algo más intensa: el empleo asalariado aumentó un 2,2% en el segundo trimestre, lo que supone una desaceleración de seis décimas, mientras que el colectivo de autónomos creció un 2,6%, superando en más de un punto porcentual la tasa de avance del primer trimestre. En el tercer trimestre ambos colectivos crecieron un 2,5%, según la EPA, lo que significa que, por el momento, se frenaría la senda de desaceleración del empleo asalariado. En cuanto a la composición de este colectivo, atendiendo a la duración del contrato, en el primer semestre de 2004 se desaceleraron tanto los trabajadores indefinidos como los temporales, pero manteniendo mayor fortaleza los primeros. En los datos del tercer trimestre se ha observado, sin embargo, un notable repunte de los temporales, que crecieron un 4,1% (1,4% en el segundo trimestre), y una nueva ralentización de los fijos (del 2,6% al 1,8%). Esta evolución dispar provocó un aumento significativo de la ratio de temporalidad, hasta el 31,2%, lo que representa, además, el primer aumento interanual de esta tasa desde el año 2000. En cuanto a la duración de la jornada, la evolución de los ocupados está siendo divergente a lo largo del año, al desacelerarse de forma continua los ocupados de jornada completa, mientras que el colectivo de trabajadores a tiempo parcial mantuvo una senda ascendente, hasta situar la ratio de parcialidad en el 8,5% en el tercer trimestre, casi un punto por encima de la de hace un año. La información procedente del INEM muestra que la contratación indefinida ha mantenido prácticamente estable su peso en el conjunto de los nueve primeros meses del año, mientras que los contratos a tiempo parcial han ganado protagonismo, al aumentar en tasa acumulada un 22,8%, aunque el mayor auge se observa en los de duración determinada.

La población activa, aunque conservó una gran fortaleza en el tercer trimestre, volvió a ralentizar su ritmo de crecimiento interanual, desde el 2,1% de los meses de primavera, hasta el 1,8%, debido a que la incorporación de la población al mercado laboral (129.100) ha sido la de menor magnitud desde 1998. Esto ha provocado también que la elevación de la tasa de actividad, que se situó en el 56% en la época estival, fuera ligeramente inferior a la que es habitual en estas fechas, de forma que el incremento interanual fue de 0,7 pp. La desagregación por sexos muestra que la tasa de actividad aumentó en el trimestre en los dos colectivos, hasta colocarse en el 68%, para los hombres, y en el 44,7%, para las mujeres; en ambos casos, y al igual que ocurre con la tasa agregada, el aumento es de menor cuantía que el observado en el mismo período del año anterior. Al superar la creación de empleo el aumento de los activos, durante el tercer trimestre del año se ha producido una notable reducción del paro —61.300 personas menos que en el período precedente—, por lo que la tasa de desempleo se redujo en 0,4 pp, hasta quedar en el 10,5%; esta caída representa la mayor caída del paro, en esta época, de los últimos cinco años. En términos interanuales, la reducción de la tasa de paro se intensificó (0,6 pp menos que hace un año). Los datos del paro registrado confirman los resultados de la EPA, al haberse producido una evolución más positiva durante el tercer trimestre (incremento del 1,1%) que en el segundo (cuando el paro aumentaba un 2,4%).



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

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

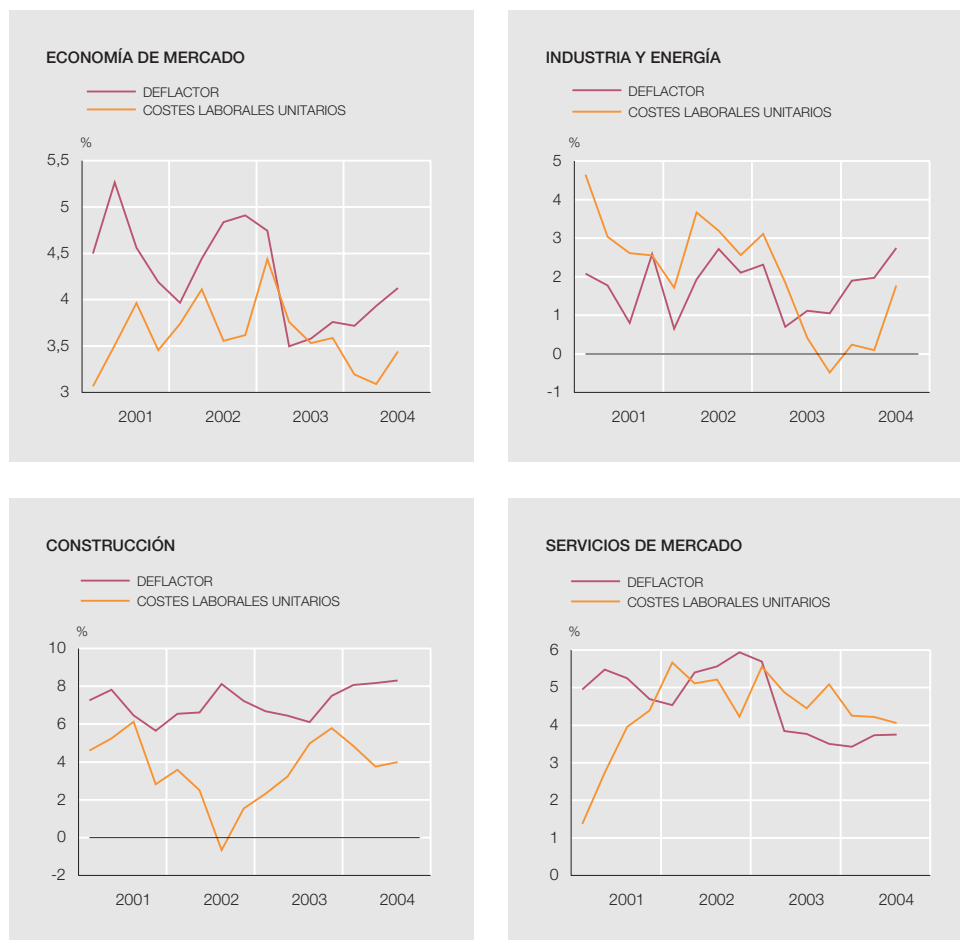
### 4.3 Costes y precios

De acuerdo con la CNTR, el coste laboral por unidad de valor añadido redujo muy ligeramente su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre, situándose en el 3,1%, tanto en el conjunto de la economía, donde el recorte fue de dos décimas, como en la economía de mercado, donde la desaceleración fue de solo una décima (véase gráfico 20). Esta evolución se corresponde con el recorte de una décima en el ritmo de avance de la remuneración por asalariado, hasta el 3,8% en el conjunto de la economía y el 3,3% en la economía de mercado, y con el incremento de 0,1 pp en el crecimiento de la productividad del conjunto de la economía (medida como valor añadido por ocupado), mientras que en la economía de mercado la variación de la productividad se mantuvo estable. Se estima que, en el tercer trimestre, el coste laboral por unidad de valor añadido habrá experimentado un repunte, en línea con el mayor avance de la remuneración por asalariado, sin que haya variado significativamente la productividad.

La desaceleración en la remuneración por ocupado en la economía de mercado estimada por la CNTR para el segundo trimestre ha sido de una magnitud inferior a la reflejada en la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL), estadística que sitúa el aumento interanual de los costes laborales por trabajador y mes en el 3,2%, tres décimas por debajo del registro del primer trimestre. Distinguiendo por componentes se observa que tanto el coste salarial como el no salarial se desaceleraron, aunque este último lo hizo en mayor medida (0,9 pp), hasta situarse en el 3,5%. El componente salarial, por su parte, registró un crecimiento del 3,1%, una décima menos que en el primer trimestre, aunque con una evolución dispar en las distintas ramas de actividad: la mayor desaceleración se produjo en la industria, seguida de la construcción —el sector con un mayor incremento interanual—, mientras que el coste laboral de los servicios se aceleró.

Según la información de los convenios colectivos registrados hasta el pasado 31 de agosto, el incremento de las tarifas salariales se situó en el 2,9%, seis décimas menos que en 2003, antes de incluir las cláusulas de salvaguarda. Estos convenios afectan ya a casi 6 millones de trabajadores y la mayoría corresponde a convenios revisados. En estos últimos, el incremento pactado se situó en el 2,9%, mientras que en los de nueva firma fue del 3,0%. Estas cifras se



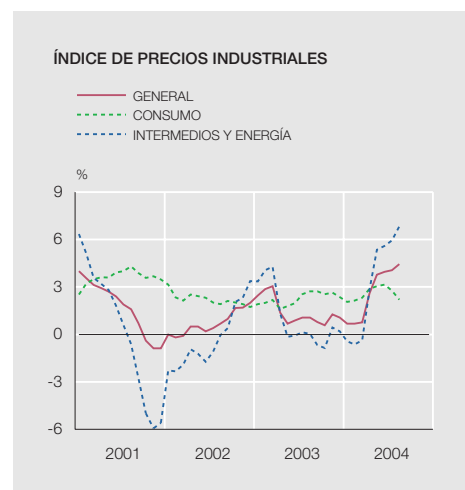
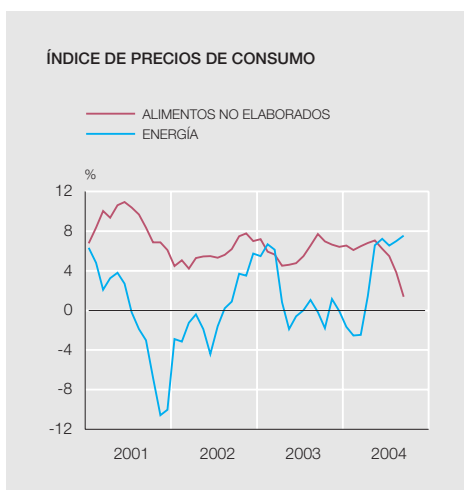
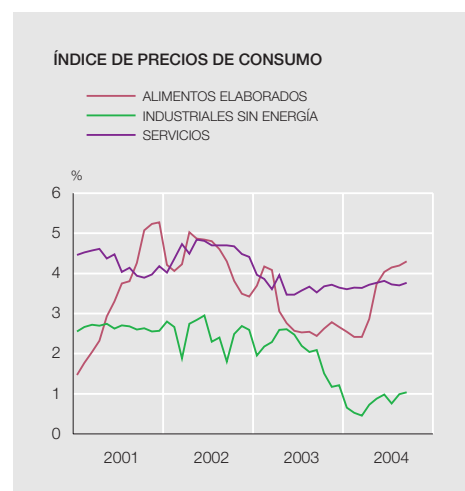
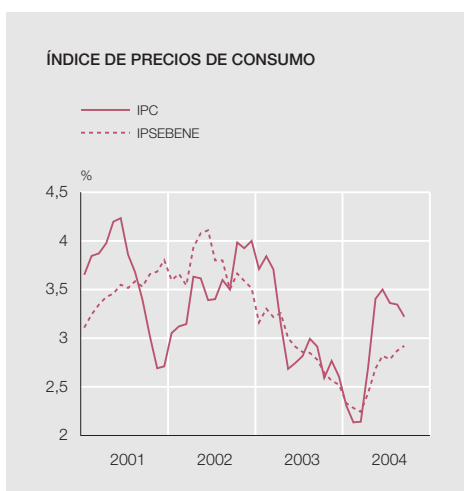


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

sitúan en torno al límite superior implícito en la renovación del Acuerdo Interconfederal de Negociación Colectiva (AINC) firmado en 2003, que suponía el mantenimiento del esquema de fijación de las tarifas salariales, según el cual, sus aumentos se determinan agregando a la previsión oficial de inflación (2%) un diferencial que vendría justificado por las ganancias de productividad. Tal y como viene siendo habitual, el incremento pactado en los convenios de empresa (2,4%) se mantuvo por debajo del pactado en los convenios de otro ámbito (3,0%). En 2004, el porcentaje de convenios que incorporan cláusulas de salvaguarda será del orden del 80%, porcentaje similar al de 2003; sin embargo se estima que su impacto sobre los salarios de 2005 superará al observado en 2004 —que estará en torno a 0,2 pp—, dada la evolución más desfavorable de la inflación. La incorporación del reciente repunte de la inflación en los convenios de nueva firma que quedan por cerrar podría suponer un riesgo adicional.

La desaceleración de los costes laborales unitarios en el segundo trimestre no se tradujo en una mayor moderación de los deflatores del valor añadido, como consecuencia de un comportamiento más expansivo de los márgenes de explotación (véase gráfico 21). En concreto, el deflactor del valor añadido del total de la economía se incrementó un 3,8% en el segundo trimestre, superando en una décima la tasa del primer trimestre, mientras que en la economía de mercado registró un avance interanual del 3,9%, desde el 3,7% en los primeros meses del año. El excedente unitario experimentó un crecimiento interanual en torno al 5%, consolidan-



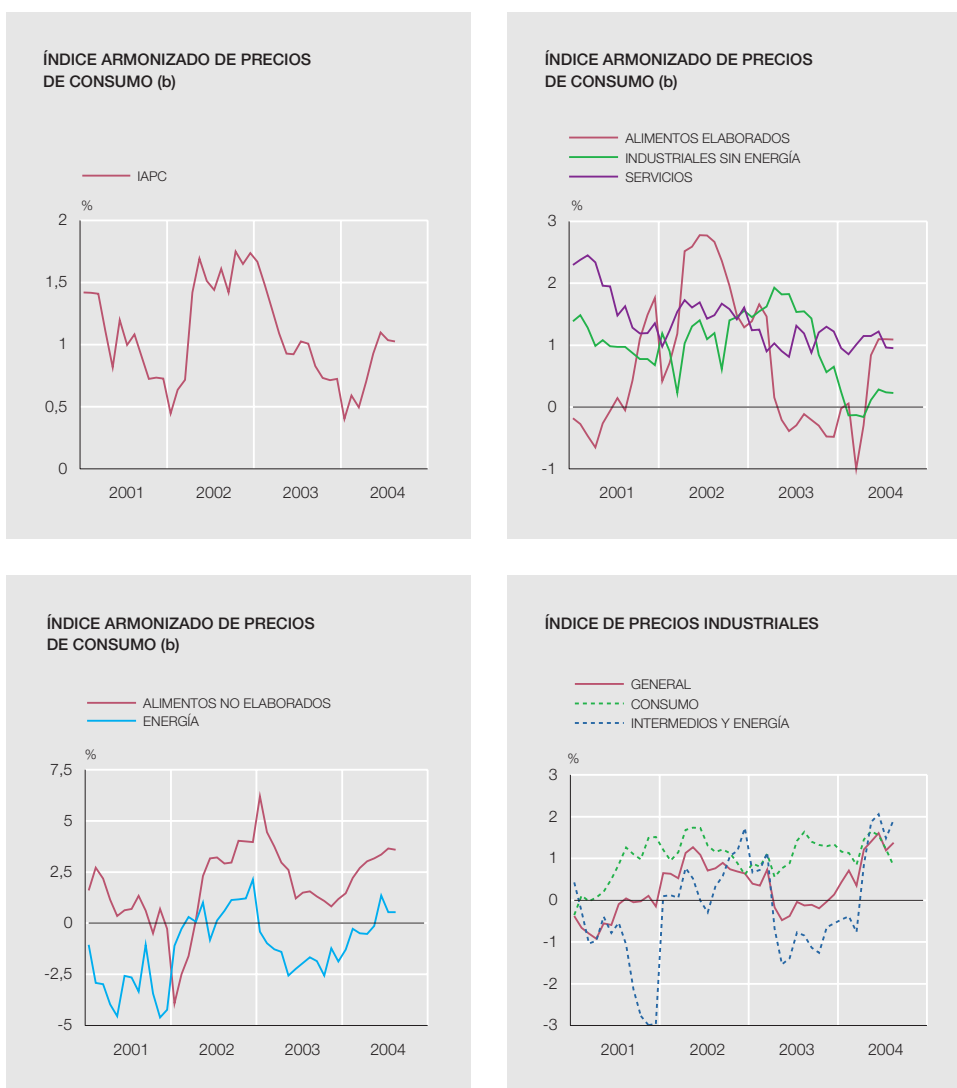
FUENTE: INE.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

do la ampliación de márgenes iniciada en el primer trimestre, tras el comportamiento más moderado del pasado ejercicio. Esta evolución se tradujo, dentro de las principales ramas, en una continuada ampliación de márgenes en la industria y, especialmente, en la construcción, y en una moderación de la pérdida de márgenes que se viene observando en los servicios.

Los indicadores disponibles para el tercer trimestre confirman, en líneas generales, las pautas de los pasados meses. El crecimiento del deflactor en las ramas de servicios y construcción tiende a estabilizarse, pero la aceleración que se aprecia en las ramas de industria y energía arrastra al deflactor de la economía de mercado. Algo parecido ocurre con los costes laborales unitarios —los únicos que muestran una tendencia creciente son los de las ramas industriales—, por lo que no se producen cambios relevantes en la evolución de los márgenes.

El deflactor del PIB se situó en el 3,7% en el segundo trimestre, superando en una décima el crecimiento del primer trimestre, en línea con la ya comentada evolución del deflactor del valor añadido. Sin embargo, el deflactor de la demanda final se aceleró en siete décimas, hasta alcanzar un 3,3%, como consecuencia del considerable repunte de los precios de los bienes importados, en un contexto de fortaleza de las compras al exterior. En concreto, el



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.

deflactor de las importaciones ha registrado un crecimiento del 2,5% en el segundo trimestre, desde el -0,3% del primero, reflejando, fundamentalmente, las tensiones en el mercado del petróleo.

El deflactor del consumo privado se aceleró en cuatro décimas, alcanzando un 2,9% en el segundo trimestre, comportamiento mucho más moderado que el observado en el IPC, principal indicador de precios finales, cuyo crecimiento se situó en el 3,2% en el período de abril-junio, un punto porcentual por encima del registro del primer trimestre.

En el tercer trimestre el incremento interanual de los precios de consumo se ha estabilizado, prácticamente, situándose su ritmo de avance en el 3,3% (0,1 pp por debajo del registro de septiembre). Esta evolución ha sido resultado de comportamientos muy dispares en algunos de sus componentes, compensando la desaceleración que han experimentado los precios de los alimentos no elaborados el impulso alcista de los precios energéticos y, en

menor medida, de los alimentos elaborados, que ha arrastrado al IPSEBENE hasta una tasa interanual del 2,9% en el promedio del período.

Los precios energéticos han sido el componente más inflacionista de estos últimos meses. Su tasa de variación interanual ha aumentado dos puntos, entre el segundo y tercer trimestre, situándose en el 7%. Los precios de combustibles y carburantes iniciaron una trayectoria alcista en el mes de agosto, que aún no ha flexionado. Por su parte, el precio del gas natural aumentó en el mes de julio, y el del butano lo hizo a comienzos del cuarto trimestre. Todo ello es un reflejo de las tensiones del precio del crudo en los mercados internacionales, que se ha ido encareciendo a lo largo de todo el tercer trimestre, hasta situarse por encima de los 47 dólares/barril a finales de septiembre, desde los 35 dólares a los que cotizó el crudo a principios del mes de julio. También fue notable el aumento que experimentaron los precios de los alimentos elaborados en el mes de junio, con tendencia a estabilizarse posteriormente. Este resultado estuvo determinado, en gran medida, por el comportamiento de los precios del aceite.

En sentido contrario, destaca la fuerte desaceleración que ha tenido lugar en los precios de los alimentos no elaborados, que han reducido su tasa de variación interanual en casi cinco puntos porcentuales entre junio y septiembre. En estos meses, se han descontado los incrementos registrados en los precios de los huevos y de algunas carnes durante el pasado año, a la vez que se producía una notable ralentización en la carrera alcista de los precios de frutas y hortalizas. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos han mantenido un crecimiento interanual bastante estable, por debajo del 1%, lo mismo que los servicios, aunque, en este caso, su ritmo de avance es particularmente elevado, del orden del 3,7%. En los últimos meses, se ha apreciado una evolución algo más moderada en las partidas relacionadas con el turismo y la hostelería.

La tasa de crecimiento del IAPC en el promedio del tercer trimestre ha sido del 3,3%, prácticamente igual que en el período precedente. Asimismo, en el conjunto de la UEM la inflación ha permanecido en el 2,3%, de forma que el diferencial ha llegado a ser ligeramente superior al punto porcentual en el mes de septiembre (véase gráfico 23). El deterioro que se ha observado en el diferencial de los bienes ha quedado compensado por un ligero estrechamiento del diferencial en los servicios. Se han producido ampliaciones significativas entre los ritmos de crecimiento de los precios de los alimentos, ya que la desaceleración que ha tenido lugar en la economía española, con ser importante, ha sido inferior a la que ha tenido lugar en el conjunto de la UEM. También se ha ampliado el diferencial en el caso de los bienes industriales, debido a que ha sido más intensa en España la aceleración de los energéticos.

Por último, el índice de precios industriales (IPRI) ha seguido aumentando de forma paulatina a lo largo del tercer trimestre, hasta situar su tasa de crecimiento interanual en el 4,6% el pasado mes de septiembre, frente al 3,4% registrado, en promedio, en el segundo trimestre. El acusado deterioro de los precios de producción de la energía y de los bienes intermedios explica, en gran parte, esta evolución. Los precios de los bienes de consumo se han comportado más moderadamente y los de los bienes de equipo han registrado una ligera aceleración. La evolución de los precios de producción en la zona del euro ha sido similar, situándose su crecimiento interanual, en agosto, en el 3,1%, 1 pp por encima de la media del segundo trimestre.

#### **4.4 La actuación del Estado**

A finales del pasado mes de septiembre, el Gobierno presentó el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2005, que fija el objetivo de alcanzar un superávit del 0,1% del PIB en dicho año, en línea con lo establecido en el Programa Plurianual de Estabilidad Presupuestaria 2005-2007. En el mismo Proyecto se estima que el saldo de las operaciones no

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 6.941 millones de euros hasta julio de 2004, superior en un 10,9% al registrado en el mismo período del año precedente, lo que se sitúa en línea con la ejecución hasta abril, pero contrasta con la fuerte disminución del superávit que resulta al comparar el presupuesto inicial de 2004 con la liquidación del año anterior<sup>1</sup> (véase cuadro adjunto). Tanto los ingresos como los pagos no financieros se desaceleraron en los últimos meses. En el caso de los ingresos, dicha desaceleración se debió, sobre todo, al diferente calendario de algunos ingresos patrimoniales<sup>2</sup>, que figuran en el cuadro incluidos en la rúbrica «Otros», situando su crecimiento en el 6,9%. La desaceleración de los pagos provino principalmente de las prestaciones por incapacidad temporal y su ritmo de crecimiento se situó en el 6,3%, algo por debajo de lo presupuestado.

1. Esa disminución se debe a que, como en años anteriores, la recaudación por cuotas se halla muy subestimada en las previsiones presupuestarias. 2. En julio de 2003 se produjo un ingreso de intereses por los títulos de deuda del Estado afectos al Fondo de Reserva, mientras que en 2004 el ingreso por este concepto se produjo en febrero y abril.

Los ingresos por cotizaciones sociales mantuvieron un ritmo de crecimiento del 7,1%, que 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<sup>3</sup>. El número de afiliados a la Seguridad Social aumentó un 2,7% hasta septiembre 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 siguió creciendo a un ritmo del 6,5%, por debajo de lo presupuestado, aunque bastante por encima del crecimiento registrado en el conjunto del año 2003. El número de pensiones contributivas siguió una evolución muy moderada, con un incremento del 0,7% hasta julio, algo por debajo de lo previsto y del crecimiento registrado en el año anterior.

Con respecto al INEM, las cotizaciones percibidas se incrementaron un 7,4% hasta marzo, por encima del 6,6% previsto en el Presu-

3. Dichos incrementos de tipos están ligados a la financiación de la mayor cobertura por incapacidad temporal.

#### 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 %

	Liquidación			Liquidación		Liquidación	
	Liquidación	Presupuesto	% variación	ENE-ABR	ENE-JUL		% variación
	2003	2004		% variación	2003	2004	
	1	2	3=2/1	4	5	6	7=6/5
1. Ingresos no financieros	82.503	82.221	-0,3	7,4	47.468	50.762	6,9
Cotizaciones sociales (c)	77.332	76.753	-0,7	7,2	44.329	47.489	7,1
Transferencias corrientes	4.267	4.672	9,5	7,8	2.697	2.899	7,5
Otros (d)	904	797	-11,9	34,7	441	374	-15,3
2. Pagos no financieros	73.511	78.691	7,0	6,7	41.208	43.821	6,3
Personal	1.777	1.907	7,3	5,2	1.009	1.072	6,2
Gastos en bienes y servicios	1.496	1.497	0,1	6,2	732	784	7,1
Transferencias corrientes	69.788	74.775	7,1	6,7	39.309	41.816	6,4
Prestaciones	69.787	74.774	7,1	6,7	39.308	41.816	6,4
Pensiones contributivas	60.151	64.307	6,9	6,4	33.931	36.140	6,5
Incapacidad temporal	5.154	5.312	3,1	13,1	2.681	2.883	7,5
Resto	4.481	5.155	15,0	3,4	2.697	2.793	3,6
Resto transferencias corrientes	1	1	3,0	—	0	1	—
Otros (e)	451	512	13,7	25,2	158	148	-6,0
3. Saldo no financiero	8.992	3.530	-60,7	9,9	6.259	6.941	10,9

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

a. Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues los correspondientes a las otras Administraciones de Seguridad Social solo están disponibles hasta marzo de 2004.

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.

puesto, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 8,2% hasta abril, frente al 21,4% que establecía la previsión presupuestaria.

Por su parte, el gasto destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 8,9% hasta agosto, 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 73,8% en julio de 2004, bastante por encima del nivel con que terminó 2003. Por lo tanto, el número de beneficiarios creció un 5,7% hasta julio de 2004, frente al 3,2% de crecimiento medio en el año anterior, mientras que el paro registrado aumentó un 2,5% hasta septiembre de 2004, prácticamente igual que en el conjunto del año 2003.

financieras de las Administraciones Públicas, en términos de Contabilidad Nacional, cerrará este año 2004 con un déficit del 0,8% del PIB, frente al equilibrio previsto en los Presupuestos iniciales. Esta discrepancia se debe, principalmente, a la realización de una serie de ajustes entre la contabilidad presupuestaria y la Contabilidad Nacional (que no se habían tenido en cuenta en los Presupuestos del año 2004) y a la asunción por parte del Estado de la deuda de RENFE, en el marco del proceso de reestructuración del sistema ferroviario. Por subsectores, la Administración Central elevará su déficit hasta el 1,8% del PIB (debido a los ajustes citados y a la cancelación por parte del Estado de la deuda pendiente con la Comunidad Autónoma de Andalucía), mientras que las Comunidades Autónomas (por este último pago) y la Seguridad Social alcanzarán sendos superávits del 0,2% y del 0,8% del PIB, respectivamente, manteniendo las Corporaciones Locales una posición de equilibrio presupuestario.

El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para el año 2005 proporciona estimaciones de los ingresos y gastos del Estado, en términos de caja, para el año 2004, información que se presenta en el cuadro 3. Según el Avance de Liquidación, el Estado obtendrá un déficit ligeramente menor que el previsto inicialmente, como consecuencia de un crecimiento de los ingresos por encima del presupuestado y de unos pagos de intereses más reducidos, que, en conjunto, compensarán la desviación al alza de los pagos primarios. Esta se producirá, principalmente, por el incremento en las transferencias corrientes vinculadas a la cancelación de la deuda de Andalucía y en el capítulo de compras.

De acuerdo con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado registró hasta septiembre un superávit acumulado de 845 millones de euros (0,1% del PIB) en el saldo de sus operaciones no financieras, por encima del superávit de 214 millones del mismo período del año 2003 (véase cuadro 3), debido a un crecimiento de los recursos del 3,0%, algo superior al de los empleos, del 2,2%. En ambos casos, pero especialmente en el de los empleos —por los ajustes contables citados anteriormente—, las tasas de crecimiento observadas hasta septiembre están por debajo de la previsión para el conjunto del año ofrecida por el Avance de Liquidación, que adelanta un déficit del Estado de 14.279 millones de euros (1,8% del PIB).

Por su parte, en términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta septiembre se saldó con un déficit de 2.513 millones de euros (0,3% del PIB), frente al déficit de 6.424 millones (0,8% del PIB) registrado durante el mismo período del año anterior. Estas cifras mejoran los resultados de las cuentas públicas hasta junio, como consecuencia de una aceleración en los ingresos y de la práctica estabilización en la caída de los gastos. Así, los ingresos registraron un aumento del 4,0%, frente al descenso del 0,8% hasta junio, en tanto que los pagos disminuyeron un 1,0%, frente a la reducción del 0,9% de la primera parte del año.

	me y %							
	Liquidación 2003	Variación porcentual 2003/2002	Avance de liquidación 2004	Variación porcentual 2004/2003	Liquidación ENE-JUN Variación porcentual	Liquidación		
						2003 ENE-SEP	2004 ENE-DEP	Variación porcentual
1	2	3	4=3/1	5	6	7	8=7/6	
1 Ingresos no financieros	109.655	1,1	111.116	1,4	-0,8	76.532	79.592	4,0
Impuestos directos	56.510	1,8	57.531	1,8	-5,3	37.525	39.189	4,4
IRPF	32.824	1,7	30.549	-6,9	-13,6	23.532	22.591	-4,0
Sociedades	21.912	2,3	24.773	13,1	17,2	12.722	14.907	17,2
Otros (a)	1.774	-3,7	2.209	24,5	48,4	1.271	1.691	33,0
Impuestos indirectos	39.084	2,8	40.930	4,7	2,1	29.269	30.959	5,8
IVA	27.130	5,5	28.466	4,9	-0,9	20.406	21.715	6,4
Especiales	9.787	-5,4	9.889	1,0	8,9	7.266	7.388	1,7
Otros (b)	14.061	-5,6	12.655	-10,0	4,4	9.738	9.445	-3,0
Otros ingresos	14.061	-5,6	12.655	-10,0	4,4	9.738	9.445	-3,0
2 Pagos no financieros	113.787	2,4	117.754	3,5	-0,9	82.955	82.105	-1,0
Personal	18.450	5,1	19.415	5,2	3,5	13.334	13.919	4,4
Compras	2.996	5,4	3.454	15,3	32,4	1.966	2.383	21,2
Intereses	19.788	4,9	17.888	-9,6	-19,5	16.203	13.689	-15,5
Transferencias corrientes	58.078	-0,4	62.364	7,4	2,1	42.162	43.049	2,1
Fondo de contingencia	...	...	...	...	...	...	...	...
Inversiones reales	7.535	7,0	7.629	1,2	-1,9	4.966	4.712	-5,1
Transferencias de capital	6.940	7,5	7.004	0,9	1,3	4.324	4.352	0,7
3 Saldo de caja (3=1-2)	-4.132	...	-6.638	...	...	-6.424	-2.513	...
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL								
Recursos no financieros	110.449	1,9	115.972	5,0	-2,6	77.581	79.888	3,0
Empleos no financieros	112.566	0,7	130.251	15,7	2,1	77.367	79.043	2,2
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (c)	-2.117	...	-14.279	...	...	214	845	...

FUENTE: Ministerio de Economía y 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.

Para el análisis de la evolución de los ingresos, se cuenta con información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte que se asigna al Estado como de la que corresponde a las Administraciones Territoriales, información, esta última, que no se recoge en el cuadro 3, pero que resulta más ilustrativa para evaluar la recaudación impositiva. Las cifras de recaudación total indican que tanto los impuestos directos como los indirectos se aceleraron apreciablemente en el tercer trimestre, al contrario que los otros ingresos. El IRPF aumentó un 1,5% hasta septiembre, frente a la caída del 5,3% registrada en el primer semestre, al irse compensando, a lo largo del trimestre, el efecto de la agilización de las devoluciones y otros efectos asimétricos que tuvieron lugar en los primeros seis meses con respecto al mismo período del año anterior<sup>3</sup>. En este sentido, la cifra de recaudación del Avance de Liquidación implica una aceleración adicional del IRPF en la última parte del año, hasta alcanzar un crecimiento del 3,0%. El impuesto sobre sociedades, por su parte, mantuvo sus elevadas tasas de crecimiento (17,2%) tras el ingreso de la cuota diferencial, aunque en los

3. Por un lado, las retenciones de los primeros meses del año 2003 eran más elevadas, debido a que todavía no reflejaban la reforma del impuesto, y, por otro, el cambio en el calendario de ingresos procedentes de ciertas Administraciones Públicas en el año 2003 elevó los ingresos por retenciones en dicho año.

últimos meses podría desacelerarse si se cumple la previsión del Avance de Liquidación (13,1% para el conjunto del año). Por lo que respecta a los impuestos indirectos, la recaudación del IVA, también afectada por la agilización de las devoluciones en la primera parte del año, aceleró su crecimiento en el tercer trimestre, hasta alcanzar el 8,5% en septiembre, en línea con el cierre anual del Avance de Liquidación. Los impuestos especiales, por el contrario, redujeron su ritmo de avance en los meses de verano —reflejando la congelación de los tipos—, hasta registrar un crecimiento del 4,3%; los otros ingresos también se desaceleraron en el tercer trimestre, y experimentaron en septiembre un descenso del 3,0%.

Por el lado del gasto, los de naturaleza corriente mostraron una pequeña aceleración en el transcurso del tercer trimestre, que compensó el menor ritmo de avance de los gastos de capital. Hay que destacar el elevado crecimiento que siguió registrando el capítulo de las compras (21,2% hasta septiembre) —si bien el Avance de Liquidación anticipa una moderación de estos pagos en el último trimestre—, así como la aceleración de los gastos de personal, hasta alcanzar una tasa del 4,4% en septiembre. Los pagos por intereses —cuyo perfil viene determinado por el calendario de vencimientos de la deuda pública— se aceleraron notablemente en el tercer trimestre (aunque su tasa siguió siendo negativa), tendencia que debería continuar en la parte final del año, según el Avance de Liquidación. Las transferencias corrientes, por su parte, mantuvieron su tasa de crecimiento durante el tercer trimestre en el 2,1%, aunque se estima una fuerte aceleración de estos pagos en la parte final del año, debida, como se ha señalado anteriormente, a la cancelación de la deuda con la Comunidad Autónoma de Andalucía. Por último, los pagos de capital<sup>4</sup> se desaceleraron en este trimestre, especialmente las inversiones reales, cuya tasa se redujo hasta un 5,1%, aunque el Avance de Liquidación estima una corrección de esta tendencia en los últimos meses.

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

En el conjunto de los siete primeros meses de 2004, el saldo de las balanzas por cuenta corriente y de capital acumuló un déficit de 14.968 millones de euros, superior en 8.768 millones al observado en idénticas fechas del ejercicio anterior. Este resultado se explica por la notable ampliación que registró el déficit por cuenta corriente, hasta situarse en 19.567 millones de euros, ya que el superávit de las operaciones de capital alcanzó un ligero aumento. La desfavorable evolución de la cuenta corriente vino determinada por el fuerte repunte del déficit de mercancías, el deterioro del superávit de servicios y la ampliación del saldo negativo de rentas, mientras que el superávit por transferencias corrientes experimentó una importante mejora.

En el período de enero-julio de 2004, el déficit de la balanza comercial se amplió en 7.103 millones de euros sobre el nivel alcanzado en las mismas fechas del año anterior, hasta situarse en 26.638 millones de euros; en tasa interanual, el saldo negativo aumentó un 36,4%, acentuando el perfil de intenso deterioro que le había caracterizado durante los tres primeros trimestres del ejercicio anterior. El notable vigor de los flujos reales de importaciones, muy superior al experimentado por las exportaciones, unido al empeoramiento de la relación real de intercambio, son los factores que explican el acusado deterioro del desequilibrio comercial.

En cuanto a los servicios, el saldo positivo acumulado en los siete primeros meses del año se situó en 13.428 millones de euros, 1.785 millones por debajo del contabilizado en igual período del año anterior: este empeoramiento se tradujo en un descenso interanual del 11,7%, que

---

4. Ha de tenerse en cuenta que la asunción por parte del Estado de la deuda de RENFE, citada en el texto principal, está considerada como una operación financiera en la ejecución presupuestaria, sin impacto, por tanto, ni en estos pagos ni en el saldo de caja. El SEC 95, sin embargo, trata la asunción de deuda como una operación no financiera y, por consiguiente, con impacto en los gastos de capital y en la capacidad o necesidad de financiación del Estado.



Millones de euros

		ENERO-JULIO	
		2003	2004
INGRESOS	Cuenta corriente	144.665	149.848
	Mercancías	83.464	87.400
	Servicios	38.654	38.265
	<i>Turismo</i>	20.600	20.495
	<i>Otros servicios</i>	18.054	17.769
	Rentas	12.867	13.820
	Transferencias corrientes	9.681	10.363
	Cuenta de capital	5.018	5.142
	Cuentas corriente + capital	149.683	154.990
PAGOS	Cuenta corriente	155.301	169.414
	Mercancías	102.999	114.038
	Servicios	23.441	24.837
	<i>Turismo</i>	3.898	4.715
	<i>Otros servicios</i>	19.544	20.122
	Rentas	19.918	21.312
	Transferencias corrientes	8.943	9.228
	Cuenta de capital	582	544
	Cuentas corriente + capital	155.883	169.958
SALDOS	Cuenta corriente	-10.637	-19.567
	Mercancías	-19.535	-26.638
	Servicios	15.213	13.428
	<i>Turismo</i>	16.702	15.781
	<i>Otros servicios</i>	-1.489	-2.353
	Rentas	-7.052	-7.492
	Transferencias corrientes	738	1.135
	Cuenta de capital	4.436	4.598
	Cuentas corriente + capital	-6.200	-14.968

FUENTE: Banco de España.

a. Avance provisional.

se explica por el retroceso del 5,5% que experimentó el superávit turístico, y por el empeoramiento del 58% del déficit de servicios no turísticos. Los ingresos turísticos frenaron en marzo el dinamismo de los primeros meses del ejercicio, a raíz de los atentados del pasado 11 de marzo, y han venido contabilizando caídas ininterrumpidas desde el mes de abril, en línea con la desfavorable evolución del sector. Por su parte, los pagos turísticos repuntaron hasta el 21% en el período de enero-julio, intensificando el perfil de aceleración iniciado a finales del año pasado, en un contexto de normalización del entorno geopolítico mundial, impulsados por la mejora de la confianza de los consumidores y la fortaleza del euro.

El saldo negativo de la balanza de rentas se situó en 7.492 millones de euros, en el conjunto de los siete primeros meses de 2004, lo que supone un aumento de 441 millones de euros en relación con el nivel observado en idéntico período del ejercicio anterior. La ampliación del déficit de rentas fue resultado del comportamiento de los saldos del sector privado residente, especialmente del sector financiero, mientras que las AAPP corrigieron levemente su déficit. En el caso del sector financiero, la ampliación del déficit de rentas se explica por el incremento de los pagos vinculados a instrumentos de renta fija, especialmente a cédulas hipotecarias,

y en el caso del sector privado no financiero el deterioro de su saldo fue consecuencia del aumento de los pagos correspondientes a inversiones directas y de cartera, relacionado con la distribución de dividendos realizada por empresas residentes.

El superávit de la balanza de transferencias corrientes se situó en 1.135 millones de euros durante el período analizado, lo que supone un aumento de 398 millones de euros en relación con el nivel observado en iguales fechas de 2003. Los ingresos aumentaron un 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 destinados al sector privado en concepto de FEOGA-Garantía mostraron un ligero descenso; los pagos, por su parte, crecieron un 3,2%, por el aumento de los destinados a las arcas comunitarias en concepto de Recurso PNB y de Recursos propios tradicionales, así como por el vigor que mantienen los pagos por remesas de emigrantes.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital fue de 4.598 millones de euros, 162 millones por encima del observado en igual período del año anterior; a pesar de esta mejora, las transferencias netas de capital procedentes de la UE, que es la partida cuantitativamente más importante, descendieron en este período, como consecuencia del retroceso que reflejaron los fondos estructurales en concepto de FEDER y de FEOGA-Orientación, mientras que los flujos correspondientes al Fondo de Cohesión mostraron una evolución favorable.

## 5 Evolución financiera

### 5.1 Rasgos más destacados

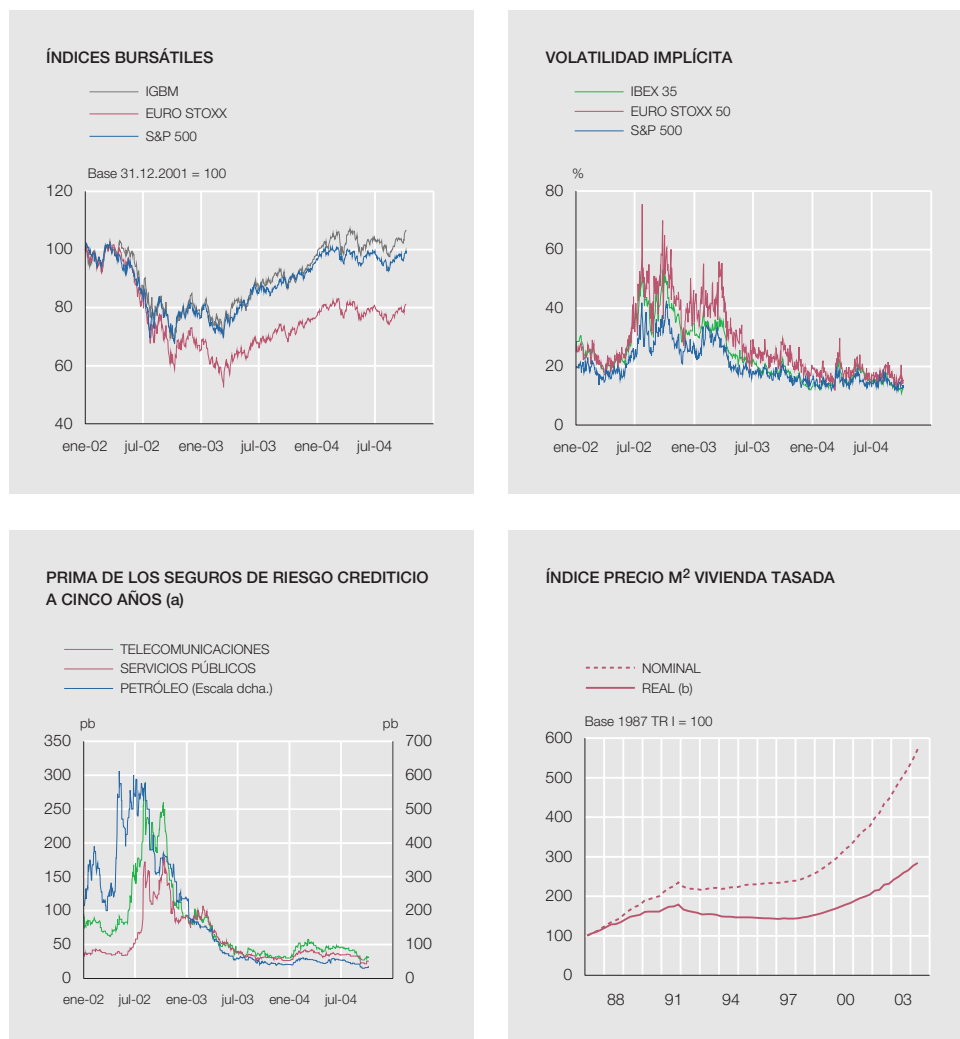
Durante el tercer trimestre de 2004, las decisiones del sector privado no financiero continuaron desarrollándose en un contexto de condiciones monetarias y financieras holgadas. Los tipos de interés se mantuvieron en niveles muy reducidos, si bien mostraron una evolución diferenciada por instrumentos. Así, en el mercado monetario del área del euro se produjeron variaciones escasas para el conjunto del período y el EURIBOR a un año se situó en septiembre en el 2,38%, 2 puntos básicos (pb) por debajo del registro de junio. Las rentabilidades de la deuda pública disminuyeron y, en el caso del bono español a diez años, alcanzaron el 4,08%, lo que representa una reducción de 31 pb en relación con el trimestre anterior. Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las empresas y familias experimentaron, en cambio, cierto aumento durante el mismo período, aunque continuaron en valores inferiores a los que, en media, se observaron en 2003. Por su parte, el coste de la financiación con valores de renta fija privada se redujo, como consecuencia del descenso tanto de la rentabilidad de la deuda pública como en las primas de riesgo exigidas (véase gráfico 24).

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales las cotizaciones se redujeron de forma significativa en la primera parte de agosto, movimiento que estuvo relacionado con la evolución alcista del precio del petróleo. Posteriormente, se inició un período de recuperación que se vio interrumpido a finales de septiembre, en un contexto de nuevos repuntes en la valoración del crudo. A pesar de ello, a fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba una ganancia del 8% desde principio de año. Este comportamiento es más favorable que el del EURO STOXX amplio de las bolsas del área del euro, cuya revalorización durante el mismo período era del 3%, y que el del S&P 500 de los mercados norteamericanos, cuyo nivel se encontraba próximo al de finales de 2003. Por otro lado, la volatilidad implícita de las cotizaciones se mantuvo en niveles reducidos, a pesar de la tensión en el mercado del petróleo.

En el mercado de la vivienda, la información del segundo trimestre no confirmó la ligera desaceleración de los precios que se observó entre enero y marzo. De este modo, entre abril y junio, el valor de los inmuebles continuó creciendo a un ritmo interanual superior al 17%, con algunas diferencias por tipo de vivienda. En el caso de la usada, se produjo una moderación de la tasa de avance por segundo trimestre consecutivo, hasta el 17,7%, mientras que la nueva se revalorizó un 16,7% en relación con el mismo período del año anterior, más de un punto porcentual por encima del registro de marzo.

En este contexto, la financiación al sector privado no financiero y, en particular, a las familias mantuvo, durante el segundo trimestre, un fuerte dinamismo, que, de nuevo, estuvo liderado por el comportamiento del sector inmobiliario. Así, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares para la adquisición de vivienda aumentó ligeramente, hasta situarse, en junio, algo por encima del 23%, y el crédito bancario destinado a los servicios inmobiliarios se aceleró hasta alcanzar una tasa superior al 43%. En ambos casos, estas cifras representan registros máximos de los últimos años. La información provisional del tercer trimestre no muestra un cambio significativo en el comportamiento del recurso a la deuda por parte de los hogares y las sociedades.

El aumento de los pasivos de los hogares vino acompañado de una nueva contracción del ahorro no destinado al servicio de la deuda, que continúa así en niveles muy reducidos, y supuso un aumento en las ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con la



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.

renta bruta disponible (RBD) anual del sector. Además, su riqueza financiera neta, medida en términos del PIB, se situó en junio ligeramente por debajo de los niveles de marzo, si bien el patrimonio neto de las familias mantuvo la trayectoria creciente de los últimos años, derivada de la evolución alcista del precio de los activos inmobiliarios.

La situación financiera de los hogares en su conjunto continúa siendo sólida y no supone un impedimento para que el gasto del sector mantenga su tono actual durante los próximos trimestres. Sin embargo, el margen disponible para absorber posibles perturbaciones de carácter adverso ha seguido reduciéndose, dado el descenso de los distintos indicadores de ahorro. Por otro lado, el continuo aumento del endeudamiento sigue elevando la sensibilidad de sus decisiones de consumo e inversión a cambios desfavorables, como, por ejemplo, un aumento de los tipos de interés. Además, no debe olvidarse que la dispersión de la distribución de la deuda dentro de la población sugiere que la vulnerabilidad de algunos grupos de población es comparativamente más elevada que la que reflejan los indicadores agregados.

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

FUENTE: Banco de España.

En el caso de las sociedades, en cambio, la evolución reciente de su situación financiera ha sido más favorable. Así, a pesar de que sus necesidades de financiación y ratios de endeudamiento agregadas mantuvieron durante el segundo trimestre un perfil ascendente, la carga financiera por intereses se redujo ligeramente y los indicadores sintéticos muestran una disminución de la presión financiera sobre el empleo y, en mayor medida, sobre la inversión. Además, la información microeconómica disponible parece confirmar que el proceso de saneamiento de los balances de las grandes empresas podría haber concluido, al tiempo que las expectativas de beneficios de las sociedades cotizadas mostraron una mejoría, aunque no de forma generalizada para todos los sectores y plazos<sup>1</sup>.

La holgura de las condiciones de financiación para las sociedades no financieras, su sólida situación patrimonial agregada, la recuperación de las expectativas de los analistas sobre los beneficios a largo plazo de las empresas cotizadas, los síntomas de mejoría en la industria y los signos de que el proceso de saneamiento de los balances de las grandes compañías podría haber concluido configuran un escenario propicio para el avance de la inversión productiva. No obstante, los elevados niveles de deuda alcanzados constituyen un factor de riesgo, en la medida en que desarrollos adversos como una subida de los tipos de interés o un descenso de los resultados podrían repercutir significativamente sobre las decisiones de gasto del sector.

## 5.2 El sector de hogares

Las condiciones de financiación de los hogares continuaron siendo holgadas durante el tercer trimestre del año. Así, aunque los tipos de interés crediticios aplicados por las entidades en las operaciones nuevas aumentaron, los niveles alcanzados se sitúan todavía por debajo de los registros medios de 2003. Por finalidad, el movimiento alcista fue más intenso en los préstamos para consumo y otros fines, cuyo coste alcanzó el 6,54% en agosto, 50 pb por encima del registro de junio. En el caso de los préstamos para la adquisición de vivienda, se produjo un incremento de 17 pb, hasta el 3,46%.

El contexto macroeconómico y financiero continuó siendo propicio para la expansión de la financiación externa. Así, entre abril y junio, la demanda de crédito de los hogares se situó, en términos acumulados de cuatro trimestres, en el 10,6% del PIB, 0,6 pp por encima del dato de marzo (véase cuadro 6). Esta evolución continúa reflejando el comportamiento del crédito

1. En el recuadro 4 se ofrece un primer análisis de la relación entre este indicador y la inversión en capital de las sociedades no financieras.

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

CUADRO 6

% del PIB						
	2000	2001	2002	2003	2004	
				IV TR	I TR	II TR
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
Operaciones financieras (activos)	9,6	7,8	8,8	10,1	11,0	11,4
Medios de pago	0,9	1,2	3,8	4,4	4,3	4,5
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	6,1	3,4	1,5	-0,2	0,2	0,8
Acciones y otras participaciones (b)	1,5	-0,2	0,8	0,8	1,0	1,0
Fondos de inversión	-3,3	0,8	0,2	2,3	2,3	2,2
FIAMM	-1,2	1,3	0,7	0,6	0,1	0,0
FIM	-2,0	-0,5	-0,5	1,7	2,3	2,2
Reservas técnicas de seguros	3,5	2,7	2,6	2,1	2,0	1,9
De las cuales:						
De vida	2,1	1,5	1,5	0,7	0,7	0,8
De jubilación	1,1	0,9	0,9	1,1	1,1	0,9
Resto	0,9	0,0	-0,1	0,8	1,2	1,1
Operaciones financieras (pasivos)	8,6	6,8	7,3	9,5	10,3	11,0
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	7,0	5,4	7,2	9,3	10,0	10,6
Créditos para adquisición de vivienda (c)	5,3	4,8	5,1	7,2	7,8	8,3
Créditos para consumo y otros fines (c)	1,6	0,6	2,1	2,1	2,1	2,3
Resto	1,5	1,3	0,1	0,2	0,4	0,4
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
Operaciones financieras (activos)	26,2	16,4	16,4	17,1	15,7	16,1
Medios de pago	0,9	1,7	1,6	0,9	0,6	1,3
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,2	0,7	1,7	1,5	0,7	0,0
Acciones y otras participaciones	14,1	6,1	6,8	6,7	5,3	5,4
De las cuales:						
Frente al resto del mundo	10,5	4,6	5,1	4,6	3,2	3,6
Resto	10,1	7,9	6,2	7,9	9,1	9,3
Operaciones financieras (pasivos)	29,6	21,0	20,8	21,6	20,5	21,3
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	7,5	6,5	6,3	7,0	7,1	7,7
Préstamos exteriores	3,5	4,0	3,0	2,8	2,4	2,3
Valores de renta fija (a)	-0,9	0,0	-0,4	-0,1	0,0	-0,1
Acciones y otras participaciones	12,8	5,3	6,0	5,0	3,7	3,5
Resto	6,7	5,2	5,8	6,9	7,3	7,9
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
Financiación (d)	18,1	15,6	14,3	15,8	16,0	16,6
Hogares e ISFLSH	17,3	12,3	15,6	18,7	19,5	20,1
Sociedades no financieras	18,7	18,0	13,3	13,8	13,4	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.

Las decisiones de inversión dependen, entre otros factores, de la comparación entre la rentabilidad esperada del proyecto y el coste de oportunidad de los recursos invertidos. En este sentido, a la hora de explicar la evolución y perspectivas de la formación de capital empresarial puede resultar útil analizar variables relacionadas con la rentabilidad esperada del nuevo capital adquirido. Las expectativas de beneficios a largo plazo de los analistas bursátiles que recopila el Institutional Brokers Estimate System, referidas a las sociedades cotizadas, ofrecen una aproximación a dicho concepto. No obstante, debe advertirse que dichas expectativas son las de los analistas y no las de las empresas y que, por otro lado, se trata de juicios sobre rentabilidades medias y no sobre rentabilidades marginales, que, en puridad, serían las relevantes en este contexto.

En el gráfico adjunto se presentan, para el período 1997-2003, las expectativas de crecimiento medio de los beneficios a largo plazo y la ratio de inversión sobre capital de las principales sociedades no financieras españolas que cotizan en la bolsa<sup>1</sup>. En el gráfico de la izquierda se representa, para cada año de la muestra, el valor medio de ambos conceptos para el conjunto de las empresas consideradas. Puede apreciarse que existe, como cabía esperar, una clara

relación positiva entre ambas variables. Son particularmente significativos los resultados para el año 2001 y, en especial, para 2000, en los que los importantes volúmenes de inversión acometidos coincidieron con unas elevadas tasas de avance de los resultados económicos esperados. Asimismo, en 2003 las reducidas adquisiciones netas de capital coexistieron con una disminución en la rentabilidad anticipada por los analistas. En el segundo panel se presentan igualmente valores medios de las variables de interés pero calculados, en este caso, a lo largo del tiempo y para cada sector<sup>2</sup>. La relación es también positiva, aunque más débil que en el análisis anterior.

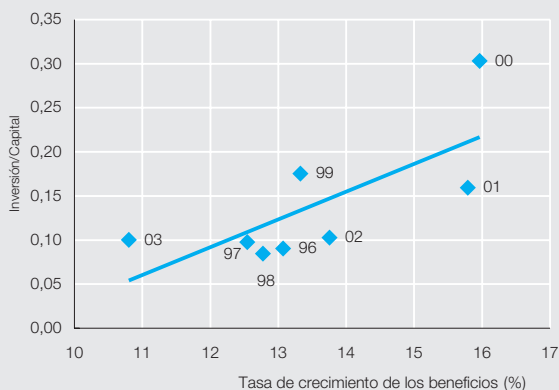
Este análisis, basado en simples correlaciones temporales y de sección cruzada entre el indicador de expectativas de beneficios a largo plazo y la inversión, ofrece evidencia favorable a la existencia de un cierto contenido informativo del primero en relación con la segunda. Por tanto, y con las cautelas que se derivan de la ausencia, por falta de información, de un análisis en mayor profundidad de la relación entre ambas variables, la recuperación del indicador a lo largo de 2004 podría contribuir a explicar el reciente aumento del dinamismo de la inversión productiva.

1. Las variables agregadas se obtienen a partir de la suma de los datos individuales ponderados en función del capital total de cada empresa.

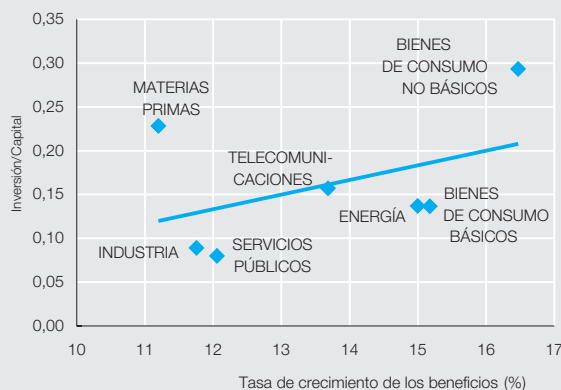
2. Los datos sectoriales se han obtenido como la suma ponderada por capitalización de las distintas empresas pertenecientes a cada rama productiva.

**BENEFICIOS A LARGO PLAZO Y RATIO INVERSIÓN/CAPITAL**

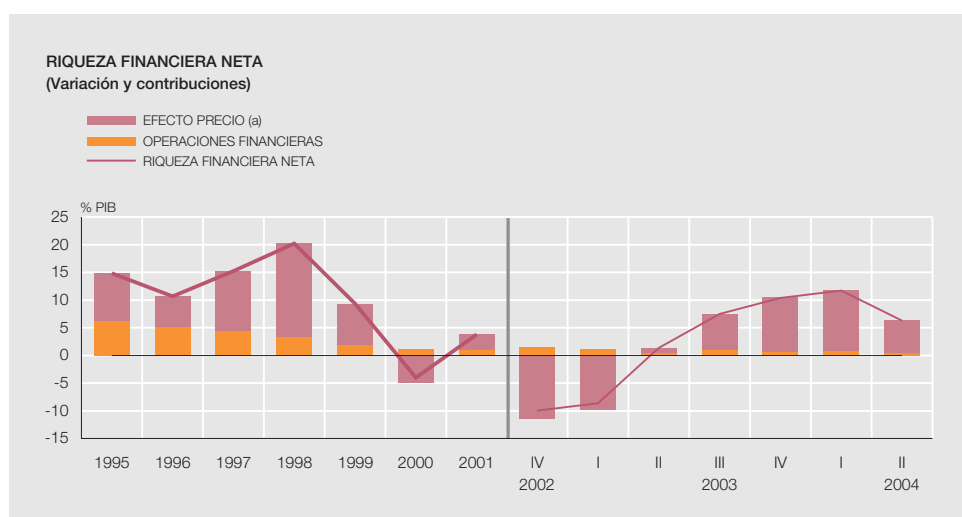
**1. ANÁLISIS TEMPORAL**



**2. ANÁLISIS EN SECCIÓN CRUZADA**



FUENTE: I/B/E/S.



FUENTE: Banco de España.

a. Incluye revalorización y otras variaciones en volumen.

para adquisición de vivienda, que representa cerca del 70% del total y que ha mostrado un suave perfil de aceleración a lo largo del año, hasta alcanzar, en junio, una tasa de crecimiento interanual algo superior al 23%. La financiación dirigida al consumo y otros fines, en cambio, ha mantenido ritmos de avance sensiblemente menores, en el entorno del 13%. La información provisional para el tercer trimestre del año apunta una continuidad en el dinamismo de la deuda de las familias.

Por lo que respecta a las decisiones de cartera, entre abril y junio la inversión de los hogares en activos financieros supuso, en términos acumulados de doce meses, un importe equivalente al 11,4% del PIB, 0,4 pp por encima del registro de marzo. Las adquisiciones se dirigieron, de forma más intensa que en meses anteriores, hacia los activos más líquidos (efectivo y depósitos, fundamentalmente), alcanzando el 5,3% del PIB, frente al 4,5% del trimestre anterior. La inversión en fondos de inversión, y en acciones y otras participaciones no experimentó, en cambio, variaciones significativas y se situó en el 2,2% y 1% del PIB, respectivamente.

El elevado crecimiento de los pasivos de los hogares hizo que las ratios de endeudamiento mantuvieran la trayectoria alcista que las ha caracterizado en los últimos años, de modo que el valor de la deuda se situó en junio en torno al 99% de la RBD anual del sector (véase gráfico 26). La carga financiera asociada se volvió a incrementar por tercer trimestre consecutivo, hasta el 13,4% de la RBD, si bien el componente de pagos por intereses se mantuvo estable en el 4,1%. En consonancia con lo anterior, la capacidad de ahorro del sector después de descontar las obligaciones financieras —ahorro no destinado al servicio de la deuda— descendió hasta alcanzar niveles muy bajos (0,7% de la RBD). Además, las operaciones financieras netas durante el segundo trimestre fueron negativas, de forma que, en términos acumulados de cuatro trimestres, el ahorro financiero se redujo hasta niveles históricamente bajos: 0,4% del PIB (véase cuadro 5). Esta contracción se reflejó en un descenso de la riqueza financiera en relación con la de marzo, si bien en términos interanuales continuó mostrando tasas de avance positivas. El patrimonio neto de las familias, no obstante, siguió aumentando gracias a la evolución alcista del precio de la vivienda (véanse gráficos 25 y 26).





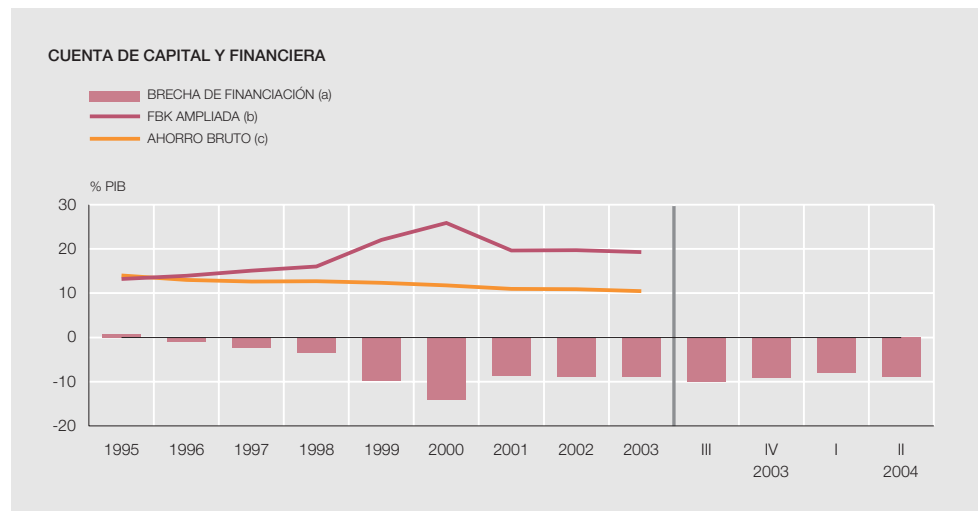
FUENTE: Banco de España.

- Incluye crédito bancario y titulación.
- Activos 1 = Total de activos financieros - la rúbrica de «Otros».
- Activos 2 = Activos 1 - acciones - participaciones de FIM.
- 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>.
- Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.

A pesar de la reducción del ahorro en términos agregados, el último avance de la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares, correspondiente al segundo trimestre, indica un crecimiento en el número de hogares que declaran poder dedicar recursos al ahorro, hasta el 37,4%, el nivel más alto desde mediados de 2002. Esta evolución fue, sin embargo, compatible con un aumento en la proporción de unidades familiares que declara llegar a fin de mes con mucha dificultad, que se situó algo por encima del 12%.

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

Las condiciones de financiación de las sociedades también continuaron siendo holgadas durante el tercer trimestre. Los tipos de interés crediticios experimentaron variaciones pequeñas y se mantienen, por tanto, en valores reducidos, por debajo de los observados en 2003. Así, el coste de las operaciones nuevas de crédito por importe superior a un millón de euros se situó en el 2,88%, acumulando entre julio y agosto un descenso de 21 pb. En el caso de los préstamos hasta un millón de euros se produjo, durante el mismo período, un aumento de 6 pb, hasta el 4,21%. En los mercados de renta fija se observó una reducción en el coste



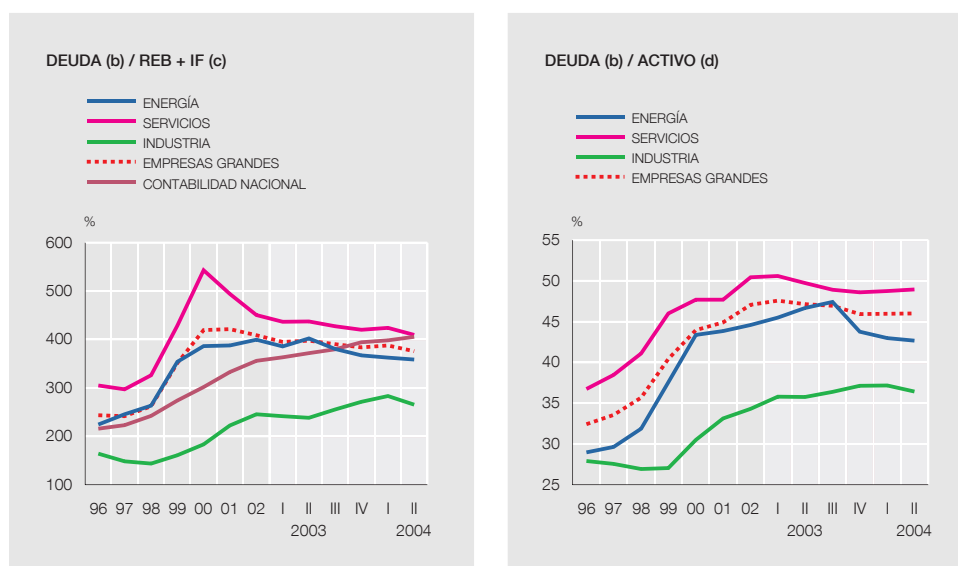
FUENTE: Banco de España.

- 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.

de la financiación, que refleja la disminución tanto en la rentabilidad de la deuda pública como en las primas de riesgo exigidas. Por último, las condiciones para la obtención de fondos en los mercados de renta variable no mostraron cambios significativos, dado que las cotizaciones y su volatilidad se mantuvieron relativamente estables.

En este contexto, las operaciones de pasivo del sector mantuvieron, entre abril y junio, cierto dinamismo y alcanzaron, en términos acumulados de doce meses, el 21,3% del PIB, 0,8 pp por encima del dato del trimestre anterior (véase cuadro 6). Por componentes, la financiación ajena con coste aumentó su tasa de crecimiento interanual hasta el entorno del 14%, ritmo de avance que, según la información provisional disponible, se habría mantenido entre julio y septiembre. El desglose por instrumentos muestra que el sector realizó amortizaciones netas de valores de renta fija, principalmente de largo plazo, sin que exista evidencia de que las empresas estuvieran recurriendo a las emisiones a través de sus filiales en el extranjero. De hecho, la importancia del flujo de financiación mediante préstamos exteriores continuó reduciéndose, hasta un 2,3% del PIB. En cambio, la apelación al crédito de entidades residentes continuó adquiriendo un mayor protagonismo. Así, los recursos captados mediante dicha modalidad alcanzaron el 7,7% del PIB, 0,6 pp por encima del dato del primer trimestre. Por su parte, la emisión de acciones y otras participaciones volvió a disminuir, hasta alcanzar, en términos acumulados de doce meses, el 3,5% del PIB. Finalmente, de acuerdo con la información de la Central de Balances Trimestral (CBT), el volumen de deuda de las grandes empresas mostró una variación positiva por segundo trimestre consecutivo, lo que podría indicar que el proceso de saneamiento que algunas empresas realizaron durante 2002 y 2003 podría haber concluido.

El desglose por actividad productiva de la principal fuente de financiación del sector, el crédito de entidades residentes, muestra una aceleración significativa de los recursos dirigidos a la rama de la construcción y de los servicios entre abril y junio. Este mayor dinamismo fue particularmente intenso en el caso de los servicios inmobiliarios, donde el avance fue de alrededor del 43% en términos interanuales, tres puntos por encima del registro de marzo, si bien en el



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.

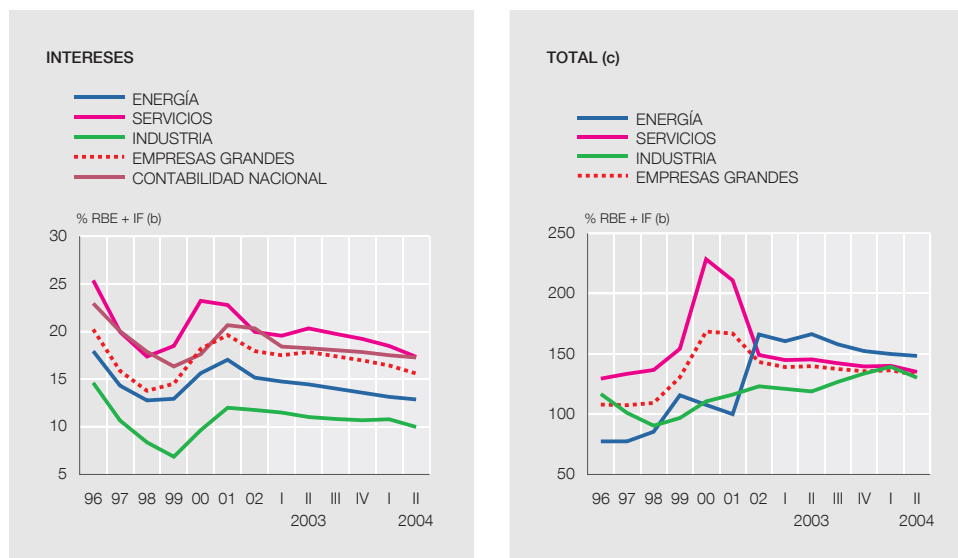
d. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.

resto de los servicios se observó también un aumento en el ritmo de avance. En la industria se produjo una moderada recuperación en la apelación al crédito bancario, coherente con la mejoría de la actividad de este sector, aunque en términos interanuales se sigue observando una ligera contracción.

En relación con la adquisición neta de activos financieros, las sociedades no financieras aumentaron, durante el segundo trimestre, el volumen de sus inversiones, que, en términos acumulados de cuatro trimestres, alcanzaron el 16,1% del PIB (véase cuadro 6). Esta evolución se observó en la mayoría de las rúbricas, salvo en el agregado de otros depósitos y valores de renta fija por las menores adquisiciones de valores a corto plazo de entidades de crédito.

Las operaciones de activo y pasivo resultaron en un aumento notable de las necesidades de financiación del sector, que, en términos acumulados de doce meses, alcanzaron en junio el 5,2% del PIB, 0,4 pp por encima del nivel de marzo. Por su parte, la brecha de financiación, que aproxima los recursos netos necesarios para acometer la formación bruta de capital y la inversión financiera con carácter permanente en el exterior, se incrementó en mayor medida (0,8 pp), hasta el 8,8% del PIB (véase gráfico 27).

Por otro lado, los resultados económicos de las sociedades colaboradoras de la CBT continuaron mostrando una evolución positiva en el segundo trimestre. Así, el resultado ordinario neto aumentó durante el primer semestre un 22,5%, más de 10 pp por encima de lo observado en el mismo período del año anterior, si bien una parte importante de esta variación es atribuible al impacto positivo de los menores gastos financieros y, sobre todo, de los mayores ingresos financieros (dividendos) de filiales en el extranjero. Como resultado, la ratio de rentabilidad ordinaria sobre recursos propios fue el 10,7% en el primer semestre, frente al 9% del mismo período del año anterior, mejora que se observó en todas las ramas productivas, aun-



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.

que de forma más intensa en los servicios y en la industria. Por el contrario, el resultado neto descendió en términos interanuales como reflejo del comportamiento menos favorable de los ingresos extraordinarios.

A pesar de la solidez de los resultados económicos de las empresas, el recurso a la financiación ajena hizo que las ratios de endeudamiento agregadas continuaran aumentando durante el segundo trimestre, si bien la carga financiera por intereses disminuyó ligeramente, como consecuencia del descenso de los costes de financiación acumulados durante los últimos doce meses, hasta situarse en el 17,2% del excedente bruto de explotación (al que se añaden los ingresos financieros; véanse gráficos 28 y 29). En cambio, de acuerdo con la CBT, el menor ritmo de avance de la financiación ajena de las grandes empresas, junto con la evolución favorable de los beneficios, determinó una ligera contracción de la ratio entre la deuda y los resultados, al tiempo que la carga financiera mostró también una reducción.

La evolución conjunta del endeudamiento, la carga financiera y la rentabilidad empresarial de las sociedades colaboradoras con la CBT se tradujo en una reducción de los indicadores sintéticos agregados de presión financiera sobre el empleo y, en mayor medida, sobre la inversión (véase gráfico 30).

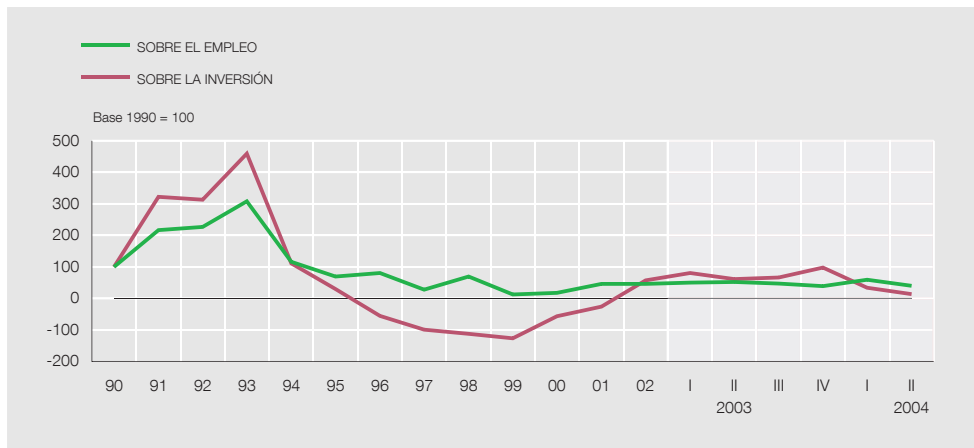
#### 5.4 Las Administraciones Públicas

Durante el segundo trimestre de 2004, el sector de AAPP incrementó ligeramente el saldo positivo de sus operaciones financieras netas en términos acumulados de doce meses (véase gráfico 31). Por subsectores, la Seguridad Social mantuvo un superávit, mientras que tanto la Administración Central como las Administraciones Territoriales mostraron unas necesidades de financiación positivas.

El desglose por instrumentos de las operaciones financieras recoge una emisión neta de valores a largo plazo positiva, por un importe del 1,4% del PIB, compensada, en gran medi-

**INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA  
SOBRE LAS SOCIEDADES (a)**

GRÁFICO 30

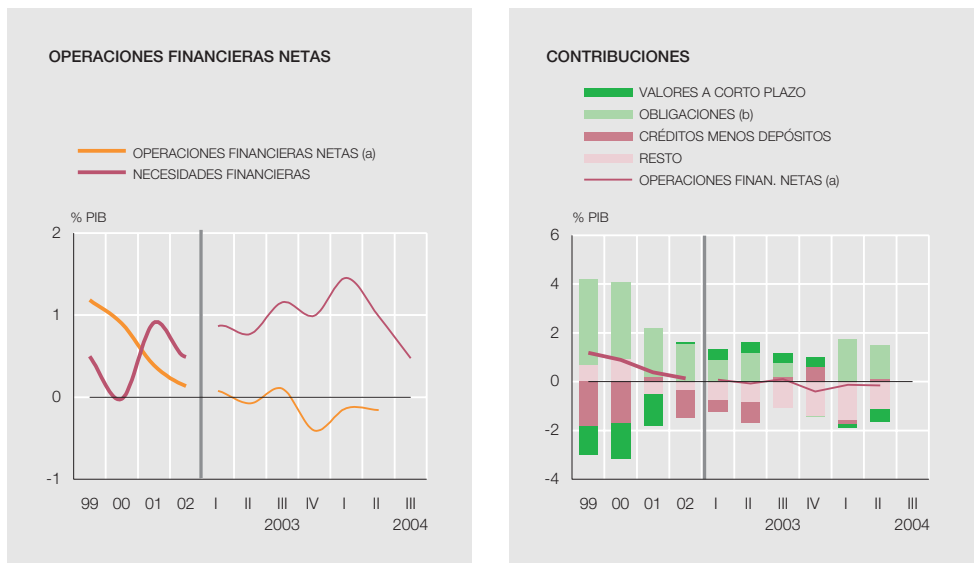


FUENTE: Banco de España.

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

**ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Datos acumulados de cuatro trimestres**

GRÁFICO 31



FUENTE: Banco de España.

a. Cambiado de signo.

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

da, por una amortización neta de valores a corto plazo, equivalente al 0,5% del PIB, y por un componente denominado «resto» que recoge, fundamentalmente, operaciones de autocartera o de adquisición de deuda pública por parte del Fondo de Reserva de la Seguridad Social.

La información provisional para el tercer trimestre de 2004 apunta hacia una reducción del indicador de *necesidades financieras*, que recoge la apelación del sector a los mercados financieros y que puede tomarse como un avance del comportamiento del (des)ahorro de las AAPP. Esta evolución resultó, en términos acumulados de doce meses, de una reducción en

% del PIB	2000	2001	2002	2003			2004	
				IV TR		I TR	II TR	
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-2,5	-2,2	-1,6	-2,1	-2,4	-3,1		
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	25,0	12,2	13,7	13,5	12,1	13,7		
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Efectivo y depósitos	2,8	-2,7	3,5	0,8	1,3	2,7		
Valores distintos de acciones	3,9	7,2	4,3	7,0	4,8	4,3		
<i>De los cuales:</i>								
<i>Entidades de crédito</i>	-0,3	2,0	0,5	3,7	3,6	3,3		
<i>Inversores institucionales (a)</i>	3,7	5,4	3,5	3,4	1,3	0,7		
Acciones y otras participaciones	15,6	5,1	5,3	4,7	4,7	5,5		
<i>De las cuales:</i>								
<i>Sociedades no financieras</i>	10,5	4,6	5,1	4,6	3,2	3,6		
<i>Inversores institucionales (a)</i>	3,2	0,5	-0,1	1,1	1,7	1,8		
Créditos	2,7	2,5	0,6	1,0	1,2	1,2		
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	27,5	14,4	15,3	15,6	14,4	16,8		
Depósitos	6,7	2,8	4,4	7,5	5,0	7,0		
Valores distintos de acciones	7,1	3,1	4,5	5,6	8,9	9,5		
<i>Instituciones financieras</i>	1,1	1,5	3,2	6,7	7,6	8,2		
<i>Resto de sectores nacionales</i>	6,0	1,6	1,2	-1,1	1,3	1,3		
Acciones y otras participaciones	9,4	4,6	4,1	0,8	-0,6	-1,5		
<i>De las cuales:</i>								
<i>Sociedades no financieras</i>	7,7	4,1	3,5	0,9	-0,6	-1,0		
Créditos	4,1	4,3	3,4	3,2	2,8	2,8		
Otros neto (b)	0,3	-0,4	-1,2	-1,4	-1,6	-0,9		

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.

la emisión de obligaciones y en la amortización de valores a corto plazo, así como de un incremento de los depósitos (neto de créditos).

### 5.5 El resto del mundo

Durante el segundo trimestre de 2004, la necesidad de financiación de la economía española se incrementó, en términos acumulados de doce meses, hasta el 3,1% del PIB. El deterioro del saldo de las operaciones financieras de la nación fue el resultado, principalmente, del menor ahorro financiero de los hogares y de las empresas, ya que el resto de sectores no mostraron variaciones significativas (véase cuadro 5).

La adquisición neta de activos exteriores se incrementó hasta el 13,7% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 1,6 pp por encima del registro del primer trimestre (véase cuadro 7). Este comportamiento resultó, como venía ocurriendo en los trimestres anteriores, de un aumento de los flujos dirigidos hacia depósitos y de un descenso de los materializados en valores distintos de acciones, así como de una recuperación de la compra de acciones y otras participaciones, especialmente por parte de las sociedades no financieras, hasta niveles que superan los observados en los últimos años. Según la información provisional de Balanza de Pagos, la inversión directa en el exterior habría empezado a moderar el ritmo de descenso que ha venido mostrando recientemente, de modo que entre enero y julio el volumen de las operaciones fue solo ligeramente inferior al del mismo período del año anterior.

**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	-38,0	-39,4
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-17,3	-9,4	-10,2	-11,6	-14,7	-13,4
Sociedades no financieras	-24,1	-16,7	-17,6	-19,3	-23,2	-22,0
Hogares e ISFLSH	6,8	7,3	7,4	7,7	8,5	8,6
Instituciones financieras	8,2	8,3	8,6	6,5	-0,8	-2,3
Instituciones de crédito (c)	-7,5	-11,5	-13,9	-14,3	-22,0	-22,5
Inversores institucionales (d)	16,3	20,7	24,3	24,4	27,5	28,1
Resto de instituciones financieras	-0,6	-0,9	-1,8	-3,6	-6,3	-7,9
Administraciones Públicas	-20,5	-25,1	-25,4	-25,8	-22,4	-23,7

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 segundo trimestre.

c. Definido según la 1.ª Directiva bancaria.

d. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

Por el lado de los pasivos, las entradas netas de capital alcanzaron el 16,8% del PIB, en términos acumulados de doce meses, frente al 14,4% del trimestre anterior. Este aumento se observó en la mayoría de los instrumentos, salvo en las acciones y otras participaciones. Para estas últimas los no residentes realizaron ventas netas por un importe del 1,5% del PIB, que se produjeron en mayor medida en acciones cotizadas. Una parte creciente y significativa de la inversión del exterior en España se materializó en depósitos y en valores distintos de acciones emitidos por instituciones financieras (en particular, depósitos interbancarios y obligaciones emitidas por las entidades de crédito). Por otro lado, de acuerdo con la Balanza de Pagos, las entradas de capital en forma de inversión directa continuaron reduciéndose. Concretamente, entre enero y julio supusieron solamente un 25% de las realizadas en 2003 durante el mismo período. Por instrumentos, los flujos de inversión directa se concentraron fundamentalmente en inmuebles, ya que los no residentes realizaron desinversiones en capital y la financiación entre empresas relacionadas se contrajo hasta niveles muy reducidos.

Finalmente, la información provisional disponible muestra que la posición deudora de la economía española frente al exterior se situó, en el segundo trimestre de 2004, en el 39,4% del PIB, lo que supone un deterioro de algo más de un punto porcentual en relación con la situación de finales de 2003 (véase cuadro 8).

28.10.2004