

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

## 1 Rasgos básicos

El Informe Trimestral de la Economía Española que se presenta en este Boletín se hace público en circunstancias especiales, debido al inminente cambio de base de la Contabilidad Nacional de España (CNE). El análisis se realiza a partir de las series disponibles de la base 1995, de manera que las estimaciones de las tasas de crecimiento trimestral del PIB y de sus principales componentes resultarán obsoletas una vez que se revisen las series actuales.

El Instituto Nacional de Estadística hará públicas las nuevas estimaciones de los principales agregados macroeconómicos correspondientes a la base 2000 de la CNE a lo largo del mes de mayo, de forma que el día 25 de ese mes, cuando publique la CNTR del primer trimestre de 2005, lo hará ya en la nueva base. Existe información suficiente para prever que la revisión de las series históricas de las variables macroeconómicas será muy significativa y afectará tanto a los niveles de los agregados como a los ritmos de crecimiento estimados, hasta ahora, para los últimos ejercicios. En efecto, se conocen ya las nuevas estimaciones de empleo y población de la EPA, que incorporan las proyecciones de población actualizadas a partir del censo 2001 y del padrón continuo —una estadística básica para la nueva CNE 2000, cuyos principales resultados se resumen en el recuadro 1—. La revisión al alza del crecimiento del empleo que suponen estas cifras es sustancial, de manera que, por ejemplo, el crecimiento del número de ocupados en 2004, que la EPA anterior situaba en el 2,5%, pasa a ser ahora del 3,9%. Cabe señalar, además, que la magnitud de las revisiones es creciente a lo largo del periodo 1996-2004, siendo especialmente relevantes a partir de 2002. Con estos datos, cabe esperar que la CNE base 2000 establezca un crecimiento del empleo —y, por lo tanto, del PIB— en los años más recientes significativamente más elevado que el disponible en la actual base 1995. Por otra parte, aunque es posible que el patrón cíclico del PIB, en términos de aceleraciones y desaceleraciones, se vea menos afectado que su nivel de crecimiento, no se puede descartar que también haya revisiones en este aspecto, que pueden ser más importantes en los períodos más recientes, pues se estiman, lógicamente, con menor precisión.

En estas condiciones, las estimaciones cuantitativas basadas en la proyección de la antigua base de la CNE tienen un mero valor orientativo de las principales tendencias y deben ser interpretadas teniendo en cuenta que previsiblemente serán revisadas al alza en las próximas semanas, cuando se publiquen las nuevas series.

Con estas cautelas, a partir de la información coyuntural disponible, se estima que la economía española ha iniciado el año 2005 creciendo a una tasa similar, aunque ligeramente más elevada, a la que registró a finales del año anterior, prolongando la tendencia de cierta recuperación observada en los meses finales de 2004 (véase gráfico 1). En concreto, el PIB habría crecido un 2,8% en tasa interanual, en términos de la serie de la CNE base 1995 (una tasa que en la nueva base será revisada al alza en cuantía similar a la que se revisen las tasas de los últimos trimestres de 2004). La demanda interna ha seguido pulsando con fuerza en este período, apoyada en el gasto de los hogares y en la inversión de las empresas, que ha mantenido la trayectoria de recuperación mostrada en la segunda mitad de 2004. No obstante, el drenaje ejercido por el sector exterior ha seguido siendo igual de intenso, en un contexto de elevada apreciación acumulada del euro, aunque el proceso de apreciación no haya continuado en los primeros meses del año. Desde la óptica de la oferta de la economía, aunque algunos indicadores de actividad han dado muestras de cierta flexión en el primer trimestre, las cifras de empleo siguen apuntando hacia un crecimiento vigoroso de la ocupación y al mantenimiento, por tanto, de un sólido ritmo de avance en sectores como la construcción y los

El Instituto Nacional de Estadística (INE) presentó el pasado 30 de marzo una revisión de las cifras de la Encuesta de Población Activa (EPA 2005) para el período 1996-2004, como resultado de la actualización de las proyecciones de población en las que se basa esta encuesta. Los nuevos datos implican un aumento considerable de la población total estimada por la EPA y, por lo tanto, de las cifras totales de activos, ocupados y parados. En este recuadro se resumen brevemente los cambios introducidos por el INE con ocasión de esta revisión y se comentan las implicaciones sobre la evolución de las principales magnitudes del mercado laboral. Por otra parte, el 29 de abril, el INE presentó estimaciones para el primer trimestre de 2005, en las que, además de los cambios señalados, ha incorporado otras modificaciones metodológicas, que, al no estar incluidas en las cifras anuales 1996-2004, no se comentan en este recuadro.

Las proyecciones de población constituyen la base de las encuestas que el INE dirige a los hogares. En este sentido, la disponibilidad de las cifras de población según el censo de 2001 y de las actualizaciones procedentes del Padrón Municipal de Habitantes —registros estadísticos que incorporan las transformaciones demográficas experimentadas por la economía española en los últimos años— ha llevado a revisar las estimaciones anteriores de la EPA (EPA 2002), todavía basadas en el Censo de Población de 1991. Con este fin, el INE ha procedido a reponer los datos muestrales de la encuesta, de manera que reflejen adecuadamente la evolución demográfica reciente y, en particular, el intenso crecimiento registrado en el último período por la población inmigrante. Para ello, se han recalcado los factores de elevación que se utilizan para transformar los resultados muestrales en datos poblacionales, a la vez que se ha introducido la variable nacionalidad en el proceso de calibrado de la muestra. Este último proceso se realiza para asegurar que la EPA refleje adecuadamente no solo la evolución de la población total sino también la estructura por edades, por zonas geográficas y, a partir de esta última revisión, por nacionalidades de los individuos. La introducción de la variable

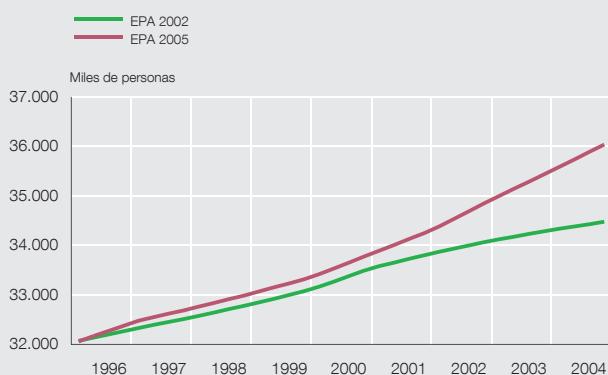
nacionalidad permite que la EPA estime con mayor precisión el comportamiento diferencial de la población inmigrante en el mercado de trabajo, en términos, por ejemplo, de su concentración en determinadas regiones, ocupaciones o sectores de actividad.

En el gráfico 1 se puede observar la magnitud de los cambios registrados tras esta revisión. Según los nuevos datos, la población mayor de 16 años contabilizada en el cuarto trimestre de 2004 superaba en 1.564.000 personas a la estimada previamente, como resultado de la importante revisión al alza de la población extranjera (1.515.900). El peso de la población extranjera sobre la población mayor de 16 años ha quedado situado en el 7,6% a finales de 2004 (frente al 3,5% que se estimaba previamente). El incremento de la población de base ha supuesto lógicamente revisiones importantes de los principales agregados del mercado de trabajo: activos, ocupados y desempleados. En cuanto a la población activa, los nuevos datos suponen la existencia de 1.116.900 personas activas más, de las que 964.700 se encuentran empleadas y 152.200 paradas. En términos relativos, el mayor número de inmigrantes en el mercado laboral se ha traducido en una tasa de actividad algo más elevada (0,7 pp), del 56,7%, una mayor tasa de ocupación, que se sitúa en el 50,8% (0,5 pp más), y una tasa de desempleo que se eleva ligeramente (0,2 pp), hasta el 10,6%. Por otra parte, el mayor incremento de la población se concentra en los cuatro últimos años, lo que se refleja en un mayor dinamismo de las principales magnitudes del mercado laboral también en ese período.

En el cuadro adjunto se comparan las tasas de crecimiento interanuales de las principales variables estimadas por la EPA 2002 y la EPA 2005. En él se puede observar que, con los nuevos datos, la población activa creció un 3,3% en 2004, 1,2 pp por encima del crecimiento estimado anteriormente, aunque manteniendo un perfil de moderada desaceleración. En promedio, el crecimiento medio anual de la población activa entre 2001 y 2004 se ha revisado al alza

## COMPARACIÓN EPA 2005 Y EPA 2002

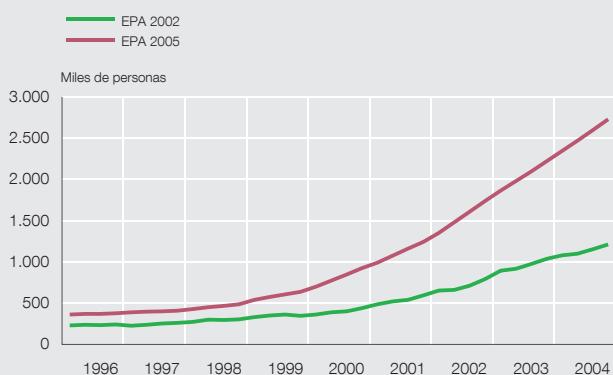
### POBLACIÓN TOTAL EN EDAD DE TRABAJAR (a)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Más de 16 años.

### POBLACIÓN EXTRANJERA EN EDAD DE TRABAJAR (a)



en 1 pp, hasta el 3,7%. La revisión del empleo ha sido de magnitud similar: en los últimos cuatro años, el crecimiento medio anual se ha elevado en 1,1 pp, hasta el 3,8%, y en el 2004 en 1,4 pp, hasta un 3,9%.

La composición sectorial del empleo se ha visto también afectada por la revisión, debido a la concentración del empleo inmigrante en determinados sectores de actividad (construcción y servicios, principalmente). Los empleados totales en la construcción a finales de 2004 se estiman en 237.100 más, y en 534.400 los empleados adicionales en los servicios, cifras que suponen revisiones al alza del 11,3% y del 4,8%, sobre el nivel anterior, respectivamente. En términos de la evolución reciente, el empleo creció un 7,2% en el sector de la construcción, en 2004, prácticamente el doble de lo estimado anteriormente (3,7%), mostrando además un perfil de aceleración respecto a 2003 que no se observaba antes. En los servicios, la tasa de crecimiento del empleo se ha incrementado en 0,9 pp, hasta el 4,5% en el período 2001-2004, con un impacto similar en los servicios de mercado (comercio y hostelería, principalmente) y en los de

no mercado (por la importancia del servicio doméstico). Finalmente, merece la pena mencionar que la composición del crecimiento del empleo según otras características del puesto de trabajo, como la duración del contrato o el tipo de ocupación, se ha visto también modificada con la publicación de las nuevas cifras de la EPA. Así, la creación de empleo en el período más reciente habría tenido un mayor contenido de empleo temporal y a tiempo parcial. En consecuencia, se estima que la ratio de temporalidad se ha situado en el 32,4% en 2004 (30,6%, según la EPA 2002) y la ratio de parcialidad, menos afectada por los cambios, en el 9,1% (8,9% estimado por la EPA 2002).

La evolución del desempleo se ha visto revisada en menor medida, aunque el crecimiento del número de parados fue algo superior en el bienio 2002-2003, según las nuevas cifras, y el descenso registrado en 2004 (del -1,3%), inferior al estimado previamente (-2,5%). En conjunto, de acuerdo con las nuevas estimaciones, la tasa de desempleo en 2004 es ligeramente superior (en 0,2 pp) a la estimada previamente.

## COMPARACIÓN EPA 2005 Y EPA 2002

### Tasas de variación interanual

	EPA 2002					EPA 2005				
	2001	2002	2003	2004	Media 2001-2004	2001	2002	2003	2004	Media 2001-2004
POBLACIÓN DE MÁS DE 16 AÑOS	1,1	0,8	0,7	0,6	0,8	1,4	1,6	1,7	1,7	1,6
POBLACIÓN ACTIVA (a)	3,1	3,0	2,6	2,0	2,7	3,5	4,1	4,0	3,3	3,7
EMPLEO	3,7	2,0	2,7	2,5	2,7	4,1	3,0	4,0	3,9	3,8
<i>Por ramas de actividad:</i>										
Agricultura (1)	0,7	-5,7	-2,0	-2,4	-2,3	1,6	-4,8	-0,5	-0,2	-1,0
Industria (2)	3,1	-0,4	-1,0	-0,8	0,2	3,1	0,4	0,3	0,3	1,0
Construcción (3)	7,8	3,4	3,7	3,7	4,7	8,9	5,5	6,1	7,2	6,9
Servicios	3,6	3,2	4,1	3,7	3,6	3,9	4,1	5,1	4,7	4,5
De mercado (4) (b)	3,3	2,2	3,5	4,0	3,3	3,6	3,3	4,5	4,9	4,1
De no mercado (b)	3,9	4,9	5,0	3,2	4,2	4,3	5,5	6,2	4,3	5,1
ECONOMÍA DE MERCADO (1 + 2 + 3 + 4)	3,7	1,0	2,0	2,3	2,2	4,1	2,2	3,3	3,8	3,3
DESEMPLEO (a)	-1,9	11,4	2,1	-2,5	2,3	-1,5	13,2	4,0	-1,3	3,6
<i>PRO MEMORIA (niveles en %):</i>										
Tasa de actividad (a) (c)	52,9	54,0	55,0	55,8	54,4	53,0	54,3	55,5	56,4	54,8
Ratio de temporalidad (d)	31,7	31,0	30,6	30,6	31,0	32,2	31,8	31,8	32,4	32,1
Ratio de parcialidad (d)	8,1	8,2	8,3	8,9	8,4	8,1	8,3	8,4	9,1	8,5
Tasa de paro (a) (e)	10,5	11,4	11,3	10,8	11,0	10,6	11,5	11,5	11,0	11,1

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Series enlazadas en el Servicio de Estudios por cambio de la definición operativa del desempleo en 2001.

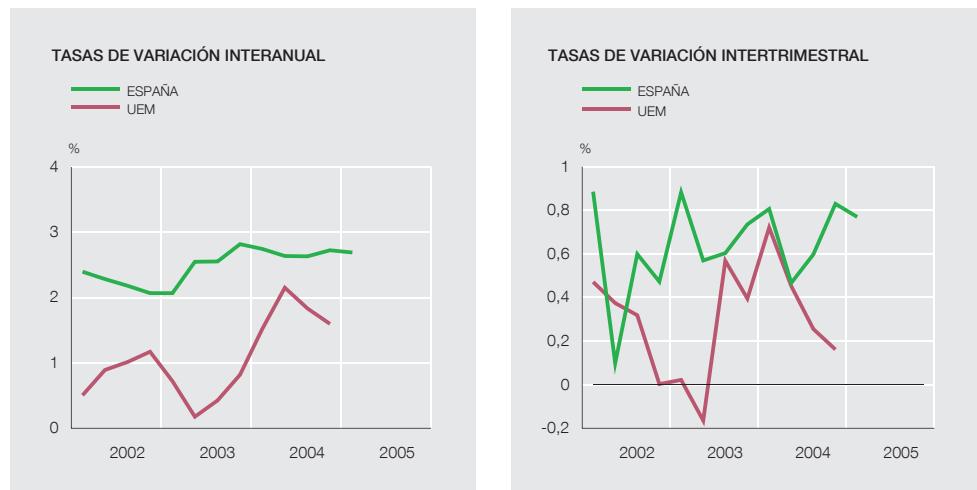
b. Servicios de mercado comprende las actividades de Comercio, Hostelería, Transportes, Intermediación financiera y Otros servicios de mercado.

Servicios de no mercado comprende el resto de servicios.

c. En porcentaje de la población de más de 16 años.

d. En porcentaje de asalariados.

e. En porcentaje de la población activa.



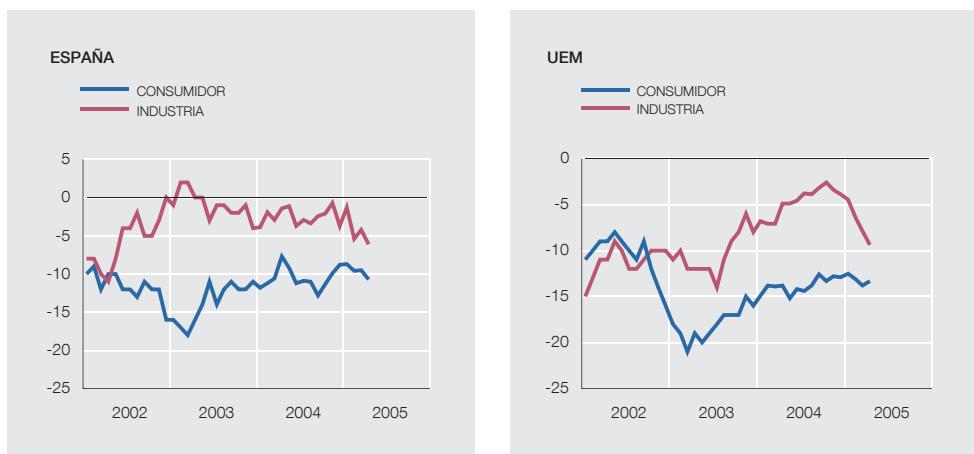
FUENTES: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

servicios. Los precios han repercutido el impacto derivado del encarecimiento adicional del petróleo, que se ha producido a partir de febrero, de forma que el IPC alcanzó una tasa de variación interanual del 3,4%, en el mes de marzo.

En el ámbito exterior, tras confirmarse la moderación del crecimiento global en la segunda mitad de 2004, la economía mundial ha iniciado el año 2005 con un ritmo de expansión más sostenible que el observado el año anterior, cuando se estima que creció por encima del 5%, en tanto que el comercio mundial lo hacía a tasas próximas al 10%. La contribución de las distintas áreas geográficas a esta desaceleración, que se ha producido en un contexto de políticas económicas algo menos acomodaticias que en el pasado, no ha sido, sin embargo, homogénea. Los países desarrollados —tanto Estados Unidos como Japón y la zona del euro—, aun manteniendo notables diferencias entre ellos, han visto ralentizarse su actividad, mientras que las economías emergentes —señaladamente, las de China y América Latina— no han modificado su elevado dinamismo. En cualquier caso, Estados Unidos y China siguen siendo los motores del crecimiento mundial. Las presiones inflacionistas se mantienen contenidas, en general, aunque en los principales países desarrollados se percibe la incidencia sobre los precios de consumo de la subida acumulada de los precios del petróleo, especialmente tras su reciente escalada, y en muchos países emergentes se han detectado asimismo tensiones en los precios. Los mercados financieros, por su parte, han mostrado un comportamiento estable, con niveles reducidos de los tipos de interés a largo plazo, que son especialmente llamativos en el caso de Estados Unidos, pues apenas han reaccionado a las subidas aplicadas y esperadas en los tipos a corto; en las bolsas de valores, el año se inició con subidas, aunque en las últimas semanas se ha producido un descenso generalizado de las cotizaciones.

Las perspectivas para el conjunto de 2005 son de mantenimiento del crecimiento mundial en los niveles con los que comenzó el año, aunque no cabe descartar cierta desaceleración adicional, ligada al impacto del encarecimiento del petróleo. De hecho, se perciben ciertas discrepancias entre los organismos que elaboran previsiones sobre si, más allá de los próximos trimestres, es de esperar un nuevo repunte de la actividad o, por el contrario, la continuidad de un ritmo más moderado. En este sentido, los elementos de riesgo que rodean el panorama económico internacional siguen siendo importantes. El primero de ellos deriva del propio precio del petróleo, sobre todo tras las recientes subidas que se han incorporado con gran rapi-

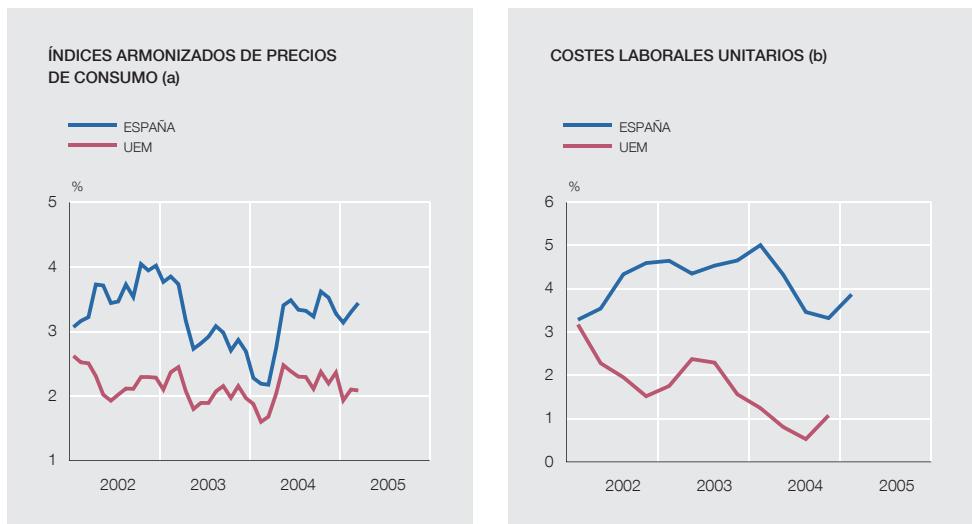


FUENTE: Comisión Europea.

dez a los mercados de futuros, cuyos precios permanecen por encima de los 50 dólares por barril de Brent, hasta el final del año. Existe una elevada incertidumbre sobre la posibilidad de subidas adicionales, que, sin duda, están ligadas a la fortaleza de la demanda, pero cuyos efectos potencialmente depresivos podrían ser más intensos en los países europeos. Por otra parte, los desequilibrios financieros globales y, en particular, las necesidades de financiación de Estados Unidos, lejos de corregirse, se han ampliado en los últimos meses. Esto favorecería una continuada depreciación del dólar, sin que sea posible excluir que el ajuste suponga correcciones más fuertes, con subidas en los tipos de interés y cambios más marcados de los patrones de crecimiento entre las distintas áreas económicas, eventualidad que afectaría significativamente a los mercados de valores.

La economía de EEUU comenzó el año 2005 con notable fortaleza, aunque a partir del mes de marzo ha mostrado algunos síntomas de moderación, en términos de ventas y creación de empleo; no obstante, el crecimiento esperado para el conjunto del año está en torno al 3,5%. Por otra parte, se ha percibido un repunte de la tasa de inflación, que da mayor sustento a las expectativas de nuevas subidas de tipos de interés por parte de la Reserva Federal. En Asia, la economía japonesa ha confirmado su debilidad, lo que se ha reflejado en un drástico recorte de sus perspectivas de crecimiento para 2005, hasta tasas en el entorno del 1%. Todo lo contrario sucede con China, donde el precio del petróleo no ha tenido un impacto perceptible sobre la tasa de crecimiento y se espera un avance del 8,5% para este año, muy próximo al 9,5% alcanzado el pasado ejercicio, sin que las autoridades chinas muestren ninguna señal de modificar su política de tipo de cambio, anclado con el dólar. Por último, cabe señalar que las economías latinoamericanas mantienen un impulso significativo, en un contexto de diferenciales reducidos para la deuda soberana y bajas primas de riesgo, pese a su repunte a partir de marzo de 2005.

El cierre del año 2004 ha vuelto a poner de manifiesto la debilidad de los resortes internos de crecimiento que caracteriza a la economía de la zona del euro, en su conjunto. Sin el impulso de la demanda externa, que sostuvo el avance del gasto en el primer semestre, el crecimiento del PIB se redujo de forma marcada en la segunda mitad del año, hasta tasas intertrimestrales en torno al 0,2%, dando lugar a un crecimiento medio anual del 1,8%. La información disponible para los primeros meses de 2005, aunque compatible con una cierta recuperación del ritmo de actividad, arroja también algunas dudas sobre la consolidación definitiva de tasas de crecimiento más próximas al potencial. En particular, los indicadores de confianza han mostrado cierta flexión a la baja hasta el mes de abril (véase gráfico 2).



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

a. Tasas de variación interanual.

b. Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

Algunos factores coyunturales ayudan a explicar estos resultados, como, por ejemplo, la apreciación acumulada del euro —que incidió, sin duda, en el empeoramiento del saldo exterior neto a partir del verano— o la pérdida de poder de compra ligada al encarecimiento del petróleo, que ha condicionado el avance del consumo. No obstante, existen también elementos más estructurales —como la reducida capacidad de generación de empleo o los escasos avances de la productividad—, que lastran la confianza de los agentes, entorpeciendo la plena transmisión a la economía de la zona de los impulsos expansivos que vienen del exterior y de las favorables condiciones financieras. En cualquier caso, se siguen apreciando divergencias de comportamiento notables entre los distintos países que integran la UEM, que en los últimos trimestres han tendido incluso a ampliarse: países como Alemania, Italia u Holanda han registrado retrocesos del PIB y, en algún caso, de la demanda interna, mientras que otras economías, como la francesa o la española, han mostrado ritmos de crecimiento elevados, apoyados en el gasto interior.

El bajo crecimiento de los países de la zona del euro ha favorecido la contención de las presiones de costes —y, en particular, de los salarios— en el área, limitando la incidencia inflacionista del encarecimiento del petróleo. De hecho, aunque la tasa de inflación se mantiene ligeramente por encima del 2% (véase gráfico 3), los precios de consumo no energéticos evolucionan sustancialmente por debajo de ese nivel, en torno al 1,5%. En estas circunstancias, el Consejo de Gobierno del BCE no ha apreciado la existencia de presiones inflacionistas significativas y ha mantenido los tipos de interés oficiales en los niveles históricamente bajos que se alcanzaron en junio de 2003. Por tanto, las condiciones monetarias en la zona continúan siendo propicias para un mayor empuje del gasto.

El lento crecimiento económico ha entorpecido el mantenimiento de posiciones presupuestarias saneadas en diversos Estados, de forma que, en general, el grado de cumplimiento de las reglas fiscales establecidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) sigue siendo bajo y sujeto a una importante pérdida de credibilidad. En este contexto, la reforma del PEC aprobada recientemente por el Consejo Europeo supone, por un lado, la introducción de una mayor racionalidad económica en las reglas del Pacto, lo que en principio debería favorecer su

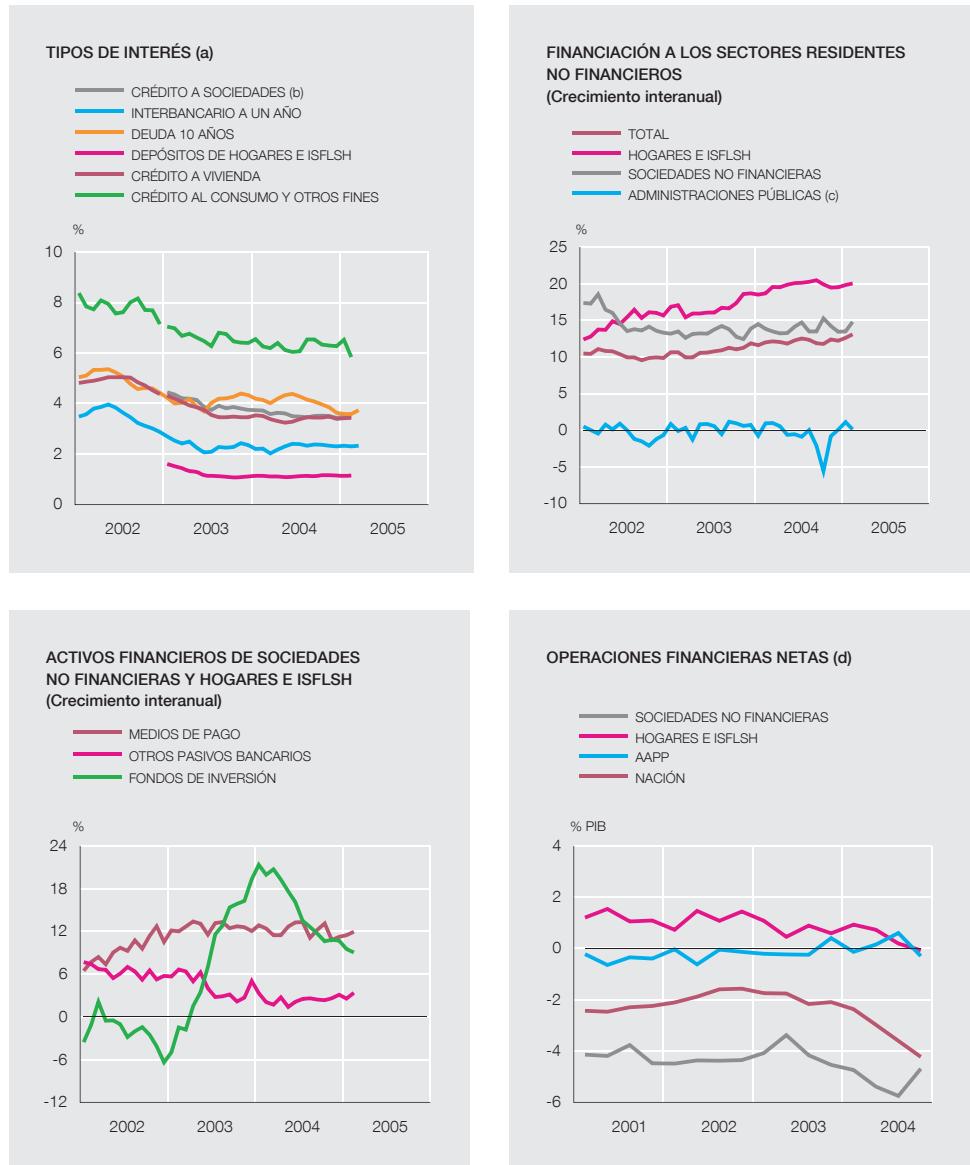
cumplimiento, pero también un menor automatismo, una mayor discrecionalidad y una menor transparencia en su aplicación, sin que simultáneamente se hayan reforzado los mecanismos de control. Por ello, es particularmente importante que los Gobiernos que han aprobado esta reforma cumplan los compromisos que han adquirido y ayuden con ello a restablecer la credibilidad del marco fiscal.

Por otra parte, el Consejo Europeo de marzo revisó también la estrategia de Lisboa, en la que se enmarcan los principales esfuerzos de los países de la UE para avanzar de forma coordinada en el terreno de las reformas estructurales, que son especialmente necesarias para salir del entorno actual de bajo crecimiento. La revisión ha facilitado una simplificación de los procedimientos y ha clarificado, en la dirección adecuada, el objetivo general de esta estrategia, que deberá enfocarse hacia el fomento del empleo y la productividad. No obstante, no se ha avanzado en la concreción cuantitativa de los objetivos y su cumplimiento sigue dependiendo, fundamentalmente, de la voluntad de los Estados miembros para acelerar las reformas.

Dentro de la zona del euro, la evolución de la economía española continúa diferenciándose, al mantener un ritmo de aumento del PIB más robusto que el del conjunto de la UEM. Como se aprecia en el gráfico 1, el diferencial de crecimiento tendió incluso a ampliarse en la segunda mitad de 2004. En el primer trimestre de 2005, período en el que se estima que el PIB avanzó a una tasa ligeramente más elevada que la del trimestre final de 2004 —un 2,8%, en términos de la CNE base 1995—, no se han apreciado cambios significativos en el patrón de crecimiento de la economía española. La holgura de las condiciones monetarias y financieras (véase gráfico 4), en un contexto de estabilidad de los tipos de interés y de notable revalorización de los activos inmobiliarios —los precios de la vivienda aumentaron un 17,4% en 2004, distanciándose de sus fundamentos de largo plazo— y la elevada capacidad de generación de empleo siguen dando sustento al crecimiento de la demanda interna. No obstante, los problemas de competitividad que manifiesta la economía en diversos frentes continúan lastrando también los resultados comerciales y alimentan el desequilibrio externo.

El gasto de los hogares experimentó en 2004 una aceleración importante, apoyado en las favorables condiciones que se acaban de mencionar. La información coyuntural indica que el consumo privado entró en el año actual con un impulso similar al experimentado al final de 2004, que, según las estimaciones de la CNTR en base 1995, se cerró con un crecimiento interanual del 3,5%. Aunque cabe esperar que la renta disponible de los hogares se desacelere moderadamente este año, al agotarse los efectos de la última reforma del IRPF, las expectativas de aumento de la renta, basadas en la creación de empleo, siguen siendo elevadas. Además, las ganancias de riqueza derivadas del buen comportamiento de los mercados de valores y, principalmente, del fuerte crecimiento de los precios inmobiliarios continúan ejerciendo un efecto expansivo sobre el gasto, favoreciendo el descenso de la tasa de ahorro. Por otra parte, estos mismos elementos explican, en su mayor parte, la evolución de la inversión residencial, que, según se desprende del aumento de las viviendas iniciadas en 2003 y 2004, se ha fortalecido a lo largo del pasado año, comenzando 2005 con un notable ritmo de avance. El intenso crecimiento del crédito a los hogares en el inicio de este año, con una nueva aceleración de los fondos destinados a la adquisición de vivienda, que aumentaron un 24% en el primer trimestre, confirma el sostenimiento del gasto e ilustra el tensionamiento adicional que ha sufrido la situación financiera del sector, cuya sensibilidad ante perturbaciones adversas de la renta o la riqueza se ha incrementado. En este sentido, tanto la ratio de endeudamiento como la carga financiera de las familias, ambas en porcentaje de la renta disponible, han aumentado adicionalmente.

La inversión en capital fijo, por su parte, ha comenzado el año 2005 prolongando la recuperación que mostró a lo largo del año pasado. Sobre la base del dinamismo que conserva la in-



FUENTE: Banco de España.

- 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.
- Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen.
- Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- Datos acumulados de cuatro trimestres.

versión residencial, la construcción se está viendo impulsada, además, por la recuperación de la obra pública, una vez superado el intervalo de bajo nivel de obra licitada, en la primera parte de 2004. Por su parte, la inversión en equipo también ha dado muestras de cierto repunte adicional en los primeros meses de este año, tras su notable recuperación en el segundo semestre del ejercicio anterior, alcanzando ritmos de expansión de dos dígitos. El dinamismo de la inversión productiva de las empresas se fundamenta en el buen comportamiento de sus principales determinantes: las condiciones de financiación son favorables, la rentabilidad es elevada y, pese al aumento del endeudamiento, los indicadores de presión financiera han tendido a suavizarse. En estas circunstancias, las perspectivas de demanda constituyen el principal elemento que puede modular la intensidad del esfuerzo inversor. No obstante, otros factores, como la apreciación del tipo de cambio y, en general, las dificultades existentes en

el terreno de la competitividad, podrían también condicionar las decisiones empresariales, al presionar sobre los resultados de las empresas más abiertas a los intercambios con el exterior.

En este último aspecto, la información correspondiente a los primeros meses de 2005 viene a confirmar las pautas de comportamiento observadas en segunda mitad de 2004, período en el que la contribución negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB se situó en torno a los 2 puntos porcentuales (pp). Las exportaciones de bienes han registrado un moderado descenso interanual en enero y febrero, que refuerza la desaceleración tendencial que ya venían mostrando, mientras que el comportamiento positivo de los indicadores de número de turistas que visitan España no se está trasladando totalmente a los ingresos, debido al recorte que experimentan los gastos por visitante. Las pérdidas de competitividad precio acumuladas en los dos años más recientes, una expansión del comercio mundial cuyo origen está alejado de los mercados a los que se dirigen tradicionalmente los productos españoles y otros aspectos de carácter más estructural, relacionados con el patrón de especialización comercial español, se han combinado en este progresivo deterioro de las ventas al exterior. Por su parte, las ganancias de competitividad de los productos extranjeros en el mercado interior, junto con la persistente expansión de la demanda interna, más intensa ahora en bienes de inversión, han determinado un crecimiento sostenido de las importaciones de bienes, que apenas se han moderado en relación con 2004; a ello cabe añadir el fortísimo incremento de los pagos por turismo de los residentes en el exterior. En conjunto, se estima que la aportación negativa del sector exterior al crecimiento en el primer trimestre se ha aproximado a la que tuvo en el trimestre anterior (-1,9 pp, en cifras de la CNTR base 1995).

Desde el punto de vista del valor añadido de la economía, en el primer trimestre de 2005 parece haberse confirmado una senda de avance moderado de la actividad en la industria, después de que la recuperación que experimentó durante buena parte de 2004 se detuviera en los meses finales de ese año, mientras que la actividad en los servicios de mercado mantiene también un tono relativamente contenido, a pesar de que la capacidad de generación de empleo de este sector sigue siendo muy elevada. En extremos apuestos se sitúan las ramas de la construcción y la agricultura, la primera caracterizada por su notable dinamismo y la segunda evidenciando una significativa contracción de su valor añadido. En las actuales circunstancias, la valoración de la evolución del empleo resulta especialmente compleja, debido al cambio en las cifras de la EPA que se mencionó al inicio de este Informe. Dentro de unos niveles de crecimiento notablemente superiores a las estimaciones de la CNTR base 1995, el perfil de los ocupados según las nuevas estimaciones de la Encuesta se asemeja al de las cifras de la Contabilidad en los últimos años, y marca también una suave recuperación en el trimestre final de 2004. En esta perspectiva, la información referida al primer trimestre de 2005, aun con las dificultades de interpretación derivadas de los cambios metodológicos introducidos, apunta hacia una recuperación adicional del empleo, de forma que la senda de reducidas ganancias de productividad se habría prolongado un trimestre más, sin grandes cambios.

En el terreno de los costes y la formación de precios, la negociación de los incrementos salariales para 2005 se está desarrollando según parámetros similares a los de años anteriores, al haberse renovado el Acuerdo Interconfederal correspondiente. Por tanto, no cabe esperar que el incremento pactado (situado en el 2,85%, con datos hasta marzo) se separe mucho del 3% alcanzado en 2004, aunque podría elevarse algo en función de la evolución de los precios de consumo. No obstante, sí se espera un mayor impacto de las cláusulas de salvaguarda —actualmente presentes en la gran mayoría de los convenios—, en comparación con el pasado año, que habría dado lugar a una cierta aceleración de la remuneración por asalariado al

comienzo de 2005. En definitiva, no cabe esperar una moderación significativa de los costes laborales, a pesar de que su ritmo de crecimiento se separa claramente del de la zona del euro (véase gráfico 3). En este contexto de presiones internas de costes, a las que cabe añadir las que se derivan del encarecimiento del petróleo, los precios de consumo de la economía española han experimentado un repunte en el inicio del año, alcanzando una tasa interanual de variación del 3,4% en el mes de marzo, tras finalizar 2004 en el 3,2%. Entre los distintos componentes, los que más se han encarecido, además de la energía y algunos alimentos, son los servicios, cuyos precios crecen cerca del 4%. Aunque cabe esperar que la inflación se modebre, en ausencia de nuevos impactos externos, el diferencial de inflación con la zona del euro podría permanecer por encima de 1 pp en los próximos meses.

El cierre de las cuentas públicas de 2004, con unos resultados más positivos que los previstos inicialmente, facilitados, sin duda, por la fortaleza del gasto interior y la elevada creación de empleo en la economía, han situado España como uno de los escasos Estados miembros que cumple con los compromisos asumidos en el PEC. El diseño de la política fiscal para 2005 permite esperar una incidencia menos expansiva sobre el gasto en este año y alcanzar un saldo público superavitario, al final del ejercicio, en línea de nuevo con los compromisos del PEC. La escasa información disponible para los primeros meses de 2005 está en línea con esta proyección.

En definitiva, las limitaciones de la información disponible ante el inminente cambio de base de la Contabilidad Nacional dificultan la elaboración de un diagnóstico concreto sobre la situación de la economía española al comienzo de 2005. No obstante, la información disponible sobre el primer trimestre del año indica que los rasgos básicos del patrón de crecimiento seguido en los últimos años por la economía española —a salvo de nuevos elementos que pudieran aportar las próximas cifras de la CNE base 2000— se han prolongado en este período. En particular, no se observan todavía signos claros de que los principales desequilibrios generados en la prolongada etapa de fuerte crecimiento hayan comenzado a corregirse. En este sentido, la necesidad de acometer reformas que faciliten una recuperación de las ganancias de productividad y permitan acotar las pérdidas de competitividad sigue apareciendo con claridad. La reciente aprobación del plan de dinamización de la economía y fomento de la productividad es un paso importante en esta dirección, que deberá verse complementado por una aplicación sistemática de las medidas aprobadas y una continuidad del esfuerzo reformador.

## 2 Entorno exterior del área del euro

La evolución económica internacional durante el primer cuatrimestre de 2005 vino marcada por un fuerte incremento en el precio del petróleo, hasta alcanzar los 54 dólares el barril de Brent a finales de abril, más de un 30% por encima del cierre de 2004, en un contexto de elevada volatilidad. Los principales factores explicativos son las revisiones al alza en las previsiones de demanda de crudo y, recientemente, la caída de los inventarios de crudo y productos refinados en EEUU.

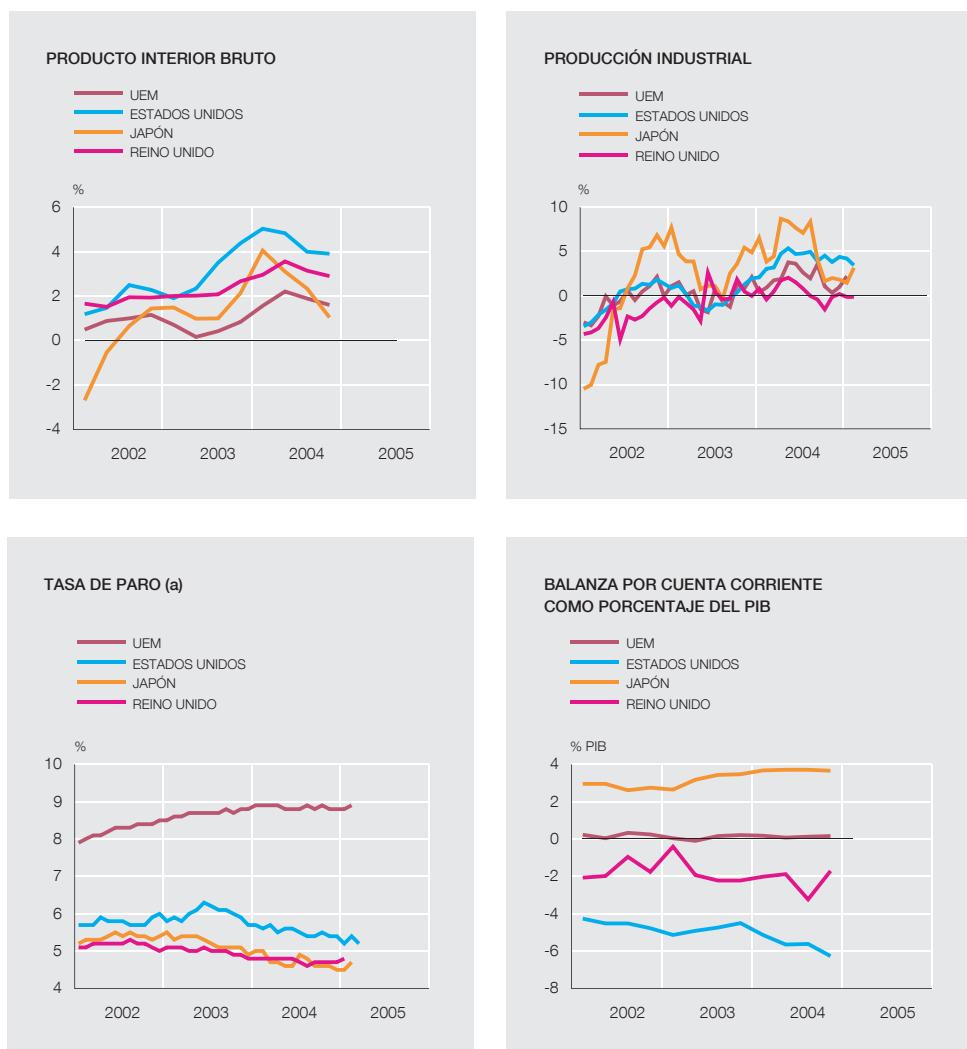
Otros hechos destacados durante este período en los mercados financieros internacionales fueron las oscilaciones del dólar frente al euro y los movimientos de los tipos de interés a largo plazo en EEUU. Así, tras un inicio de año en el que había recuperado parte de las pérdidas registradas a finales de 2004, el dólar tendió a depreciarse desde mediados de febrero, debido a la creciente sensibilidad de los mercados ante la ampliación de los desequilibrios globales, en particular el déficit exterior norteamericano, así como por las declaraciones de algunos bancos centrales asiáticos sobre una posible diversificación de monedas en la gestión de sus reservas internacionales. Este movimiento estuvo acompañado por un significativo incremento en los tipos de interés a largo plazo en EEUU, que no se extendió a los de la zona del euro o de Japón. Tras la elevación de los tipos de interés oficiales en EEUU, se produjo un cambio de tendencia, pues el dólar comenzó a apreciarse y los tipos de interés a largo a caer. En los últimos días de abril se ha intensificado esta tendencia, al tiempo que se han producido retrocesos significativos en las cotizaciones bursátiles y un incremento en los diferenciales de los bonos corporativos americanos de peor calificación crediticia, tras una evolución muy positiva en el pasado.

Por su parte, los mercados emergentes registraron a partir de mediados de marzo aumentos significativos en los diferenciales de la deuda soberana, acompañados por movimientos depreciantes en los tipos de cambio frente al dólar y por pérdidas en las cotizaciones bursátiles. No obstante, en las últimas semanas tendió a mejorar este comportamiento, con una estabilización de los tipos de cambio y de los diferenciales de los bonos.

En *Estados Unidos*, cabe destacar el alto ritmo de crecimiento de la demanda interna y el deterioro adicional del desequilibrio exterior. La estimación final del crecimiento del PIB para el cuarto trimestre de 2004 fue de un 3,8% en tasa trimestral anualizada, lo que situó el crecimiento para el conjunto del año en el 4,4%. No obstante, existen perspectivas de moderación en el ritmo de crecimiento en el primer trimestre de 2005, en parte asociadas a la fuerte elevación del precio del petróleo y a la revisión al alza de las expectativas de precios futuros del crudo, así como a la negativa contribución esperada del sector exterior. Además, los datos sobre empleo en marzo fueron relativamente pobres, con una pérdida de vigor significativa del ritmo de creación de empleo. También manifestaron cierta debilidad las ventas al por menor en marzo y los pedidos de bienes de capital en febrero, al tiempo que los indicadores de confianza del consumidor registraron retrocesos en lo que parece una tendencia bajista desde inicios de 2005. En cuanto a la evolución de los precios, el IPC creció en marzo un 0,6% (3,1% en tasa interanual) y un 0,4% el índice subyacente (2,4% en tasa interanual). Estos datos, peores que los esperados, muestran una aceleración de las presiones inflacionistas. Los precios de producción en marzo también se aceleraron ligeramente hasta el 4,9% (tasa interanual), frente al 4,7% anterior. Por su parte, el déficit comercial en febrero alcanzó un máximo histórico de 61 mm de dólares, solo en parte explicado por el incremento del precio del petróleo.

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS  
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5

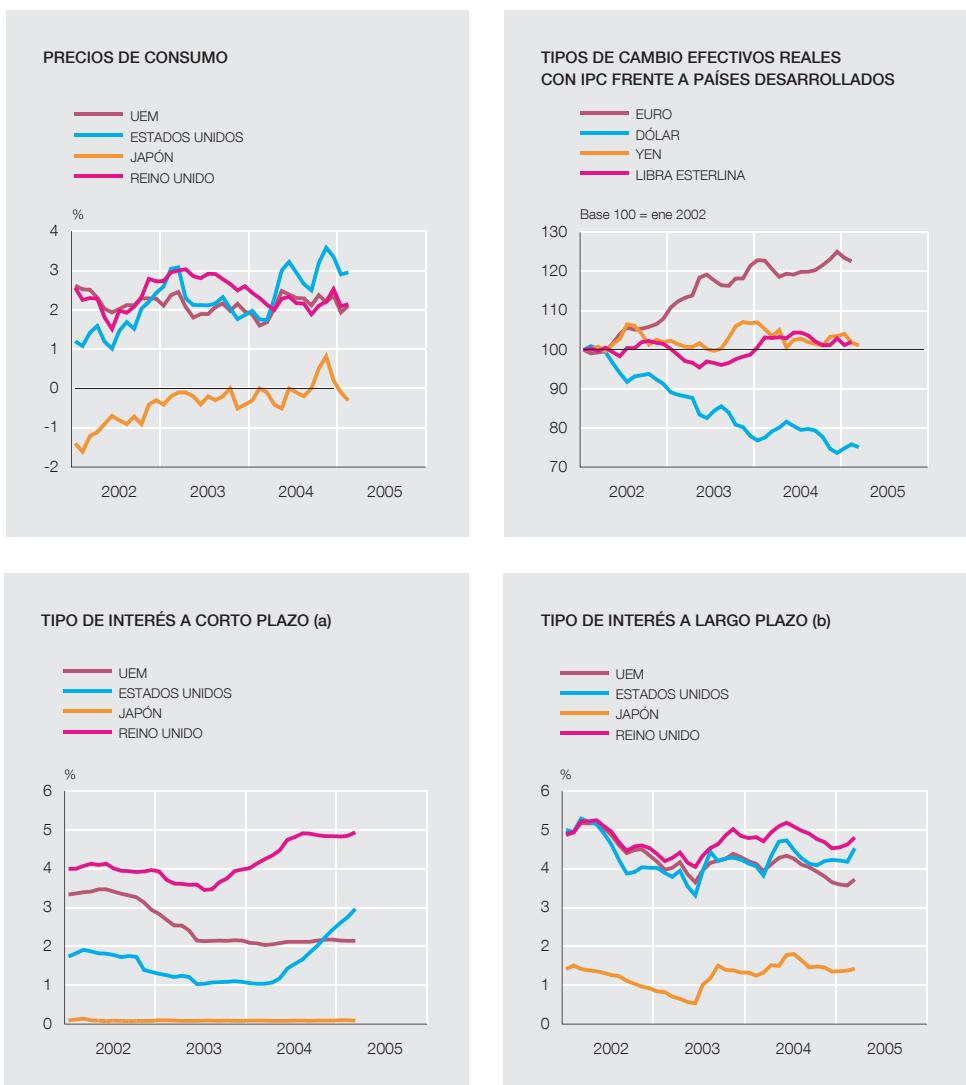


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

En Japón, los indicadores de actividad económica registraron en febrero un deterioro casi general, que supuso un claro revés frente a los indicios más positivos observados en enero. Así, la producción industrial, los índices sintéticos coincidente y adelantado, las ventas al por menor y el gasto de las familias registraron significativos retrocesos respecto al mes anterior. Además, la confianza de las grandes empresas del sector de manufacturas (según la encuesta trimestral Tankan) se deterioró fuertemente en el primer trimestre del año y el mercado de trabajo empeoró en febrero, con un menor crecimiento interanual de la creación de empleo y un aumento hasta el 4,7% de la tasa de paro. Por su parte, las presiones deflacionistas se acentuaron en febrero, con descensos de los precios al consumo del 0,3% en el índice general y del 0,4% en el índice subyacente (tasas interanuales).

En el Reino Unido, los indicadores de actividad disponibles, índice de gestores de compras y producción industrial, apuntan al mantenimiento del ritmo de crecimiento del último trimestre de 2004, que fue del 0,7% intertrimestral. Aunque también se han observado algunos datos relativamente débiles, como la desaceleración del consumo en el cuarto trimestre de 2004 y el inesperado incremento del número de desempleados en marzo, estos contrastan con el



FUENTE: Banco de España.

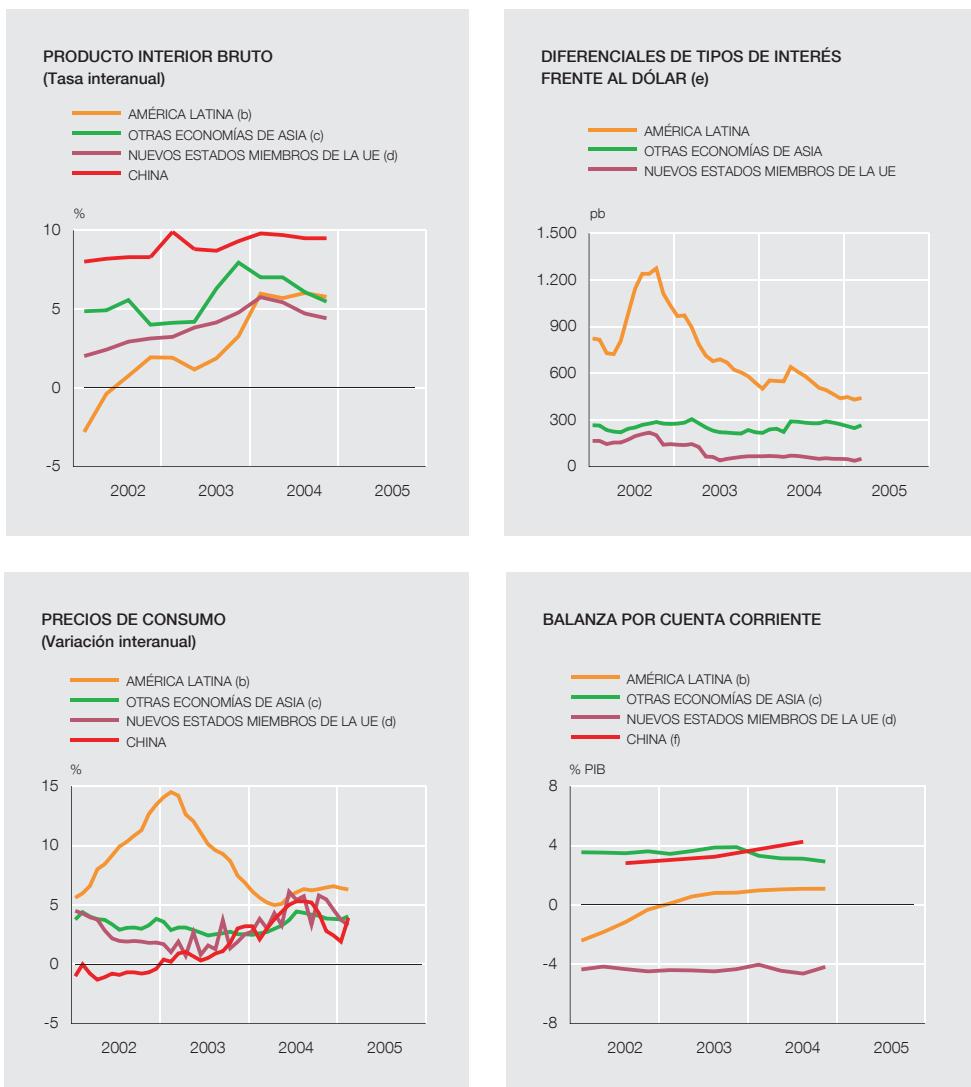
- a. Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.  
 b. Rendimientos de la deuda pública a diez años.

aumento de la tasa de empleo hasta el 7,5% (el nivel más alto desde 1975) o el mayor crecimiento de los salarios, en tres décimas, hasta el 4,7% interanual. Por su parte, los precios al consumo registraron en marzo un incremento interanual del 1,9%, frente al 1,6% anterior, y los precios de producción incrementaron una décima, hasta el 2,8%. El aspecto más positivo fue la desaceleración de los precios de la vivienda hasta tasas interanuales por debajo del 10% en marzo.

En los *nuevos Estados miembros de la UE*, el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2004 se mantuvo robusto, aunque en algunos países fue ligeramente inferior al de trimestres anteriores, especialmente en Polonia y en los países Bálticos. La situación de las finanzas públicas parece haber mejorado en 2004, aunque desde niveles de déficit muy elevados, pues en cinco de los diez nuevos miembros siguen por encima del 3% del PIB. Los indicadores de actividad y consumo relativos al primer trimestre de 2005 apuntaron una cierta desaceleración en estos países, con tasas de crecimiento de la producción industrial, las exportaciones y las ventas al por menor más reducidas que el año anterior. En cuanto a los precios, se mantuvo la tendencia de moderación, en buena parte debido a las caídas de los precios de los alimentos,

ECONOMÍAS EMERGENTES:  
PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS (a)

GRÁFICO 7



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- 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.
- Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
- Letonia, Lituania, Estonia, Chequia, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.
- 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.
- Datos anuales.

por el efecto base que supuso la subida de impuestos indirectos del año pasado, para armonizarlos con los de la UE. Este contexto de buen comportamiento de la inflación, así como la fuerte apreciación de las principales monedas de la región en 2004, permitieron seguir reduciendo los tipos de interés oficiales en países como Hungría, Polonia, la República Checa y Eslovaquia. Por último, las monedas de los nuevos Estados miembros que participan en el Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC II), el tólar esloveno, la corona estona y el litas lituano, se mantuvieron estables en torno a su paridad central, sin tensiones significativas.

En las *principales economías emergentes de Asia*, destacó el fuerte crecimiento en China, cuyo PIB creció en el primer trimestre un 9,5% en tasa interanual, cifra idéntica a la del último trimestre de 2004. Este dato se vio favorecido por el dinamismo del comercio exterior, ya que

las exportaciones crecieron en los tres primeros meses de 2005 a una tasa del 35%, mientras que las importaciones lo hicieron en torno a un 12%. Por su parte, la producción industrial se desaceleró ligeramente en marzo (de 16,5% hasta 15,1%), al tiempo que se mantuvo la fortaleza de las ventas al por menor. En el resto de las principales economías del Sudeste de Asia prosiguió, asimismo, un ritmo de actividad robusto en los meses de enero y febrero. Es destacable la evolución de los mercados en la región, que tendió a ser más estable que la de otras áreas emergentes, sin que se apreciasen pérdidas significativas en los tipos de cambio o en las bolsas. Además, el deterioro de los diferenciales de los bonos se produjo con menor intensidad y con retraso respecto a otras regiones emergentes.

En *América Latina*, se alcanzó en 2004 un crecimiento del PIB del 5,9%, cifra muy similar a la tasa interanual del último trimestre. Además, en el primer trimestre de este año se ha mantenido la fortaleza de los indicadores de actividad, aunque se observa una cierta desaceleración de las exportaciones en la mayoría de los países. La evolución de los precios fue divergente entre países. Por un lado, en Argentina subió la inflación hasta el 9,1% en marzo, desde algo más del 6% a final del año pasado, y en Brasil se aceleró marginalmente en marzo, hasta el 7,5%, lo que propició la continuación del ciclo alcista de tipos de interés oficiales. Por otro lado, en México se observaron indicios de menores presiones inflacionistas, aunque la tasa interanual en marzo, de 4,4%, se mantiene por encima del rango objetivo del banco central. Los mercados financieros de la región mostraron un comportamiento volátil a partir de mediados de marzo, con incrementos pronunciados de los diferenciales soberanos y fuertes depreciaciones cambiarias, particularmente en Brasil. No obstante, en ambos aspectos el deterioro comenzó a revertirse a partir del 15 de abril.

La información disponible acerca de la evolución económica en el área del euro en los primeros meses de 2005 apunta a un moderado avance de la actividad, apoyado en el dinamismo de la demanda mundial y en la recuperación de la inversión en equipo, en un contexto de condiciones financieras expansivas. No obstante, la trayectoria vacilante que todavía muestran algunos indicadores económicos y el mantenimiento del precio del petróleo en niveles próximos a los 50 dólares por barril arrojan dudas sobre la incorporación del área a una senda de crecimiento sostenido en los trimestres siguientes. En cuanto a la evolución de los precios en los primeros meses del año, la tasa de crecimiento del IAPC ha descendido hasta el 2,1% en marzo. Esto es el resultado, sobre todo, de factores específicos, como la desaparición de los efectos de los aumentos de algunos precios administrados e impuestos indirectos acordados un año antes, aunque la moderación de los costes laborales y la fortaleza del tipo de cambio del euro también han podido contribuir a la reducción de las tensiones inflacionistas. En cualquier caso, la permanencia del precio del petróleo en niveles altos está retrasando la reducción de la inflación por debajo de la referencia del 2% contenida en la definición de estabilidad de precios del BCE.

La falta de dinamismo que experimenta el área del euro en términos de crecimiento, en un contexto en el que las condiciones financieras son muy favorables y la demanda exterior se mantiene vigorosa, subraya la necesidad de acometer reformas estructurales que aumenten la capacidad de crecimiento potencial de la economía europea. En este sentido, el Consejo Europeo del pasado mes de marzo propuso una actualización de la estrategia a seguir en los próximos años para agilizar la aplicación de reformas estructurales en el área del euro, cuyo contenido se desarrolla en el recuadro 2. Al mismo tiempo, el Consejo Europeo aprobó un conjunto de cambios en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, con el fin de reforzar su racionalidad, sin afectar al grado de disciplina presupuestaria que debe imponer. Aunque los resultados alcanzados en ambos casos contienen algunos elementos positivos, no parecen señalar una mayor determinación de las autoridades europeas para afrontar los problemas estructurales y fortalecer la disciplina fiscal.

#### 3.1 Evolución económica

Según la segunda estimación de la Contabilidad Nacional de la UEM relativa al cuarto trimestre de 2004, el PIB del área del euro creció un 0,2% en términos intertrimestrales, tasa inferior en una décima de punto porcentual a la del trimestre anterior y por debajo del incremento registrado en la primera parte del año pasado (véase cuadro 1). En términos interanuales, el producto aumentó un 1,6%, de forma que en el conjunto del año 2004 experimentó una tasa de variación del 1,8% (véase gráfico 8). Por lo que se refiere a la composición del crecimiento, la demanda interna, excluidas las existencias, elevó su aportación al aumento del PIB hasta cinco décimas de punto porcentual en el cuarto trimestre, gracias a la significativa recuperación del consumo privado, tras la atonía registrada en los dos trimestres anteriores. La formación bruta de capital fijo siguió evolucionando en el último trimestre de 2004 a un ritmo relativamente robusto, del 0,6%, pues la menor pujanza de los bienes de equipo fue contrarrestada por un mayor dinamismo de la construcción. La aportación de la demanda exterior neta al producto fue negativa, aunque menos que el trimestre anterior, como consecuencia de una ralentización de las importaciones más acusada que la que experimentaron las exportaciones. Por último, la variación de existencias restó 0,2 puntos al crecimiento del PIB, después de la fuerte acumulación de inventarios que tuvo lugar en el trimestre precedente.

El detalle de la Contabilidad Nacional por países del cuarto trimestre muestra una gran disparidad entre las tasas de crecimiento intertrimestral. Mientras que Alemania e Italia registraron

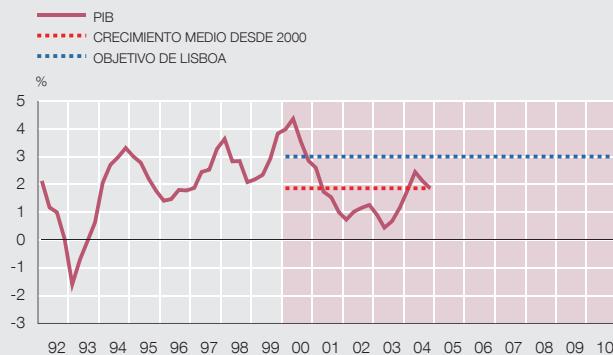
A la vista de los modestos resultados cosechados por la UE en términos de crecimiento económico y de creación de empleo en la década de los noventa, se fue fraguando un amplio consenso acerca de la necesidad de acometer reformas estructurales en los mercados de productos y de factores, y en los sistemas de protección social que fomentaran un entorno más propicio para la innovación, el empleo, el ahorro y la inversión. Este consenso se plasmó en el Consejo Europeo de Lisboa de marzo de 2000, que acordó promover un ambicioso programa de reformas, para transformar la UE en la «economía basada en el conocimiento más competitiva y dinámica del mundo». La estrategia estimaba que la aplicación de políticas orientadas a impulsar la productividad y a elevar la tasa de empleo permitiría lograr tasas medias de crecimiento del PIB del 3%.

Los objetivos de la denominada *Agenda de Lisboa* exigen medidas en áreas de política económica que son, sobre todo, competencia de los Estados miembros, por lo que se optó por abordar las reformas de una forma coordinada entre países. En un área geográfica con un nivel de integración elevado, esta coordinación se justifica porque las políticas realizadas por un país afectan al resto y porque un cierto impulso supranacional puede facilitar la adopción de las reformas, que normalmente tropieza a nivel nacional con la resistencia de los grupos de interés afectados y con la dificultad de que las autoridades afronten sus costes, pues estos son inmediatos, mientras que los

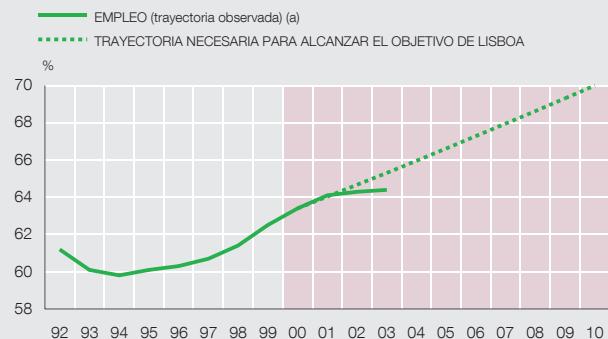
beneficios tienden a manifestarse a más largo plazo. En particular, se adoptó el llamado *método abierto de coordinación*, que suponía un mecanismo de cooperación voluntaria, que descansaba sobre la evaluación de los progresos alcanzados por cada Estado miembro con relación a un conjunto de indicadores estructurales (de carácter tanto cualitativo como cuantitativo), que guardan relación con los objetivos últimos. El Consejo Europeo acordó dedicar su reunión de primavera a la evaluación del avance hacia los objetivos, con lo que se aspiraba a que la presión colectiva de esa revisión anual fomentara la adopción de las reformas. En este contexto, el papel de la Comisión se circunscribía a la difusión de información acerca de los progresos realizados por cada Estado y a la actuación en sus áreas de competencia, en particular, los aspectos de la liberalización de los mercados de bienes y servicios relacionados con la culminación del mercado único.

Es difícil evaluar el impacto de la adopción de esta estrategia de reformas sobre los objetivos últimos, tanto porque no es posible conocer cuáles hubieran sido las políticas aplicadas en ausencia de la estrategia, como porque los efectos de las reformas pueden tardar en materializarse. No obstante, existe un amplio consenso en que los progresos realizados hasta la fecha han sido insuficientes. Como se observa en los gráficos, el crecimiento medio de la UE 15 desde la puesta en marcha de la estrategia se ha situado casi un punto porcentual por debajo del objetivo del 3%, lo que ha impedido reducir la

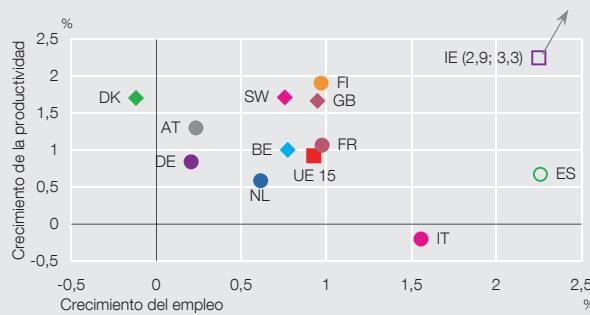
#### 1. CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB



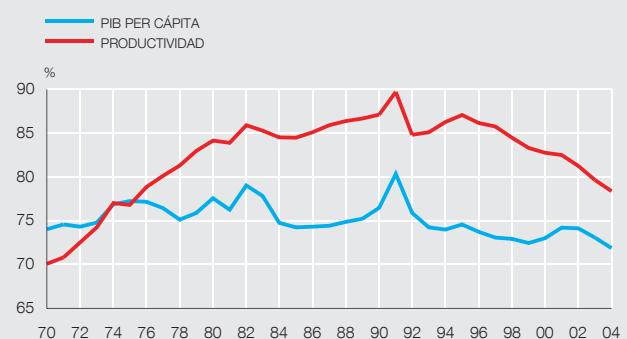
#### 2. TASA DE EMPLEO



#### 3. CRECIMIENTO INTERANUAL MEDIO DEL EMPLEO Y LA PRODUCTIVIDAD 2000-2004



#### 4. PIB PER CÁPITA Y PRODUCTIVIDAD DE LA UE CON RESPECTO A EEUU



FUENTES: EUROSTAT y Groningen Growth and Development Centre and The Conference Board, Total Economy Database, enero 2005, <http://www.ggdc.net>.

a. A fecha de hoy aún no hay datos de 2004

brecha de PIB per cápita con respecto a Estados Unidos. El cierre de esta brecha requiere una aceleración tanto del aumento de la tasa de empleo como de la productividad del trabajo. En términos de la primera de estas variables se han registrado algunos avances, pero tanto el objetivo intermedio del 67% en 2005 como el objetivo del 70% en 2010 parecen lejanos. Además, en algunos países se detecta una relación inversa entre la tasa de empleo y los incrementos de la productividad del trabajo. Sin embargo, los ejemplos de Irlanda, Reino Unido y algunos países nórdicos muestran cómo es posible compatibilizar un crecimiento sólido de ambas magnitudes a través de políticas encaminadas a favorecer la creación y difusión de innovaciones y, en general, todas aquellas que permitan acelerar el crecimiento de la productividad total de los factores, lo que hace más evidente, si cabe, la necesidad de políticas orientadas a fomentar la sociedad del conocimiento.

El Consejo Europeo de marzo de 2005 ha examinado los resultados alcanzados en los cinco años transcurridos desde el lanzamiento de la estrategia de Lisboa, teniendo en cuenta un informe elaborado por un grupo de expertos encabezado por Wim Kok y una Comunicación de la Comisión Europea. Ambos documentos son bastante críticos sobre el estado de las reformas, atribuyendo el escaso impulso reformador a la ausencia de una delimitación clara de las prioridades en la estrategia, a una falta de coordinación de agentes y políticas y, por último, a un compromiso insuficiente por parte de los Estados miembros para llevar a cabo las reformas. El Consejo Europeo ha reafirmado la importancia de los objetivos de la Agenda de Lisboa, por lo que se proponen medidas para intensificar el ritmo de adopción de las reformas, simplificar la estrategia y facilitar su seguimiento y coordi-

nación. Así, la nueva estrategia se centrará en la dimensión económica y, dentro de esta, en las áreas con un impacto mayor sobre el empleo y la productividad. Para acrecentar el grado de compromiso de los Estados miembros con los objetivos, se establece que los Gobiernos deberán preparar *programas de acción nacional* antes del final de 2005, que deben ser objeto de debate con los agentes sociales para lograr el mayor consenso posible en torno a las reformas. Sin embargo, se han suavizado las exigencias a los Estados miembros respecto a plazos y objetivos concretos que sugerían tanto el Informe Kok como la Comisión Europea. De forma paralela, la Comisión Europea desempeñará un mayor papel en el diseño de las políticas y en el seguimiento de su aplicación, lo que, entre otros aspectos, se traducirá en la elaboración de un informe que recoja las medidas necesarias a nivel supranacional. Finalmente, con el fin de simplificar los actuales mecanismos de coordinación de políticas y lograr una valoración más integrada de los distintos procesos en marcha, se refundirán en un solo documento los actuales informes nacionales y de la Comisión sobre reformas en los mercados de bienes y de capitales, pensiones y cohesión social.

Aunque esta reformulación de la Agenda de Lisboa pretende acelerar el ritmo de reformas estructurales en la UE, resulta incierto hasta qué punto será suficiente para que los Gobiernos actúen de forma más decidida, dado que el Consejo Europeo ha adoptado un enfoque menos ambicioso que el inicialmente propuesto por los informes anteriores mencionados. A este respecto, la experiencia reciente sobre la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento siembra algunas dudas acerca de la firmeza de la voluntad de las autoridades nacionales en la puesta en marcha de las medidas necesarias.

una contracción del producto del -0,2% y -0,4%, respectivamente, en Francia y España el PIB se expandió con vigor, a ritmos del 0,9% y 0,8%. En los dos primeros, el consumo privado tuvo un comportamiento muy débil y en Italia, además, se observó una notable contracción de la inversión y de las exportaciones. En el segundo grupo de países, en cambio, tanto el consumo como la inversión mostraron bastante dinamismo.

Por ramas de producción, el menor crecimiento del valor añadido de la economía del área en el cuarto trimestre fue el resultado de la fuerte desaceleración de la industria, ya que se produjo una clara recuperación del valor añadido en la construcción y, en menor medida, en los servicios. En el mercado de trabajo se mantuvo un ritmo débil de creación de empleo, de manera que la tasa interanual se situó en el 0,7%, por lo que la variación interanual de la productividad aparente del trabajo disminuyó en medio punto respecto al trimestre precedente, hasta el 0,9%.

La evolución de los indicadores más recientes denota, en su conjunto, un ligero repunte del ritmo de expansión del PIB en el primer trimestre del año 2005. Por lo que se refiere a los indicadores de oferta, el índice de producción industrial aumentó un 0,2% en enero y febrero respecto a la media del cuarto trimestre de 2004, y la tasa de variación interanual se situó en el 0,6% en febrero. Por su parte, los indicadores cualitativos procedentes de las encuestas de opinión relativos a las actividades de servicios y construcción mostraron, en media del

	2003		2004		2005		I TR (a)	II TR (b)
	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR		
PIB								
Crecimiento interanual	0,4	0,8	1,5	2,2	1,8	1,6		
Crecimiento intertrimestral	0,6	0,4	0,7	0,5	0,3	0,2		
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,2; 0,6)	(0,3; 0,7)
IPI (d)	-0,4	1,4	1,1	2,9	2,6	1,0	1,4	
Sentimiento económico	94,1	97,6	98,6	99,9	100,6	100,9	99,0	
Confianza industrial	-11,0	-8,0	-7,0	-5,0	-3,7	-3,3	-6,3	
PMI manufacturas	49,1	52,0	52,8	54,4	53,9	51,4	51,4	
Confianza servicios	5,3	10,7	11,3	11,7	12,0	11,0	10,7	
PMI servicios	51,9	56,7	56,0	55,2	54,4	52,9	53,1	
Tasa de paro	8,7	8,8	8,9	8,8	8,8	8,8	8,8	
Confianza consumidores	-17,3	-16,0	-14,3	-14,3	-13,7	-13,0	-13,3	
IAPC (d) (e)	2,2	2,0	1,7	2,4	2,1	2,4	2,1	
IPRI (d) (e)	0,9	0,9	0,4	2,4	3,3	3,6	4,2	
Precio del petróleo en \$ (e)	27,1	29,9	33,8	35,3	43,3	39,7	53,3	51,3
Préstamos al sector privado (d) (e)	4,9	5,5	5,3	6,0	6,5	7,1	7,6	
Rendimiento bonos a diez años UEM	4,2	4,4	4,2	4,4	4,2	3,8	3,7	3,6
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,09	-0,05	-0,11	0,28	0,14	0,36	0,67	0,87
Tipo de cambio dólar/euro (e)	1,165	1,263	1,222	1,216	1,241	1,362	1,296	1,297
Apreciación / Depreciación del euro (e)	11,1	20,4	-3,2	-3,8	-1,7	7,8	-4,8	-4,8
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	4,1	18,1	1,9	3,7	1,5	9,9	4,3	1,1

FUENTES: Eurostat, BCE y Banco de España.

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

b. Información disponible hasta el día 19 de abril de 2005.

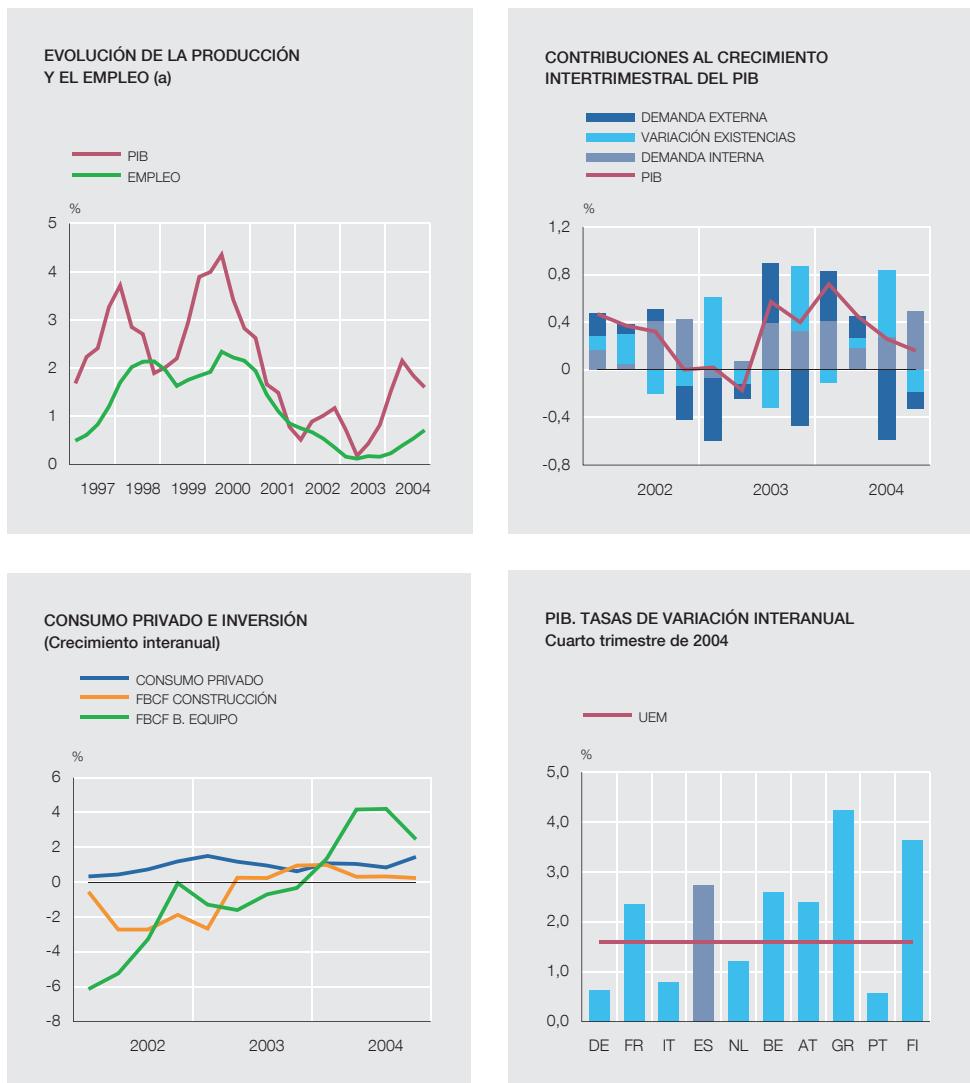
c. Previsiones de crecimiento intertrimestral.

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.

trimestre, niveles similares a los del cuarto trimestre de 2004. El índice de confianza de las encuestas de la Comisión Europea en la industria, sin embargo, experimentó un notable empeoramiento, discrepando de la evolución del indicador procedente de las encuestas de Reuters a los directores de compras referidas al sector manufacturero, que se mantuvo constante en el período analizado (véase cuadro 1). No obstante, tras la relativa estabilidad de los indicadores de confianza se esconde un deterioro gradual a lo largo del trimestre, especialmente marcado en marzo, lo que plantea dudas sobre la evolución de la actividad en los próximos meses.

Los indicadores disponibles por el lado de la demanda no muestran avances sustanciales en ningún agregado, aunque son coherentes con el mantenimiento de las tasas de crecimiento observadas del consumo privado y la inversión. Así, las ventas minoristas, que es el indicador mensual más correlacionado con el consumo privado, mejoraron en enero y febrero, y los indicadores de confianza de los consumidores y de los minoristas de la Comisión Europea permanecieron estables en los primeros meses del año (véase gráfico 9). Por el contrario, la matriculación de automóviles, que supone algo menos del 5% del consumo privado, empeoró de forma notable respecto al trimestre anterior. Aunque la información derivada de los indicadores de coyuntura es más imprecisa en el caso de la demanda de bienes de equipo, el deterioro en la valoración de los empresarios de sus carteras de pedidos podría señalar una cierta retención del dinamismo mostrado en trimestres anteriores por este componente de la inversión. Sin embargo, la evolución de otros indicadores también relacionados con esos bienes es más favorable. Así, el grado de utilización de la capacidad productiva se mantiene desde el

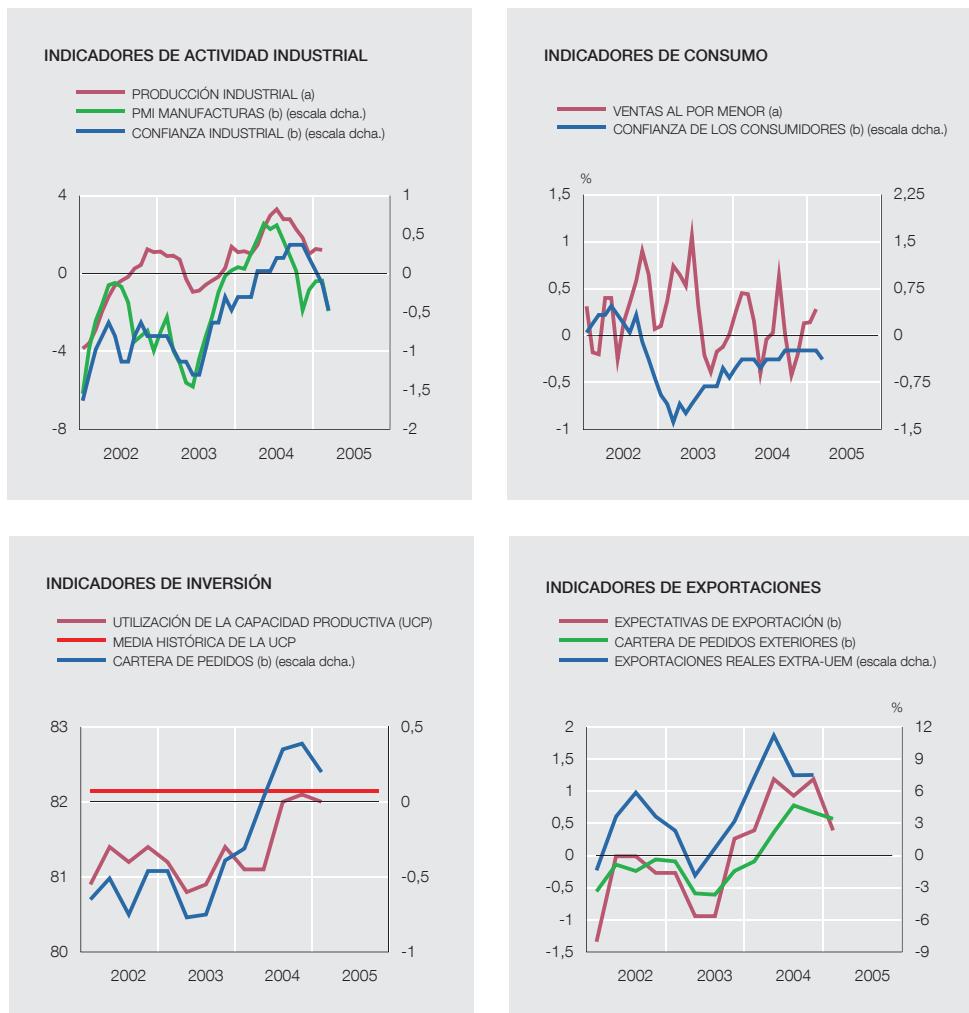


FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Tasas de variación interanual.

verano de 2004 en niveles superiores a los registrados en los trimestres precedentes y en línea con su valor medio histórico; a su vez, el crédito concedido a sociedades no financieras prolongó en los primeros meses del año la suave tendencia ascendente iniciada a mediados de 2004. En relación con las ventas al exterior, según la información provisional de Eurostat, las exportaciones dirigidas fuera del área valoradas en términos nominales mostraron en enero y febrero una evolución similar a la del trimestre previo. No obstante, la valoración de la cartera de pedidos procedentes del exterior y las expectativas de exportación de la encuesta trimestral de la Comisión Europea empeoraron en relación con el cuarto trimestre de 2004. Finalmente, los indicadores de empleo en el primer trimestre provenientes de las encuestas de opinión y la tasa de paro hasta el mes de febrero mantienen una relativa estabilidad, por lo que es previsible que el avance de la ocupación prosiga a un ritmo relativamente débil.

En síntesis, parece probable que el producto del área continúe expandiéndose en el primer trimestre del año a un ritmo moderado, pero algo más alto que el observado en la última parte de 2004. Ello estaría en línea con el intervalo estimado por la Comisión Europea, que sitúa el incremento del PIB en el primer trimestre entre el 0,2% y el 0,6%. No obstante, a raíz del

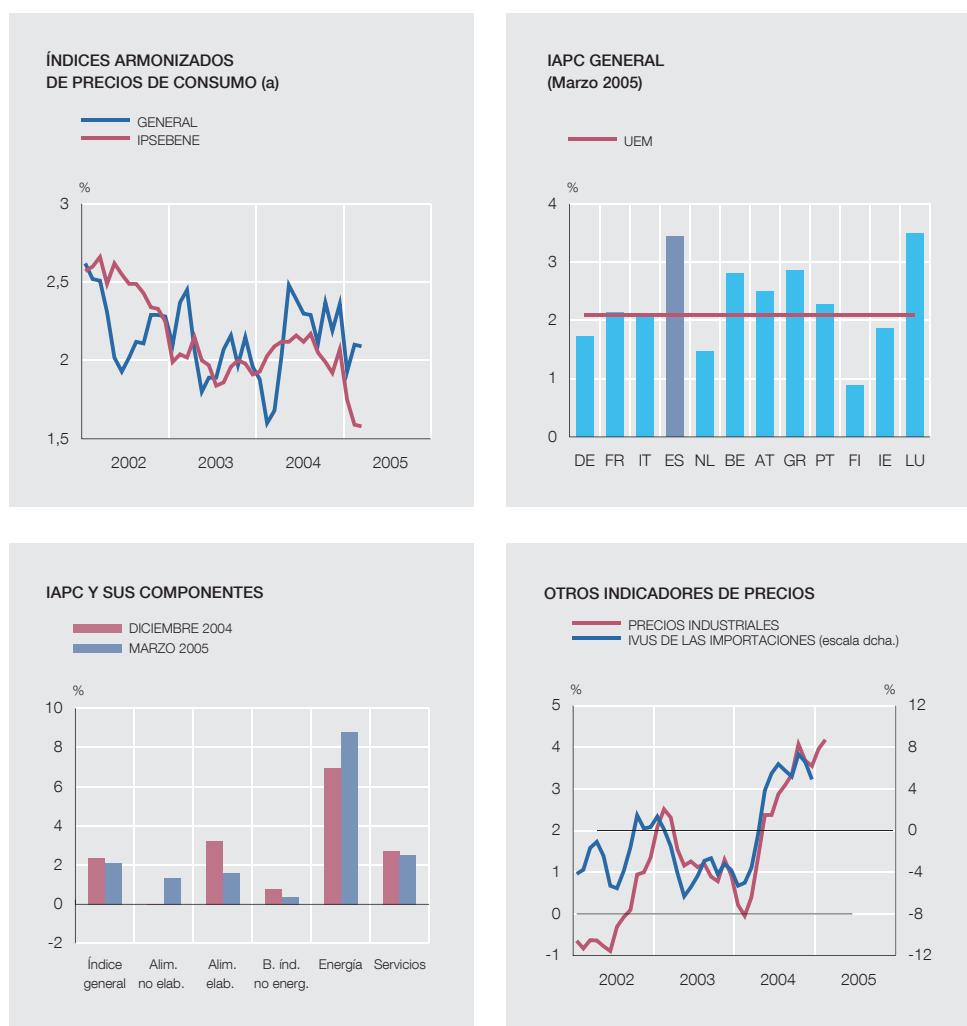


FUENTES: Eurostat y Comisión Europea.

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

menor crecimiento registrado en la segunda mitad de 2004 y de la información tan poco definida de los indicadores de corto plazo, este organismo ha revisado cuatro décimas a la baja el crecimiento del producto esperado para el conjunto de 2005 respecto a la previsión que realizó en otoño de 2004, cifrándolo en un 1,6%.

En este sentido, el deterioro de los indicadores de confianza en marzo, la facilante trayectoria del gasto interno, la incertidumbre sobre el tipo de cambio del euro y la posibilidad de que los efectos de la apreciación acumulada todavía no se hayan manifestado completamente en los flujos de comercio, junto con el elevado precio que mantiene el petróleo, plantean dudas sobre el grado de fortaleza que va a exhibir la expansión económica del área en los próximos meses. Además de los efectos directos que supone el encarecimiento de un *input* de producción sobre la actividad de las economías, es posible que el aumento de los precios de la energía también esté afectando negativamente a la confianza de los agentes, retrasando o desanimando sus decisiones de gasto y reduciendo —a través de su impacto sobre la inflación— el poder adquisitivo de las rentas de las familias. No obstante, en un contexto en el que se mantienen condiciones financieras muy favorables y en el que los márgenes empresariales han crecido como consecuencia de la moderada evolución de los costes laborales unitarios,

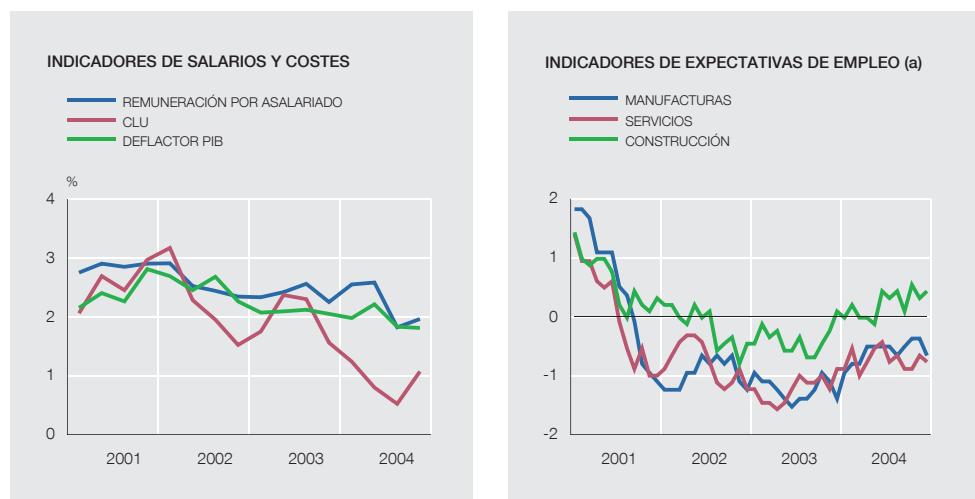


FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

cabría esperar una mayor pujanza de la inversión y de la creación de empleo, que contribuiría a fortalecer el consumo de los hogares.

Desde diciembre de 2004, la inflación en el área del euro, medida en términos de la tasa de variación interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), se ha desacelerado tres décimas de punto porcentual, hasta situarse en el mes de marzo en un 2,1% (véase gráfico 10). Esto se explica por la evolución de los alimentos elaborados, y, en menor medida, de los bienes industriales no energéticos y de los servicios, debido a la desaparición de los efectos de base derivados de algunas medidas introducidas un año antes en determinados países, tales como la subida de los impuestos indirectos sobre el tabaco en Francia y en Alemania en enero y marzo de 2004, respectivamente, o la derivada de la reforma de la financiación de la sanidad en este último país. Por ello, el índice que agrupa los componentes más estables (el IPSEBENE) redujo su tasa de variación en cinco décimas a lo largo de los tres primeros meses del año, con lo que se situó en el 1,6% en marzo, que es el nivel más bajo alcanzado por este índice en los últimos cuatro años. Por su parte, los precios de los componentes más volátiles repuntaron en el primer trimestre, debido, en el caso de los alimentos no elaborados, a las condiciones meteorológicas adversas, mientras que el precio de la energía sufrió el im-



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

pacto de la escalada de la cotización del barril del petróleo. En lo concerniente a los precios industriales, la tasa de crecimiento interanual en febrero fue del 4,2%, siete décimas más que en diciembre de 2004, como resultado, en gran medida, del alza de los precios del crudo.

Desde el punto de vista de la formación de los precios interiores, en el cuarto trimestre de 2004 los costes laborales unitarios crecieron por debajo del deflactor del PIB, lo que supuso una nueva ampliación de los márgenes empresariales (véase gráfico 11). A pesar del fuerte aumento de los precios de la energía, los riesgos inflacionarios no parecen elevados, dados el exceso de capacidad que presentan algunos países, la moderación salarial que se espera prosiga en los próximos meses a la luz del escaso dinamismo del mercado de trabajo, y la recuperación de los beneficios de las empresas, que favorece la transmisión limitada a precios de los costes de producción. Sin embargo, la posibilidad de que el precio del petróleo permanezca en los niveles actuales durante un período largo introduce un riesgo al alza en el curso futuro de los precios, ya que arroja alguna duda sobre si la evolución moderada de los salarios seguirá manteniéndose, lo que es clave para limitar los efectos de segunda vuelta sobre la inflación.

En el ámbito de la política fiscal, el Consejo Europeo de marzo acordó los contenidos de la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, culminando así el proceso de discusión iniciado tras el verano del año pasado. En el recuadro 3 se detallan las modificaciones introducidas y se realiza una evaluación de sus posibles consecuencias. No obstante, tanto la descripción de las nuevas reglas como su valoración tienen un carácter tentativo, a falta de la concreción definitiva del acuerdo en una nueva redacción de los textos legales que conforman el Pacto.

En 2004, el déficit agregado de las Administraciones Públicas de los países del área se situó en el 2,7% del PIB, esto es, una décima menos que en 2003. Esta pequeña mejoría fue posible gracias al descenso de los pagos por intereses, de forma que el superávit primario se mantuvo inalterado en el 0,6% del PIB. Cuando se ajusta por los efectos del ciclo económico, esta última magnitud tampoco registró apenas variaciones, por lo que cabe concluir que, en el pasado año, la política fiscal fue aproximadamente neutral en la UEM. Por países, el déficit superó el valor de referencia establecido en el Tratado en Grecia (6,1% del PIB) y

En el otoño de 2004, la Comisión Europea inició un proceso de revisión del marco institucional que gobierna las políticas fiscales de los Estados miembros del área del euro y del conjunto de la UE. Esta revisión, inspirada por la experiencia acumulada en la aplicación de las reglas hasta ahora existentes y, en particular, por los problemas institucionales surgidos en el curso de los Procedimientos de Déficit Excesivo abiertos a Alemania y Francia, ha culminado con la ratificación en el Consejo Europeo de 22 y 23 de marzo del acuerdo alcanzado unos días antes por el Consejo ECOFIN para modificar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

En primer lugar, el texto aprobado postula una serie de acciones para estimular el compromiso institucional con la disciplina fiscal, lo que incluye la mejora de la fiabilidad de las estadísticas presupuestarias, el uso de previsiones macroeconómicas realistas en la elaboración de los programas de estabilidad, la puesta en marcha de reglas presupuestarias nacionales que complementen las disposiciones del Pacto y el compromiso de los Gobiernos entrantes con los objetivos presupuestarios de los Gobiernos salientes. Además, la reforma introduce una serie de cambios tanto en la parte del Pacto que se ocupa de fomentar el mantenimiento de políticas saneadas en coyunturas cíclicas favorables, a fin de limitar el riesgo de que se registre un grave deterioro presupuestario en la fase baja del ciclo (lo que se ha dado en llamar «brazo preventivo»), como en la parte que trata de la corrección de los déficit excesivos, «brazo correctivo». Así, en la vertiente preventiva se han decidido los siguientes cambios:

1. Definición del objetivo de medio plazo. Hasta ahora, se requería que cada Estado miembro mantuviera una posición próxima al equilibrio presupuestario, por término medio, a lo largo del ciclo económico. La reforma introduce objetivos de medio plazo diferenciados por países, que, en todo caso, deben proporcionar un margen de maniobra suficiente para evitar violaciones del límite de déficit del 3% del PIB. Así, los países con deuda reducida y elevado crecimiento potencial tendrán por objetivo de medio plazo un déficit ajustado por el ciclo y neto de medidas temporales del 1% del PIB. Para los países que se encuentren en la situación opuesta, este objetivo será un superávit o un saldo equilibrado. Además, en el futuro, en la definición de estos objetivos se tendrán en cuenta los pasivos implícitos (esto es, los derivados del coste presupuestario del envejecimiento de la población), una vez que el Consejo haya acordado una metodología que lo haga posible.
2. Senda de ajuste al objetivo de medio plazo. Por regla general, la mejora anual del saldo ajustado de ciclo y neto de medidas temporales deberá ser del 0,5% del PIB. No obstante, la velocidad de aproximación al objetivo deberá ser mayor en coyunturas cíclicas favorables, y viceversa.
3. Papel de las reformas estructurales en relación con los objetivos de medio plazo. Las reformas estructurales con efectos positivos claros sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo justificarán desviaciones transitorias respecto de los objetivos de medio plazo, así como un ritmo más lento de aproximación hacia ellos.

Por lo que hace referencia a la vertiente correctiva, las principales modificaciones son:

1. Clarificación de las circunstancias bajo las cuales un déficit que supera el valor de referencia por un estrecho margen y de manera transitoria puede ser considerado como «excepcional». Hasta la fecha se requería, como norma general, que el PIB descendiera al menos un 2% en un año dado. A partir de ahora será suficiente con que se registre una tasa negativa de aumento del producto.
2. Consideración de «otros factores relevantes» en los distintos pasos del procedimiento. Estos factores, que deberán ser tenidos en cuenta a la hora de valorar excesos transitorios y reducidos sobre el valor de referencia, incluirán, en particular, la tasa de crecimiento potencial, las condiciones cíclicas prevalecientes, la aplicación de reformas estructurales y de políticas para fomentar la innovación tecnológica, la inversión pública, los esfuerzos de consolidación en la fase alta del ciclo y el nivel de gasto en ayuda internacional y cualquier carga fiscal relacionada con el proceso de Unión Europea.
3. Reformas de los sistemas de pensiones. Los costes relacionados con la introducción de un sistema público de capitalización serán tenidos en cuenta al enjuiciar una situación de déficit excesivo.
4. Deuda pública. Se juzgará cualitativamente si un país con una ratio de deuda superior al 60% ha hecho suficientes progresos para su reducción.
5. Plazos para la corrección de un déficit excesivo. Por regla general, un déficit excesivo deberá corregirse en el año posterior a su identificación. Sin embargo, este plazo podrá alargarse un año en función de los otros factores relevantes antes enunciados y revisarse de nuevo posteriormente si tuvieran lugar acontecimientos adversos con un claro impacto presupuestario.

Un aspecto de las nuevas reglas que merece una valoración positiva es el aumento de la racionalidad económica sobre la que descansa el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, lo que se manifiesta, en particular, en tres aspectos: en primer lugar, la diferenciación de los objetivos de medio plazo por países, así como el hecho de que se utilicen los saldos ajustados de ciclo netos de medidas temporales para valorar el cumplimiento con los objetivos y con la senda de ajuste hacia ellos; en segundo lugar, la relajación del requisito de que solo una caída del producto superior al 2% del PIB exima a un déficit transitoriamente por encima del 3% del PIB de la consideración de excesivo; y, finalmente, la posibilidad de que el plazo para la corrección de un déficit excesivo se alargue en el caso de que, tras haber tomado medidas efectivas, el país sufra una evolución económica desfavorable. Como contrapartida, la complejidad de las reglas es ahora mayor y su aplicación es menos automática, al incrementarse el número de factores que deben ser considerados tanto en la parte preventiva como en la correctiva y la capacidad discrecional del Consejo para enjuiciarlos. Como consecuencia, a partir de ahora será más difícil

asegurar una aplicación transparente de las nuevas normas y un tratamiento equitativo entre países.

Las modificaciones más preocupantes de las normas son las que atañen al procedimiento de déficit excesivo. En particular, la probabilidad de que un déficit mayor del 3% del PIB no sea juzgado como excesivo ha aumentado con la inclusión en el acuerdo de una larga lista de factores eximentes no plenamente determinados. Además, también es ahora mayor la posibilidad de que estos mismos factores puedan ser esgrimidos para justificar un alargamiento del plazo para la corrección del déficit excesivo. Solo el hecho de que, para la consideración de estos eximentes, el exceso debe ser transitorio y pequeño contribuye a mitigar los aspectos negativos de este aspecto del acuerdo. Adicionalmente, aunque el mayor peso otorgado a las consideraciones relativas a la ratio de deuda y a la sostenibilidad de las finanzas públicas constituye un aspecto positivo de la reforma, es muy probable que su falta de concreción en objetivos cuantitativos no contribuya a acrecentar los incentivos a mejorar la posición patrimonial de las Administraciones Públicas.

En suma, consideradas en su conjunto, las nuevas reglas, aunque tienen elementos positivos, plantean dudas sobre su capacidad para garantizar la disciplina presupuestaria en el área. No obstante, cualquier valoración realizada tiene, por el momento, un carácter provisional, pues se desconoce todavía la plasmación legal de la reforma, terreno en el que cabe esperar un acuerdo definitivo en las próximas semanas, tras la invitación del Consejo Europeo a la Comisión para que formule con prontitud propuestas al respecto. En todo caso, resulta crucial que el nuevo marco sea aplicado del modo más estricto posible y que los países muestren un mayor compromiso con su cumplimiento que en el pasado. A este respecto, la delicada situación presupuestaria por la que atraviesan algunos Estados, que no solo presentan déficit elevados, sino que, además, han recurrido intensivamente, con el fin de presentar saldos menos desequilibrados, a medidas temporales o a operaciones cuya conformidad con los estándares contables vigentes está siendo analizada, constituye una nueva prueba de fuego para el marco de disciplina fiscal vigente.

Alemania y Francia (el 3,7% en ambos casos), mientras que en Italia alcanzó exactamente esa cota y en Portugal y Holanda se quedó muy cerca de ella. No obstante, tanto en Italia como en Portugal se acometieron operaciones ad hoc para contener el déficit, cuyos efectos son meramente transitorios. Adicionalmente, en su nota de prensa acerca de las notificaciones del Protocolo de Déficit Excesivo, Eurostat ha expresado reservas sobre la conformidad de las cifras proporcionadas por Grecia, Italia y Portugal en los últimos años con las normas contables vigentes, por lo que los déficits de estos tres Estados miembros podrían ser revisados próximamente.

Según las previsiones de primavera de la Comisión Europea, el déficit observado disminuirá en una décima del PIB en 2005, mientras que, en términos del superávit primario ajustado de ciclo, la mejora será de dos décimas, lo que apunta a una orientación moderadamente contractiva de la política fiscal en el presente ejercicio. Por países, se estima que Portugal, Grecia, Italia y Alemania presentarán un déficit superior al 3% del PIB.

En el caso italiano, a la luz de estas previsiones y de la elevada probabilidad de que la cifra de déficit de 2004 sea revisada, hasta situarse claramente por encima del 3% del PIB, la Comisión anunció, a mediados de abril, la apertura de un Procedimiento de Déficit Excesivo antes del final de junio. A pesar de esta evolución desfavorable, el Gobierno italiano había mostrado, antes de su disolución, su intención de introducir próximamente una rebaja en el impuesto sobre la renta. En Portugal, la evolución desfavorable de las cuentas públicas podría traducirse asimismo en el inicio de un Procedimiento de Déficit Excesivo, a expensas del contenido del programa de estabilidad actualizado que las autoridades presentarán próximamente. Por su parte, Grecia presentó a finales de marzo un nuevo programa de estabilidad, con medidas de consolidación para 2005, que contemplan tanto una reducción del gasto público como un aumento de los ingresos. De acuerdo con el programa, el déficit se situará en 2006 en el 2,9% del PIB, con lo que cumpliría con la decisión adoptada en febrero por el Consejo de solicitar a las autoridades griegas la adopción de medidas que permitan que el déficit descienda por debajo del 3% del PIB en 2006. Finalmente, en Alemania, el cumplimiento del compromiso de

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

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

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

b. Previsiones de primavera de 2005 de la Comisión Europea.

c. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre noviembre de 2003 y enero de 2004.

d. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre noviembre de 2004 y marzo de 2005.

obtener un déficit del 2,9% del PIB en 2005 puede verse dificultado por la evolución desfavorable de la actividad económica.

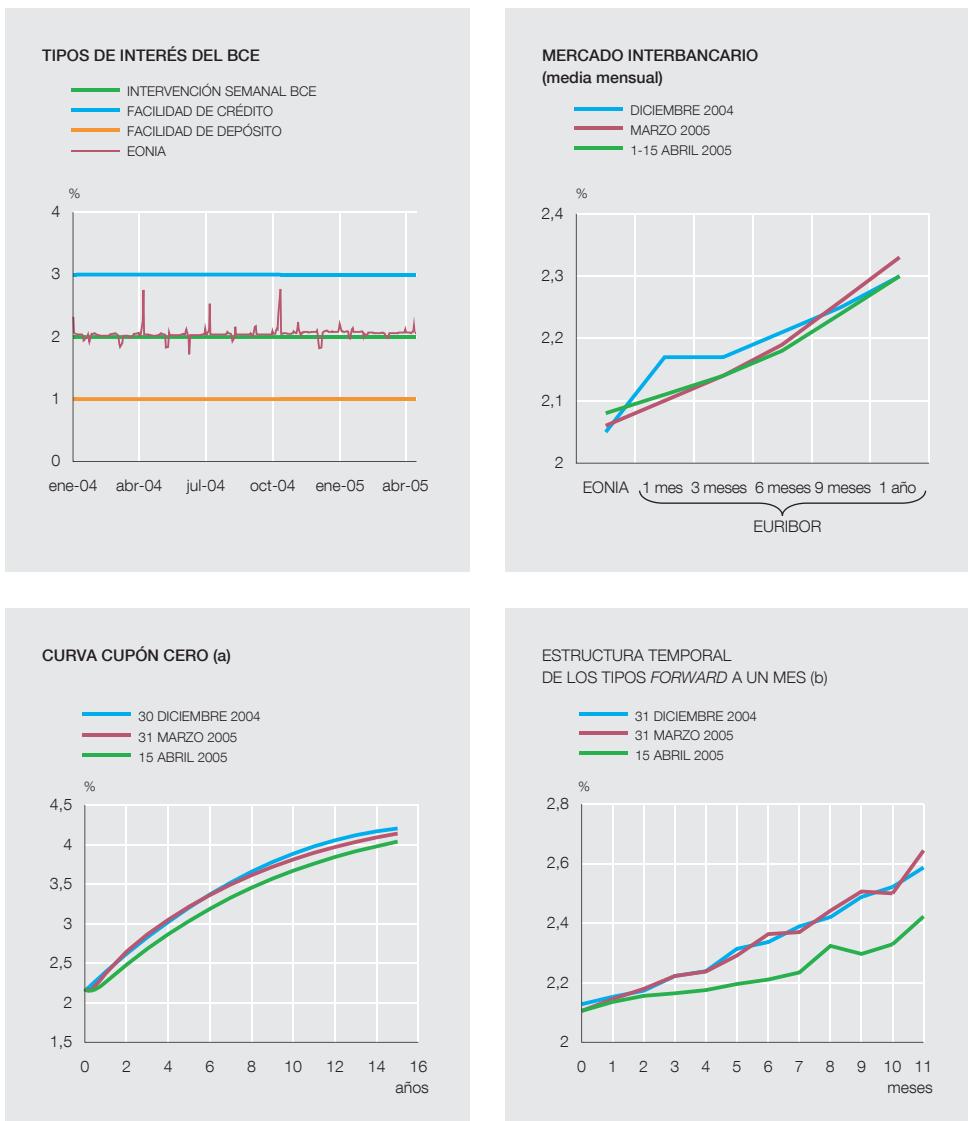
### 3.2 Evolución monetaria y financiera

En las reuniones celebradas a lo largo de los primeros cuatro meses del año, el Consejo de Gobierno del BCE ha valorado que el tono vigente de política monetaria resultaba compatible con unas perspectivas favorables para la estabilidad de precios y se ajustaba al avance lento de la actividad. En consecuencia, los tipos aplicados a las operaciones principales de financiación, a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito se mantuvieron invariados en el 2%, el 1% y el 3%, respectivamente.

A lo largo de los tres primeros meses del año, los tipos de interés del mercado monetario se mantuvieron estables. No obstante, a mediados de abril la curva de rendimientos experimentó un moderado desplazamiento a la baja, que indica una contención de las expectativas de subidas de los tipos de interés oficiales prevalecientes en los primeros meses del año (véase gráfico 11). Por su parte, en los mercados de deuda, las rentabilidades negociadas al plazo de diez años siguieron mostrando niveles históricamente reducidos, por debajo del 4%. De acuerdo con la información disponible hasta febrero, los tipos de interés fijados por las entidades de crédito en sus operaciones de activo y pasivo también permanecieron estables en términos generales. Así, por ejemplo, el tipo de interés de los créditos otorgados a las familias para la adquisición de vivienda se situaba en febrero en el 4%, ligeramente por debajo del registrado tres meses antes. Por último, en los mercados de renta fija privada, los diferenciales de los bonos corporativos han tendido, en general, a reducirse, de forma que en marzo alcanzaron niveles históricamente bajos (véase gráfico 13). No obstante, en los últimos días, se ha

## TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 12



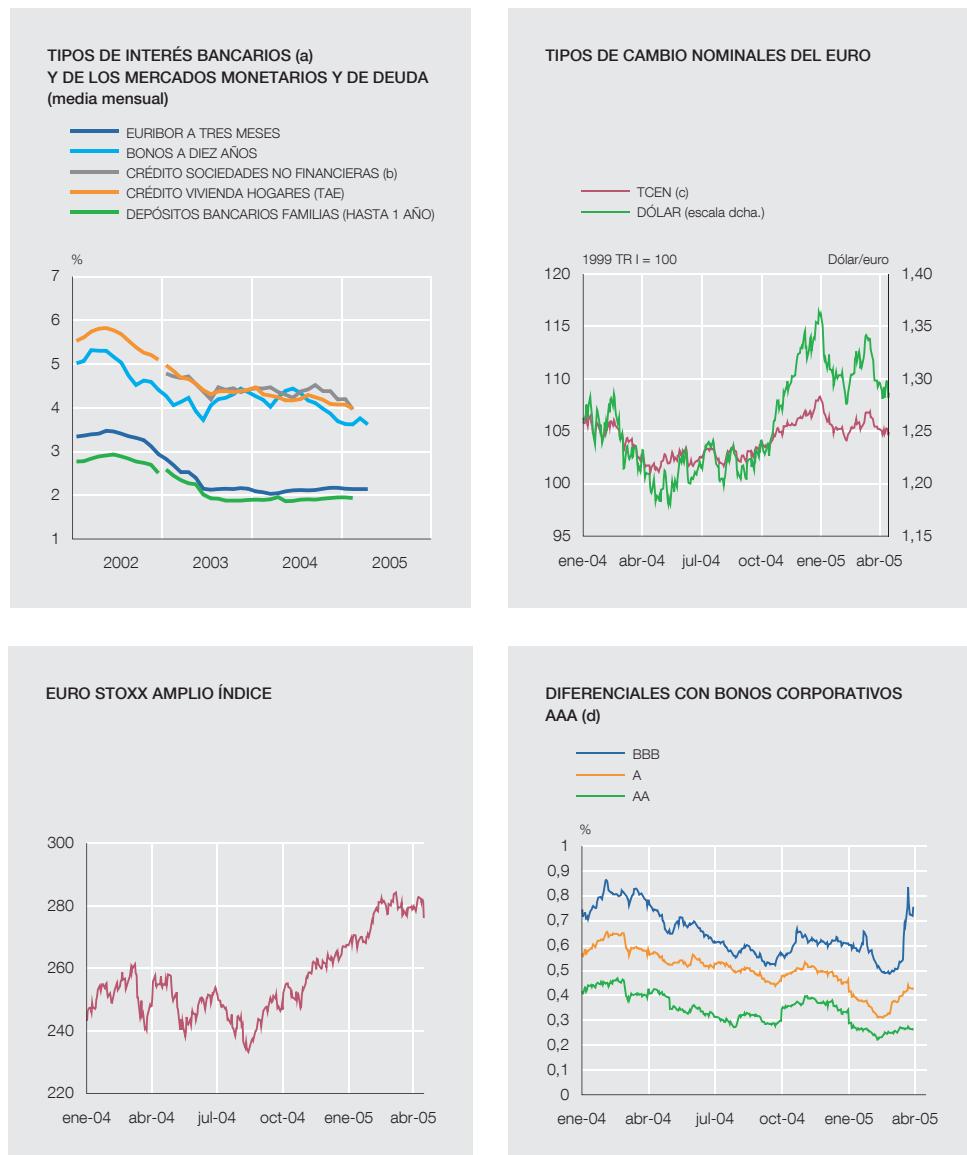
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

observado en las categorías de bonos con menor calificación una ampliación de estos diferenciales, hasta los niveles vigentes al inicio del año.

La recuperación que venían experimentando los mercados de renta variable de la UEM desde mediados de 2004 se detuvo a comienzos de marzo y en abril se han producido descensos en las cotizaciones, de forma que, en los últimos días del mes, se sitúan en niveles comparables a los vigentes a comienzos de año. Tras esta evolución se encuentran, muy probablemente, los aumentos en los precios del petróleo, en la medida en que suponen la anticipación de mayores costes de producción para las empresas y, por lo tanto, menores beneficios, así como la incertidumbre acerca de las repercusiones que podría generar un menor crecimiento en Estados Unidos sobre la UEM.

En los primeros meses de 2005, el euro se ha depreciado frente a las principales monedas desde los máximos alcanzados a finales del año anterior, momento en el que su cotización frente al dólar llegó a situarse en 1,36. En el primer trimestre y los días transcurridos de abril,

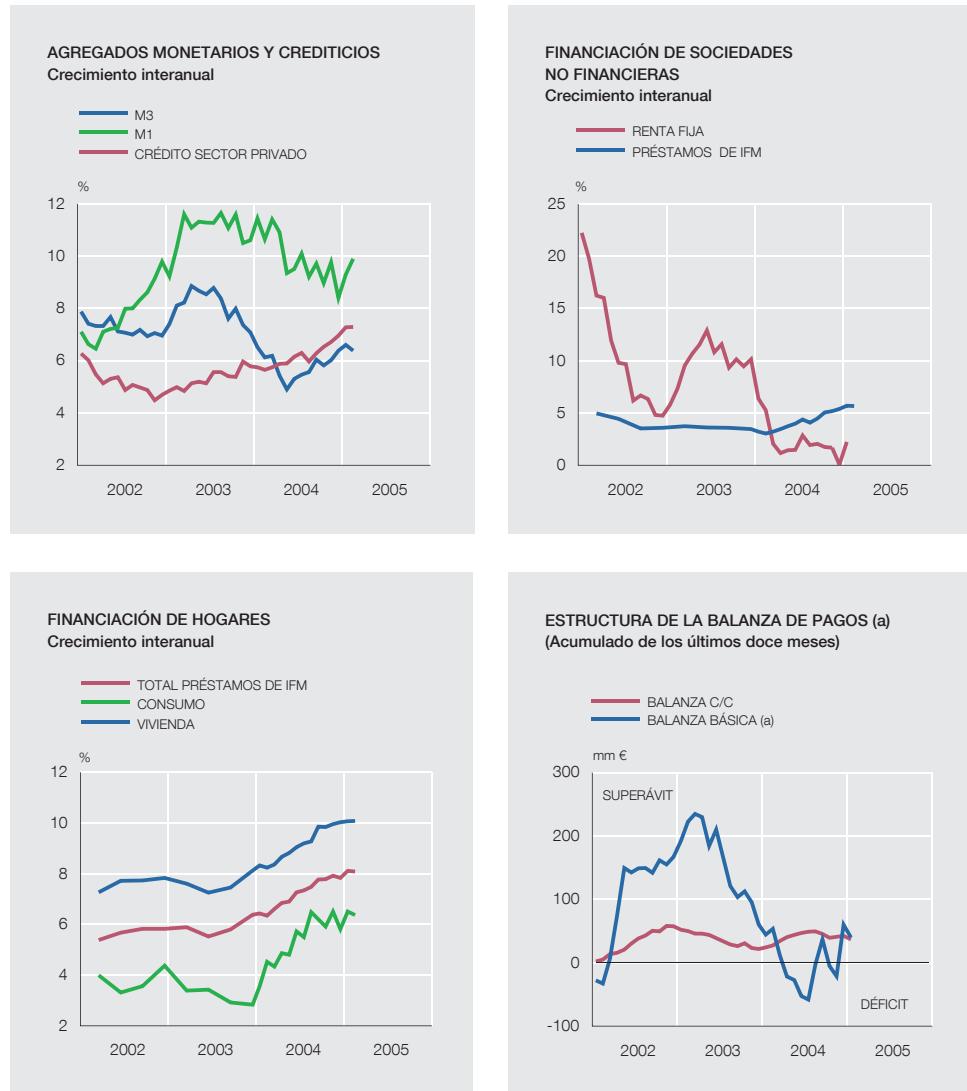


FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- 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.

el euro se depreció un 5,5% frente al dólar, lo que puede estar motivado por el retraso en las expectativas de recuperación de la economía europea o por el aumento de los diferenciales de tipos de interés entre Estados Unidos y la UEM. En términos efectivos nominales, la pérdida de valor del euro respecto al dólar —y a las monedas asiáticas ligadas a este— fue parcialmente compensada por la apreciación frente a las monedas de varios de los nuevos países miembros de la Unión Económica Europea, de manera que el tipo de cambio efectivo nominal se situó, a finales de abril, en torno a un 3% por debajo de su nivel de finales de diciembre de 2004.

En marzo, la tasa interanual del crecimiento del agregado monetario M3 alcanzó el 6,5%, algo por encima del crecimiento del cuarto trimestre de 2004. M1 fue el componente más dinámico,



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.

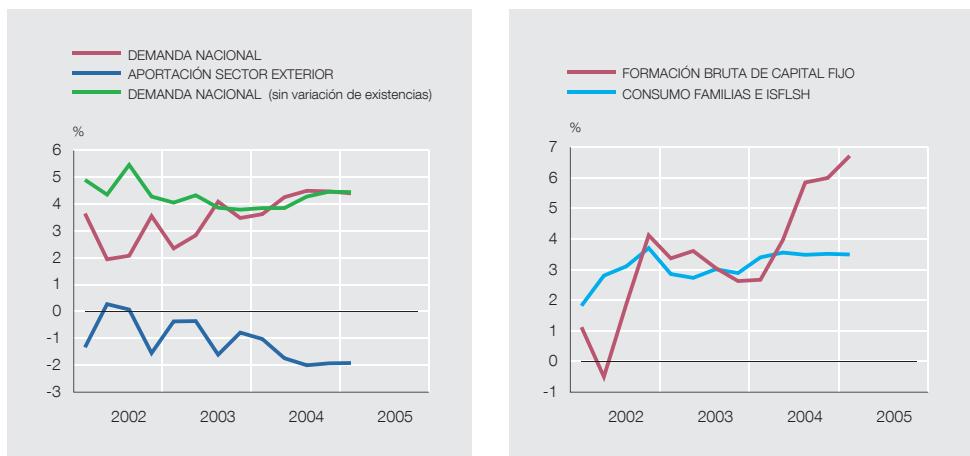
con un crecimiento interanual en torno al 9,3%, por el vigor tanto de la demanda de efectivo como de los depósitos a la vista. En los primeros meses de 2005, el crédito al sector privado siguió expandiéndose gradualmente, con una tasa interanual del 7,5% en marzo, lo que fue el reflejo de un comportamiento más dinámico del crédito concedido a familias —que aumentó un 8%— que del otorgado a las empresas —que creció un 6%—. Los préstamos a hogares destinados a financiar la compra de vivienda continuaron mostrando una tasa de crecimiento interanual relativamente elevada, un 10%. Finalmente, en España, el crédito al sector privado siguió aumentando a un ritmo mucho más alto, superior al 18%.

Antes de abordar el análisis en profundidad del comportamiento de la economía española en el primer trimestre de 2005, es necesario recordar la nota de cautela con la que se iniciaba el primer epígrafe de este Informe. Este análisis está basado en las cifras de la CNTR actualmente disponibles, correspondientes a la base 1995 de la CNE. Sin embargo, el INE tiene previsto efectuar el cambio de la CNE a la base 2000 a lo largo del próximo mes de mayo, de forma que, cuando publique las estimaciones oficiales del primer trimestre de 2005, estas estarán ya referidas a la CNTR en la nueva base. La CNE base 2000 incorporará las nuevas estimaciones de la EPA, que acaban de ser publicadas, en las que se utilizan ya las proyecciones de población elaboradas con el censo 2001 y el padrón continuo. La magnitud de las diferencias en las tasas de crecimiento de la población y del empleo entre estas nuevas estimaciones y la antigua EPA, para el período 2001-2004, hace suponer que las revisiones al alza en las cifras de crecimiento del producto y del empleo de los últimos años que aparezcan en la CNE base 2000 pueden ser significativas. En definitiva, el análisis y la valoración de la situación económica española realizados en este informe, que son coherentes con los últimos datos publicados por el INE en la base 1995, solo pueden aproximar de forma cualitativa el sentido de las estimaciones oficiales que se publiquen para el primer trimestre.

A partir de la información disponible, se estima que en el primer trimestre del año la economía española prolongó la senda de suave recuperación observada en la segunda mitad de 2004, alcanzando un crecimiento interanual del PIB del 2,8%, en términos reales, y aportaciones de la demanda nacional y del sector exterior en línea también con las observadas en ese período, de 4,7 pp y -1,9 pp, respectivamente (véase gráfico 15). No obstante, la composición de la demanda nacional habría sido algo distinta de la de finales de 2004, con una desaceleración del consumo público, tras el notable repunte que experimentó el pasado año, y una expansión adicional de la inversión en bienes de equipo, que habría alcanzado tasas de crecimiento interanual del orden del 11%. Por su parte, tanto la construcción como el consumo privado estabilizaron sus altos ritmos de variación, en torno a tasas del 5% y del 3,5%, respectivamente. La demanda exterior siguió teniendo una intensa contribución negativa al crecimiento, en un contexto de desaceleración de las exportaciones de bienes y servicios y de aumento vigoroso de las importaciones.

Desde la perspectiva de la producción, en los primeros meses del año 2005 el avance del valor añadido de la economía de mercado se basó en el continuado dinamismo de la construcción, mientras que la actividad industrial y los servicios de mercado han mantenido ritmos de avance moderados y la agricultura ha experimentado un nuevo retroceso. Los indicadores coyunturales de empleo del primer trimestre —en particular, las cifras de la EPA— han proporcionado señales compatibles con un reforzamiento del ritmo de generación de puestos de trabajo. De esta forma, el ritmo de avance de la productividad en el primer trimestre se ha mantenido dentro de la senda de reducidos valores que vienen siendo habituales para esta variable.

Se estima que, en el entorno de bajas ganancias de productividad que se acaba de describir, los costes laborales unitarios registraron una cierta aceleración al comienzo de 2005, debida al impacto de las cláusulas de revisión salarial sobre el crecimiento de la remuneración por asalariado. Dichas cláusulas se han activado como consecuencia de la desviación de inflación observada en 2004, respecto de la referencia del 2%. En este entorno de aumentos de los CLU próximos al 4%, el encarecimiento del petróleo ha incidido adicionalmente sobre la evo-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

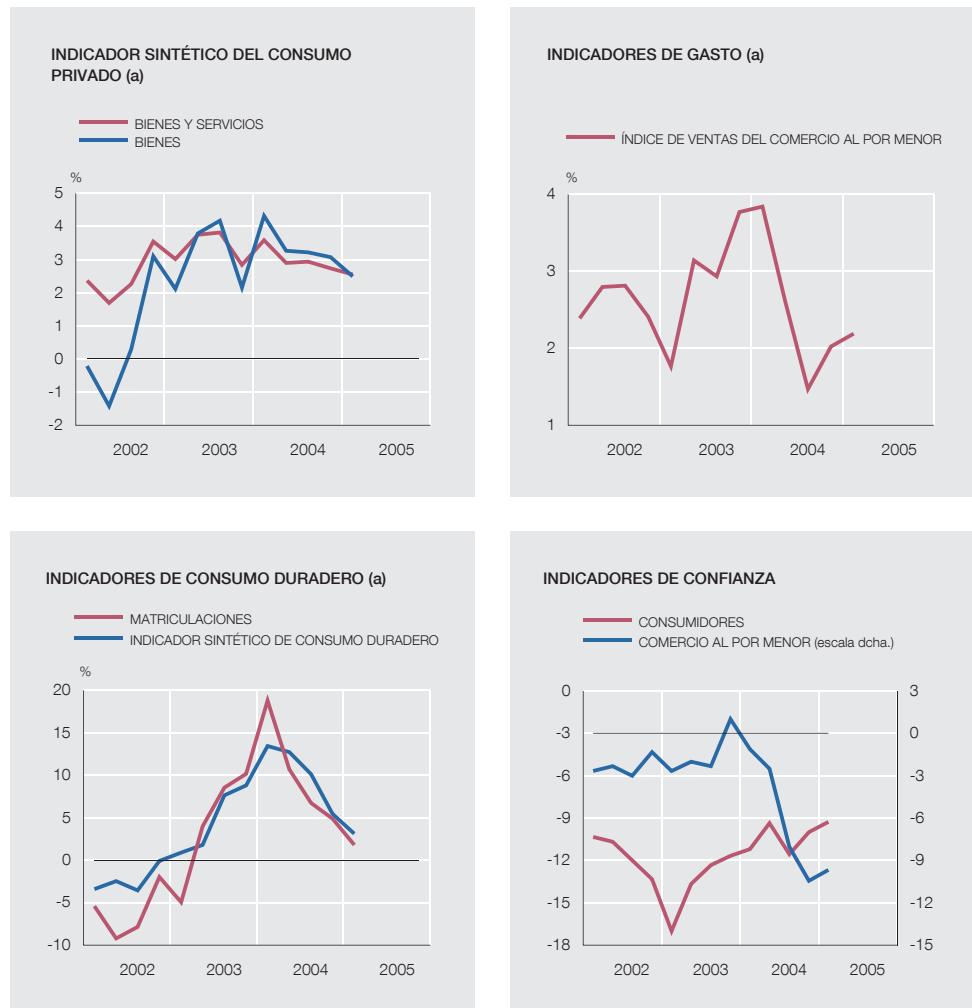
lución de los precios, llevando la tasa de inflación, medida en términos del IPC, hasta tasas interanuales del 3,4% en marzo.

#### 4.1 Demanda

El gasto en consumo final de los hogares españoles, en términos reales, finalizó el año 2004 con un crecimiento interanual del 3,5%, en línea con el perfil de notable crecimiento registrado a lo largo de todo el año (véase gráfico 15). Según la información coyuntural más actualizada, esta fortaleza se habría prolongado a lo largo del primer trimestre de 2005, en un entorno de suave desaceleración de la renta disponible, apoyada en las ganancias de riqueza real neta de este sector y en unas condiciones de financiación holgadas, que llevarían a un descenso adicional de la tasa de ahorro de las familias.

Los indicadores disponibles para el primer trimestre de 2005 apuntan hacia el mantenimiento del importante ritmo de avance con el que el consumo privado cerró el año 2004 (véase el gráfico 16). El indicador sintético de consumo privado de bienes y servicios muestra un perfil de crecimiento estable, en el que la desaceleración del componente de consumo de bienes duraderos ha tendido a compensarse con una aceleración del componente de bienes no duraderos y una estabilidad en el crecimiento del consumo de servicios. Además, cabe pensar que el consumo de energía se habría incrementado, dadas las bajas temperaturas que han afectado a este período. Por su parte, la desaceleración del consumo de bienes duraderos ha venido determinada por la pérdida de dinamismo registrada por las matriculaciones de automóviles, que, no obstante, siguen situadas en máximos históricos. Entre los restantes indicadores relacionados con el gasto de las familias, en el conjunto del primer trimestre se ha observado un avance del índice general de ventas del comercio minorista, acompañado por un movimiento similar del indicador de confianza del comercio al por menor, que continuó elevándose en abril. En el mismo sentido, el indicador de confianza de los consumidores mejoró levemente en el primer trimestre, si bien en el mes de abril retrocedió.

Entre los determinantes del consumo privado, las estimaciones disponibles apuntan hacia una desaceleración de la renta real disponible, tras el notable crecimiento que se estima que registró en 2004. Esta evolución se explicaría, fundamentalmente, por una menor aportación de las transferencias netas de las Administraciones Públicas a los hogares, ligada al agotamiento del impacto de la reforma fiscal introducida en 2003 y a un menor crecimiento de las prestaciones sociales, que en 2004 se vieron impulsadas por una revisión importante de las pensiones,

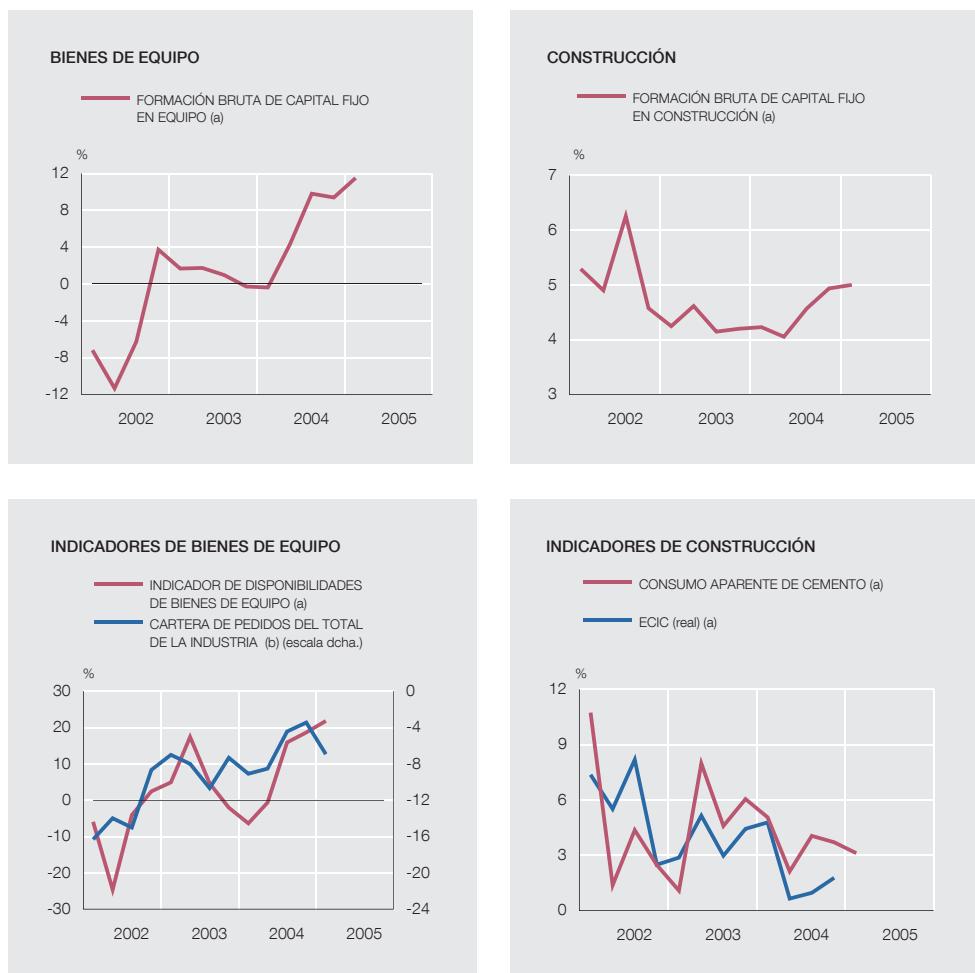


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

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

debida a la desviación de inflación, y por un aumento significativo de la tasa de cobertura. En cualquier caso, se espera que el crecimiento del empleo siga siendo el sostén principal de la renta disponible. Por su parte, la riqueza de las familias continúa aumentando a través de la significativa revalorización de los activos inmobiliarios y del incremento de su riqueza financiera, ya que las cotizaciones bursátiles que se han mantenido altas. Aunque el impacto positivo de la riqueza sobre el consumo podría atenuarse en el futuro, los efectos asociados a su notable incremento en el período más reciente son todavía elevados.

Según los datos disponibles de la CNTR, en el cuarto trimestre de 2004 el consumo final de las Administraciones Públicas registró un incremento del 5,4% interanual, en términos reales, seis décimas más que en el trimestre anterior. Las cuentas de las AAPP para el año 2004, disponibles ya en la nueva base 2000, en términos nominales, indican que el avance del consumo público en el conjunto de ese año reflejó el notable crecimiento de las compras de bienes y servicios, en tanto que la remuneración de asalariados creció a un ritmo similar al de 2003, si bien es cierto que el número de asalariados del sector se desaceleró. La información proporcionada por los datos de ejecución presupuestaria del Estado en 2005, todavía muy parcial, apunta hacia una desaceleración de este agregado.



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.

La formación bruta de capital fijo creció un 6% en el cuarto trimestre de 2004, afianzándose el notable fortalecimiento registrado en el semestre anterior. Este avance interanual de la inversión, que superó en dos décimas al del trimestre previo, reflejó el mayor dinamismo de la inversión en construcción y en otros productos, que alcanzaron tasas del 4,9% y del 3,8%, respectivamente, mientras que la inversión en bienes de equipo se incrementó un 9,4%, algo por debajo de la tasa registrada en el tercer trimestre. Los indicadores coyunturales disponibles para los primeros meses de 2005 apuntan hacia una nueva aceleración de la inversión, consecuencia tanto de un ligero reforzamiento adicional de la construcción como del mayor avance de la inversión en equipo.

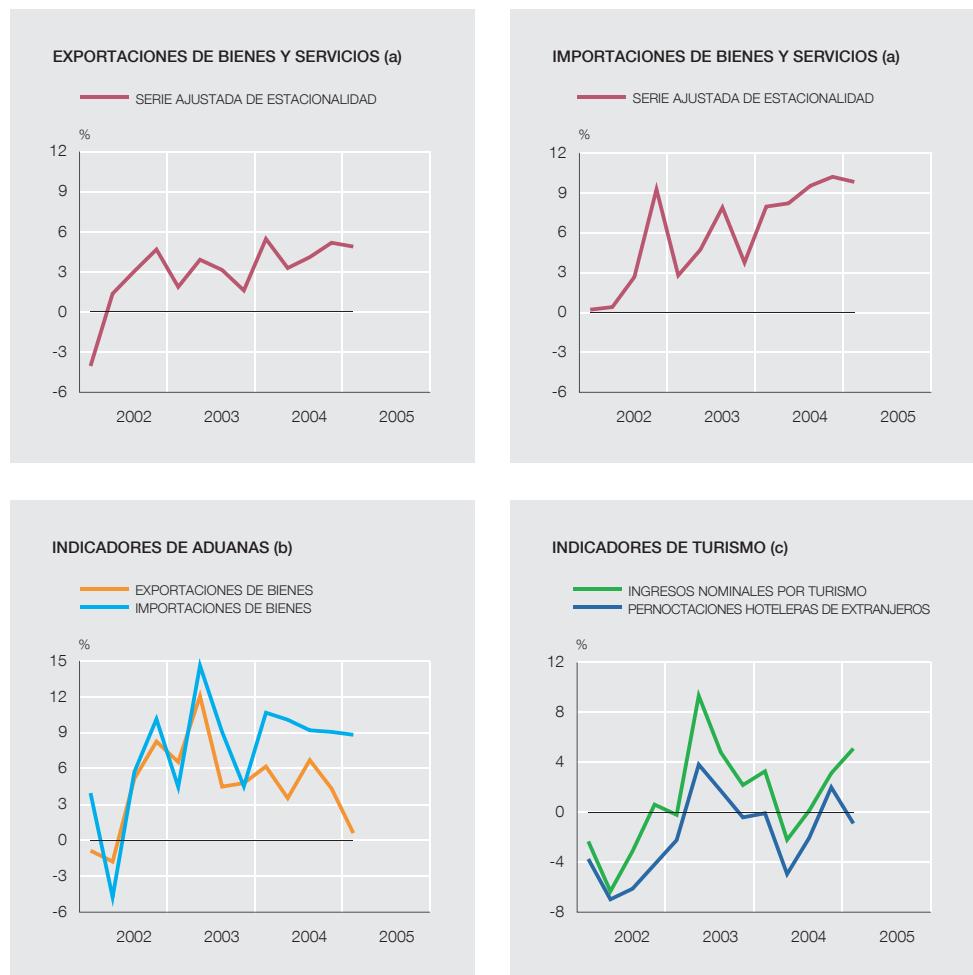
Con la información aparecida para el primer trimestre de 2005, el indicador de disponibilidades de bienes de equipo habría registrado una suave aceleración en ese período (véase gráfico 17), debida a una contribución muy positiva del comercio exterior de estos bienes. El deterioro experimentado por el indicador de clima industrial del sector de bienes de equipo y su cartera de pedidos en el mes de marzo estarían señalando que la producción interior se ha beneficiado en menor medida del tirón de la inversión. Por otra parte, la utilización de la capacidad productiva en el total de la industria aumentó en el primer trimestre hasta alcanzar un 80%, cifra no registrada desde el año 2001, aunque el porcentaje de empresas que considera excesiva su capacidad instalada también se ha elevado.

En cualquier caso, la recuperación de la inversión en bienes de equipo está en consonancia con el dinamismo de la demanda final y el mantenimiento de unas condiciones financieras muy favorables para las empresas. La información sobre sociedades no financieras recopilada por la Central de Balances Trimestral hasta el cuarto trimestre de 2004 mostró un panorama de crecimiento sostenido de la actividad empresarial, en el conjunto del pasado año, centrado en el buen comportamiento de la actividad en el comercio, los transportes y las telecomunicaciones, así como en la reactivación del sector industrial. Entre las empresas de la CBT, la evolución contenida de los gastos de personal favoreció el buen comportamiento de los resultados ordinarios, que, junto con el descenso de los gastos financieros, se tradujo en el mantenimiento de rentabilidades elevadas. Los indicadores de presión financiera, que incorporan también la evolución del endeudamiento, mejoraron a lo largo del año. Los buenos resultados alcanzados en 2004 deberían sustentar el dinamismo de la inversión en equipo en los próximos trimestres, aunque este escenario positivo podría verse afectado por el encarecimiento de los precios del crudo o por un menor crecimiento de los mercados exteriores más próximos.

En el cuarto trimestre de 2004, la inversión en construcción creció un 4,9% interanual, alcanzando un crecimiento medio del 4,4% en el conjunto del año. A la vista de la información coyuntural más reciente, este dinamismo habría continuado en el primer trimestre de 2005, período en el que el indicador de confianza mantuvo la elevada valoración alcanzada en el trimestre precedente. El consumo aparente de cemento mostró una trayectoria ligeramente ascendente en los primeros meses de 2005, y el paro registrado y las afiliaciones a la Seguridad Social del sector reflejaron un gran dinamismo, aunque con un perfil de ligera desaceleración. De acuerdo con la Encuesta de Coyuntura de la Industria de la Construcción (ECIC), el valor real de los trabajos realizados por las empresas constructoras se recuperó suavemente en el último trimestre de 2004, tras los bajos crecimientos registrados en los trimestres anteriores.

Entre los indicadores adelantados, los relativos a la edificación residencial, convenientemente desfasados, señalan un punto de inflexión para este componente en torno al cambio de año, proyectándose una desaceleración de la superficie a construir a lo largo de 2005, a partir de los visados de dirección de obra. Por otra parte, la información sobre inversión extranjera en inmuebles ha mostrado un retroceso en la última parte del año 2004, que continuó en el mes de enero de 2005, según la estadística de Balanza de Pagos. En cualquier caso, el componente de edificación residencial sigue siendo el más dinámico de la construcción, como lo indica el valor real de los trabajos realizados de la ECIC, que creció un 5,2% en el cuarto trimestre de 2004. En el caso de la obra civil, la licitación oficial aumentó en el cuarto trimestre de 2004, cerrando el año con un crecimiento medio del 24%. Los efectos de esta expansión sobre la actividad constructora empezarían a ser visibles en el año 2005 y, principalmente, en 2006. En este sentido, la ECIC correspondiente a la obra civil ya reflejó una cierta mejora en el cuarto trimestre de 2004, con una estabilización de la obra realizada, tras los registros negativos de trimestres anteriores. Por último, respecto a la edificación no residencial, tanto la licitación oficial como los visados continuaron mostrando registros negativos en el cuarto trimestre de 2004.

Según los últimos datos de la CNTR, en el cuarto trimestre de 2004 la demanda exterior neta detrajo 1,9 pp al crecimiento del producto, estrechando en una décima su contribución negativa. En ese período, las exportaciones reales de bienes y servicios crecieron un 5,2% interanual, a la vez que los flujos reales de importaciones elevaron su tasa interanual hasta el 10,2%. Ese resultado se produjo en un contexto de notable dinamismo de los intercambios comerciales mundiales, si bien el incremento de las exportaciones españolas se situó —por



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

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

tercer trimestre consecutivo — por debajo del crecimiento de los mercados de exportación, acusando la intensa pérdida de competitividad acumulada desde el ejercicio anterior frente al conjunto de países desarrollados, en un contexto de elevada fortaleza del euro. En la vertiente importadora, el mayor dinamismo se sustentó en la evolución ascendente de la demanda final, lo que se tradujo en un repunte de las compras exteriores de bienes de equipo y, en menor medida, de bienes de consumo, impulsadas asimismo por la ganancia de competitividad de las importaciones en el mercado interior. La información correspondiente al primer trimestre de 2005 apunta a que la demanda exterior neta ha continuado mostrando un tono bastante contractivo en ese período, en el que las exportaciones han mantenido un ritmo de avance muy inferior al de las importaciones.

Según las cifras de Aduanas, las exportaciones de bienes, deflactadas por los IVU correspondientes, crecieron un 4,3% en tasa interanual, en el cuarto trimestre de 2004, cerrando el año con un incremento del 5,2% (véase gráfico 18). Los datos disponibles para los dos primeros meses de 2005 indican que las exportaciones de bienes acentuaron su desaceleración en ese período, al registrar un retroceso del 1,5% en términos reales. Esta evolución es coherente con la ralentización de la actividad que se ha observado en la zona del euro, principal merca-

do de exportación español, y con la pérdida de competitividad precio acumulada tanto frente a esta zona como, en mayor medida, frente al resto de países desarrollados, a pesar de que ese deterioro se detuvo durante los primeros meses de 2005, en un contexto de moderación de los precios relativos y de menor vigor del euro. Por áreas geográficas, las ventas al conjunto de la UE ampliada descendieron un 0,8% en enero y febrero, en términos reales, siendo el incremento estimado de sus precios del 6,9%. Las exportaciones extracomunitarias, con un aumento de precios del 2,5%, reflejaron un descenso mayor (-3,6%), en términos reales, en contraste con el dinamismo que mantuvieron durante el año 2004; destaca la evolución negativa que experimentaron las ventas a Japón y a América Latina.

Según la CNTR, en el cuarto trimestre de 2004 los ingresos reales por turismo disminuyeron un 2% en tasa interanual, de tal forma que en el conjunto del año se registró un retroceso del 1,8%. Estas cifras no reflejan el perfil de recuperación que registraron los principales indicadores reales de turismo en el segundo semestre de 2004, lo que en parte es atribuible al progresivo recorte que está registrando el gasto por turista (véase gráfico 18). En el primer trimestre de 2005, los viajeros extranjeros alojados en hoteles registraron un avance del 2,2%, mientras que sus pernoctaciones hoteleras avanzaron un 0,8%. Debe tenerse en cuenta que estas tasas están afectadas por la diferente ubicación de la Semana Santa en 2005 (marzo) y en 2004 (abril), de forma que recogen un comportamiento negativo de la ocupación hotelera. El indicador de turistas entrados por fronteras ha reflejado una evolución más sostenida, al aumentar un 7,4% entre enero y marzo; la discrepancia con los indicadores de ocupación hotelera se debe al progresivo desplazamiento del turismo hacia la ocupación de viviendas de alquiler o privadas. En el primer trimestre el turismo británico, principal mercado emisor de turistas hacia España, ha registrado un aumento moderado, mientras que el mercado alemán mostró incrementos positivos y los turistas franceses, terceros en importancia, reflejaron un notable repunte. En cuanto al turismo extraeuropeo, se registró una fuerte caída de los turistas norteamericanos, mientras que crecieron notablemente los procedentes del resto del continente americano.

En relación con las exportaciones del resto de servicios, los datos de la CNTR indicaron que, en el cuarto trimestre de 2004, se truncó el perfil de caída que les venía caracterizando, hasta alcanzar una tasa de crecimiento ligeramente positiva (1,7%), acorde con la evolución alcista de balanza de pagos. En ese trimestre, se produjo un impulso de los ingresos por servicios prestados a las empresas y servicios de transporte.

Según los datos de Aduanas, las importaciones de bienes conservaron un notable vigor durante el cuarto trimestre de 2004, al crecer un 8,8% en tasa real interanual, muy próxima a la que habían mostrado en el trimestre anterior. Este dinamismo se ha prolongado durante los dos primeros meses del ejercicio actual, con un crecimiento real del 7,8% (véase gráfico 18). Por grupos de productos, las compras de bienes de equipo prolongaron el notable vigor que les caracteriza desde la segunda mitad de 2004, al crecer un 20% interanual en enero y febrero, mientras que las importaciones reales de bienes de consumo, tras recobrar cierto vigor en febrero, aumentaron un 7,8%; no obstante, las compras de alimentos retrocedieron un 6,4% en los dos meses analizados. Las importaciones de bienes intermedios, que mantienen un perfil de progresiva moderación desde el comienzo de 2004, redujeron su tasa de variación real al 3,7%, en los dos últimos meses. Finalmente, las compras de bienes intermedios energéticos repuntaron notablemente en febrero, creciendo un 14,3% en el período transcurrido de 2005.

Por último, las importaciones de servicios continuaron acelerándose en el cuarto trimestre de 2004, al crecer un 5,4% interanual, en términos de la CNTR. Las compras de servicios no turís-

ticos ralentizaron su ya moderado avance, al 0,5%, mientras que los pagos por servicios turísticos se incrementaron un 25,7%, en términos reales, cifra coherente con el vigor que reflejaron los pagos nominales por turismo de balanza de pagos en esas fechas; los datos de la balanza de pagos de enero apuntan a un dinamismo similar al comienzo del año. La recuperación de la confianza de los consumidores y la fortaleza del euro estarían propiciando el comportamiento tan expansivo de esta rúbrica.

#### 4.2 Producción y empleo

El valor añadido de la economía de mercado registró un crecimiento del 2,4% en 2004, con un perfil de ligera desaceleración en el segundo semestre del año, de forma que en el último trimestre su aumento interanual fue del 2,2%. En la última parte del año se desaceleraron todas las ramas, excepto la construcción, que mantuvo un gran dinamismo durante todo el ejercicio (véase gráfico 19). En el primer trimestre de 2005, el valor añadido de la economía de mercado habría evolucionado en línea con la segunda mitad de 2004.

Las ramas pesquera y agraria finalizaron el año 2004 sometidas a una apreciable contracción en su actividad, alcanzando una tasa de variación del -2,1%, según la CNTR. Esta caída en la producción se concentró en la producción vegetal, sobre todo en el olivar y las frutas, con tasas negativas de dos dígitos, mientras que la producción animal mantuvo su nivel. La tendencia negativa de la producción agraria se ha prolongado al comienzo de 2005, dado el escaso régimen de lluvias registrado en el período invernal, muy inferior a su nivel histórico, y las bajas temperaturas que han afectado sensiblemente a una parte significativa de los cultivos.

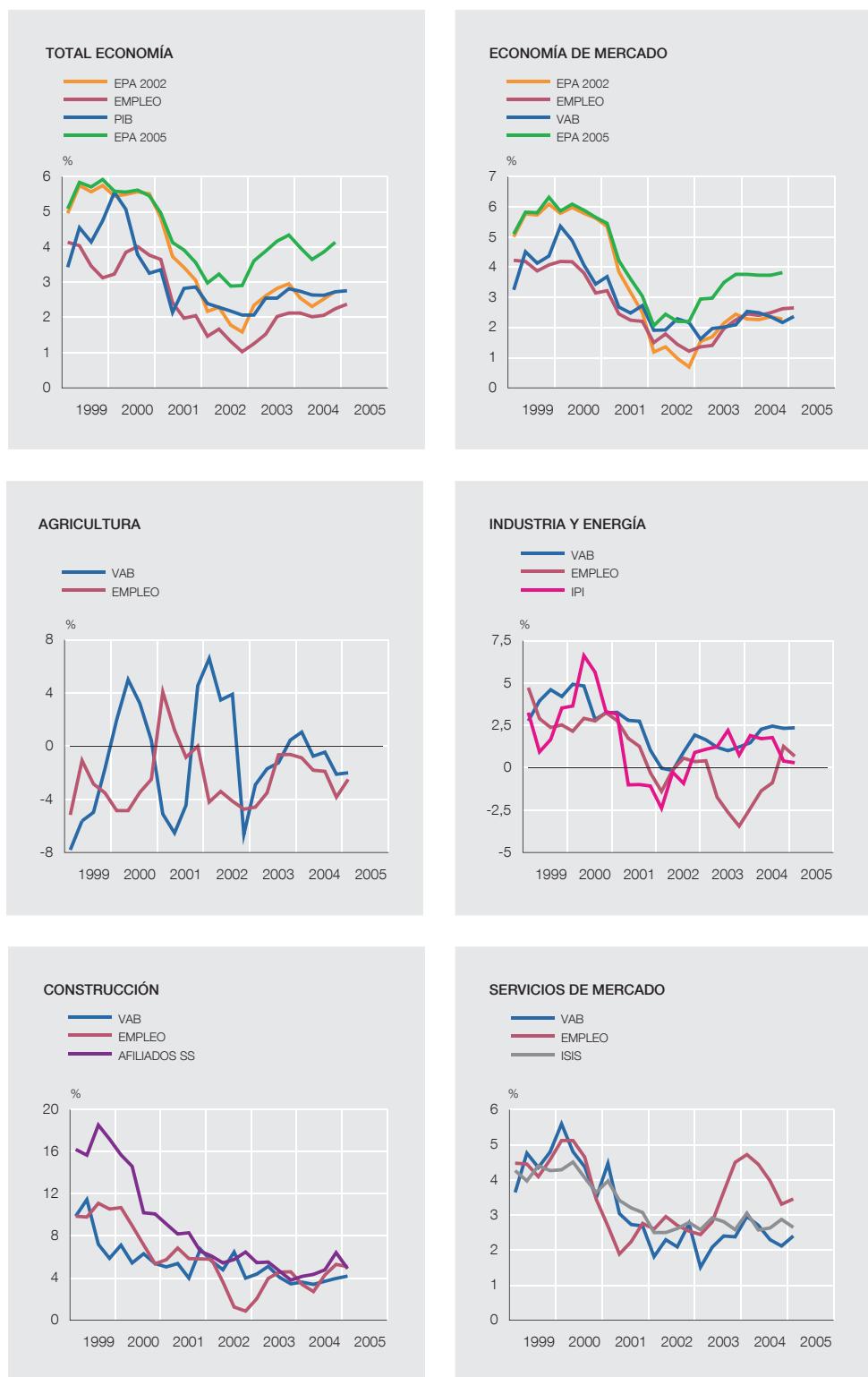
En los meses finales de 2004, la rama de industria y energía moderó su ritmo de crecimiento, tras el impulso experimentado en el tercer trimestre del año. El valor añadido bruto aumentó un 2,3%, dos décimas menos que en el trimestre anterior, a pesar de que la producción energética alcanzó un crecimiento del 3%, siete décimas más que en el tercer trimestre. En el primer trimestre de 2005 se estima que la producción de energía experimentó una aceleración adicional, debido, entre otros factores, a las bajas temperaturas registradas el pasado invierno; por el contrario, la información coyuntural muestra, en general, un menor dinamismo en las ramas industriales. Entre los indicadores más relevantes, en el conjunto de enero y febrero, el componente no energético del IPI recortó su tasa de avance interanual en más de medio punto porcentual en relación con el cuarto trimestre de 2004, la cifra de negocios presentó una apreciable pérdida de ritmo y las importaciones de bienes intermedios se desaceleraron; el indicador de confianza del sector experimentó una caída en el conjunto del primer trimestre, provocada, principalmente, por el deterioro de la cartera de pedidos, mientras que el número de afiliados a la Seguridad Social disminuyó en ese mismo período a un ritmo ligeramente superior al de finales de año. Frente a ello, únicamente el índice de entrada de pedidos, deflactado, experimentó un impulso al alza en enero y febrero.

Como ya se ha señalado, la rama de construcción siguió dando muestras de firmeza en su dinamismo, registrando —de nuevo— un impulso en el cuarto trimestre de 2004, que situó la tasa de crecimiento del sector en el 4%, frente al 3,7% observado tres meses antes. El mayor dinamismo continuó correspondiendo a la construcción de viviendas. Como se ha comentado al hablar del gasto, la información coyuntural disponible muestra una prolongación de ese mayor dinamismo en el primer trimestre de 2005.

La actividad en los servicios finalizó el año 2004 recuperando parte del dinamismo que perdió en el tercer trimestre del año, y aumentando un 2,7% en el cuarto trimestre. No obstante, este mayor vigor se concentró exclusivamente en los servicios no orientados al mercado, que alcanzaron una tasa de avance interanual del 4,6%. Los servicios de mercado, por su parte,

VALOR AÑADIDO BRUTO Y EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD (a)

GRÁFICO 19



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. EPA en personas. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.

continuaron en la senda de la desaceleración iniciada en los primeros meses de 2004, con una pérdida de dos décimas en su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 2,1%. La información coyuntural disponible sobre este sector, referida a los primeros meses de 2005, muy parcial todavía, apuntaría a un cierto freno de ese deterioro. Los indicadores de opinión han sido coincidentes, al presentar un ligero perfil de crecimiento en el conjunto del primer trimestre, tanto en el caso del indicador de confianza de la Comisión Europea —que ha recogido unas mejores expectativas de demanda— como en el índice de gestores de compras, aunque este último experimentó una apreciable corrección a la baja en marzo; la afiliación a la Seguridad Social también mejoró su tasa de variación en ese período. No obstante, otros indicadores muestran una evolución menos favorable, como el indicador sintético integral de los servicios de mercado (ISIS), que se desaceleró en los tres primeros meses del año, o el índice deflactado de indicadores de actividad del sector servicios, que registró una pérdida de ritmo en enero y febrero.

Entre los distintos sectores encuadrados en los servicios de mercado, las actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales experimentaron un impulso en el primer trimestre del año, según se desprende de la evolución de sus afiliaciones a la Seguridad Social. Las actividades de transporte, almacenamiento y comunicaciones tendieron a estabilizarse, y el sector de comercio y reparación se desaceleró. Finalmente, el sector de hostelería ha mantenido el dinamismo de finales de 2004; en particular, la cifra de pernoctaciones de residentes en el mes de marzo fue muy positiva, lo que permitió corregir la desaceleración observada en los dos meses anteriores.

Según las estimaciones de la CNTR, base 1995, el empleo mantuvo en 2004 el ritmo de crecimiento sostenido que había alcanzado en el segundo semestre de 2003, registrando un crecimiento medio del 2,1% (véase gráfico 19). En el último trimestre del año, los ocupados experimentaron un aumento del 2,2%, en tasa interanual, prolongando la senda de suave aceleración del trimestre anterior. Esta evolución del empleo, enmarcada en un contexto de relativa estabilidad del crecimiento del producto, supone que la productividad aparente del trabajo continuó registrando ritmos de crecimientos reducidos (0,6% en media del año). En la economía de mercado, el empleo mostró un mayor empuje, estimándose que el número de ocupados creció un 2,5% en media anual y con un perfil de relativa estabilidad a lo largo del mismo, de forma que la productividad aparente del trabajo se redujo un 0,4%, en tasa interanual, en el último trimestre. La persistencia de las bajas ganancias de la productividad aparente del trabajo —o incluso de pérdidas— pone de manifiesto la necesidad de instrumentar políticas orientadas al fomento de la productividad. En este sentido, el recuadro 4 hace una primera aproximación al conjunto de medidas incluidas en el plan de dinamización y fomento de la productividad, recientemente aprobado por el Gobierno.

Como ya se ha señalado al comienzo del Informe y al inicio de esta sección, las nuevas cifras de empleo proporcionadas por la EPA, una vez incorporados los cambios demográficos ocurridos en los últimos años —en particular, el rápido aumento de la población inmigrante—, apuntan a tasas de crecimiento del empleo muy superiores a las estimadas anteriormente, tanto por esta encuesta como por la CNTR base 1995, para el período 2002-2004. En el gráfico 19, donde se han representado las nuevas series junto con las anteriores, se puede apreciar la magnitud de la revisión, que se explica con mayor detalle en el recuadro 1, en «Rasgos básicos». Respecto a la creación de empleo en 2004, las nuevas cifras de la EPA indican un crecimiento del 3,9% (2,5%, según las cifras publicadas anteriormente), similar al registrado en 2003 (4%) y con un perfil trimestral de recuperación en la segunda mitad del año, que finalizó con un crecimiento interanual del 4,1%. Lógicamente, las series de empleo de la nueva base 2000 de la CNE, que se publicarán en mayo, incorporarán, en una medida

El Gobierno presentó el 1 de marzo el Plan de dinamización de la economía y de impulso a la productividad, diseñado con el objetivo de lograr que el patrón de crecimiento de la economía española sea equilibrado y duradero, y que se sustente en incrementos de la productividad y del empleo. El Gobierno se ha comprometido a realizar una evaluación anual del Plan, informar de sus resultados e introducir periódicamente mejoras en el mismo.

El primer paquete de medidas del Plan comprende un conjunto de actuaciones dirigidas a un número amplio de sectores (telecomunicaciones y sociedad de la información, energía, transporte, distribución comercial, servicios postales, mercado de tabacos, mercado de vivienda de alquiler<sup>1</sup>, mercados financieros y sector público), así como a incidir sobre el marco regulatorio y tributario. A pesar de la ambición con la que se han definido los objetivos de este programa, el primer paquete de medidas tiene un enfoque parcial y un alcance limitado. El paquete de medidas no está acompañado de una memoria económica, aunque cabe pensar que el coste fiscal de su instrumentación sea reducido.

Las medidas del primer paquete se han agrupado en un Real Decreto-Ley, tres anteproyectos de Ley y un buen número de mandatos a diversos Ministerios. El Real Decreto-Ley 5/2005, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública (en adelante, RDL), entró en vigor el 15 de marzo. Por su parte, la puesta en marcha de las leyes propuestas puede dilatarse algo más en el tiempo y su contenido final es más incierto, puesto que depende del curso de los trámites parlamentarios establecidos. El grado de concreción es inferior en el caso de los mandatos, dado que, en la mayoría de los casos, estos suponen la realización de estudios previos a la introducción de reformas, que tendrán que ser diseñadas y aprobadas con posterioridad por alguno de los procedimientos legales en vigor. Por estas razones, el recuadro solo hace una valoración muy general del primer paquete, pero se comentan con más detalle las medidas contenidas en el RDL, agrupándolas según incidan sobre los mercados energéticos, los mercados financieros o la Administración Pública.

La mayor parte de las medidas del primer paquete tratan de incrementar el nivel de competencia en los sectores afectados y de introducir mejoras de eficiencia en la formación de costes y precios. En algunos casos, las actuaciones propuestas intentan incidir en las actividades en las que, tras varios años de liberalización, la concurrencia efectiva no ha avanzado suficientemente (sector eléctrico, de hidrocarburos sólidos y gaseosos, servicio postal) y, por otro lado, en los sectores en los que la liberalización es más reciente (como el de transporte ferroviario), con el fin de facilitar el desarrollo de los mismos en sus etapas iniciales. Por lo que respecta a la Administración Pública, se quiere incrementar la transparencia y la eficiencia de sus actuaciones. Se han adoptado también algunas medidas en respuesta a la obligación de trasponer un conjunto de directivas comunitarias, que probablemente contribuyan a ampliar la competencia en los mercados afectados. El paquete también recoge una serie de

1. El Gobierno ha anunciado recientemente la creación de la Sociedad Pública del Alquiler.

reformas tributarias de poca entidad. Entre ellas, únicamente las que pretenden fomentar el uso de las tecnologías de la información y las comunicaciones en pequeñas y medianas empresas podrían tener un cierto impacto sobre la productividad.

Por lo que se refiere al RDL, una proporción importante de las medidas corresponden al sector energético y, dentro de este, al eléctrico, y se dirigen principalmente a incrementar la competencia y la eficiencia en la formación de costes y precios. Entre estas, cabe reseñar, en primer lugar, la exclusión de los operadores de los sistemas<sup>2</sup> de la lista de operadores principales, lo que permite ampliar el número de empresas que quedan sometidas a restricciones en cuanto a su participación en el capital de otras empresas del sector. En segundo lugar, se crea la figura del operador dominante (todo aquel que supere el 10% de cuota de mercado), con el fin de que las empresas que detienen esa condición queden sujetas a determinadas obligaciones que favorezcan la competencia, si bien estas últimas solo se han concretado para los operadores dominantes en el sector de energía eléctrica, como se señala más adelante.

En relación con las medidas que inciden específicamente sobre el sector eléctrico, cabe destacar la reducción hasta un máximo del 1% (actualmente el límite se establece en un 3%) en la participación de las empresas del sector en REE, con lo que se refuerza la independencia entre el operador técnico del sistema y el resto de empresas del sector. Se prohíbe a los operadores dominantes que puedan importar energía eléctrica de mercados distintos del Mercado Ibérico de la Electricidad (MIBEL), con el objetivo de reservar un segmento del mercado para los operadores más pequeños e impulsar por esta vía un recorte en el grado de concentración del sector. Se pospone la fecha de liquidación de los costes de transición a la competencia (CTC) correspondientes al ejercicio 2004, hasta que el Gobierno disponga de criterios objetivos para su determinación. Este es un aspecto del RDL que puede contribuir a reducir las distorsiones entre las distintas compañías del sector. Se eliminan de la tarifa eléctrica los costes vinculados al desmantelamiento de centrales nucleares, a la gestión del combustible gastado y a los residuos radiactivos, lo que debería incentivar una mejor gestión de estos costes por las empresas eléctricas. Se regula la obligación de aportar información sobre los hechos que puedan afectar a la formación de precios en el mercado, lo que puede contribuir a dotar de mayor transparencia al proceso de formación de los mismos.

En resumen, las medidas comentadas se han diseñado para facilitar la desintegración vertical de actividades y para propiciar la entrada de nuevos operadores que reduzca el elevado grado de concentración que todavía presenta el sector eléctrico, aunque existen dudas sobre su capacidad para generar un efecto significativo de forma inmediata. El resto de medidas se han encaminado a aumentar la transparencia en la fijación de precios y tarifas, con el objetivo de

2. REE en el sector eléctrico, CLH en el de hidrocarburos líquidos y ENAGAS en el de hidrocarburos gaseosos. Hay que recordar que los operadores principales son las cinco empresas del sector con mayores cuotas de mercado y su condición implica que no pueden tener una participación superior al 3% en el capital o en los derechos de votos de otra empresa que también tenga la condición de operador principal.

detectar la posible existencia de distorsiones y de alcanzar una asignación más eficiente de recursos, lo que puede impulsar la competencia en el sector.

En cuanto al resto de sectores energéticos, se crea un registro sobre los puntos de suministro de productos petrolíferos, con lo que se sientan las bases para analizar el grado de competencia en el sector. Por su parte, en el sector de hidrocarburos gaseosos las principales medidas tratan de impulsar una mayor racionalidad en la construcción de infraestructuras de distribución de gas y se regula el cambio de suministrador de gas natural, exigiéndose a los grandes consumidores que permanezcan como mínimo tres años en el mercado liberalizado antes de solicitar su vuelta al mercado a tarifa.

Por lo que se refiere a los mercados financieros (véase el artículo de regulación financiera en este Boletín Económico), se ha modificado la Ley del mercado de valores, en relación con la aprobación de los folletos de las emisiones de valores negociables y con el régimen de las ofertas públicas y de su admisión a cotización, con el objetivo de adaptar la Directiva de folletos a la legislación española, antes de la fecha límite del 1 de julio de 2005. El retraso en la adaptación de esta Directiva podría derivar en la pérdida de competitividad de los mercados primarios españoles, dado que plantea dos cuestiones cruciales: *a)* Las ofertas de valores autorizadas en cualquier Estado de la UE podrán comercializarse en España sin necesidad de información adicional ni autorización por parte de la CNMV; *b)* las ofertas de ciertas categorías de valores (valores distintos de acciones con nominal superior a 1.000 euros, es decir, el grueso de los mercados de renta fija) tendrán libertad de elección de la autoridad competente.

Esto supone que las emisiones de renta fija españolas podrán ser autorizadas en cualquiera de los Estados de la UE y comercializarse posteriormente en España. Resulta particularmente relevante, y se podría añadir que oportuna, la reforma del mercado primario de emisiones, que tradicionalmente ha estado poco desarrollado en España y que recientemente ha mostrado una ralentización en el segmento de la renta fija privada. En efecto, la desregulación administrativa puede ser un acicate para el relanzamiento de los mercados financieros de renta fija, en un contexto en el que se va a intensificar la competencia entre los centros financieros de la UE.

Asimismo, se traspone a la legislación española la Directiva sobre acuerdos de garantías financieras mediante una modificación en la Ley del mercado de valores, para facilitar determinadas operaciones financieras que necesiten de constitución de garantías, reduciendo de manera sustancial los requisitos para la constitución y ejecución de esas garantías.

En otro ámbito de cosas, se modifica la Ley de Contratos de las Administraciones Públicas para mejorar la contratación pública, incluyendo determinados aspectos de la actividad de las fundaciones y de los convenios firmados con otras Administraciones.

Las medidas del Plan tendrán un impacto positivo sobre la productividad, en la medida en que las actuaciones que se dirigen a aumentar una asignación más eficiente de recursos y a fomentar la competencia generen un entorno más competitivo, que favorezca la innovación e introduzca mejoras adicionales de eficiencia en los procesos productivos.

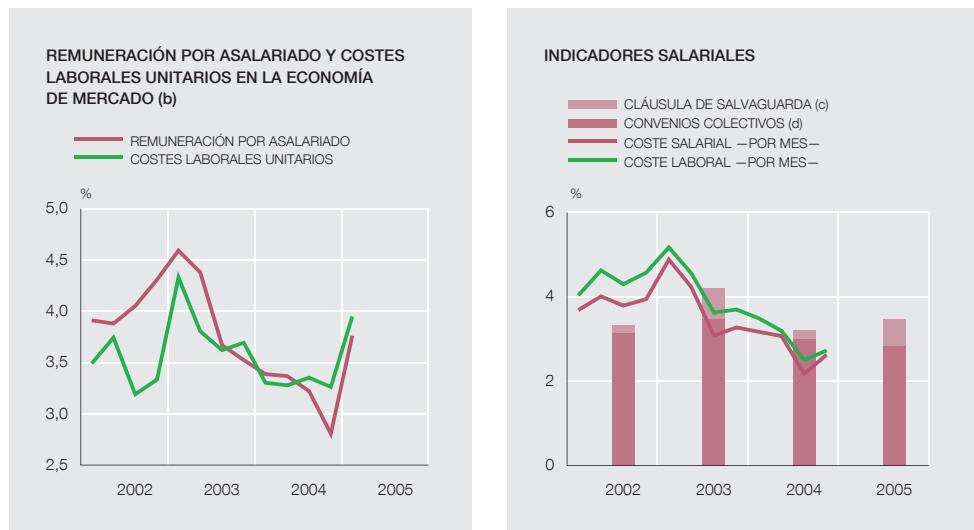
que no se puede concretar, este nivel más elevado de crecimiento del empleo. No es posible, por tanto, realizar una estimación ni siquiera aproximada de cuál habrá sido el crecimiento de la ocupación en el primer trimestre, según la Contabilidad Nacional. Entre la información coyuntural relativa a la parte transcurrida del año, las afiliaciones a la Seguridad Social han mostrado un crecimiento estable, en los tres primeros meses del año, con una tasa del 2,8%, similar al crecimiento medio del año anterior, mientras que se aprecia una cierta atonía en los contratos registrados en el período de enero-marzo, tras el fuerte impulso observado en 2004. Los datos de la nueva EPA 2005 correspondientes al primer trimestre apuntan, sin embargo, a un mayor dinamismo del empleo, que habría crecido un 5,1% en ese período, claramente por encima del registrado a finales de 2004 (4,1%). No obstante, conviene resaltar que la EPA 2005 ha incorporado en este primer trimestre una serie de cambios metodológicos que dificultan el cálculo de tasas de variación homogéneas respecto a trimestres anteriores. Por ello, el INE ha llevado a cabo, en paralelo, una encuesta homogénea con la metodología anterior, que permite estimar que, sin los cambios introducidos en la EPA 2005, el crecimiento del empleo en el primer trimestre del año se habría situado en el 4,3%, tasa que supone, en cualquier caso, una aceleración del empleo en los primeros meses del año.

Por ramas de actividad, y según las cifras disponibles de la CNTR, en la agricultura se destruyó empleo en 2004, aunque a un ritmo inferior al del ejercicio precedente, intensificándose la caída durante el año (véase gráfico 19); las nuevas series de la EPA muestran también una

caída en 2004, aunque menos intensa, que, sin embargo, se profundiza, en mayor medida, en el trimestre final. En la industria, la recuperación del empleo en 2004 fue progresiva, pasando a observarse un incremento de los ocupados en el cuarto trimestre, después de año y medio de continuas caídas; de nuevo, este perfil lo reproduce la EPA, apuntando asimismo una recuperación en el cuarto trimestre, hasta un 2,6% en tasa interanual (1,3%, según la CNTR). La CNTR ya recogía una creación de empleo muy dinámica en la construcción, especialmente hacia el final del año 2004, con una aceleración hasta el 5,3% en ese período; según la EPA, el crecimiento medio del empleo en la construcción, en 2004, fue del 7,2%. En el sector de los servicios de mercado, el empleo registró una ralentización a medida que avanzaba el año 2004, que finalizó con un aumento del 3,3% en el último trimestre (3,5%, según la nueva EPA). Por último, en los servicios de no mercado, la atonía fue la característica fundamental en la creación de empleo durante el pasado año, observándose una moderación en su ritmo de avance de más de un punto porcentual, hasta un modesto 0,6%. En cuanto al primer trimestre de 2005, los datos de la EPA indican que el mayor dinamismo del empleo en los primeros meses del año se habría producido fundamentalmente en el sector servicios, donde los ocupados totales crecieron un 6,4% (5,1%, según la muestra homogénea). En la construcción, se habría producido una desaceleración en el primer trimestre del año, tras el fuerte incremento del empleo a finales de 2004 (9,8%), si bien la nueva EPA muestra una desaceleración notablemente más intensa que la muestra homogénea (5,1%, frente a 8,1%). La industria, por su parte, habría mantenido tasas positivas de creación de empleo (2,6%), aunque con una notable desaceleración según las estimaciones homogéneas (0,9%). Finalmente, aunque a menor ritmo, en la agricultura se habría continuado destruyendo empleo.

Según la Contabilidad Nacional, en el año 2004 la recuperación observada en la evolución del colectivo de trabajadores por cuenta propia fue el factor principal, detrás de la aceleración del empleo. El empleo no asalariado registró un incremento medio del 2,3%, frente a una caída de 1,4% en 2003, mientras que el empleo asalariado se desaceleró dos décimas, hasta el 2,1%. No obstante, los ocupados no asalariados registraron una ligera desaceleración, en el último trimestre, mientras que el empleo asalariado, que se moderó en el primer semestre, tendió a recuperarse en la última parte del año. En la estadística de afiliaciones, el mayor dinamismo mostrado por los autónomos se compensó sobradamente con la moderación en la creación del empleo por cuenta ajena, convergiendo las tasas de crecimiento interanual de ambos colectivos en el entorno del 3%, al finalizar el año. Los datos revisados de la EPA también recogen esta evolución, con un crecimiento significativo de los ocupados no asalariados del 2,6% en 2004 (0,3% en 2003) y una desaceleración de los no asalariados de 0,7 pp, hasta el 4,2%.

Sobre la duración de los contratos, conviene resaltar, en primer lugar, que la mayor creación de empleo estimada por la EPA en los últimos años, tras la revisión publicada por el INE para los datos 1996-2004, se ha trasladado con especial intensidad a la contratación temporal, aumentando ligeramente la ratio de temporalidad (32,5% en 2004, frente a 30,6% con datos antiguos). En el primer trimestre del año, la contratación temporal habría mantenido su dinamismo, aunque su tasa de variación se ha visto notablemente afectada por los cambios introducidos en la EPA. Así, según la nueva encuesta el número de asalariados temporales creció un 5% en los primeros meses del año, lo que supone una notable desaceleración respecto al crecimiento observado a finales de 2004 (7,4%) y lleva a una reducción de 1 pp en la ratio de temporalidad, hasta el 31,9%. Sin embargo, la muestra homogénea registra un crecimiento interanual de los asalariados temporales del 8,4%, en el trimestre, y una práctica estabilización de la ratio de temporalidad (32,8%). En ambos casos, no obstante, estos crecimientos son superiores a los estimados para el empleo indefinido (3,8% según la nueva encuesta y 3% con la metodología común). Desde la óptica de la duración de la jornada, los cambios introducidos en la EPA han afectado muy sensiblemente a la medición del número de trabajadores a tiem-



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.

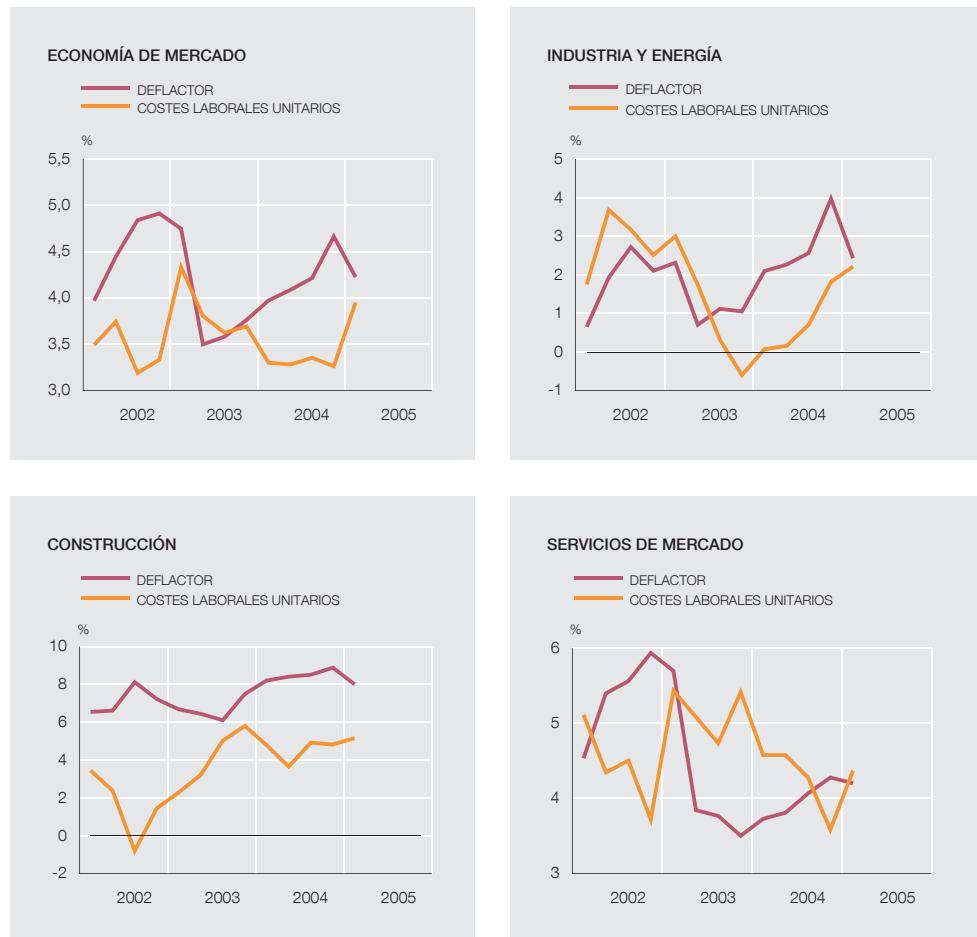
po parcial, de forma que la ratio de parcialidad se ha situado en el 13,1%, frente al 8,7% estimado previamente por la EPA para finales de 2004.

Por lo que respecta a la participación en el mercado de trabajo, la revisión de la base poblacional de la EPA supone un mayor crecimiento de la misma en los últimos años (3,3% en 2004, frente al 2% con datos antiguos), pero manteniendo un perfil similar. En el primer trimestre del año, la población activa habría incrementado su dinamismo, al crecer un 3,5% según la nueva EPA 2005. Este mayor dinamismo se observa asimismo si atendemos a la información proporcionada por el INE sobre la muestra homogénea con la anterior metodología, que registra un crecimiento de la población activa algo inferior (3,3%), pero también por encima del observado a finales de 2004. En cuanto al desempleo, se observó un significativo descenso en el primer trimestre del año (-8,2%, en tasa interanual) y la tasa de paro se redujo hasta el 10,2%, 0,4 pp por debajo de su nivel a finales de 2004. Sin embargo, esta evolución parece bastante afectada por los cambios introducidos por el INE en la encuesta, ya que, acudiendo a la información sobre la muestra homogénea, el desempleo se redujo en menor medida (-4,8%) y la tasa de desempleo se estabilizó en el 10,6%. Los datos del paro registrado muestran una tendencia similar, con un descenso del 1,5% en el último trimestre de 2004, que se prolongó en el primer trimestre de 2005, cuando el paro registrado disminuyó un 2,5%.

#### 4.3 Costes y precios

La remuneración por asalariado, estimada en el marco de la CNTR, aumentó un 4% en 2004, por debajo del incremento registrado el año precedente (4,3%). Esta desaceleración fue mayor en la economía de mercado, donde la remuneración se incrementó un 3,2%, y a ella contribuyeron todas las ramas de este agregado, especialmente los servicios (2,7%) y la industria (3,7%). A lo largo del año, la remuneración por asalariado en la economía de mercado presentó una senda de suave moderación, que se intensificó en el cuarto trimestre, período en el se incrementó un 2,8% en tasa interanual (véase gráfico 20).

La Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL) ha reflejado la moderación salarial en el conjunto del año 2004 con mayor intensidad que la Contabilidad Nacional Trimestral. Así, el au-

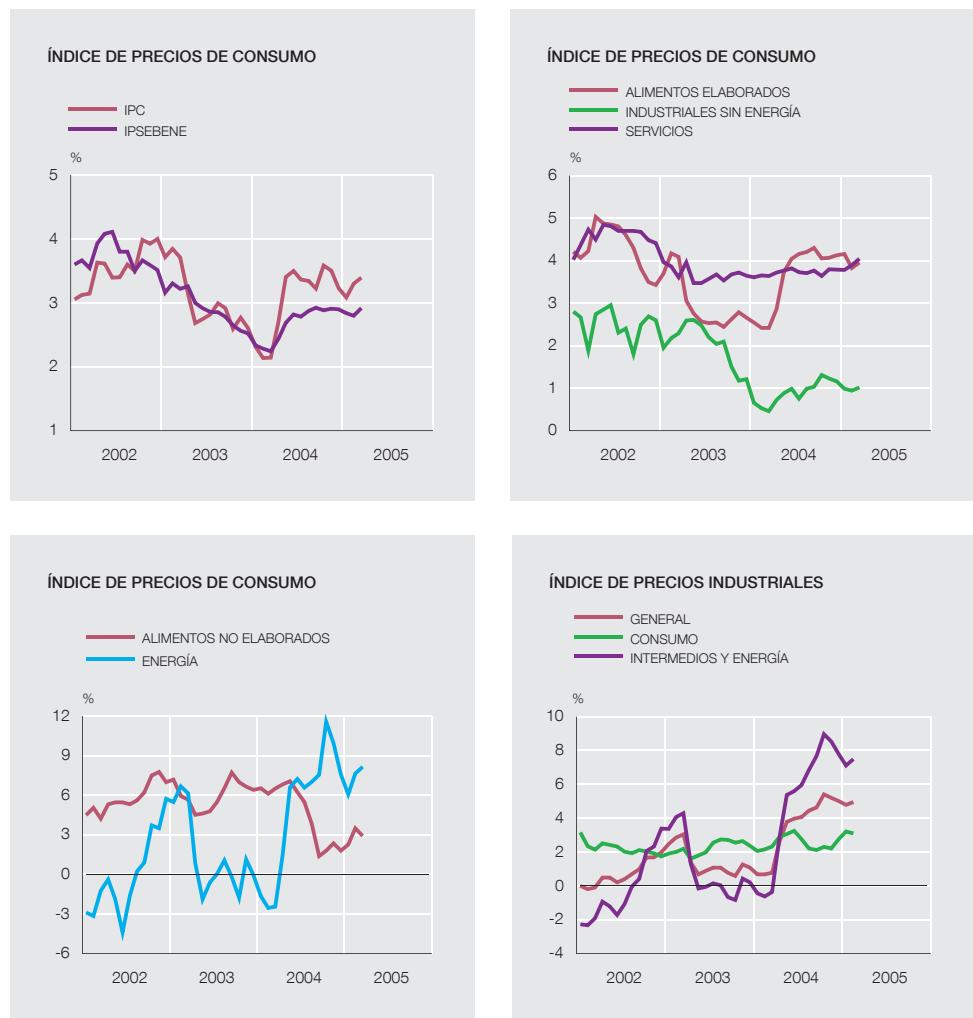


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

mento de los costes laborales por mes fue del 3%, lo que supone una desaceleración respecto al año precedente de 1,2 pp. Por ramas de actividad, la desaceleración del coste laboral fue generalizada, con recortes de sus respectivas tasas de aumento de en torno a un punto, hasta el 2,6% en los servicios, el 3,4% en la industria y el 5,2% en la construcción. Por componentes, se observó una ralentización de los costes salariales, al crecer un 2,8%, y una notable desaceleración de los otros costes, que registraron un tasa del 3,6% (5,4% en 2003). Dentro del coste salarial, destaca el menor crecimiento del salario ordinario por segundo año consecutivo, que le llevó a crecer un 2,1% en 2004. Al comparar esta cifra con el aumento de las tarifas pactadas en convenios, se aprecia una deriva salarial negativa, que podría estar relacionada con la incorporación de trabajadores con niveles salariales más bajos o, también, con el significativo avance del empleo a tiempo parcial registrado en 2004, aunque resulta difícil de explicar en su totalidad a partir de estos fenómenos.

Por lo que se refiere a 2005, los convenios registrados hasta el 31 de marzo muestran un incremento salarial ligeramente inferior al observado el año precedente, un 2,85%. Estos convenios afectan casi a 4,8 millones de trabajadores, pero la práctica totalidad de los mismos son revisados, por lo que el incremento de las tarifas incorporado en los de nueva firma (3,6%) no puede considerarse indicativo del desarrollo futuro de la negociación colectiva. En marzo, los agentes sociales renovaron el Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva (AINC) sin cambios con respecto al acuerdo del año anterior, por lo que no cabe esperar

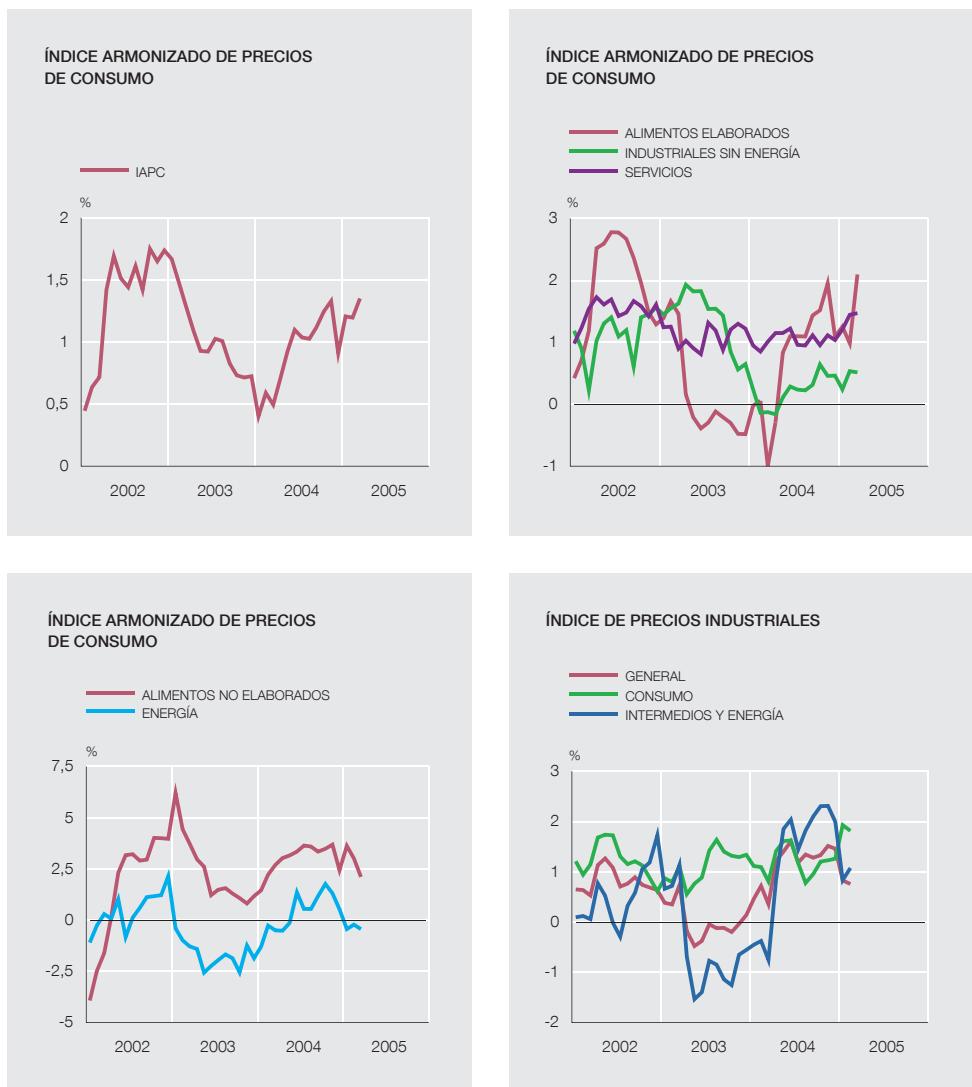


FUENTE: INE.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

diferencias significativas con los resultados del año precedente. Este hecho, junto a un mayor efecto de la cláusula de salvaguarda correspondiente a 2004 (que podría alcanzar los 0,6 pp, frente a 0,2 pp en 2003), apuntaría hacia un repunte en los costes laborales para el año en curso.

La moderación en el crecimiento de la remuneración por asalariado en la parte final del año se trasladó al coste laboral por unidad de valor añadido, a pesar de la ligera reducción en el incremento de la productividad. En concreto, el coste laboral por unidad de valor añadido se desaceleró hasta el 3,5%, en el cuarto trimestre de 2004. En cambio, el deflactor del valor añadido intensificó su ritmo de crecimiento, hasta el 4,3%, de forma que el proceso de ampliación de márgenes, que ya se observaba en trimestres anteriores, se mantuvo. En la economía de mercado se observó una ampliación similar de los márgenes, ya que los precios evolucionaron de forma aún más expansiva. En el gráfico 21, se recoge el comportamiento del deflactor y del coste laboral unitario en la economía de mercado y en las principales ramas que la forman. Como en períodos anteriores, se observan en el cuarto trimestre del año ciertas diferencias en la evolución de estas variables entre las distintas ramas de actividad. Así, mientras que la aceleración del deflactor fue común a todas las



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

ramas no agrarias, el coste laboral unitario se aceleró en la industria y energía, aunque los márgenes continuaron ampliándose. En la construcción, se observó un proceso similar de ampliación de márgenes, en un contexto de estabilidad en el avance de los costes, mientras que en los servicios, tras varios trimestres consecutivos contrayéndose, los márgenes se ampliaron, debido a la fuerte desaceleración de los costes laborales por unidad de valor añadido.

En el cuarto trimestre del año, el deflactor de la demanda final mantuvo estable su ritmo de avance interanual en el 4%, al tiempo que se aceleraba el deflactor del PIB en dos décimas, hasta situar su tasa de crecimiento interanual en el 4,7%, y se registraba una ligera desaceleración del deflactor de las importaciones, hasta el 2,8%. Todo ello, en un contexto en el que continúa aumentando el peso de las importaciones en la demanda final, en detrimento de la producción interna. Aunque los precios de importación energéticos se aceleraron en el cuarto trimestre, la revalorización del euro frente al dólar contribuyó al moderado comportamiento de los precios de importación de los bienes no energéticos.

Desde la óptica de la demanda, el deflactor del consumo registró el pasado año un crecimiento interanual del 3,3% en el cuarto trimestre, dentro de una trayectoria alcista durante el año. El IPC mostró un perfil similar y aumentó un 3,4% en el cuarto trimestre de 2004 (una décima más que en el trimestre anterior). En los tres primeros meses del año, el crecimiento medio del IPC retrocedió hasta el 3,3%, mientras que el IPSEBENE se mantuvo estable en el 2,9% (véase gráfico 22). El componente más inflacionista volvió a ser el de los precios energéticos, con un crecimiento medio del 7,3%, a lo que contribuyeron el incremento de la tarifa eléctrica a principios de año y la trayectoria alcista que mantienen los precios de combustibles y carburantes desde finales del mes de enero hasta la actualidad, en línea con la evolución del precio del crudo en los mercados internacionales. Por su parte, en el primer trimestre del año los precios de los bienes industriales no energéticos aumentaron un 1%, en tasa interanual, dos décimas menos que en el período anterior, debido, en parte, a la menor intensidad de las rebajas de invierno y a una reducción del precio de los medicamentos en marzo.

Los precios de los alimentos elaborados se desaceleraron una décima en el período enero-marzo, en relación con el trimestre anterior, hasta situar su crecimiento interanual medio en el 4%. Los precios del pan y los cereales, así como de los aceites, moderaron su ritmo de avance, contrariamente a lo ocurrido con los correspondientes a los derivados de las carnes. Por su parte, los precios de los alimentos no elaborados repuntaron en el primer trimestre, hasta una tasa del 2,9%, tras el mínimo alcanzado en el trimestre; algunas partidas como la de carne de ave y las de hortalizas y frutas se encarecieron, estas últimas como consecuencia de las heladas ocurridas en el mes de febrero. Por último, los precios de los servicios se aceleraron dos décimas en el primer trimestre, hasta una tasa interanual media del 3,7%, debido a que en los primeros meses del año tuvieron lugar aumentos de las tarifas de transporte superiores a las del pasado año; también la ubicación de la Semana Santa en marzo, y no en abril, como en 2004, ha contribuido a esa aceleración, si bien este efecto será pasajero.

En el primer trimestre del presente año, la inflación española medida por el IAPC disminuyó dos décimas, hasta el 3,3%. En el conjunto de la UEM, la inflación se redujo tres décimas, situándose en el 2% en el período enero-marzo. Por consiguiente, el diferencial se amplió en una décima, hasta alcanzar 1,3 pp (véase gráfico 23). La ampliación del diferencial en los servicios reflejó la desaceleración de estos precios en la zona del euro. En el caso de los bienes, el diferencial se estrechó por la favorable evolución de los mismos en todos sus componentes. La reducción fue especialmente intensa en el caso de los bienes industriales energéticos, ya que la desaceleración en España fue mayor que en la UEM, situándose el diferencial en valores negativos desde enero del presente año. Según el indicador adelantado del IAPC, la inflación habría aumentado una décima en abril, hasta el 3,5%, mientras que se habría mantenido constante en la UEM, dando lugar a una nueva ampliación del diferencial.

Por último, el índice de precios industriales (IPRI) experimentó una nueva aceleración en el mes de marzo, retomando la trayectoria alcista que siguió a lo largo del año 2004 y que abandonó temporalmente al comienzo de 2005. Su tasa de crecimiento interanual se situó en el 5,1% en ese mes, frente al 4,9% del mes anterior y al 5,2% registrado en media, en el cuarto trimestre del pasado año. El origen del repunte fueron los precios de producción de la energía, cuya tasa interanual alcanzó el 13,1% en marzo, así como, en menor medida, una cierta aceleración de los precios de producción de los bienes de equipo. Por el contrario, los precios de los bienes de consumo y de los intermedios se desaceleraron. El diferencial de crecimiento con los precios de producción de la zona del euro se redujo hasta el 0,8 pp en febrero, último dato disponible, frente al 1,5 pp de finales del año pasado (véase gráfico 23). Entre los restantes indicadores de precios, los precios percibidos por los agricultores mantuvieron comportamientos

	me y %						
	Liquidación 2004	Variación porcentual 2004/2003	Presupuesto inicial 2005	Variación porcentual 2005/2004	Liquidación		
					2004 ENE-MAR	2005 ENE-MAR	Variación porcentual 7 = 6/5
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7 = 6/5
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	115.270	5,1	117.592	2,0	27.259	31.019	13,8
Impuestos directos	58.668	3,8	63.689	8,6	10.138	12.466	23,0
IRPF	30.405	-7,4	33.703	10,8	9.513	11.091	16,6
Sociedades	26.019	18,7	27.901	7,2	115	854	--
Otros (a)	2.244	26,5	2.085	-7,1	510	520	2,0
Impuestos indirectos	41.350	5,8	43.051	4,1	13.179	15.638	18,7
IVA	29.108	7,3	30.015	3,1	10.394	12.683	22,0
Especiales	9.751	-0,4	10.413	6,8	2.203	2.289	3,9
Otros (b)	2.491	14,9	2.623	5,3	582	666	14,5
Otros ingresos	15.252	8,5	10.852	-28,9	3.942	2.915	-26,1
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	114.743	0,8	124.527	8,5	29.556	34.030	15,1
Personal	19.488	5,6	20.447	4,9	4.371	4.507	3,1
Compras	3.510	17,2	2.905	-17,2	965	813	-15,8
Intereses	16.760	-15,3	19.293	15,1	6.003	8.209	36,7
Transferencias corrientes	61.006	5,0	63.565	4,2	14.531	16.426	13,0
Fondo de contingencia	...	...	...	...	...	...	...
Inversiones reales	7.104	-5,7	8.841	24,5	2.012	2.455	22,0
Transferencias de capital	6.875	-0,9	6.986	1,6	1.673	1.621	-3,1
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>	527	...	-6.935	...	-2.297	-3.011	...
<b>PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL</b>							
Recursos no financieros	115.683	4,6	118.145	2,1	26.771	30.168	12,7
Empleos no financieros	125.546	11,6	121.538	-3,2	25.690	27.028	5,2
<b>CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN</b>							
	-9.863	...	-3.392	...	1.081	3.140	...
(en porcentajes del PIB)	-1,2		-0,4		0,1	0,4	

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.

muy moderados en los últimos meses, mientras que los precios hoteleros se desaceleraron en enero y febrero, de forma similar a lo ocurrido en el último trimestre del pasado año.

#### 4.4 La actuación del Estado

Las cifras publicadas sobre la ejecución del presupuesto del Estado del primer trimestre, siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional, muestran una mejora del superávit, que pasó de los 1.081 millones de euros en el primer trimestre del año 2004 a los 3.140 millones de este año 2005. Esta evolución se debió al aumento de los recursos en un 12,7%, frente al incremento del 5,2% en los empleos.

Estas cifras contrastan con el resultado de caja, tanto por el signo como por su evolución. En efecto, siguiendo el criterio de caja, el Estado registró un déficit de 3.011 millones de euros en el primer trimestre de 2005, frente al déficit algo menor, de 2.297 millones, registrado en los primeros meses del año anterior (véase cuadro 3). La diferente evolución de ambos saldos responde principalmente al ajuste debido al distinto criterio de contabilización de los intereses pagados. Debe recordarse, no obstante, que las cifras de los primeros meses del año son muy erráticas y escasamente representativas del comportamiento presupuestario del Estado en los próximos meses.

En cuanto a los ingresos de caja, estos aumentaron un 13,8% en el primer trimestre, por la fortaleza de las principales figuras impositivas, lo que contrasta vivamente con la previsión presupuestaria de un aumento del 2% para el conjunto del año 2005. La recaudación de los impuestos directos se vio impulsada tanto por el IRPF, que aumentó un 16,6% (en particular, las retenciones del trabajo se incrementaron un 15,7%) en estos primeros meses, como por el impuesto sobre sociedades<sup>1</sup> (en este caso, debido, en parte, a la caída en las devoluciones realizadas). El IVA avivó el ritmo de crecimiento mostrado en los últimos meses del año anterior y alcanzó un crecimiento del 22%, mientras que, por el contrario, los impuestos especiales, debido al estancamiento en la recaudación del impuesto sobre hidrocarburos por la congelación del tipo impositivo y por la moderación del consumo, tuvieron un crecimiento más débil. En cuanto a los capítulos agregados en la rúbrica de Otros ingresos, la caída registrada vino determinada por las fuertes reducciones en los ingresos procedentes del Banco de España y de los Organismos autónomos, así como por la reducción, en cerca de un 70%, de los Fondos procedentes de la Unión Europea (aunque estas transferencias tienen una evolución muy errática).

Los pagos de caja, por su parte, mantuvieron un crecimiento extraordinariamente elevado comparado con la previsión presupuestaria, debido a los pagos por intereses y por transferencias corrientes. En el primer caso, los pagos están condicionados por el calendario de vencimientos de la deuda pública y por el efecto de la asunción de deuda de RENFE por parte del Estado en el año 2004<sup>2</sup>, aunque este último se compensa con un menor gasto por subvenciones a dicha empresa. En las transferencias hay que tener en cuenta el fuerte aumento del recurso PNB destinado a la Unión Europea por el adelanto de un mes en los pagos realizados. Es de esperar que, en estos dos capítulos, las tasas converjan en los próximos meses hacia cifras más acordes con las presupuestadas. Hay que destacar, por otra parte, que los pagos de personal registraron un crecimiento muy moderado hasta marzo (un 3,1%), en tanto que las compras disminuyeron notablemente. Por el contrario, las inversiones reales registraron un aumento del 22%, debido, en parte, a los gastos asociados a la red ferroviaria convencional, cuya gestión es responsabilidad del Estado a partir de enero de 2005. No obstante, estos mayores pagos se compensan con el descenso de las transferencias de capital que, con el modelo ferroviario anterior, se destinaban a RENFE.

En cuanto a la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social, se cuenta con información del Sistema, relativamente retrasada, pues se refiere al mes de enero. Las cotizaciones sociales experimentaron un aumento del 7,1% respecto a enero del año anterior, lo que supone un ritmo de crecimiento similar al registrado al final de 2004, aunque inferior al 8,9% de incremento previsto en el presupuesto, respecto al presupuesto del año anterior. El número de afiliados a la Seguridad Social aumentó un 2,8% en el primer trimestre del año 2005, igual que en el conjunto del año 2004. Por el lado del gasto, las pensiones aumentaron un 6,7% en enero, algo por debajo de lo presupuestado para el conjunto del año. El número de pensiones contributivas sigue una evolución muy moderada, situándose su tasa de crecimiento en el 0,8% en el primer trimestre. El gasto en prestaciones por desempleo aumentó un 5,9% hasta febrero, frente al incremento del 9,6% en el conjunto del año 2004. Esta desaceleración estuvo determinada por la caída del paro registrado, que se redujo un 1,4% en el primer trimestre de 2005, frente al 1,8% de crecimiento en el conjunto del año anterior. Por el contrario, la tasa de cobertura se situó en el 75,9% en enero de 2005, bastante por encima del nivel con que terminó 2004. Como resultado de estos dos factores contrapuestos, el número de beneficiarios creció un 2,7% en enero, frente al 5,6% de crecimiento medio en 2003.

---

1. Este impuesto no presentará tasas de variación relevantes hasta el ingreso a cuenta del mes de abril. 2. Esta operación está ligada al proceso de reestructuración del sistema ferroviario y no tuvo efectos en el saldo de caja de 2004.

		Millones de euros	
		ENERO	
		2004	2005
INGRESOS	Cuenta corriente	20.173	20.599
	Mercancías	10.814	10.932
	Servicios	4.583	4.942
	Turismo	2.214	2.379
	Otros servicios	2.369	2.563
	Rentas	1.563	1.800
	Transferencias corrientes	3.213	2.925
	Cuenta de capital	270	568
	Cuentas corriente + capital	20.443	21.166
PAGOS	Cuenta corriente	20.982	24.753
	Mercancías	13.803	15.607
	Servicios	3.291	3.511
	Turismo	632	784
	Otros servicios	2.659	2.727
	Rentas	2.203	3.024
	Transferencias corrientes	1.685	2.612
	Cuenta de capital	95	132
	Cuentas corriente + capital	21.077	24.885
SALDOS	Cuenta corriente	-809	-4.155
	Mercancías	-2.989	-4.675
	Servicios	1.292	1.431
	Turismo	1.582	1.595
	Otros servicios	-290	-164
	Rentas	-640	-1.223
	Transferencias corrientes	1.528	313
	Cuenta de capital	176	436
	Cuentas corriente + capital	-633	-3.719

FUENTE: Banco de España.

a. Avance provisional.

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

En el primer mes de 2005, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 3.719 millones de euros, superior en 3.086 millones de euros al contabilizado un año antes. Este resultado se explica por el notable deterioro que acusó el saldo de la cuenta corriente, que amplió su déficit en 3.346 millones de euros, ya que el superávit por operaciones de capital se incrementó en 260 millones de euros, en relación con el alcanzado en el mismo mes de 2004. La negativa evolución de la cuenta corriente vino determinada, fundamentalmente, por la nueva ampliación del déficit de mercancías, el notable descenso del superávit por transferencias corrientes y, en menor medida, el deterioro del déficit de rentas, mientras que el saldo positivo de servicios experimentó cierta mejora (véase cuadro 4).

En enero de 2005 el déficit de la balanza comercial reflejó un empeoramiento de 1.686 millones de euros sobre el nivel alcanzado en el mismo mes del año anterior; en tasas interanuales, el saldo negativo aumentó un 56,4%, intensificando el notable deterioro que le caracterizó en el ejercicio anterior. El vigor que mantuvieron en enero los flujos reales de importaciones, frente al retroceso de las ventas exteriores reales, unido al fuerte encarecimiento que continuó experimentando la factura energética, en línea con la escalada de los precios del crudo en los mercados internacionales, propiciaron esta importante ampliación del déficit comercial.

En cuanto a los servicios, el saldo positivo en enero de 2005 se situó en 1.431 millones de euros, 139 millones por encima del contabilizado en igual mes del año anterior, lo que supone un incremento interanual del 10,8%. Esta mejora se explica por el tímido aumento del 0,8% que experimentó el superávit turístico, y, en mayor medida, por la corrección del 43,5% que mostró el déficit de servicios no turísticos. Los ingresos turísticos aumentaron un 7,4% en enero, acentuando la tónica de recuperación que iniciaron en el último trimestre de 2004, en línea con el tono positivo que mantuvieron en ese mes tanto las entradas de turistas extranjeros como, especialmente, sus pernoctaciones hoteleras, si bien en febrero reflejaron cierta debilidad. Por su parte, los pagos turísticos prolongaron en enero el notable dinamismo que les caracterizó en el ejercicio anterior, con un aumento del 24,1%, en un contexto de notable apreciación de nuestra divisa.

El saldo negativo de la balanza de rentas registró un deterioro de 584 millones de euros en enero de 2005, en relación con el observado en idéntico mes del ejercicio anterior, situando su déficit en 1.223 millones de euros. Los ingresos aumentaron un 15,1%, reflejando el dinamismo que adquirieron los percibidos por las instituciones financieras residentes, mientras que retrocedieron notablemente los ingresos recibidos por el sector privado no financiero. Los pagos, por su parte, reflejaron un aumento superior, del 37,2%, derivado, en buena medida, del impulso que mostraron también los pagos realizados por el sector financiero.

El superávit de la balanza de transferencias corrientes se situó en 313 millones de euros, en el primer mes del año, lo que supone un notable descenso, de 1.215 millones de euros, en relación con el nivel observado en enero de 2004. Los ingresos cayeron un 9%, fruto del retroceso que experimentaron en enero los flujos procedentes de la UE, tanto los destinados al sector privado en concepto de FEOGA-Garantía como los dirigidos al sector público en concepto de Fondo Social Europeo, afectados, en parte, por los retrasos en la percepción de estos fondos que suelen producirse a principios de ejercicio —no obstante, en el conjunto del primer trimestre acumulan cierto aumento—. Los pagos, por el contrario, aumentaron un 55%, reflejando, fundamentalmente, el notable incremento que registraron los pagos destinados a las arcas comunitarias en los renglones de Recurso PNB y, en menor medida, de Recurso IVA, aunque también se impulsaron los pagos realizados por el sector privado.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 436 millones de euros en enero de 2005, reflejando un aumento de 260 millones de euros en relación con idéntico mes del año anterior, que se explica por el incremento que experimentaron los fondos estructurales procedentes de la UE, especialmente los destinados al FEDER.

### 5.1 Rasgos más destacados

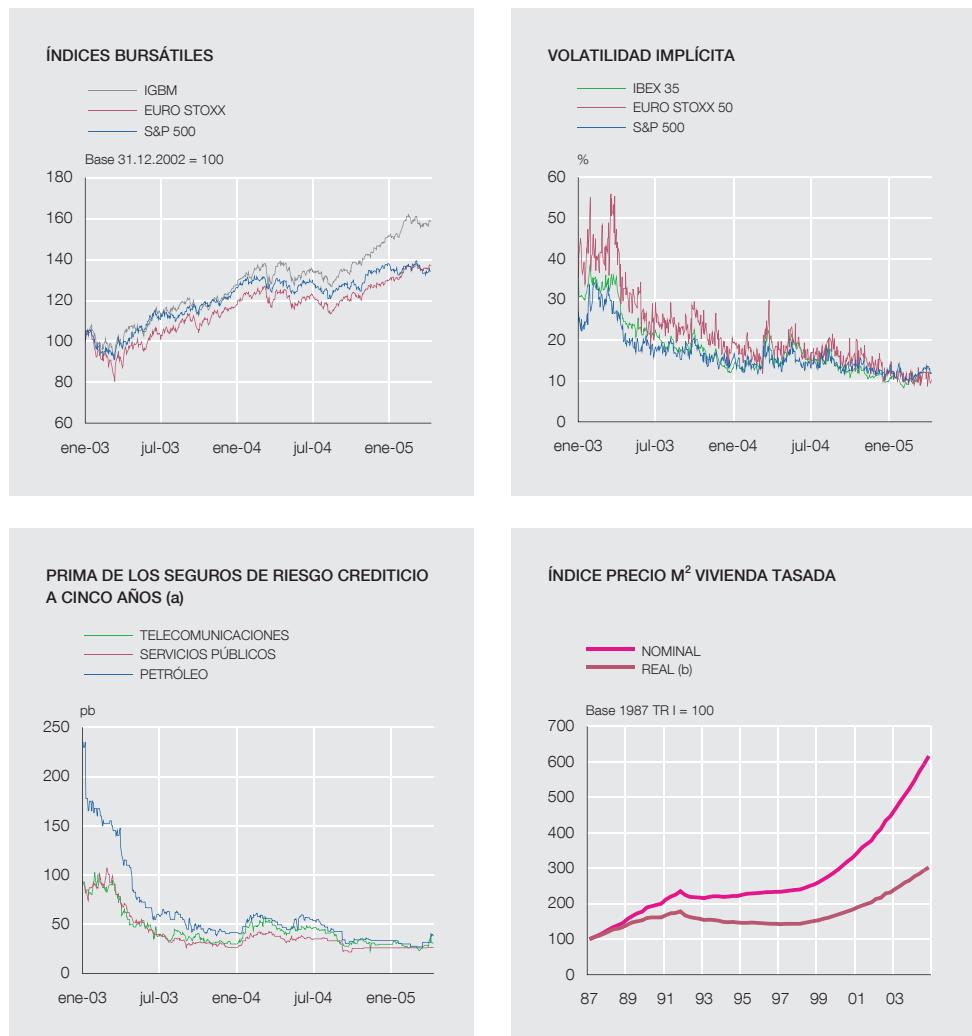
Durante el primer trimestre de 2005, los tipos de interés del mercado monetario se mantuvieron estables y la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo experimentó descensos en enero y la primera mitad de febrero, que fueron posteriormente corregidos. De este modo, en marzo el EURIBOR medio a un año fue del 2,3%, cifra similar a la registrada en diciembre, mientras que la rentabilidad media del bono español a diez años acumulaba a lo largo del ejercicio un incremento de 10 puntos básicos (pb), hasta situarse en el 3,7%. Según la información disponible hasta febrero, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito al sector privado no experimentaron, en general, variaciones significativas, por lo que siguen próximos a los mínimos registrados en 2003. Asimismo, el coste de financiación de las empresas con valores de renta fija continuó siendo reducido, como consecuencia de las bajas rentabilidades negociadas en los mercados de deuda pública y del mantenimiento de las primas de riesgo en torno a los moderados niveles de finales de 2004 (véase gráfico 24).

En los mercados bursátiles nacionales y europeos las cotizaciones continuaron mostrando la trayectoria ascendente de los últimos meses de 2004, acompañada del mantenimiento de una reducida volatilidad, si bien durante el mes de marzo se produjeron algunas correcciones, que han continuado en abril en un contexto de nuevo tensionamiento de los precios del petróleo. De este modo, a finales del primer trimestre, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba una revalorización durante este año del 3,7%, cifra similar a la registrada durante el mismo período por el EURO STOXX amplio (4,3%) y que contrasta con los descensos que recogía el S&P 500 de las bolsas americanas (-2,6%).

De acuerdo con los datos más recientes, los precios en el mercado de la vivienda han continuado aumentando a ritmos elevados. Así, según la información oficial del Ministerio de la Vivienda correspondiente al cuarto trimestre de 2004, la tasa de expansión interanual de dicho precio avanzó 0,3 pp respecto a septiembre y se situó en el 17,5%. Esta ligera aceleración se observó tanto en los municipios pequeños como en los medianos, mientras que, en las localidades de más de 500.000 habitantes, que venían registrando un crecimiento superior al de la media, se produjo cierta moderación.

En este contexto, durante el cuarto trimestre de 2004 la financiación al sector privado siguió expandiéndose a tasas elevadas, en el entorno del 16%. Por componentes, la información disponible muestra que el grueso de los recursos continuó destinándose al sector inmobiliario, aunque resulta significativo el mayor dinamismo que mostró el crédito al sector industrial, en línea con la recuperación de la inversión productiva. La información provisional de los primeros meses de 2005 no apunta síntomas de desaceleración de los fondos captados por los hogares y las empresas españolas.

Los indicadores de presión financiera de las familias mostraron un nuevo deterioro durante el último trimestre del pasado año, evolución que, según la información provisional más reciente, habría continuado durante los primeros meses de 2005. Así, las ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con la renta bruta disponible (RBD) volvieron a incrementarse, al tiempo que el ahorro no destinado al servicio de la deuda continuó descendiendo y, de acuerdo con las Cuentas Financieras, el ahorro financiero del sector se redujo en 2004, hasta alcanzar un valor negativo equivalente al 0,1% del PIB (véase cuadro 5). En cambio, la riqueza neta de los hogares mantuvo su perfil creciente entre octubre y diciembre del mismo ejercicio,



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.

gracias fundamentalmente a la revalorización de los inmuebles, principales activos del patrimonio de la mayoría de las familias españolas (véase recuadro 5).

En el caso de las sociedades, la ratio agregada de endeudamiento sobre resultados siguió incrementándose entre octubre y diciembre de 2004, mientras que la carga financiera por intereses se mantuvo en los niveles del trimestre anterior. Los avances para la parte transcurrida de 2005 apuntan a nuevos aumentos en el primer estadístico y a un ligero repunte en el segundo, que, no obstante, se situaría todavía por debajo de los valores máximos observados en períodos recientes. Por otra parte, la brecha de financiación, que mide los recursos netos necesarios para acometer la formación bruta de capital y la inversión con carácter permanente en el exterior, volvió a reducirse durante los últimos tres meses del año pasado. Por lo que se refiere a los beneficios, la información de la Central de Balances Trimestral (CBT) muestra un comportamiento muy favorable de los resultados ordinarios durante 2004, que fue bastante generalizado por sectores, aunque la recuperación fue más intensa en el caso de la industria. Esta evolución permitió que los indicadores sintéticos de presión financiera sobre el empleo y, especialmente, sobre la inversión descendieran, a pesar del avance del endeudamiento.

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

FUENTE: Banco de España.

Las condiciones holgadas de financiación y la revalorización de la riqueza de los hogares han seguido contribuyendo a sostener el vigor del consumo y la inversión residencial y, previsiblemente, lo seguirán haciendo durante los próximos meses. No obstante, se está incrementando el grado de presión financiera que soporta el sector, al tiempo que su comportamiento descansa, en parte, en incrementos en los precios de la vivienda superiores a lo que indican sus determinantes de largo plazo. Cuanto más tarde se empiecen a corregir estas tendencias, mayor será la probabilidad de que se terminen materializando los riesgos para el dinamismo del gasto de las familias que se han venido señalando en anteriores informes.

Por el contrario, en el caso de las sociedades, aunque también se detecta una pauta creciente en el endeudamiento, la carga financiera se sitúa en niveles inferiores a los observados en períodos recientes. Además, la mejoría de los indicadores sintéticos de presión financiera, la situación más saneada de las grandes empresas y la confirmación de los indicios de recuperación en la rama industrial sugieren que los riesgos para la evolución del gasto en inversión y de la contratación del sector asociados a su posición patrimonial son menos relevantes.

## 5.2 El sector hogares

Las condiciones de financiación de los hogares continuaron siendo holgadas durante el primer trimestre de 2005. Así, en febrero los costes de los créditos para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines situaron, respectivamente, en el 3,44% (5 pb más que en diciembre del pasado año) y el 5,84% (43 pb menos). En el primer caso, la cifra se sitúa algo por encima del valor mínimo alcanzado en 2004, mientras que en el segundo supone el registro más reducido observado en dicha serie. Del mismo modo, de acuerdo con la última Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) disponible, las entidades preveían, durante el mismo período, cierto endurecimiento de los criterios de concesión de créditos para la adquisición de vivienda y una ligera relajación de los correspondientes a los préstamos destinados al consumo y otros fines.

Durante el cuarto trimestre de 2004, la deuda de los hogares siguió incrementándose a ritmos elevados, cercanos al 20% en términos interanuales. Por modalidades, el grueso de los fondos continuó dirigiéndose a la financiación de la vivienda, que presentó tasas de expansión por encima del 23%, mientras que los préstamos para consumo y otros fines moderaron su dinamismo y crecieron alrededor del 11%, en relación con el mismo período del año anterior, más de dos puntos porcentuales por debajo del dato del pasado mes de septiembre. La información provisional de los primeros meses de 2005 apunta a cierta aceleración en los recursos recibidos por los hogares para la adquisición de inmuebles, junto con un moderado descenso del avance de aquellos destinados a otras finalidades.

La inversión financiera realizada por los hogares (medida en términos acumulados durante los últimos doce meses) continuó desacelerándose y supuso, a finales de 2004, el 10,6% del PIB, 0,6 pp por debajo del dato de septiembre del mismo año (véase cuadro 6). Por instrumentos, se acentuó la preferencia por los activos más líquidos y de menor riesgo (efectivo, depósitos, valores de renta fija y FIAMM), cuyo flujo se incrementó en 0,3 pp en relación con el PIB, hasta suponer el 5,7%. Por el contrario, tanto la suscripción neta de FIM como las compras directas de acciones se moderaron, hasta situarse en el 1,9% y el 0,4% del PIB, respectivamente. Por último, las adquisiciones de seguros —que incluyen a los fondos de pensiones— se mantuvieron en niveles similares a los del trimestre anterior.

Los pasivos de los hogares continuaron creciendo de forma más intensa que las rentas del sector, por lo que la ratio de deuda sobre RBD siguió aumentando, hasta superar, al cierre de 2004, el 103%, nivel que se aleja del valor promedio de la UEM (90%) y que se acerca al de Estados Unidos (115%). Asimismo, la carga financiera asociada mantuvo el perfil creciente y se situó, en el mismo período, próxima al 14%, al tiempo que el ahorro no destinado al servicio de la deuda experimentó nuevos descensos, hasta alcanzar valores equivalentes a tan solo el 0,5% de la RBD de las familias (véase gráfico 25). Del mismo modo, las Cuentas Financieras muestran que, en términos acumulados de doce meses, el saldo de las operaciones financieras netas volvió a reducirse, llegando a alcanzar incluso un valor negativo, que supuso el 0,1% del PIB. Sin embargo, según la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares, durante el mismo período, el porcentaje de familias que pudo dedicar dinero al ahorro se incrementó hasta el 40%. El contrapunto de esta evolución desfavorable de los indicadores de presión financiera fue, de nuevo, el aumento de la riqueza neta, gracias a la revalorización del precio de la vivienda y, en menor medida, al ascenso de las cotizaciones bursátiles.

### **5.3 El sector de sociedades no financieras**

Durante el primer trimestre de 2005, las condiciones de financiación de las sociedades continuaron siendo holgadas, incluso en mayor medida que a finales del año pasado. Así, los tipos de interés crediticios aplicados por parte de las entidades financieras se situaron en febrero en el 4,09% y el 2,91% para operaciones superiores e inferiores al millón de euros, respectivamente, lo que supone un descenso de 3 pb y 10 pb respecto a diciembre de 2004. Al mismo tiempo, según la última EPB disponible, las condiciones de oferta previstas por las entidades en la concesión de los préstamos en el mismo período eran menos restrictivas que durante los tres meses anteriores. Adicionalmente, el coste de la financiación en los mercados de renta fija se mantuvo en niveles reducidos, como consecuencia tanto de la baja rentabilidad de la deuda pública como del mantenimiento de las primas de riesgo crediticio en valores moderados. Por último, las condiciones para la obtención de fondos en los mercados de renta variable experimentaron cierta mejoría, como resultado del ligero incremento de las cotizaciones, en un contexto de reducida volatilidad.

De acuerdo con los últimos datos de las Cuentas Financieras, correspondientes al cuarto trimestre de 2004, el volumen de las operaciones de pasivo de las sociedades se moderó ligeramente (0,2 pp), hasta el 20,4% del PIB, en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 6). Por instrumentos, los recursos obtenidos mediante fondos propios redujeron su importancia relativa, de modo que supusieron solamente el 2,6% del PIB, mientras que lo contrario sucedió con la financiación ajena con coste. En términos de tasas de variación, el avance interanual de la deuda se situó algo por encima del 13%, un nivel similar al del pasado septiembre, si bien la información provisional de los primeros meses de 2005 apunta a una aceleración. El desglose de este agregado muestra que el crédito de entidades residentes fue, durante los últimos tres meses del año, el componente más dinámico, registrando un crecimiento del 19% en relación con el mismo período de 2003, evolución que contrasta con la atonía de los préstamos exteriores y de la emisión doméstica de valores de renta fija.

El análisis de la composición del patrimonio de los hogares es importante, entre otros motivos, porque permite extraer conclusiones acerca de los efectos riqueza asociados a variaciones en los precios de los distintos activos. Utilizando la Encuesta Financiera de las Familias<sup>1</sup>, que toma como referencia el año 2002, en este recuadro se analiza la estructura de la cartera de las familias españolas y cómo varía en función de los distintos niveles de renta o de riqueza.

Con este fin, en el cuadro 1 se muestra el porcentaje de hogares que poseen los distintos tipos de activos inmobiliarios y financieros, distinguiendo por niveles de renta y patrimonio neto (panel superior), así como también la proporción de la riqueza bruta total que representan

1. Para mayor información sobre esta encuesta, véase Bover (2004), *Encuesta Financiera de las Familias españolas (EFF): descripción y métodos de la encuesta 2002*, Documento Ocasional n.º 0409, Banco de España.

unos y otros (panel inferior). Estos datos confirman la elevada preferencia por la propiedad frente al alquiler que presentan las familias españolas, ya que un 82% de ellas son propietarias de la vivienda en la que residen. Aunque este porcentaje crece tanto con la renta como con la riqueza, es muy elevado incluso en la parte inferior de la distribución de ambas variables.

Como cabría esperar, en los hogares con menores recursos, medidos en función de la renta o del patrimonio neto, la vivienda principal supone el grueso de la riqueza inmobiliaria y, a su vez, de la total. A medida que aumentan los ingresos y la riqueza, el peso que tiene el valor de la vivienda principal en el patrimonio disminuye, pero en favor, en gran parte, de otros bienes inmuebles. De esta forma, la importancia relativa de la riqueza inmobiliaria se mantiene en niveles muy elevados, por encima del 75%, en la mayoría de los casos. Únicamente para las familias más acomodadas

TENENCIA DE ACTIVOS REALES Y FINANCIEROS Y COMPOSICIÓN DE LA RIQUEZA BRUTA DE LOS HOGARES ESPAÑOLES  
POR NIVELES DE RENTA Y RIQUEZA NETA

	Activos reales			
	Vivienda principal	Otras propiedades inmobiliarias	Joyas, antigüedades y obras de arte	Negocios por trabajo por cuenta propia
<b>A. Porcentaje de hogares que poseen el activo</b>				
TODOS LOS HOGARES	81,9	30,1	18,2	12,4
<b>PERCENTIL DE RENTA</b>				
Menor de 40	76,4	20,7	12,7	6,2
Entre 40 y 60	80,8	27,4	16,4	12,8
Entre 60 y 80	85,1	33,5	20,7	15,3
Entre 80 y 90	89,6	42,7	26,8	19,9
Entre 90 y 100	92,3	53,7	29,9	22,6
<b>PERCENTIL DE RIQUEZA NETA</b>				
Menor de 50	66,6	12,7	14,6	5,0
Entre 50 y 75	97,6	31,9	17,4	12,1
Entre 75 y 90	97,3	53,0	21,2	20,6
Entre 90 y 100	96,4	78,4	33,6	37,8
<b>B. Contribución del valor de los distintos activos a la riqueza bruta</b>				
TODOS LOS HOGARES	58,2	21,0	0,5	7,7
<b>PERCENTIL DE RENTA</b>				
Menor de 40	72,4	15,7	0,3	3,1
Entre 40 y 60	65,1	19,5	0,3	6,0
Entre 60 y 80	58,9	22,4	0,4	7,5
Entre 80 y 90	55,5	21,9	0,6	9,6
Entre 90 y 100	42,8	24,9	1,0	11,7
<b>PERCENTIL DE RIQUEZA NETA</b>				
Menor de 50	80,3	7,5	0,5	1,7
Entre 50 y 75	77,3	11,4	0,3	2,7
Entre 75 y 90	63,3	20,8	0,5	4,9
Entre 90 y 100	36,2	31,7	0,7	14,3

FUENTE: Encuesta Financiera de las Familias (EFF).

se observan cifras inferiores, aunque todavía bastante altas (cerca-  
nas al 70%).

Por otra parte, se observa que la contribución de las propiedades in-  
mobiliarias distintas de la vivienda principal es, en la mayoría de estra-  
tos de población, superior a la de los activos financieros, lo que refle-  
ja la acusada preferencia de los hogares españoles por la inversión  
residencial. Esto sucede incluso en las familias con mayores recursos  
y que, por tanto, tienen mayores posibilidades de diversificación.

Por lo que se refiere a los activos financieros, su tenencia se incre-  
menta tanto con la renta como con la riqueza (véase panel superior  
del cuadro), al igual que sucede con los bienes inmobiliarios. Los  
planes de pensiones son, después de las cuentas bancarias, los acti-  
vos más extendidos. Por el contrario, la relevancia de los valores de  
renta fija es bastante reducida (sólo un 1,9% de los hogares poseen  
de manera directa este tipo de activos y en ninguno de los estratos de  
población presentados en la tabla este porcentaje supera el 5%).  
En todo caso, destaca el reducido peso que los activos financieros

tienen en el patrimonio de los hogares (12,6% para la familia repre-  
sentativa). Aunque tiende a aumentar tanto con la renta como con la  
riqueza, lo hace de forma poco importante, y únicamente para los  
hogares en la decila extrema de la distribución se sitúa por encima  
del 15%. Como cabría esperar, son estos últimos los que invierten  
una mayor proporción de su riqueza en fondos de inversión y, sobre  
todo, en acciones y participaciones, mientras que lo contrario suce-  
de con las cuentas bancarias. Asimismo, se observa que, para un  
porcentaje elevado de familias, la contribución de estos últimos ins-  
trumentos al valor de la cartera financiera es superior al 50%.

Tomados en su conjunto, estos resultados ilustran la elevada impor-  
tancia relativa de los activos inmobiliarios (no solo de la vivienda prin-  
cipal) dentro de la cartera de las familias españolas, característica  
que se observa en todos los estratos de población analizados. Además,  
el porcentaje que representa la riqueza inmobiliaria de las familias  
sobre el total de sus activos es uno de los mayores entre los países  
de nuestro entorno y el peso de la inversión interna residencial en el  
PIB se sitúa entre los más elevados de la UEM.

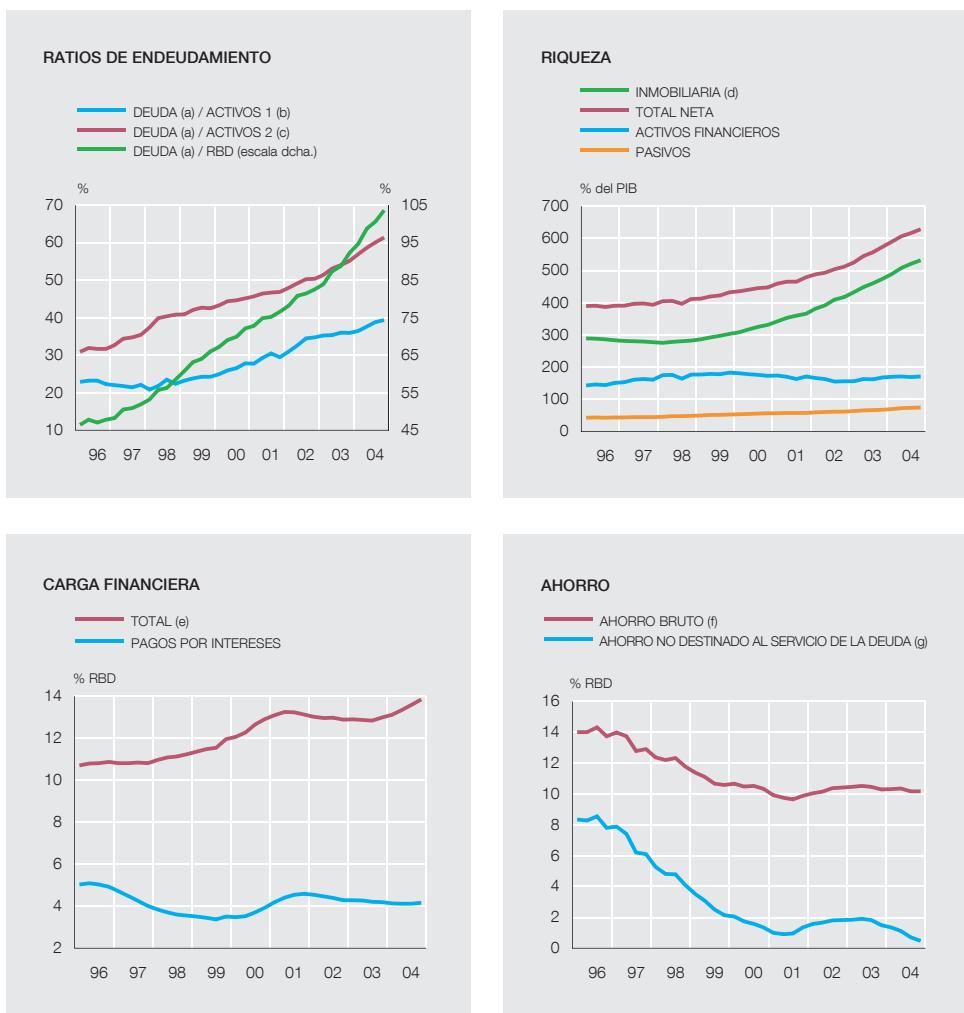
Activos financieros						
Cuentas bancarias	Acciones y participaciones	Fondos de inversión	Valores de renta fija	Planes de pensiones	Otros activos financieros	Total
						A. Porcentaje de hogares que poseen el activo
98,2	12,5	7,2	1,9	24,1	4,5	TODOS LOS HOGARES
						PERCENTIL DE RENTA
96,7	5,2	2,7	1,0	10,2	3,0	Menor de 40
98,7	8,9	5,4	2,2	22,0	4,6	Entre 40 y 60
99,3	14,9	9,5	2,3	30,5	4,3	Entre 60 y 80
99,4	19,3	11,9	2,6	39,1	5,3	Entre 80 y 90
99,8	37,1	19,9	3,4	55,6	9,9	Entre 90 y 100
						PERCENTIL DE RIQUEZA NETA
97,3	4,1	2,1	0,7	12,6	3,6	Menor de 50
99,0	11,2	7,5	1,9	27,6	3,3	Entre 50 y 75
99,3	21,5	13,1	4,2	37,4	4,0	Entre 75 y 90
99,3	44,1	23,4	4,5	52,7	12,9	Entre 90 y 100
						B. Contribución del valor de los distintos activos a la riqueza bruta
5,0	3,3	1,2	0,3	2,2	0,6	100,0 TODOS LOS HOGARES
						PERCENTIL DE RENTA
5,6	0,8	0,6	0,3	1,0	0,2	100,0 Menor de 40
5,2	1,1	0,7	0,3	1,2	0,6	100,0 Entre 40 y 60
5,2	1,7	1,2	0,4	1,9	0,4	100,0 Entre 60 y 80
5,0	2,3	1,4	0,3	2,9	0,6	100,0 Entre 80 y 90
4,3	8,4	2,0	0,2	3,7	1,0	100,0 Entre 90 y 100
						PERCENTIL DE RIQUEZA NETA
7,1	0,5	0,4	0,1	1,3	0,5	100,0 Menor de 50
4,8	0,6	0,7	0,2	1,8	0,3	100,0 Entre 50 y 75
5,3	1,0	1,1	0,5	2,3	0,2	100,0 Entre 75 y 90
4,1	7,1	1,9	0,3	2,8	0,9	100,0 Entre 90 y 100

% del PIB	2001	2002	2003	2004		
				II TR	III TR	IV TR
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
Operaciones financieras (activos)	7,9	8,8	10,1	11,5	11,2	10,6
Medios de pago	1,2	3,7	4,4	4,6	4,2	4,1
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	3,5	1,6	0,1	0,9	1,5	1,8
Acciones y otras participaciones (b)	-0,2	0,7	0,7	0,9	0,9	0,4
Fondos de inversión	0,8	0,2	2,3	2,2	1,6	1,4
FIAMM	1,3	0,7	0,6	0,0	-0,3	-0,2
FIM	-0,5	-0,5	1,8	2,2	2,0	1,7
Reservas técnicas de seguros	2,7	2,6	1,9	1,9	2,0	1,9
De las cuales:						
De vida	1,5	1,5	0,7	0,7	0,8	0,6
De jubilación	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	1,0
Resto	0,0	-0,1	0,7	1,0	1,0	1,0
Operaciones financieras (pasivos)	6,8	7,3	9,5	10,8	11,0	10,7
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	5,4	7,2	9,3	10,6	10,9	10,9
Créditos para adquisición de vivienda (c)	4,8	5,1	7,2	8,3	8,7	8,9
Créditos para consumo y otros fines (c)	0,6	2,1	2,1	2,2	2,2	1,9
Resto	1,4	0,1	0,1	0,2	0,1	-0,2
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
Operaciones financieras (activos)	16,6	16,4	17,5	15,3	14,8	15,7
Medios de pago	1,7	1,7	0,9	1,3	1,2	1,0
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	0,8	1,8	1,3	-0,3	-0,3	0,9
Acciones y otras participaciones	6,1	6,9	7,5	6,2	5,0	4,1
De las cuales:						
Frente al resto del mundo	4,6	5,2	4,6	3,6	3,0	2,6
Resto	8,0	6,1	7,9	8,1	9,0	9,6
Operaciones financieras (pasivos)	21,1	20,8	22,1	20,7	20,6	20,4
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	6,5	6,3	7,2	7,9	8,3	9,8
Préstamos exteriores	4,0	3,0	2,8	2,3	1,5	0,3
Valores de renta fija (a)	0,0	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0
Acciones y otras participaciones	5,2	5,9	4,9	3,5	3,5	2,6
Resto	5,4	6,0	7,3	7,1	7,3	7,7
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
Financiación (d)	15,4	14,3	15,9	16,7	16,5	16,0
Hogares e ISFLSH	12,3	15,6	18,7	20,1	20,5	19,5
Sociedades no financieras	17,8	13,3	13,9	14,1	13,5	13,4

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.

Por ramas de producción, los fondos destinados a la construcción y la promoción inmobiliaria continuaron liderando, durante el último trimestre de 2004, la expansión de la financiación concedida por las entidades residentes, aunque las tasas de variación se redujeron alrededor de 3 pp y 1 pp, respectivamente, en relación con las del mes de septiembre. En el resto de los servicios los ritmos de avance también se moderaron, hasta situarse por debajo del 11%. Por su parte, en línea con la recuperación de la inversión productiva privada, se produjo una aceleración notable en la apelación al crédito por parte del sector industrial, que creció por encima del 5%, en términos interanuales.

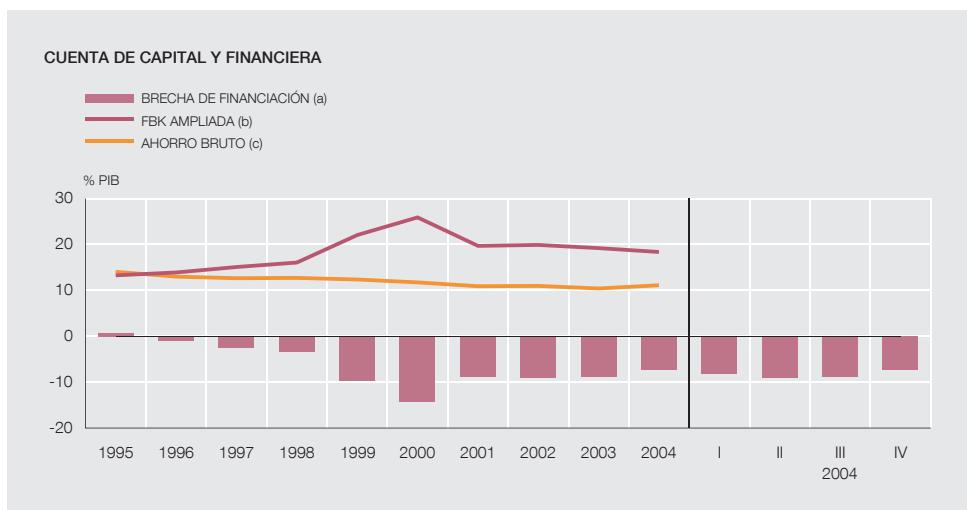


FUENTE: Banco de España.

- a. Incluye crédito bancario y titulización.
- b. Activos 1 = Total de activos financieros – la rúbrica de «Otros».
- c. Activos 2 = Activos 1 – acciones – participaciones de FIM.
- d. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del m<sup>2</sup>.
- e. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- f. Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- g. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.

Por el lado del activo, en términos acumulados de doce meses, los volúmenes invertidos en productos financieros por parte de las empresas se incrementaron y quedaron situados en diciembre de 2004 en el 15,7% del PIB, casi 1 pp por encima de la cifra de septiembre del mismo año. Por instrumentos, lo más destacable fue el ascenso en flujos materializados en depósitos y valores de renta fija y la reducción de las adquisiciones de acciones y otras participaciones.

Como resultado de la evolución de los activos financieros y pasivos, durante los tres últimos meses de 2004 se produjo una disminución de un punto porcentual en las necesidades de financiación del sector, hasta alcanzar, en términos acumulados de doce meses, el 4,7% del PIB. Por su parte, la brecha de financiación, que mide los recursos netos necesarios para acometer la formación bruta de capital y la inversión financiera con carácter permanente en el exterior, se contrajo por segundo trimestre consecutivo, hasta suponer el 7,2% del PIB (véase gráfico 26). No obstante, es preciso señalar que estas cifras están afectadas por una opera-



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.

ción puntual extraordinaria de reordenación del sector ferroviario, que tuvo lugar en el tramo final del pasado ejercicio y que supuso una reducción de las necesidades de financiación del sector de aproximadamente 7 décimas de PIB.

El dinamismo en la captación de fondos ajenos por parte de las sociedades durante el cuarto trimestre de 2004 se tradujo en un nuevo incremento de la ratio de endeudamiento agregada en relación con los resultados, si bien la evolución descendente de los costes de financiación ha evitado que aumentase la carga financiera por intereses asociada (véanse gráficos 27 y 28). Según los datos de la CBT, el comportamiento de estas variables para las empresas colaboradoras, junto con la mejoría de la rentabilidad, determinó un descenso de los indicadores sintéticos de presión financiera sobre el empleo y, sobre todo, sobre la inversión, que se sitúan en niveles históricamente reducidos, lo que evidencia unas condiciones financieras propicias para las decisiones de contratación y de gasto en capital (véase gráfico 29).

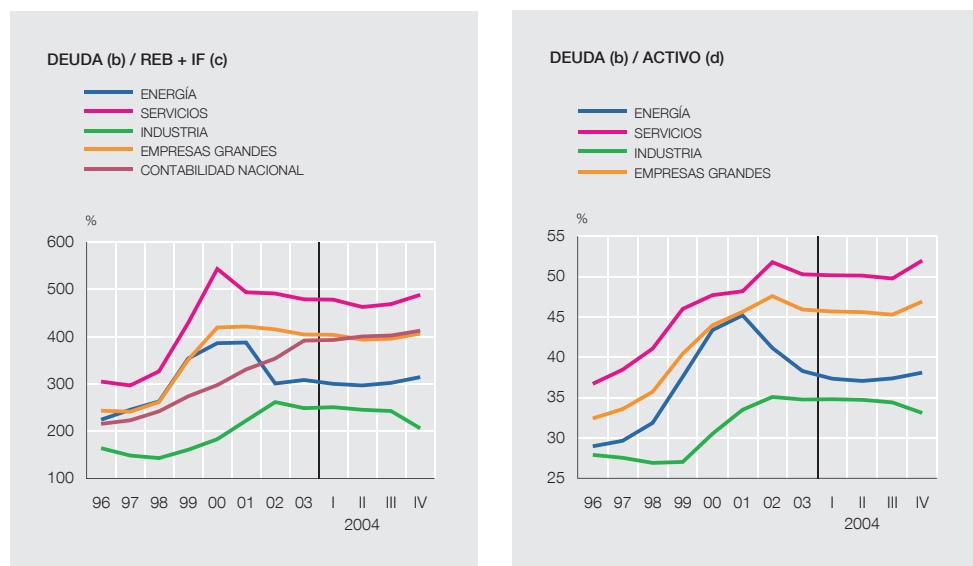
Por último, las expectativas de los analistas sobre el crecimiento de los beneficios a corto y a largo plazo de las empresas no financieras cotizadas apenas experimentaron variaciones, de modo que se situaban, en el primer trimestre de 2005, en niveles relativamente elevados en el primer caso, y por encima de los reducidos valores de principios de 2004 en el segundo.

#### 5.4 Las Administraciones Públicas

Las operaciones financieras netas de las AAPP arrojaron, durante el cuarto trimestre de 2004, un saldo negativo, lo que contribuyó a que, en términos acumulados de doce meses, el ahorro financiero del sector disminuyese hasta alcanzar el -0,3% del PIB, casi 1 pp por debajo de la cifra observada tres meses antes (véase gráfico 30). Sin embargo, como en el caso de las sociedades no financieras, estos cambios estuvieron fuertemente influidos por la operación extraordinaria de reordenación del sector ferroviario. En ausencia de la misma, las AAPP habrían mostrado una capacidad de financiación (en términos acumulados de cuatro trimestres) próxima al 0,4% del PIB. La composición por instrumentos muestra que durante

## RATIOS DE ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)

GRÁFICO 27

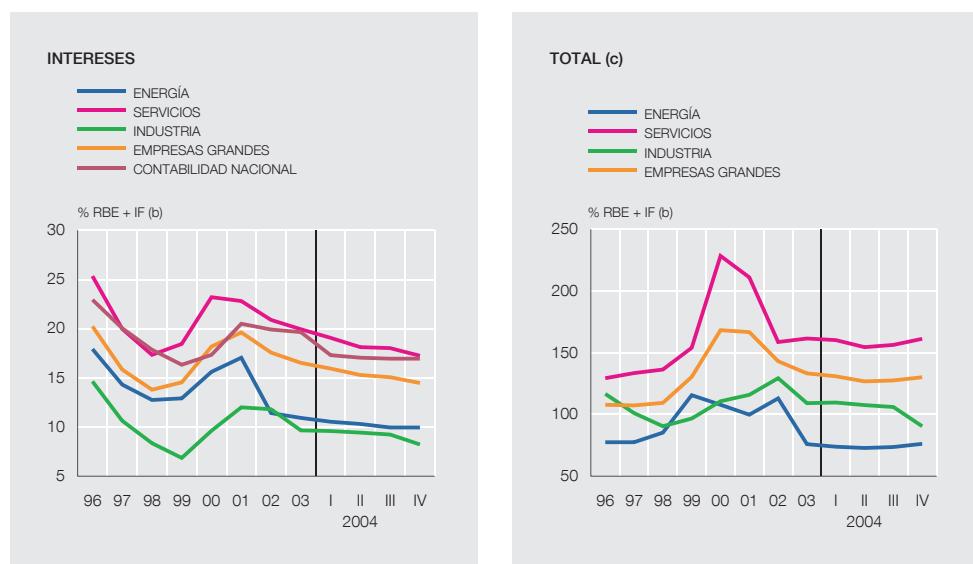


FUENTE: Banco de España.

- 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.

## CARGA FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)

GRÁFICO 28

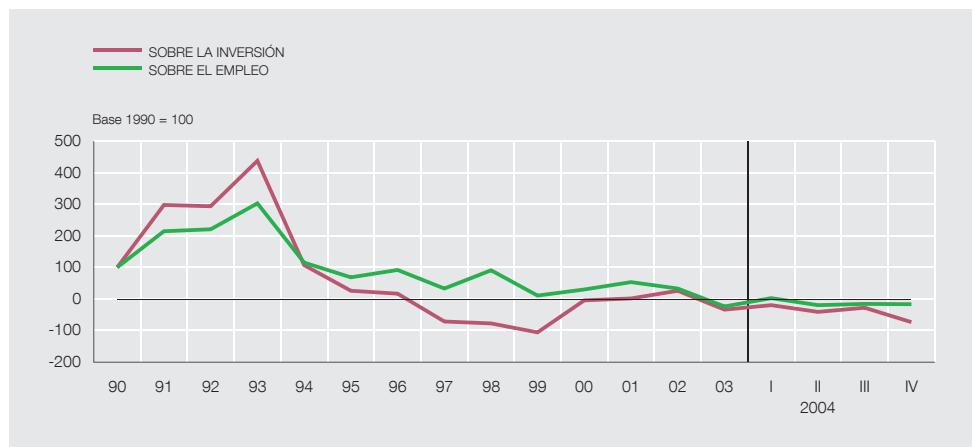


FUENTE: Banco de España.

- a. El cálculo de todas las series, excepto «Contabilidad Nacional», se realiza con información de la Central de Balances. Hasta 2003, 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.

INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA  
SOBRE LAS SOCIEDADES (a)

GRÁFICO 29

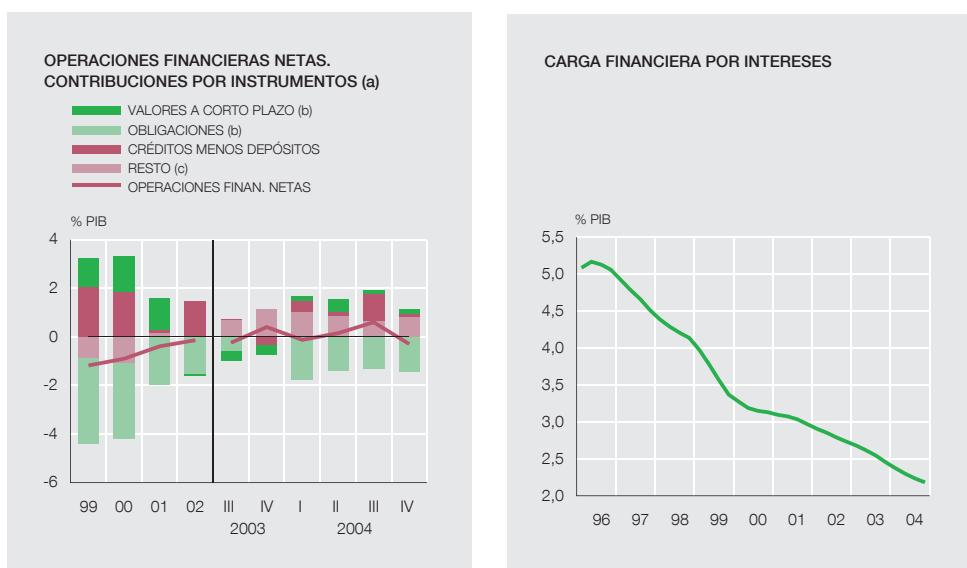


FUENTE: Banco de España.

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 30



FUENTE: Banco de España.

a. Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.

b. Solo recoge operaciones de pasivo.

c. Incorpora los intereses devengados no pagados de las obligaciones.

el pasado año volvieron a realizarse amortizaciones de valores a corto plazo, mientras que las emisiones netas de deuda a medio y largo plazo fueron positivas por un importe equivalente al 1,4% del PIB.

Por su parte, el indicador de la carga financiera por intereses de las AAPP volvió a registrar, durante el último trimestre de 2004, un descenso, gracias a la reducción de los costes de financiación (véase gráfico 30).

% del PIB	2001	2002	2003	2004	II TR	III TR	IV TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-2,2	-1,6	-2,1	-3,0	-3,6	-4,2	
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	12,2	13,8	13,6	14,2	11,5	12,6	
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Efectivo y depósitos	-2,7	3,5	0,8	3,0	4,4	3,8	
Valores distintos de acciones	7,2	4,3	7,0	4,5	1,6	1,6	
De los cuales:							
Entidades de crédito	2,0	0,5	3,7	3,3	0,7	1,0	
Inversores institucionales (a)	5,4	3,3	3,3	1,3	0,8	0,4	
Acciones y otras participaciones	5,1	5,4	4,8	5,5	4,1	5,8	
De las cuales:							
Sociedades no financieras	4,6	5,2	4,6	3,6	3,0	2,6	
Inversores institucionales (a)	0,5	-0,1	1,2	1,7	1,3	1,1	
Créditos	2,5	0,6	1,0	1,1	1,4	1,4	
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	14,4	15,4	15,7	17,1	15,1	16,9	
Depósitos	2,8	4,4	7,5	7,0	3,2	1,8	
Valores distintos de acciones	3,1	4,5	5,6	9,6	11,3	12,8	
Instituciones financieras	1,5	3,2	6,7	8,2	9,0	10,0	
Resto de sectores nacionales	1,6	1,2	-1,1	1,4	2,3	2,8	
Acciones y otras participaciones	4,6	4,1	0,8	-1,6	-0,8	1,8	
De las cuales:							
Sociedades no financieras	4,1	3,5	0,9	-1,0	-0,2	0,6	
Créditos	4,3	3,4	3,2	2,8	2,2	1,4	
Otros neto (b)	-0,4	-1,1	-1,4	-0,7	-0,9	-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.

### 5.5 El resto del mundo

Las operaciones financieras netas de la nación continuaron arrojando un saldo deudor, que, en 2004, alcanzó el 4,2% del PIB, seis décimas por encima del observado en septiembre del mismo año (en términos acumulados de cuatro trimestres). Este incremento en las necesidades de financiación de nuestra economía fue el resultado de que el deterioro del ahorro financiero de los hogares, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas no pudo ser compensado por la mejoría de dicho concepto en el caso de las sociedades (véase cuadro 5).

La adquisición neta de activos exteriores por parte de los sectores residentes durante el año pasado fue del 12,6% del PIB, lo que representa un incremento de más de 1 pp respecto al dato de septiembre de 2004, en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 7). Sin embargo, esta evolución no fue homogénea por instrumentos. En concreto, los flujos, en relación con el PIB, materializados en efectivo y depósitos disminuyeron, mientras que lo contrario sucedió con la adquisición de valores de renta variable. Según la información provisional de la Balanza de Pagos, la inversión en el exterior de carácter permanente (la inversión directa) aumentó notablemente en 2004 (63%) en relación con 2003, mientras que la inversión en cartera descendió en un porcentaje similar.

En cuanto a los pasivos de la economía española frente al exterior, los flujos netos se situaron en 2004 en el 16,9% del PIB, 1,8 pp por encima del dato del tercer trimestre del mismo año,

% del PIB	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Economía nacional	-29,6	-26,2	-27,0	-30,8	-38,2	-44,3
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-17,3	-9,4	-10,2	-11,6	-15,2	-13,8
Sociedades no financieras	-24,1	-16,7	-17,6	-18,9	-23,0	-22,0
Hogares e ISFLSH	6,8	7,3	7,4	7,3	7,8	8,2
Instituciones financieras	8,2	8,3	8,5	6,5	-0,7	-5,9
Instituciones de crédito (b)	-7,5	-11,6	-13,9	-14,3	-22,2	-23,2
Inversores institucionales (c)	16,3	20,7	24,3	24,4	27,7	28,4
Resto de instituciones financieras	-0,6	-0,9	-1,8	-3,6	-6,3	-11,0
Administraciones Públicas	-20,5	-25,1	-25,4	-25,7	-22,3	-24,6

FUENTE: Banco de España.

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

b. Definido según la 1.ª Directiva bancaria.

c. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

en términos acumulados de doce meses. Este incremento resultó del mayor dinamismo de los títulos tanto de renta fija como de renta variable y de la menor importancia relativa del resto de rúbricas. De acuerdo con la información provisional de la Balanza de Pagos, la inversión directa de los no residentes en nuestro país representó, en 2004, casi la tercera parte de la realizada durante 2003, mientras que la inversión en cartera prácticamente se triplicó.

Por último, según la información provisional disponible, la economía española incrementó durante 2004 su posición deudora frente al exterior, hasta alcanzar al cierre de dicho ejercicio el 44,3 % del PIB, más de 6 pp por encima del valor de diciembre de 2003 (véase cuadro 8).

29.4.2005.