

# INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

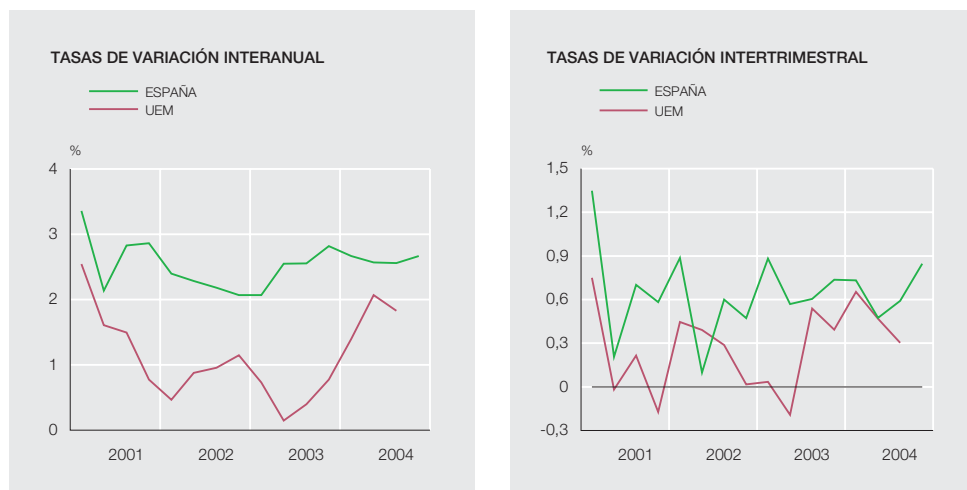
## 1 Rasgos básicos

Después de varios trimestres de crecimiento sostenido en tasas de variación del 2,6%, la economía española ha cerrado el año 2004 con un ligero repunte de la actividad. Aunque se estima que la tasa de variación interanual de la demanda interna flexionó levemente a la baja, tras crecer un 4,4% en el tercer trimestre, la mejora experimentada por el turismo en los meses finales del año y una cierta reducción del notable ritmo de avance de las importaciones han permitido moderar la aportación negativa de la demanda exterior. De esta forma, se estima que el PIB registró un avance interanual del 2,7% en el cuarto trimestre, una décima superior al estimado por la CNTR para los dos trimestres anteriores, y que su crecimiento intertrimestral fue del 0,8%, también por encima del observado con anterioridad (véase el gráfico 1). En cualquier caso, la economía española finalizó el año 2004 en línea con sus tendencias anteriores: notable avance de la demanda interna, que a pesar de la desaceleración creció por encima del 4%, fuerte aportación negativa del sector exterior y elevado ritmo de creación de empleo; la inflación, medida por el IPC, se vio impulsada por el encarecimiento del petróleo y finalizó el año en el 3,2%.

Las estimaciones del cuarto trimestre de 2004 sitúan el crecimiento en el conjunto del año 2004 en el 2,6%, ligeramente por encima del 2,5% registrado en 2003. La demanda interna se habría acelerado hasta alcanzar un aumento del 4%, frente al 3,2% de 2003, reflejando un mayor crecimiento tanto del consumo como, principalmente, de la inversión. Mientras, la aportación negativa de la demanda exterior se habría intensificado notablemente, a pesar de la mejora del cuarto trimestre, superando los -1,5 puntos porcentuales (pp), frente a los -0,8 pp del año anterior. El empleo creció por encima del 2%, frente al 1,7% de 2003, continuando la senda de bajo crecimiento de la productividad, y la tasa de inflación, con un perfil variable a lo largo del año, alcanzó una media del 3%, similar a la del año anterior.

En el plano internacional, en el año 2004 se ha registrado un crecimiento muy elevado, resultado de una recuperación que se ha extendido a la mayor parte de las áreas económicas y que ha venido acompañada de un notable impulso al volumen de comercio internacional. No obstante, dentro de esta fortaleza, se ha apreciado una cierta tendencia a la desaceleración a medida que transcurría el año, que cabe relacionar con dos factores. Por un lado, el giro observado en el tono de las políticas económicas, cuyo carácter expansivo ha comenzado a ser atemperado por las autoridades en zonas tan distantes como China y Estados Unidos. Por otro lado, el encarecimiento del petróleo, reflejo a su vez de la fortaleza de la demanda mundial, ha actuado como un elemento de estabilización del crecimiento, moderando posiblemente las expectativas de recuperación. Tras esta desaceleración gradual, las perspectivas para 2005 apuntan a un mantenimiento de la expansión a un ritmo más contenido. Trasluciendo en parte estas buenas perspectivas, las bolsas de valores han terminado el año con un comportamiento alcista, y tanto los tipos de interés a largo plazo como los diferenciales soberanos en los mercados emergentes y en los de la deuda emitida por el sector privado en los países desarrollados se han mantenido en niveles relativamente moderados.

La expansión de la economía mundial no ha repercutido, sin embargo, en una mejora de los desequilibrios macrofinancieros que subsisten entre las diferentes áreas económicas. De hecho, la magnitud que ha alcanzado el déficit externo norteamericano parece ser el principal motivo de la depreciación experimentada por el dólar en la parte final de 2004, cuya contrapartida principal ha sido la revalorización del euro. Esta tendencia ha revertido en alguna me-



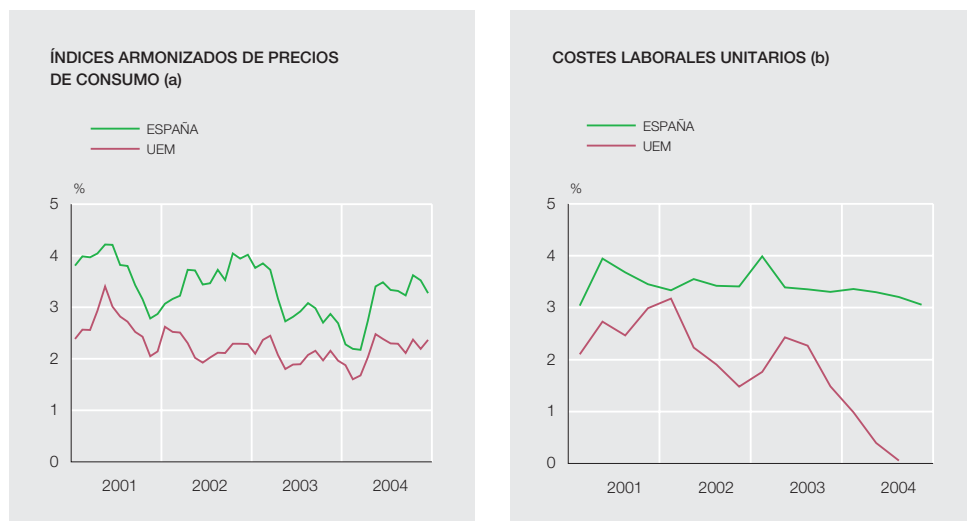
FUENTES: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

didada al inicio de 2005. Por su parte, el precio del petróleo alcanzó niveles máximos en el mes de octubre, por encima de los 50 dólares por barril, tendiendo luego a moderarse, pero sin abandonar niveles superiores a los 40 dólares. A comienzos de 2005, ha experimentado un nuevo repunte, y los mercados de futuros proyectan un ajuste a la baja muy lento hasta el final del año. En este contexto, las tasas de inflación de las principales áreas económicas han mostrado un perfil ascendente, aunque los riesgos inflacionistas permanecen acotados debido a que no se han producido reacciones al alza de los salarios, cuyos incrementos siguen siendo moderados, y los beneficios empresariales se han recuperado, permitiendo acomodar el mayor coste de la energía.

Por áreas geográficas, en Estados Unidos los datos del tercer trimestre han confirmado un crecimiento robusto, aunque ligeramente desacelerado, basado en el avance del consumo y la inversión, que ha debido de prolongarse en el trimestre final del año. Aunque la tasa de inflación ha mostrado un perfil creciente, debido al alza del petróleo y a la depreciación del dólar, la inflación subyacente solo ha repuntado ligeramente y no se percibe un deterioro significativo de las expectativas de inflación. La economía china continúa registrando tasas de crecimiento que superan el 9%, de forma que las medidas de contención adoptadas por las autoridades solo han tenido un éxito limitado. Por último, en América Latina el año 2004 se perfila como el de mayor crecimiento en varias décadas, debido al avance de la inversión y las exportaciones, mientras que los diferenciales soberanos se han situado en cotas mínimas y los bancos centrales han aumentado significativamente sus reservas de divisas.

En este contexto de expansión casi generalizada de la economía mundial, la zona del euro sigue experimentando ritmos de avance moderados, que dependen en gran medida de la demanda exterior. La recuperación de esta zona resulta vulnerable, por tanto, a los acontecimientos del entorno internacional, sin que la demanda interna haya tomado el relevo con la fuerza necesaria. Así, tras una primera parte del año relativamente fuerte, con avances próximos al crecimiento potencial, los datos del tercer trimestre —que situaron el avance interanual del PIB en el 1,8%— y las tendencias apuntadas por los indicadores para el final del año señalan un recorte en el ritmo de crecimiento, ligado al debilitamiento de las exportaciones, afectadas por la apreciación del euro. Aunque la inversión ha mostrado un mayor dinamismo en los últimos meses y los indicadores de consumo anticipan una ligera mejora en el cuarto



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

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

trimestre, el gasto de los hogares parece lastrado por las limitadas expectativas de aumento del empleo y de la renta.

En cualquier caso, la evolución de los países miembros de la Unión Monetaria sigue siendo muy diversa, pues algunos de ellos muestran tasas elevadas de crecimiento (como Finlandia, Bélgica, Irlanda y España), en tanto que otros (como Alemania y, más recientemente, Francia) han presentado últimamente dificultades para mantener el ritmo de expansión de la actividad.

El encarecimiento del petróleo ha tenido una incidencia alcista sobre la tasa de inflación de la UEM, aunque su magnitud se ha visto suavizada por la apreciación del euro. En conjunto, el IAPC ha finalizado el año con un aumento interanual del 2,4%, si bien las expectativas apuntan hacia un retorno a tasas inferiores al 2% en los próximos meses; además, la inflación subyacente apenas ha rebasado ese nivel a lo largo de 2004. Las expectativas de mantenimiento de la inflación dentro de cotas compatibles con la definición de estabilidad de precios del BCE se ven reforzadas por la evolución moderada de los salarios, en los que no parecen haber repercutido las subidas de precios ligadas al encarecimiento del petróleo. En estas circunstancias, el BCE ha decidido mantener estable el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en el 2%, aunque ejerciendo una estrecha vigilancia de los riesgos que se perciben sobre la tasa de inflación.

En cuanto a la orientación de las políticas fiscales en la Unión Monetaria, en el año 2004 ha vuelto a ponerse de manifiesto la insuficiencia de los ajustes fiscales realizados por algunos países en el pasado y la falta de medidas suficientemente correctoras en la actualidad, por lo que el déficit público en el conjunto de la zona del euro se ha situado en el 2,9. En esta situación, continúan las discusiones que el Consejo ECOFIN está llevando a cabo con el objeto de reformar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Más allá de la coordinación de las políticas fiscales, la aplicación de las medidas de reforma estructural acordadas en Lisboa aparece como una vía de actuación imprescindible para dinamizar la economía de la zona del euro y

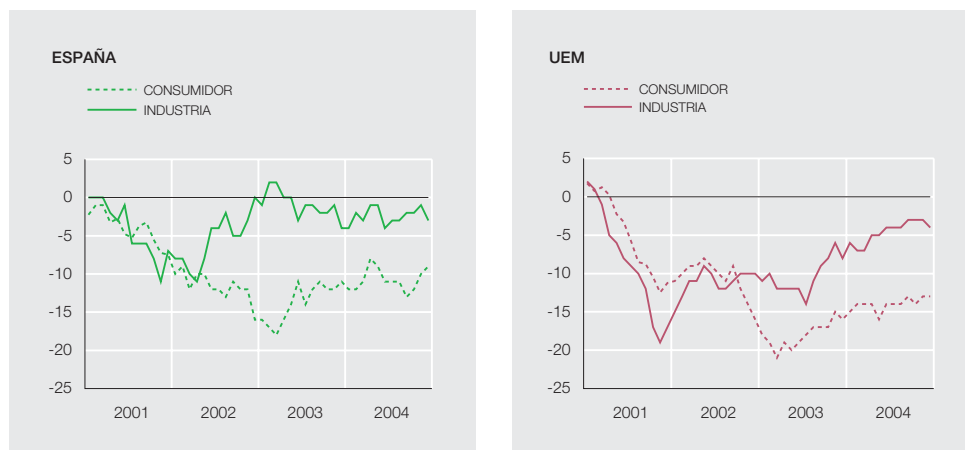
elevant su crecimiento potencial. En ambos asuntos, el Consejo Europeo que se celebrará el próximo mes de marzo puede resultar de gran importancia, pues está previsto que en él se aborde la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y se revise la estrategia relativa a políticas estructurales en Europa, con el fin de imprimirle un nuevo impulso.

Como se ha señalado al comienzo del Informe, en este marco de expansión internacional y de crecimiento moderado de la zona del euro, la economía española ha mantenido una dinámica propia y un diferencial de crecimiento positivo y significativo con la UEM. El gasto interno, sustentado en unas condiciones financieras holgadas, una elevada capacidad de creación de empleo y unas expectativas favorables de demanda para las empresas, siguió pulsando con fuerza en España en los meses finales del año pasado, a pesar de la moderada desaceleración que experimentaron el consumo privado y la inversión. Por su parte, la demanda exterior neta redujo algo su contribución negativa al crecimiento del PIB, dando lugar a un avance de la actividad del 2,7%, ligeramente superior al 2,6% del trimestre previo.

Los indicadores de consumo privado del cuarto trimestre señalan una leve pérdida de impulso, en relación con el crecimiento alcanzado en los trimestres centrales de 2004. No obstante, el año se cerró con un avance del consumo en torno al 3,3%, claramente superior al registrado en 2003. Este resultado se apoyó en el crecimiento de la renta real disponible, las favorables condiciones de financiación y un aumento importante de la riqueza, tanto financiera como no financiera, basado en la revalorización de la vivienda y la recuperación de la Bolsa. Los indicadores de inversión residencial señalan que el otro componente del gasto de las familias también se expandió significativamente en 2004, lo que, unido al crecimiento de sus precios, explica el aumento del crédito hipotecario. Según los datos acumulados hasta el tercer trimestre, el ahorro financiero de los hogares se ha situado por primera vez en valores negativos, que reflejan la creciente presión financiera que experimenta el sector.

La inversión en capital fijo finalizó el año 2004 también con una ligera desaceleración, tras el notable avance del tercer trimestre. A pesar de ello, la recuperación de la inversión en el conjunto del año fue significativa, especialmente la materializada en bienes de equipo (con un aumento medio estimado superior al 5,5%), ya que la construcción creció a una tasa muy similar a la de 2003 (4,3%). La inversión de las empresas ha sido el principal factor dinamizador de la formación bruta de capital fijo, a lo que han debido de contribuir las mejores expectativas de demanda, sostenidas por la recuperación de la economía internacional, en un contexto de disminución de las presiones financieras sobre las empresas y de mejora de sus resultados económicos.

La contribución negativa de la demanda exterior al crecimiento del PIB se moderó en alguna medida en el cuarto trimestre del año pasado, tras haberse intensificado notablemente a lo largo de los tres trimestres anteriores. A pesar de ello, la detracción del crecimiento en el último trimestre fue de 1,6 pp. El deterioro sufrido por la demanda exterior en el conjunto del año se explica, en gran medida, por las pérdidas de competitividad, derivadas de la apreciación acumulada por el euro en los dos últimos años y del mantenimiento de diferenciales positivos de variación de precios y costes con los principales competidores de los productos españoles. A pesar de que las exportaciones de bienes experimentaron una recuperación significativa en 2004, esta fue muy inferior a la registrada por los mercados. Los resultados turísticos se vieron afectados por factores negativos adicionales, como la climatología y las tensiones geopolíticas, que el fuerte repunte del cuarto trimestre ha aminorado. Por último, el notable dinamismo de la demanda final, la evolución desfavorable de la competitividad y el aumento del turismo de españoles en el exterior, espoleado por la apreciación del euro, explican el

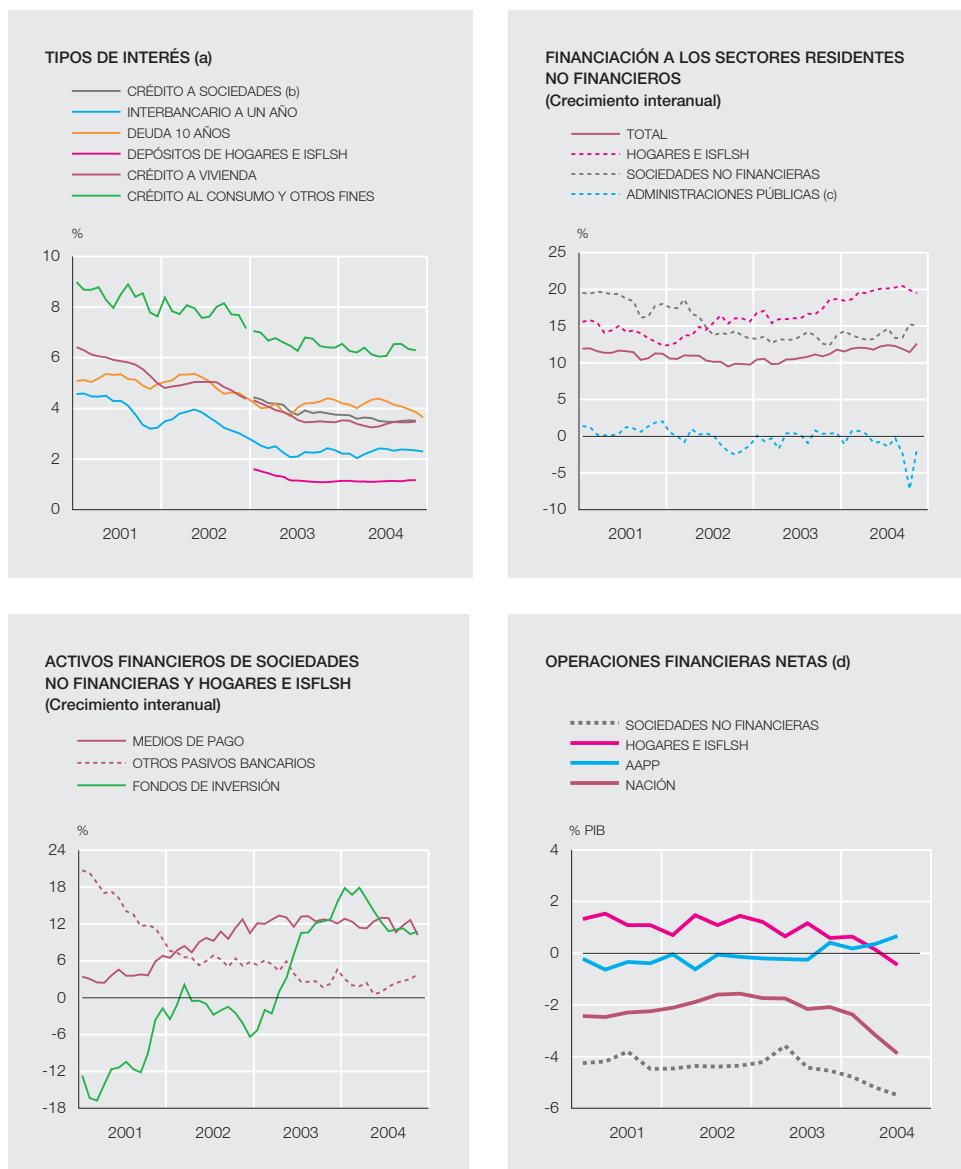


FUENTE: Comisión Europea.

comportamiento acelerado de las importaciones de bienes y servicios, que solo se ha frenado en el último trimestre.

La ligera recuperación del crecimiento del PIB estimada para el cuarto trimestre, de una décima en tasa interanual, habría venido acompañada de un repunte similar del empleo, según ha confirmado el dato de empleo de la EPA del cuarto trimestre, publicado al cierre de este Informe. En el conjunto del año 2004, se estima que la ocupación creció un 2,1%, dando lugar a un recorte adicional de la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo. Por sectores, este resultado refleja la situación en los servicios de mercado, donde el empleo no solo ha crecido más que el valor añadido, sino que se ha acelerado en mayor medida en 2004, y en la construcción, donde ambas magnitudes aumentaron en la misma tasa. Por el contrario, en la industria, sujeta a mayores presiones competitivas, el empleo experimentó un recorte importante hasta el tercer trimestre, que generó elevadas ganancias de productividad, aunque este proceso se ha detenido en los meses finales del año, en los que el empleo industrial ha retornado a tasas positivas de variación.

Los indicadores de costes laborales y los resultados de la negociación colectiva en 2004 han reflejado una moderación de los salarios, en relación con 2003, que tendió a afianzarse a lo largo del ejercicio. Las estimaciones de remuneración por asalariado de la CNTR han recogido ese perfil de desaceleración, que se ha trasladado a los costes laborales unitarios, a pesar del bajo aumento de la productividad. No obstante, el crecimiento de la remuneración (un 3,7% en tasa interanual, en el tercer trimestre, y un 3,2% en la economía de mercado) es elevado cuando se compara con el que se registra en otras economías de nuestro entorno, y ha contribuido a mantener el diferencial de crecimiento de los costes laborales en relación con los principales competidores de los productos españoles, afectando negativamente a su competitividad. De hecho, las perspectivas para 2005 apuntan a un repunte salarial, debido al efecto de las cláusulas de salvaguarda que incorporan muchos convenios, y que entrarán en vigor por el efecto alcista que el encarecimiento del petróleo tuvo sobre la inflación en los meses finales de 2004: mientras que en la mayor parte de las economías el aumento de los precios del petróleo no ha incidido sobre la evolución de los salarios, limitando sus efectos sobre las perspectivas de inflación, en España su incorporación al crecimiento salarial a través de la mecánica de las cláusulas alentarán las pérdidas de competitividad. La pervivencia de mecanismos de indicación refuerza la inercia inflacionista de una economía, limitando su capacidad de respuesta flexible ante los *shocks* inesperados que pueden afectarla. Por ello, el establecimiento de un sistema de estas características para revisar anualmente el salario mínimo



FUENTE: Banco de España.

- a. Para los tipos bancarios, en enero de 2003 se produce una discontinuidad en las series por cambios en los requerimientos estadísticos de recopilación de los datos.
- b. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen.
- c. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- d. Datos acumulados de cuatro trimestres.

interprofesional resultaría inapropiado, particularmente si se llegara a introducir en el Estatuto de los Trabajadores.

En cuanto a la evolución de la inflación en 2004, la tasa interanual del IPC, que había comenzado el año en el 2,3%, lo finalizó en el 3,2%, tras haber alcanzado un máximo en el mes de octubre (3,5%), momento de máxima incidencia del encarecimiento de la energía; este efecto se vio parcialmente compensado por el buen comportamiento de los precios de los alimentos no elaborados. Entre los componentes menos variables de los precios, recogidos en el IPSEBENE, también se observó una aceleración en la segunda mitad del año, que situó a este índice en tasas interanuales en torno al 2,9%, debido al deslizamiento de los precios de los

alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos; por último, los precios de los servicios mantuvieron tasas de variación elevadas, del orden del 3,8%. La tasa de inflación media de 2004 fue del 3% y el diferencial de inflación con la zona del euro, medido con los IAPC, que presentó un perfil ascendente a lo largo del año, quedó finalmente situado en 0,9 pp en diciembre.

En el ámbito de la política fiscal, la presentación de la Actualización del Programa de Estabilidad y Crecimiento para el período 2004-2008 ha confirmado el compromiso de las autoridades económicas con la estabilidad presupuestaria. Tras alcanzarse un déficit del 0,8% del PIB en 2004, por el reconocimiento de ciertas operaciones extraordinarias en ese año, las proyecciones apuntan al mantenimiento de sucesivos superávits en las cuentas públicas hasta el año 2008, condicionados a un determinado escenario de crecimiento.

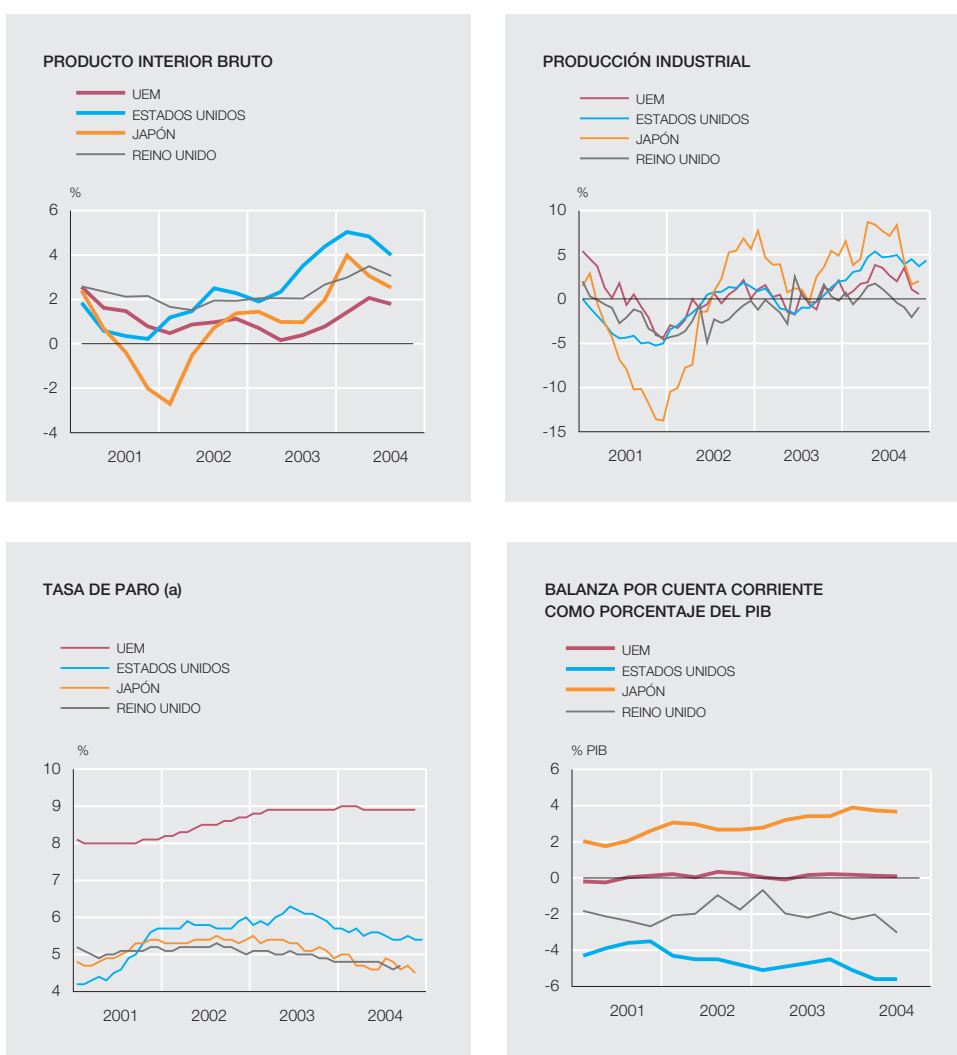
Para que la economía española pueda seguir manteniendo el diferencial de crecimiento positivo, que sustenta su proceso de convergencia real con los países más avanzados de la UEM, es preciso no solo que se mantenga la senda de estabilidad presupuestaria, sino también que se apliquen medidas que promuevan el potencial de crecimiento a través de un funcionamiento flexible y eficiente de la economía. En este sentido, el anunciado paquete de medidas de fomento de la competitividad representa una oportunidad para realizar un avance significativo en este camino. Como adelanto de algunas de estas medidas, se ha publicado el Libro blanco de defensa de la competencia, que establece la creación de un único organismo independiente, la Comisión Nacional de Defensa de la Competencia, para la vigilancia de estos aspectos, aumentando así las garantías de transparencia y eficacia del sistema.



## 2 Entorno exterior del área del euro

La evolución de los mercados financieros internacionales en los tres últimos meses se caracterizó por la debilidad del dólar, que llegó a alcanzar un nuevo mínimo histórico frente al euro, superior a 1,36 dólares por euro, a mediados del mes de diciembre. El deterioro del saldo exterior estadounidense y algunas dudas sobre la evolución futura de la productividad, tras conocerse la caída en su ritmo de crecimiento en el tercer trimestre del año, podrían haber contribuido a la pérdida de valor de la divisa norteamericana. En las primeras semanas de enero, sin embargo, la moneda estadounidense se apreció significativamente, en un movimiento atribuido a la perspectiva de nuevos endurecimientos de la política monetaria estadounidense. Como se esperaba, la Reserva Federal incrementó los tipos de interés de los Fondos Federales en 25 puntos básicos (pb), hasta el 2,25%. Los mercados parecen descontar ahora con mayor certeza nuevas subidas de los tipos de interés, tras conocer las actas de la última reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal, que, por primera vez, empezaron a publicarse antes de la siguiente reunión y que tenían un tono más contractivo de lo esperado. Los movimientos del dólar frente al yen fueron similares a los que tuvo frente al euro, si bien de menor intensidad. Los tipos de interés a largo plazo estadounidenses se incrementaron muy ligeramente a lo largo del trimestre, lo que, combinado con el descenso de los tipos a largo plazo del euro, propició una ampliación del diferencial entre ambos hasta 60 pb. Por su parte, el precio del crudo descendió, a finales de año, hasta los 40 dólares por barril, tras alcanzar máximos históricos en octubre, a la vez que aumentaba sustancialmente la volatilidad de las cotizaciones. En la primera quincena de enero el precio repuntó debido a la incertidumbre derivada de la proximidad de las elecciones en Irak y factores puramente estacionales. A pesar de estos vaivenes, no se han producido movimientos significativos en los futuros a largo plazo, que en cualquier caso siguen en niveles relativamente elevados. Las economías emergentes evolucionaron muy favorablemente durante el cuarto trimestre, con crecimientos de la actividad superiores a los de las economías desarrolladas, descensos generalizados de los diferenciales soberanos, aunque repuntaron ligeramente en enero, subidas de las bolsas, tendencia a la apreciación de sus monedas, excepto en los países con tipos de cambio fijos, y acumulación de reservas de divisas por parte de los bancos centrales.

En *Estados Unidos*, la cifra final del PIB del tercer trimestre mostró un crecimiento del 4% en tasa trimestral anualizada (4% también en tasa interanual), por encima del 3,9% estimado inicialmente y del 3,3% alcanzado en el segundo trimestre. La actividad vino impulsada fundamentalmente por la aceleración del consumo privado y la inversión privada en equipo. Los indicadores disponibles para el cuarto trimestre apuntan al mantenimiento del dinamismo de la economía. Así, por el lado de la demanda, la fortaleza de las ventas al por menor, unida a la reciente mejoría de la confianza del consumidor, dibujan un panorama positivo para el consumo privado, mientras que la evolución positiva de los pedidos de bienes duraderos en noviembre apuntaría al mantenimiento de la fortaleza de la inversión. Por el lado de la oferta, los indicadores son, igualmente, positivos: la producción industrial registró aumentos en los tres últimos meses de 2004; la utilización de la capacidad instalada alcanzó en diciembre un máximo en cuatro años; los indicadores de confianza de los sectores de manufacturas y servicios registraron sendos incrementos en noviembre y diciembre; y el indicador adelantado de actividad económica mostró en noviembre y diciembre sus primeros aumentos en seis meses. En sentido negativo, destaca la baja creación de empleo en los dos últimos meses del año, por debajo de la media anual y de las expectativas, aunque, en cualquier caso, se ha cerrado el año con una creación de 2,2 millones de puestos de trabajo, la cifra más alta en cinco años. El déficit comercial siguió aumentando, hasta alcanzar en noviembre

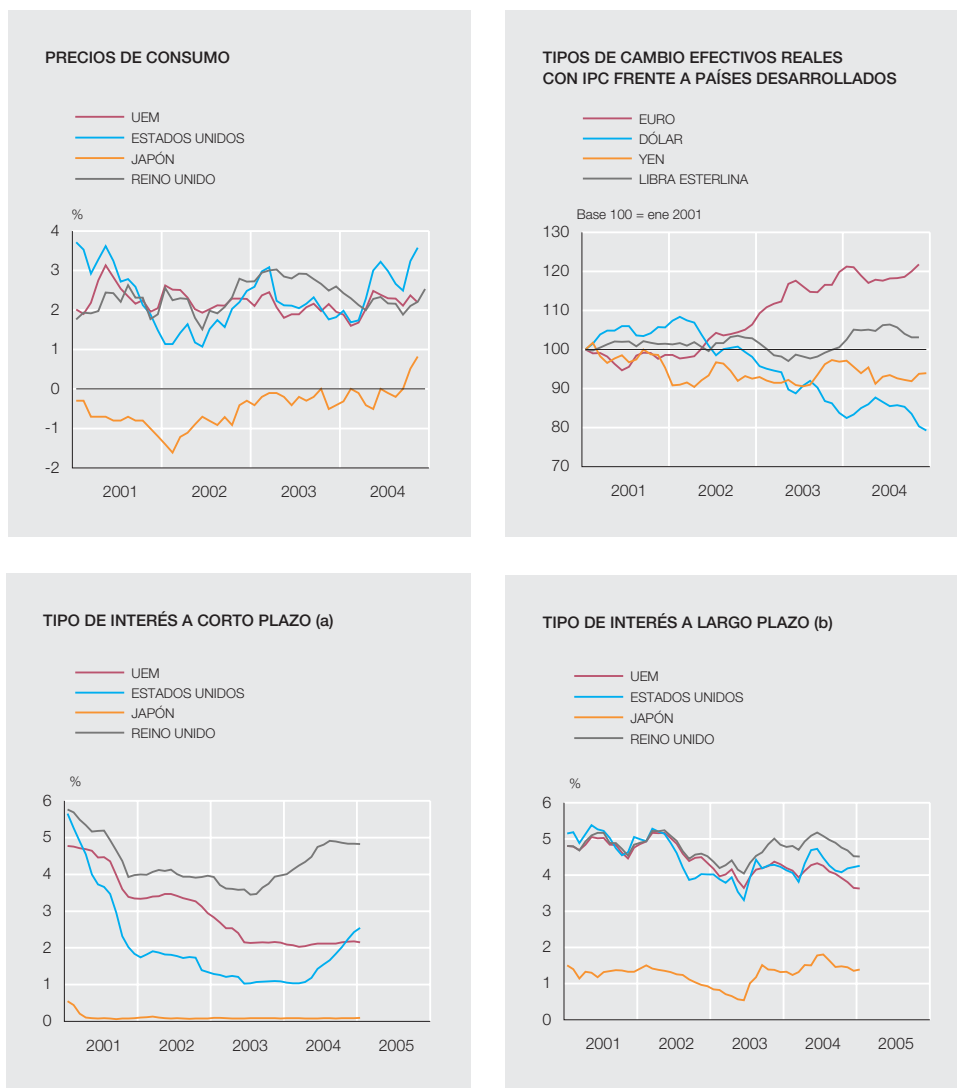


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

un nuevo máximo histórico, debido al fuerte crecimiento de las importaciones. Respecto a los precios, el IPC se desaceleró en diciembre (3,3% interanual, frente al 3,5% de noviembre), debido a la caída de los precios de la energía. La tasa subyacente se mantuvo en el 2,2%. Estas cifras confirman la moderación de las presiones inflacionistas señalada por los indicadores por el lado de la oferta (precios de importación e industriales), a pesar de la depreciación del dólar.

En *Japón*, los datos de la Contabilidad Nacional pusieron de relieve la ralentización de la actividad en el tercer trimestre, en el que se registró un crecimiento del PIB del 2,6% interanual, frente al 3% del segundo trimestre. La dispar evolución de los últimos indicadores no ayuda a discernir si la ralentización observada es temporal. Por el lado de la oferta, la mejoría de la producción industrial y la elevación de los indicadores de actividad económica en noviembre contrastaron con el leve deterioro del indicador de expectativas empresariales (*Tankan*). Por el lado de la demanda, los incrementos de las ventas al por menor y de la renta personal en noviembre apuntarían a una mejoría del consumo privado, si bien la fuerte destrucción de empleo en dicho mes podría limitar estas ganancias. Finalmente, cabe destacar que se mantienen las presiones deflacionistas, tal y como indica la evolución de la inflación subyacente en noviembre



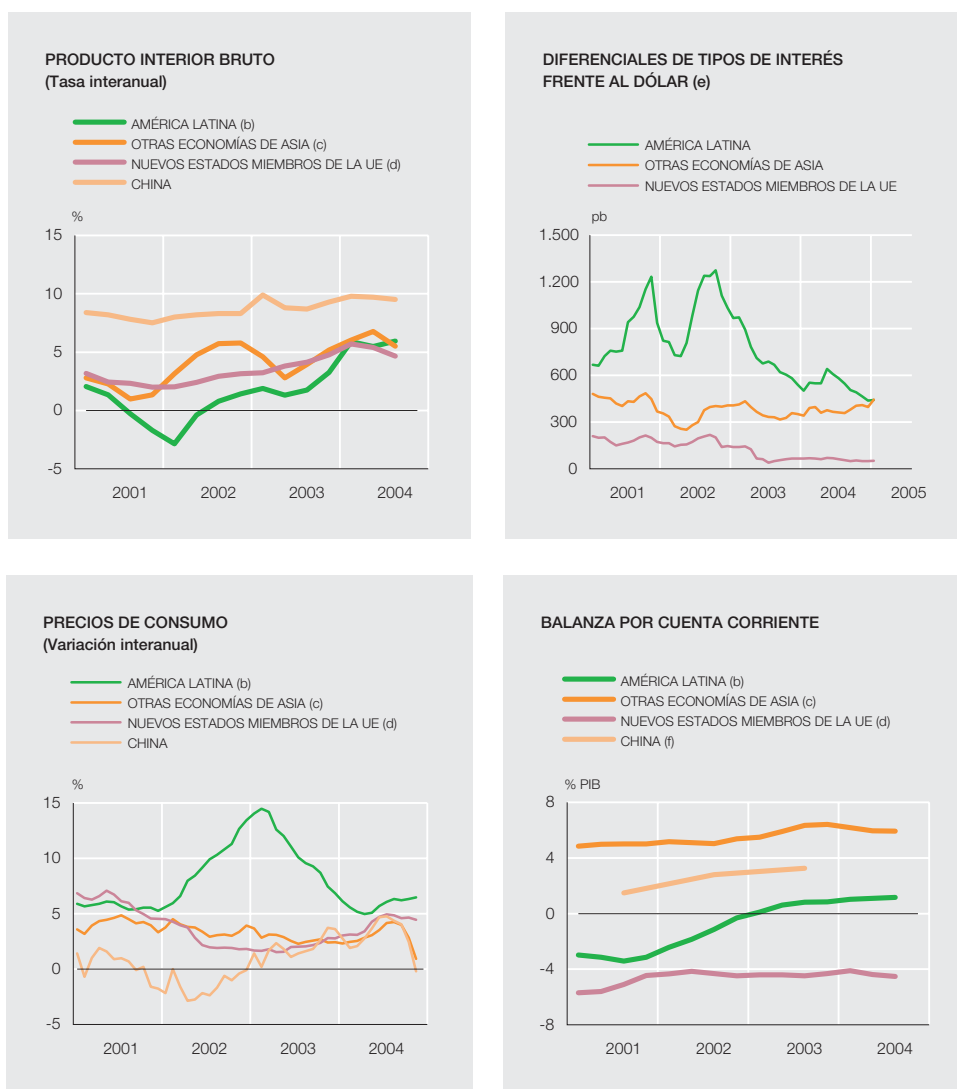
FUENTE: Banco de España.

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

(-0,2% interanual), aunque los precios de consumo crecieran un 0,8%, fundamentalmente por el aumento de los precios de la energía.

En el *Reino Unido*, la actividad se desaceleró en el tercer trimestre, al aumentar el PIB un 0,5% intertrimestral (3,1% interanual), frente al 0,9% del segundo trimestre (3,5% interanual). Los indicadores publicados del cuarto trimestre presentan una evolución divergente, con claras mejorías en los de demanda (aumentos de las ventas al por menor en noviembre y de la confianza de los consumidores en diciembre) y empeoramiento de los de oferta, especialmente de la producción industrial. Respecto al comportamiento de los precios, el IPC armonizado creció en diciembre un 1,6% interanual, frente al 1,5% de noviembre, por debajo aún del objetivo del 2% del Banco de Inglaterra. En el mercado inmobiliario, los precios de la vivienda mantuvieron la tendencia de desaceleración registrada en los últimos meses, aunque en diciembre registraron aún tasas superiores al 12% interanual.

En los *nuevos Estados miembros de la Unión Europea*, el crecimiento del PIB en el tercer trimestre de 2004 fue ligeramente inferior al de la primera mitad del año, aunque se mantuvo



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- a. El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.  
 b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.  
 c. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur y Taiwán.  
 d. Letonia, Lituania, Estonia, Chequia, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.  
 e. Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia. El agregado de Asia no incluye China.  
 f. Datos anuales.

por encima del 4% interanual en casi todos los casos. Los indicadores del cuarto trimestre muestran, en general, repuntes de la producción industrial en la región. En cuanto a los precios, ha continuado en los últimos meses la tendencia hacia una leve moderación, tras los aumentos de mediados del año pasado, debidos, en buena parte, a factores relacionados con la entrada en la UE y a la subida de precios del petróleo. En este contexto, los tipos de interés se han mantenido, en general, estables en los últimos meses, salvo alguna excepción como el caso de Hungría, donde se han recortado hasta el 9,5%. La evolución de los mercados financieros fue relativamente favorable, con aumentos generalizados de las Bolsas, reducción de los diferenciales de tipos de interés a largo plazo y apreciaciones de las monedas, salvo en lo que respecta a los integrantes del mecanismo de cambios, gracias a las fuertes entradas de capitales.

En las *principales economías del Sudeste asiático*, el ritmo de aumento de la actividad siguió moderándose en los meses de octubre y noviembre. Se estima que las consecuencias económicas del maremoto registrado al final de diciembre serán relativamente moderadas, se concentrarán, según las estimaciones actuales, en el primer semestre del año y afectarán, sobre todo, a Indonesia y Tailandia. Igualmente, no se han registrado movimientos significativos en los indicadores financieros de estas economías tras la catástrofe. En *China*, los indicadores de actividad del cuarto trimestre no dan muestras de una ralentización clara, a pesar de las medidas contractivas adoptadas por las autoridades. Si bien dichas medidas condujeron a una leve desaceleración de la producción industrial, de la inversión en activos fijos y de las ventas al por menor, se estima que el crecimiento del PIB para el conjunto del año se situó en el 9,5%, superior al objetivo de las autoridades (8%). La inflación se redujo en medio punto en diciembre, hasta situarse en el 2,4% interanual, pero ello se debió en gran medida a la desaceleración de los precios de los alimentos. Las reservas de divisas siguieron aumentando rápidamente y alcanzan ya los 610.000 millones de dólares, lo que supone un incremento del 50% respecto al año anterior.

En *América Latina*, el tercer trimestre de 2004 mostró un alto ritmo de crecimiento, cercano al 6%, que podría mantenerse en el cuarto, a tenor de los indicadores de oferta y demanda conocidos hasta la fecha, lo que supondría la mayor expansión del PIB regional desde 1980. El crecimiento de la actividad se basó en la inversión y, especialmente, en las exportaciones, lo que permitió alcanzar superávits comerciales récord en algunos de los países, como Brasil, Chile y Perú. En este contexto, los mercados financieros latinoamericanos siguieron mostrando un comportamiento positivo, con mínimos históricos de los diferenciales soberanos, que contribuyeron al aumento de las emisiones de deuda en los mercados internacionales y a fuertes subidas en las Bolsas. Se apreciaron significativamente las monedas latinoamericanas frente al dólar y continuó la acumulación de reservas internacionales, hasta máximos históricos. La inflación se moderó en diciembre, a pesar de lo cual los bancos centrales de la región mantuvieron el tono restrictivo de las políticas monetarias, salvo en el caso de Colombia. Esta evolución positiva ha llevado a las agencias de calificación a elevar el *rating* de la deuda soberana en México y Ecuador, y a mejorar las perspectivas de la de Brasil. Por último, por fin las autoridades argentinas realizaron la oferta de canje de deuda, cuya aceptación por parte de los bonistas exteriores es incierta, y cuyo resultado se conocerá alrededor de la primera semana de marzo.

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

La información disponible acerca de la evolución económica en el área del euro en los meses finales de 2004 parece sugerir que el ritmo de recuperación de la actividad ha seguido siendo lento. En este escenario, existen algunos indicios que dibujan unas perspectivas más optimistas sobre la evolución económica en el primer semestre de 2005. En particular, el mantenimiento de unas condiciones financieras favorables y la recuperación de los márgenes empresariales sientan las bases para un fortalecimiento gradual de la inversión en los próximos trimestres. Además, las tensiones en el mercado del petróleo se han relajado recientemente, alejando los temores de los potenciales efectos negativos derivados de un alza continuada de los precios de la energía. No obstante, todavía persisten riesgos que confieren cierta fragilidad a la actual fase expansiva. Así, la evolución de las exportaciones netas y del consumo privado está rodeada de una gran incertidumbre. Por un lado, es difícil determinar en qué medida la reciente desaceleración de las ventas al resto del mundo constituye un fenómeno pasajero o si, por el contrario, se trata de una manifestación de los efectos retardados de la notable apreciación cambiaria acumulada. Por otro lado, la débil creación de empleo constituye un obstáculo importante para que el gasto de las familias abandone su prolongada atonía.

Donde las perspectivas son ahora algo menos inciertas es en el terreno de la inflación, pues la moderación de los costes laborales y la fortaleza del tipo de cambio del euro configuran un panorama relativamente favorable para la suavización de las presiones inflacionistas a lo largo de los próximos meses. En el ámbito de la política fiscal, las autoridades europeas se enfrentan en los próximos meses al importante reto de diseñar mejoras en la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento que salvaguarden la credibilidad del marco institucional vigente.

#### 3.1 Evolución económica

De acuerdo con las estimaciones más recientes, el crecimiento intertrimestral del PIB del área del euro se desaceleró en el tercer trimestre de 2004 hasta el 0,3%, frente a la tasa media del 0,6% de la primera mitad del año (véase cuadro 1). En términos interanuales, el avance fue del 1,8%, tres décimas por debajo de la tasa observada en el trimestre precedente (véase gráfico 8). Por componentes, cabe destacar la ralentización del ritmo de expansión trimestral de las exportaciones (que aumentaron un 1,5%, frente al 2,8% del trimestre anterior), lo que, en combinación con la fortaleza de las importaciones, motivó que la aportación del saldo neto exterior al crecimiento del producto, que había sido de 0,2 pp en el trimestre anterior, se tornara negativa. El recuadro 1 presenta la descomposición de las exportaciones e importaciones por áreas y productos, respectivamente. La contribución de la demanda interna —excluidas las existencias— se incrementó en una décima, hasta 0,3 pp. Esto obedeció a un comportamiento más expansivo de la formación bruta de capital —de los bienes de equipo, especialmente— y del consumo público, en tanto que el consumo privado continuó mostrando una escasa pujanza. Finalmente, la variación de existencias añadió 0,7 pp al crecimiento del producto. Es posible que esta fuerte acumulación de inventarios haya sido involuntaria, en caso de que haya resultado de la desaceleración de la demanda procedente del exterior. Sin embargo, cabe también la posibilidad de que constituya una manifestación adicional del fortalecimiento de la inversión en capital fijo, en la medida en que recoja bienes de esta naturaleza en proceso de elaboración.

De entre las ocho economías para las que se dispone de datos de Contabilidad Nacional Trimestral, Alemania y Francia fueron los dos países que registraron ritmos de expansión del producto más reducidos en el tercer trimestre —del 0,1% y 0%, respectivamente—. En consecuencia, la desaceleración de la actividad en el conjunto del área estuvo motivada por la

	2003			2004			2005	
	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR (a)	I TR (b)
<b>PIB</b>								
Crecimiento interanual	0,2	0,4	0,8	1,4	2,1	1,8		
Crecimiento intertrimestral	-0,2	0,5	0,4	0,7	0,5	0,3		
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,2; 0,6)	(0,3; 0,7)
<b>IPI (d)</b>	-0,8	-0,3	1,4	1,1	3,0	2,6	0,7	
Sentimiento económico	91,4	94,2	97,7	98,9	100,0	100,7	100,9	
Confianza industrial	-12,0	-11,4	-7,3	-6,7	-4,7	-3,7	-3,3	
PMI manufacturas	47,1	49,1	52,0	52,8	54,4	53,9	51,4	
Confianza servicios	-2,0	5,3	10,3	11,3	11,7	12,3	11,3	
PMI servicios	47,9	51,9	56,7	56,0	55,2	54,4	52,9	
Tasa de paro	8,9	8,9	8,9	9,0	8,9	8,9	8,9	
Confianza consumidores	-19,3	-17,3	-16,0	-14,3	-14,7	-13,7	-13,3	
<b>IAPC (d) (e)</b>	1,9	2,2	2,0	1,7	2,4	2,1	2,4	
<b>IPRI (d) (e)</b>	1,3	0,9	0,9	0,4	2,4	3,3	3,6	
Precio del petróleo en \$ (e)	27,6	27,1	29,9	33,8	35,3	43,3	39,9	43,9
<b>Préstamos al sector privado (d) (e)</b>	4,6	4,9	5,5	5,3	6,0	6,5	7,0	
Rendimiento bonos a diez años UEM	4,0	4,2	4,4	4,2	4,4	4,2	3,8	3,6
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,32	0,09	-0,05	-0,11	0,28	0,14	0,36	0,66
Tipo de cambio dólar/euro (e)	1,143	1,165	1,263	1,222	1,216	1,241	1,362	1,296
Apreciación / Depreciación del euro (e)	9,0	11,1	20,4	-3,2	-3,8	-1,7	7,8	-4,8
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	2,9	4,1	18,1	1,9	3,7	1,5	9,9	0,5

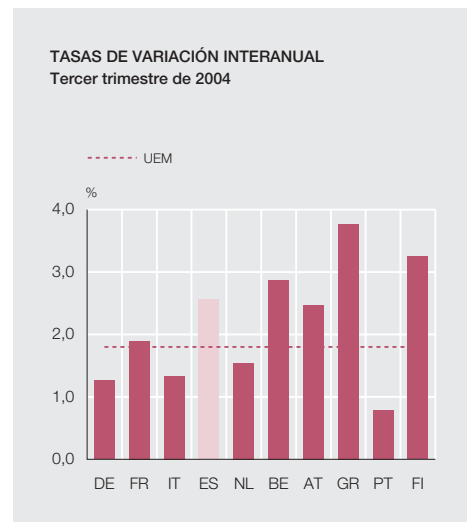
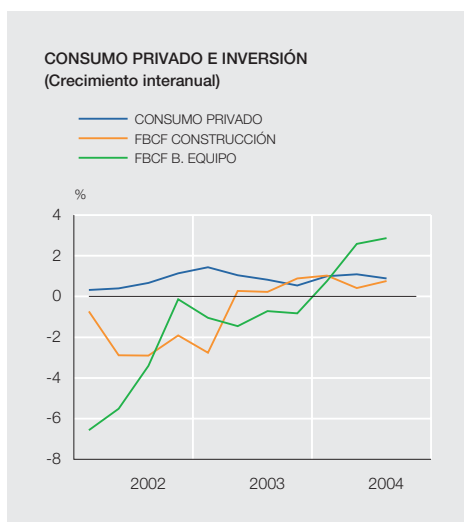
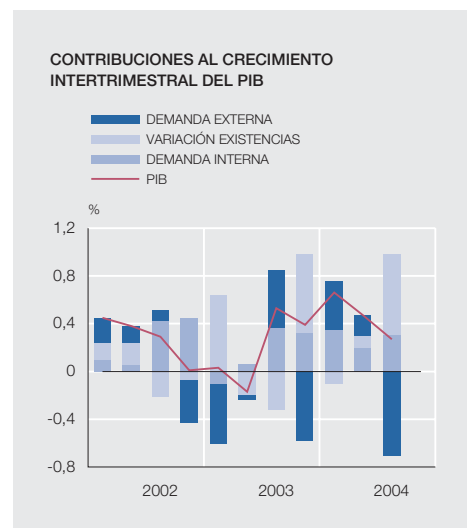
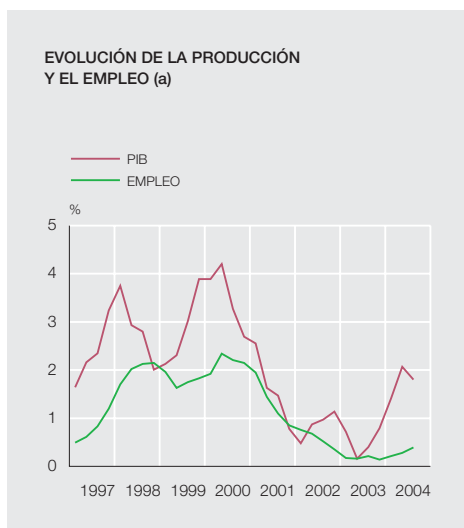
FUENTES: Eurostat, BCE y Banco de España.

- a. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.  
 b. Información disponible hasta el día 21 de enero 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.

debilidad de estas dos economías, en las que, además, se produjo una intensa aportación de la variación de existencias a la expansión del producto. En ambos casos, el consumo privado tuvo un comportamiento muy débil. Sin embargo, la evolución de la formación bruta de capital fue divergente, puesto que mejoró sustancialmente en Alemania, mientras que en Francia sufrió una contracción. Finalmente, cabe destacar la fuerte contribución negativa del saldo neto exterior al crecimiento económico en Alemania.

Por ramas de producción, destaca la notable disminución del ritmo de expansión del valor añadido en la industria, cuya tasa de crecimiento se moderó, desde el 1,2% intertrimestral mostrado en el segundo trimestre, hasta el 0,1% del tercero. No obstante, la ralentización del valor añadido fue también intensa en la construcción y en los servicios. Por lo que concierne al mercado de trabajo, el empleo registró, en el tercer trimestre del año, un crecimiento del 0,1%. Esta modesta generación de puestos de trabajo se sustentó en las ramas de servicios privados, en tanto que en la industria y la construcción siguió observándose una destrucción neta de empleo. En términos interanuales, la productividad aparente del trabajo continuó creciendo a tasas elevadas (1,4%), aunque algo inferiores a las del trimestre precedente. En octubre, la tasa de paro permaneció, por séptimo mes consecutivo, en el 8,9%.

Los indicadores disponibles sobre la evolución de la actividad en el cuarto trimestre sugieren una continuación del ritmo moderado de expansión del producto en el tramo final del año. Por lo que respecta a los indicadores de oferta, el índice de producción industrial, disponible has-



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Tasas de variación interanual.

ta noviembre, ha reflejado un deterioro progresivo de la actividad del sector desde los meses de verano, en tanto que los indicadores cualitativos procedentes de las encuestas de confianza no aportan una evidencia clara acerca de la evolución de la producción del sector en la etapa más reciente (véase gráfico 9). Así, el índice de directores de compras experimentó por primera vez un incremento en diciembre tras cinco meses consecutivos de descensos. En cambio, el indicador de confianza industrial elaborado por la Comisión Europea registró un leve empeoramiento en diciembre, tras permanecer sin cambios entre septiembre y noviembre. Por su parte, los indicadores de confianza del sector servicios han mostrado niveles medios más reducidos en el cuarto trimestre que en el tercero, aunque todavía se mantienen en valores relativamente elevados.

En la vertiente de la demanda se observan algunas señales de recuperación del consumo privado. En particular, tanto el indicador de confianza de los consumidores como el de los minoristas avanzaron tímidamente en el último trimestre del año. Además, las matriculaciones de automóviles han mejorado en el cuarto trimestre. Las ventas al por menor también han tendido a recuperarse, aunque continúan experimentando un crecimiento muy reducido. En cuanto a la demanda de bienes de equipo, la estabilización de la valoración de la cartera de



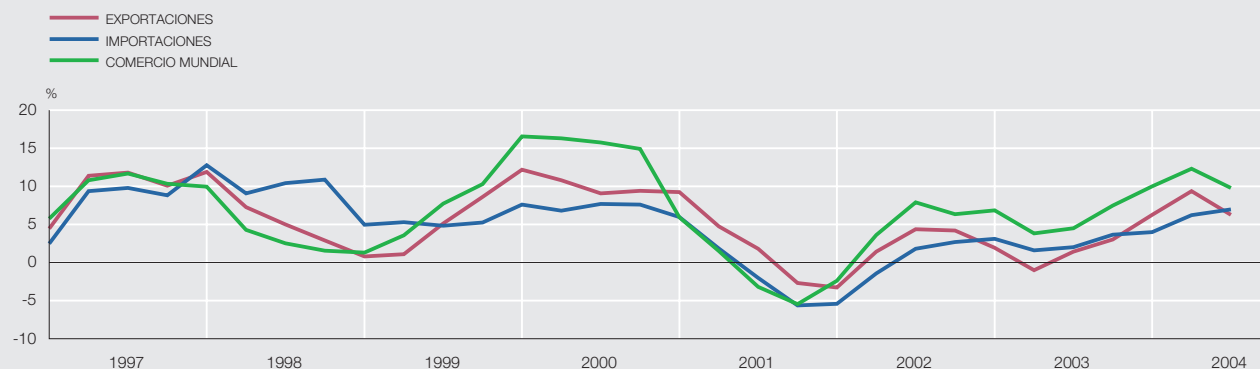
De acuerdo con los datos de la Contabilidad Nacional, en el tercer trimestre de 2004 las exportaciones de bienes y servicios del área del euro disminuyeron su ritmo de avance, mientras que las importaciones registraron un elevado dinamismo, lo que se tradujo en una contribución muy negativa de la demanda externa al producto. Por su parte, las tasas interanuales, que recogen los crecimientos medios de los trimestres recientes, se sitúan en valores relativamente altos, del 6,2% las exportaciones y del 8,7% las importaciones, si se comparan con los registros de años anteriores. Tiene interés, por lo tanto, analizar de forma desglosada, por tipos de producto y por países de contrapartida, la evolución de los intercambios comerciales del área del euro.

Según Eurostat, a lo largo de 2004 el comercio de bienes del área se recuperó notablemente, hasta alcanzar una tasa media de crecimiento en el período enero-octubre del 6,6% las exportaciones y del 5,2% las importaciones. La fortaleza de las exportaciones se explica por el dinamismo de la demanda exterior, que ha compensado la contribución negativa de la apreciación del euro, que en términos efectivos ha registrado un aumento superior al 20% desde principios de 2002. Las importaciones, por su parte, han evolucionado en línea con el avance de la demanda interna y con el abaratamiento de sus precios. En cuanto a la evolución más reciente de los flujos comerciales, las importacio-

nes continuaron en los meses de verano de 2004 la tendencia ascendente, mientras que dicha tendencia se truncó en el caso de las exportaciones, en sincronía con la evolución del comercio mundial.

Según el desglose de las exportaciones del área del euro por destinos geográficos, la recuperación del comercio del área en los primeros diez meses de 2004 fue más intensa en los flujos extracomunitarios que en los intracomunitarios. Si bien el aumento de las exportaciones extra-área fue bastante generalizado, hay que destacar los fuertes ritmos de crecimiento de las ventas destinadas a Rusia, China y el Sudeste asiático, en todos los casos entre el 15% y el 20%. En cualquier caso, ningún peso relativo de estas zonas sobrepasa el 2% en el comercio total de la UEM, por lo que el menor dinamismo de las exportaciones a los principales destinos geográficos (EEUU y Reino Unido) repercute en que la tasa de variación agregada de las exportaciones no supere un dígito. En el tercer trimestre, la desaceleración reciente de la tasa de crecimiento se justificó, en gran parte, por la evolución de las ventas a EEUU y a China. En lo que atañe a las importaciones, el mayor incremento interanual en el período de 2004 considerado se produjo en las provenientes de China (del 23,8%), país que ha aumentado su peso relativo dentro de las importaciones extra-área hasta casi el 10% y que se consolida como el tercer

### 1. TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL



### 2. EXPORTACIONES - DESGLOSE POR ÁREAS

	2003		2004			
	(%)	Tasa	Ene-Oct	I TR	II TR	III TR
<b>TOTAL</b>		1,4	6,6	6,3	9,4	6,3
INTRA-EURO ÁREA	49,9	1,8	5,1	4,6	7,2	5,0
EXTRA-EURO ÁREA	50,1	0,9	8,0	7,9	11,5	7,4
Reino Unido	9,3	-2,0	3,2	1,5	5,9	3,3
Estados Unidos	8,2	-3,2	4,6	4,4	9,0	3,1
Rusia	1,4	11,4	19,7	17,4	25,0	20,4
Japón	1,6	-1,0	8,3	12,9	8,4	8,9
China	1,7	20,3	17,8	18,7	30,8	8,8
Sudeste asiático	1,4	0,7	16,9	13,7	19,3	19,5

### 3. IMPORTACIONES - DESGLOSE POR PRODUCTOS

	2003		2004			
	(%)	Tasa	Ene-Oct	I TR	II TR	III TR
<b>TOTAL</b>		2,6	5,2	4,0	6,2	7,0
(Del cual, extra-UEM)	50,5	3,6	5,4	4,7	5,5	7,8
ALIMENTOS	6,9	3,3	0,7	2,0	1,2	-0,4
MATERIAS PRIMAS	3,6	0,1	1,8	1,1	0,3	6,2
PETRÓLEO Y DERIVADOS	10,1	4,4	2,3	4,8	-0,5	3,8
MANUFACTURAS	75,9	2,2	4,5	2,9	6,4	5,8
Productos químicos	13,1	2,3	4,1	4,8	4,8	5,2
Derivados de materias primas	13,7	0,1	2,5	2,1	2,5	4,8
Maquinaria y transporte	37,0	2,5	6,0	2,5	9,7	7,4
Otros	12,1	4,0	2,7	3,1	2,6	3,2
OTROS	2,3	12,1	67,7	55,4	61,9	97,6

FUENTES: Eurostat y FMI.

país suministrador de bienes a la zona, solo por detrás del Reino Unido y de EEUU.

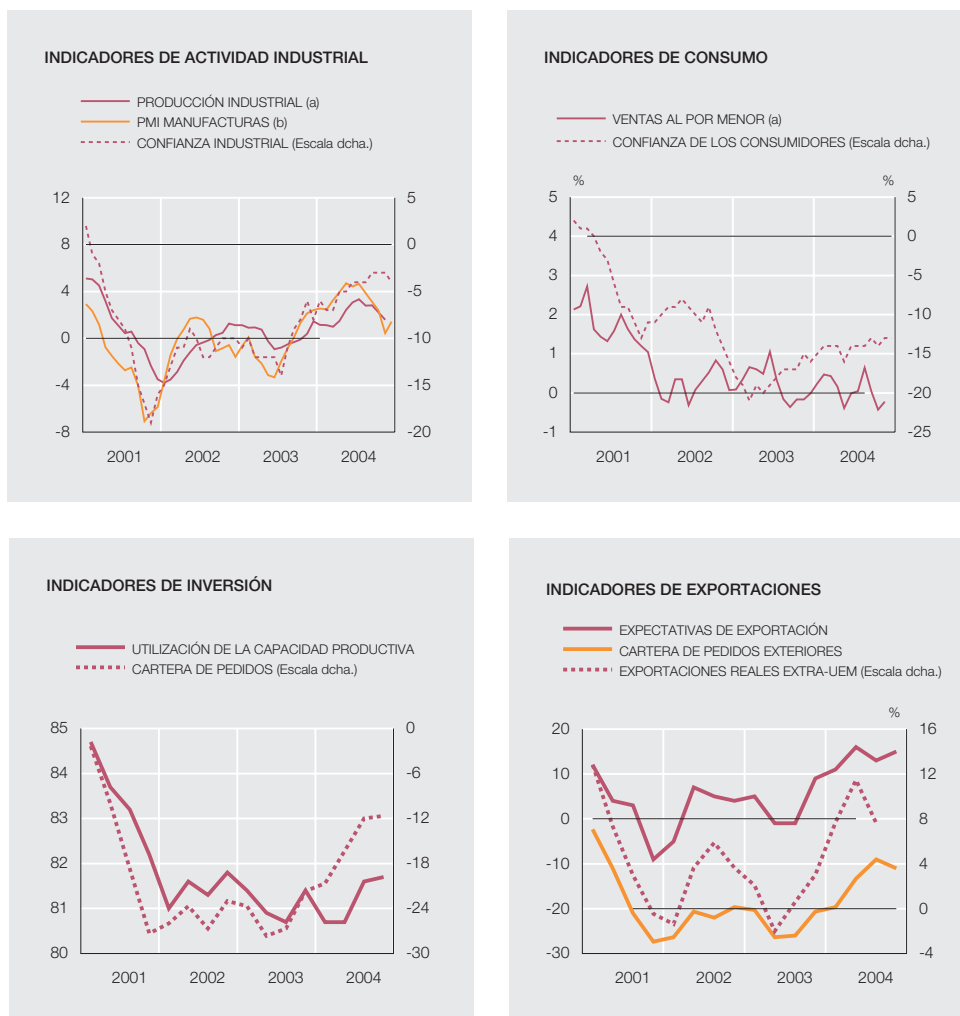
En el desglose por productos, las importaciones de manufacturas —que representan algo más de las tres cuartas partes de las importaciones totales— registraron un fuerte avance en el período de enero a octubre de 2004. Dentro de las manufacturas, el componente más expansivo fue Maquinaria y material de transporte, con un aumento del 6%, hecho que está en consonancia con la

fortaleza que mostró la adquisición de bienes de capital en 2004. Por su parte, las exportaciones de manufacturas fueron las que experimentaron un mayor crecimiento y, dentro de ellas, las tasas de incremento mayores correspondieron a Maquinaria y transporte y a Productos químicos, industrias en las que el área del euro tiene un elevado protagonismo en el comercio mundial. En el tercer trimestre, resalta la reducción de 4,4 pp en el ritmo de crecimiento de la exportación de productos manufacturados, hasta el 5,6%.

pedidos realizada por los empresarios apoya una consolidación del creciente dinamismo que este componente de la demanda ha mostrado a lo largo del año. Finalmente, por lo que respecta a la demanda externa, la valoración de la cartera de pedidos procedentes del exterior mostró un cierto empeoramiento en el cuarto trimestre, reflejando tal vez las consecuencias de la apreciación del tipo de cambio del euro, aunque las expectativas de exportación de la encuesta industrial trimestral, referida al cuarto trimestre y publicada en octubre, mejoraron en relación con el trimestre anterior.

En conclusión, a tenor de la información disponible, resulta plausible un escenario de expansión del producto del área en el cuarto trimestre a un ritmo similar o ligeramente superior al observado en el tercero, en línea con el intervalo estimado por la Comisión Europea, que sitúa el previsible incremento del PIB en el cuarto trimestre entre el 0,2% y el 0,6%. El crecimiento de los recursos generados internamente por las empresas, favorecido por la ampliación de sus márgenes como consecuencia de la creciente contención de sus costes laborales, y el mantenimiento de condiciones financieras favorables configuran un panorama propicio para que los procesos de inversión y empleo cobren un mayor vigor, lo que debería permitir un fortalecimiento de la actividad en el primer semestre del año en curso. Sin embargo, la materialización de este escenario está condicionada a que la demanda ejercida por las familias y por los agentes del resto del mundo intensifique su dinamismo, para lo que existen obstáculos importantes. En un contexto en que la notable apreciación acumulada por el tipo de cambio del euro puede entorpecer el comportamiento de las exportaciones, resulta crucial que el consumo privado adquiera una mayor fortaleza. La evolución de este componente debe verse favorecida por el mantenimiento de bajos tipos de interés y por el efecto riqueza resultante de la revalorización de los activos reales y financieros de las familias. Sin embargo, el débil crecimiento del empleo puede lastrar la expansión de la renta disponible de estos agentes, atemperando sus decisiones de gasto. Por consiguiente, un elemento esencial del que depende la aceleración de la actividad del área es la ruptura del círculo vicioso que impide que las empresas contraten nuevos trabajadores a causa de la atonía de la demanda y que las familias aumenten su gasto como consecuencia del débil crecimiento del empleo.

El ritmo de avance interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) del área se ha acelerado en tres décimas entre los meses de septiembre y diciembre de 2004, hasta cerrar el año en el 2,4% (véase gráfico 10). Esta trayectoria se debió al comportamiento de los precios de los alimentos no elaborados y, en menor medida, de los bienes energéticos —los dos componentes tradicionalmente más volátiles—, que repuntaron en 1,6 pp y 0,5 pp, respectivamente. También la tasa de crecimiento del IPSEBENE —indicador que reúne los precios de los servicios y de los bienes no energéticos— aumentó en una décima a lo largo del trimes-



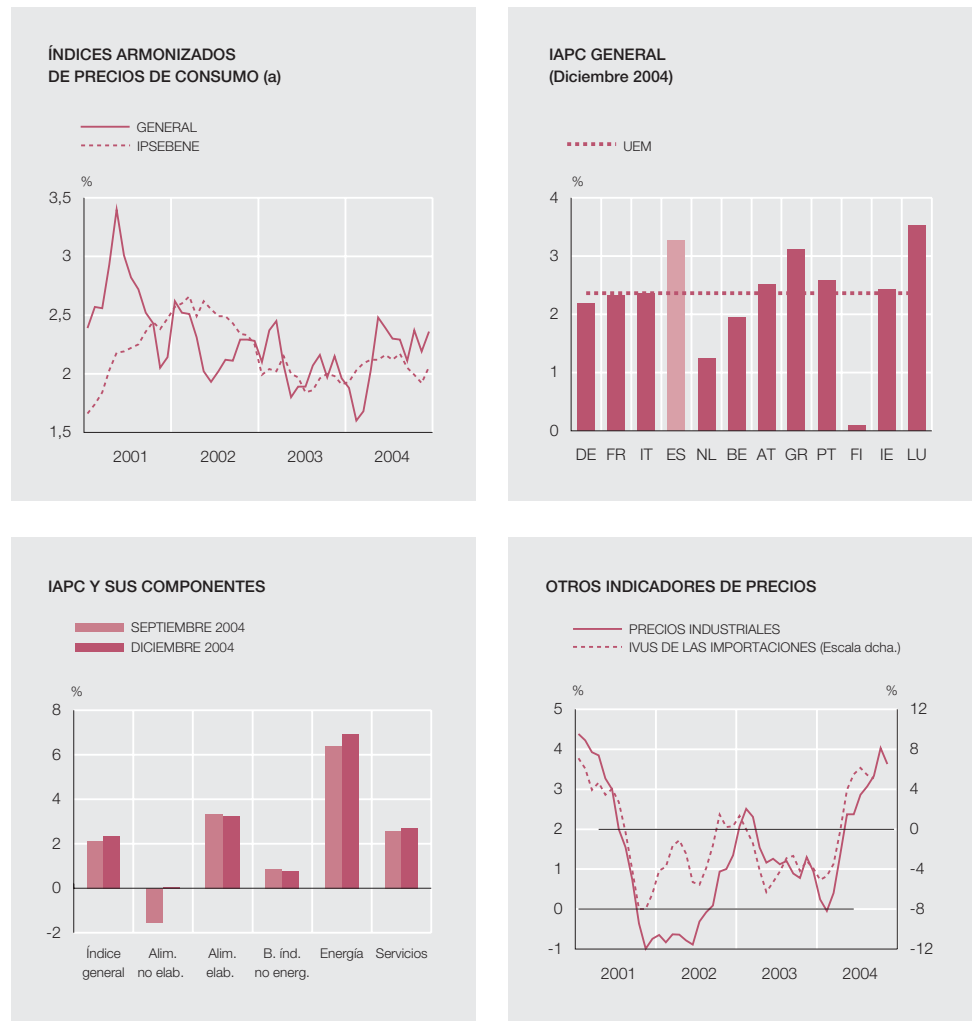
FUENTES: Eurostat y Comisión Europea.

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

b. Dato normalizado.

tre, hasta situarse en el 2,1%, lo que resulta atribuible al ligero repunte de los precios de los servicios. Los precios de producción industrial, que habían venido acelerándose ininterrumpidamente desde el mes de febrero de 2004, ralentizaron su ritmo de aumento en noviembre hasta el 3,6%, merced al comportamiento menos expansivo de los bienes de consumo no duradero y, sobre todo, del componente energético, que recogió, en ese mes, el descenso del precio del barril de petróleo en los mercados internacionales.

Las perspectivas inflacionistas para 2005 son relativamente favorables, pues la inflexión a la baja del crecimiento salarial constituye un importante elemento moderador de la dinámica de los precios. En el tercer trimestre del pasado año, el aumento interanual de la remuneración por asalariado disminuyó hasta el 1,5%, lo que permitió, dado el crecimiento similar de la productividad, que el incremento de los costes laborales unitarios se ralentizara hasta hacerse prácticamente nulo (véase gráfico 11). Aunque cabe esperar que, en el futuro, la recuperación de los márgenes contribuya a una intensificación del ritmo de generación de empleo, la leve mejoría de las expectativas empresariales acerca del comportamiento de esta variable no permite anticipar que este proceso tenga lugar con prontitud e intensidad, lo que favorece la continuación de la moderación salarial (véase recuadro 2).

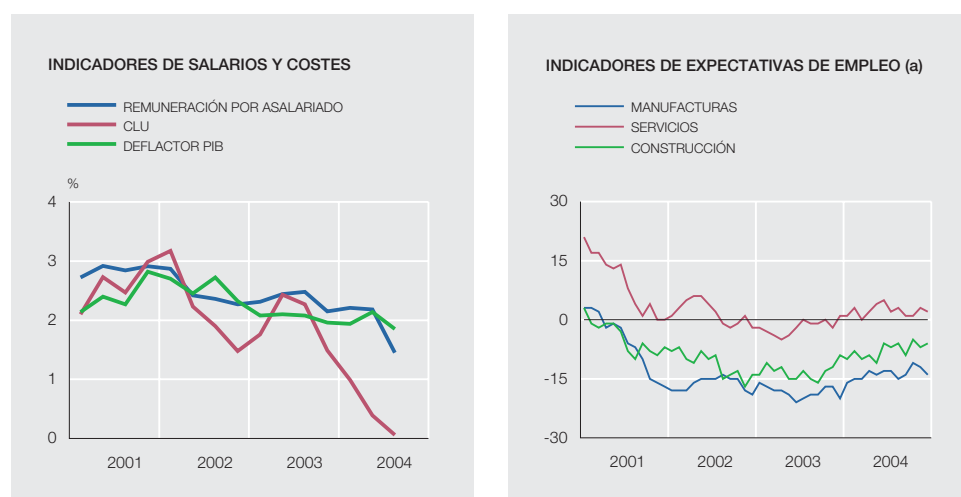


FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

El superávit acumulado de la balanza por cuenta corriente del área en el período comprendido entre enero y octubre de 2004 alcanzó los 29,9 mm de euros, frente a los 12,9 mm del mismo período de 2003. Este incremento se debió al aumento del superávit de la balanza de bienes y a la evolución de la balanza de rentas —cuyo déficit disminuyó en 9 mm de euros a pesar del descenso del valor en euros de las rentas procedentes del resto del mundo como consecuencia de la apreciación cambiaria.

En el terreno de la política fiscal, el déficit del conjunto de las Administraciones Públicas del área se elevó en 2004 por cuarto año consecutivo, hasta alcanzar el 2,9% del PIB, de acuerdo con las previsiones de otoño de la Comisión Europea (véase cuadro 2). Este saldo negativo supera en 6 décimas al que resulta de la agregación de los programas de estabilidad nacionales presentados en el invierno de 2003, a pesar de que estos documentos preveían un crecimiento del PIB una décima inferior. Por países, las tres mayores economías del área —esto es, Alemania, Francia e Italia—, junto con Grecia, registraron, de acuerdo con la Comisión, déficit iguales o superiores al 3% del PIB en el pasado ejercicio. A finales de 2004, los países miembros han presentado las actualizaciones de sus respectivos programas de estabilidad, de las cuales se desprende un déficit público del 2,5% en 2005, inferior en dos déci-



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

mas al previsto por la Comisión en otoño. Esta diferencia se explica, aproximadamente a partes iguales, porque algunos países (en particular, Alemania) han incluido en sus programas medidas de consolidación presupuestaria aún no dadas a conocer cuando la Comisión elaboró sus previsiones y porque, en términos agregados, los programas contemplan un crecimiento económico algo mayor.

En enero se han producido novedades en relación con los procedimientos de déficit excesivo abiertos a Alemania, Francia y Grecia. En el caso griego, el Consejo ECOFIN ha examinado el grado de cumplimiento con la recomendación emitida en el pasado mes de julio, en la que se concedía a las autoridades helenas un plazo de cuatro meses para adoptar medidas tendentes a corregir la situación de déficit excesivo, y ha determinado que las acciones emprendidas son insuficientes, por lo que en las próximas semanas se exigirá que las autoridades griegas tomen medidas adicionales para remediar la situación.

En cuanto a los casos alemán y francés, el Consejo ha refrendado las conclusiones de una comunicación emitida por la Comisión en diciembre acerca de la situación de estos dos países con respecto a sus obligaciones bajo el procedimiento de déficit excesivo. En su comunicación, la Comisión evaluaba las consecuencias de la sentencia del Tribunal Europeo de Justicia que invalidó las conclusiones adoptadas por el Consejo en noviembre de 2003. A juicio de la Comisión, puesto que estas conclusiones gozaban de la presunción de validez hasta su anulación por parte del Tribunal, las acciones adoptadas por las autoridades alemanas y francesas deben ser juzgadas sobre la base del cumplimiento de tales conclusiones. En particular, el Consejo ha resuelto que las acciones emprendidas han sido coherentes con la eliminación del déficit excesivo en 2005 que exigían aquellas conclusiones, por lo que no se iniciarán, por ahora, los siguientes pasos del procedimiento. No obstante, el Consejo ha hecho notar que persiste la vulnerabilidad de la situación presupuestaria en ambos Estados miembros y, en particular, que la corrección de los déficit excesivos exige la aplicación efectiva de todas las medidas previstas. En caso contrario, la Comisión recomendará al Consejo que adopte las acciones necesarias dentro del marco de las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

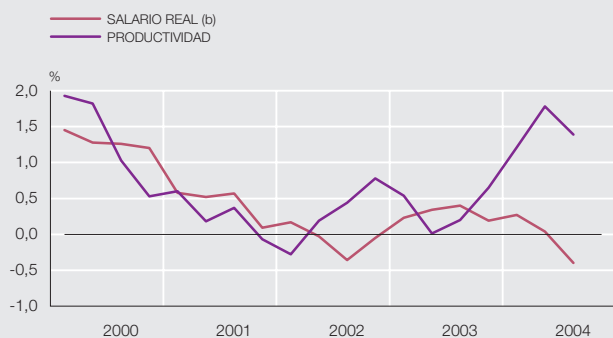
En los últimos años, la remuneración por asalariado en la UEM ha mostrado una progresiva desaceleración —incluso en el período reciente de recuperación de la actividad—, pasando desde el 3% de crecimiento interanual registrado en 2000 y 2001 hasta el 1,5% del tercer trimestre de 2004. En ese mismo período, los salarios reales presentaron una evolución muy moderada, siempre en línea con —o por debajo de— la tasa de crecimiento de la productividad aparente del trabajo (véase gráfico 1). Esta moderación salarial se ha acentuado desde mediados de 2003, momento a partir del cual la recuperación del PIB, junto con el estancamiento del empleo, ha dado lugar a un marcado repunte de la productividad, que ha permitido una caída continuada del ritmo de crecimiento de los costes laborales unitarios y, en consecuencia, una notable ampliación de los márgenes empresariales (véase gráfico 2).

Entre los factores determinantes de esta prolongada etapa de moderación salarial en la UEM se encuentran la fuerte reducción del ritmo de crecimiento del empleo, el incremento de la tasa de paro —desde el 8% de mediados de 2001 hasta el 8,9% actual (nivel en el que ha permanecido sin variación en los últimos meses)— y, en menor medida, la tendencia a la baja en el crecimiento del IAPC hasta 2004 (véase gráfico 3). La incertidumbre sobre la intensidad de la recuperación económica y el aumento de las presiones competitivas a las que se

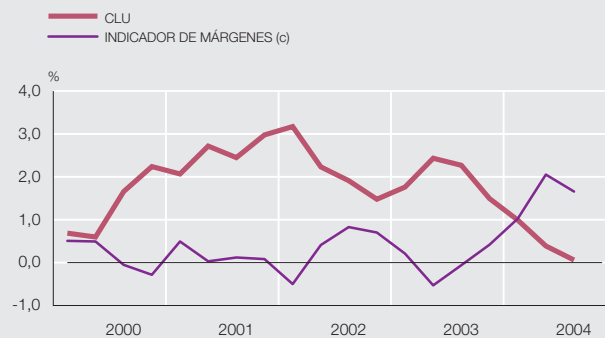
ven sometidas las empresas europeas —debido, a su vez, en parte a la fuerte apreciación del euro registrada en este período— han podido contribuir, asimismo, a mantener contenidos los incrementos salariales. De hecho, esta contención salarial se ha podido apreciar con claridad en 2004, cuando, a pesar de la notable aceleración de los precios de consumo —principalmente como consecuencia de la escalada del precio del petróleo—, no se ha visto ningún indicio de aumento de las presiones salariales, lo que también estaría reflejando que las expectativas de inflación se han mantenido estables. No hay que descartar, no obstante, que algunos de los cambios estructurales introducidos en el período más reciente en los mercados de trabajo europeos, tendentes a flexibilizar su funcionamiento, hayan podido tener también alguna influencia sobre el comportamiento moderado de los salarios. Así, por ejemplo, la introducción en Alemania de nuevas formas de contratación con menores costes laborales (los llamados «minijobs») podría justificar la tasa de variación interanual negativa registrada por la remuneración por asalariado en dicho país en el tercer trimestre de 2004 (-0,5%), que ha propiciado un crecimiento notablemente menor de la remuneración por asalariado correspondiente al conjunto de la UEM.

A pesar de la mejora esperada de los mercados laborales del área en 2005, es previsible que esta se produzca de forma paulatina, en

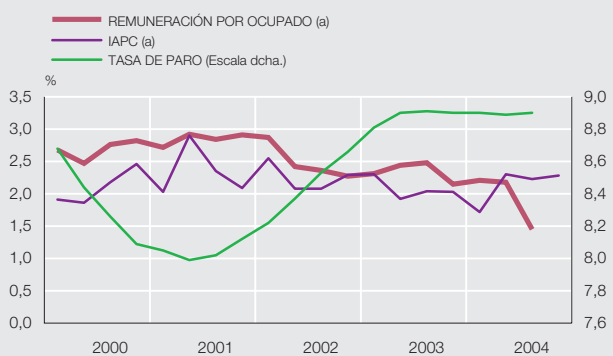
1. SALARIO REAL Y PRODUCTIVIDAD (a)



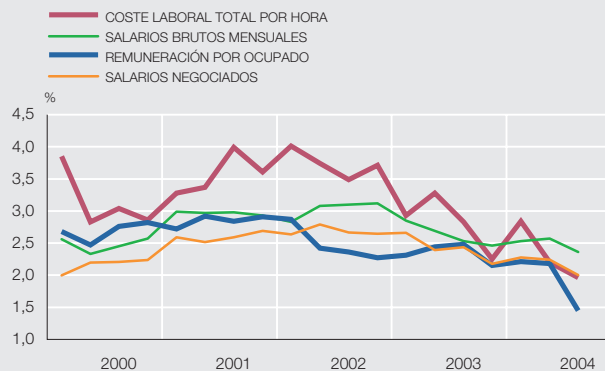
2. CLU Y MÁRGENES (a)



3. SALARIOS Y PARO



4. INDICADORES DE COSTES LABORALES (a)



FUENTES: Eurostat y BCE.

a. Tasas de variación interanual.

b. Remuneración por ocupado deflactada utilizando el defactor del PIB.

c. Aproximado por el cociente entre el defactor del PIB a coste de los factores y el coste laboral unitario.

consonancia con el ritmo de progresiva recuperación de la actividad y con el comportamiento mostrado hasta el momento por el empleo. Esto limitará la probabilidad de que el sustancial encarecimiento del petróleo a lo largo de 2004 genere efectos de segunda ronda, por lo que cabe esperar que se prolongue el período de moderación salarial. Así lo confirman los datos disponibles por el momento sobre convenios colectivos ya firmados en la UEM correspondientes al año 2005 y, en menor medida, a 2006, que, en líneas generales, apuntan al mantenimiento en ambos años del crecimiento salarial pactado en convenio, para el conjunto del área

del euro, en un nivel similar al registrado en 2004 (véase gráfico 4). No obstante, este comportamiento agregado será el resultado de evoluciones dispares por países, dado que en algunos de ellos se espera para 2005 un cierto incremento del ritmo de crecimiento de los salarios negociados —caso de Alemania, debido a factores específicos que dieron lugar a menores incrementos salariales en 2004, o de España, como consecuencia de la activación de las cláusulas de salvaguarda—, mientras que en otros —como Grecia o Irlanda, con elevados incrementos en 2004— se prevé un menor crecimiento salarial.

En el caso alemán, la estrategia inicial de consolidación presupuestaria en 2005 contenida en el borrador de presupuestos del Estado central se apoyaba en una reducción uniforme de los techos de gasto de todos los Departamentos ministeriales y en la disminución de subvenciones al sector privado. Sin embargo, las previsiones de otoño de la Comisión Europea, que tenían en cuenta ese proyecto, apuntaban a un déficit del 3,4% del PIB en 2005. Por este motivo, las autoridades presentaron en noviembre un paquete de medidas adicionales para que el déficit público no superara el 3% del PIB en el presente ejercicio. En Francia, la reducción del déficit prevista para este ejercicio se apoya en la reforma de la sanidad pública, en la estabilización del gasto real del Estado y en una transferencia de una cuantía del 0,5% del PIB recibida de las empresas de gas y electricidad privatizadas a cambio de que las Administraciones Públicas se hagan cargo del gasto futuro en pensiones de sus empleados. Cabe resaltar que, en ambos países, gran parte de las medidas adoptadas tienen un impacto meramente transitorio sobre las cuentas públicas, incrementando incluso, en algunos casos, los déficit futuros. Además, en los dos países, las estrategias presupuestarias diseñadas para 2005 contienen elementos de estímulo a la actividad o reformas estructurales con coste presupuestario. Así, en Alemania, el pasado 1 de enero entró en vigor la última fase de la reforma impositiva planeada en el año 2000, lo que supondrá una disminución de los ingresos del impuesto sobre la renta, que ha sido cuantificada en un 0,3% del PIB. Por su parte, en Francia, la puesta en marcha de diversas rebajas impositivas (que afectan, sobre todo, al impuesto de sociedades) tendrá un coste estimado del 0,1% del PIB.

Finalmente, tras el verano de 2004, los países del área han discutido las posibles vías de mejora del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Está previsto que las deliberaciones lleguen a su fin en los próximos meses, de modo que el resultado final de ese debate sea acordado por el Consejo Europeo en primavera. Los aspectos más controvertidos se refieren al grado de flexibilización que podría introducirse en la definición tanto de las circunstancias excepcionales o los factores relevantes que deben ser tenidos en cuenta para determinar si un déficit superior al 3% del PIB es excesivo o no, como de las condiciones especiales que justificarían que la corrección del déficit excesivo pudiera prolongarse más allá de los dos años que establece el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El mantenimiento de un marco institucional de disciplina fiscal que oriente y vigile la evolución de las políticas presupuestarias nacionales constituye un elemento de suma importancia dentro de una Unión Monetaria, por lo que resulta preciso que el resultado final de este proceso atienda al cumplimiento de dicho objetivo.

### 3.2 Evolución monetaria y financiera

Como se ha descrito en el apartado precedente, en la segunda mitad del año continuó la expansión de la actividad económica, aunque a ritmos más moderados que los observados

ADMINISTRACIONES PÚBLICAS DEL ÁREA DEL EURO  
SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)

CUADRO 2

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

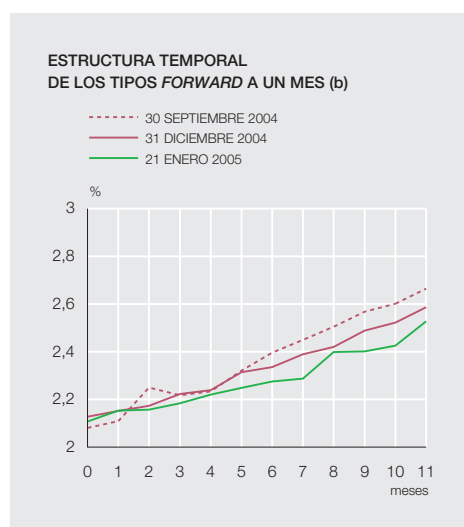
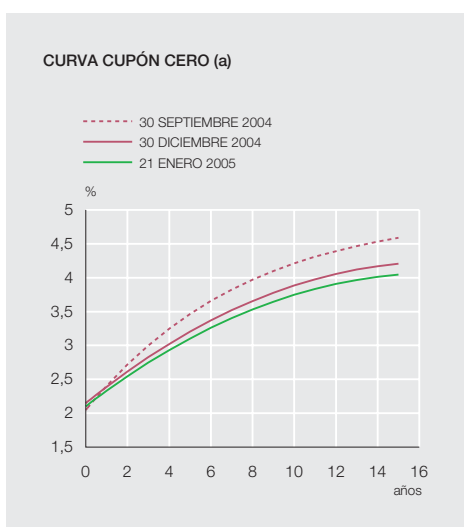
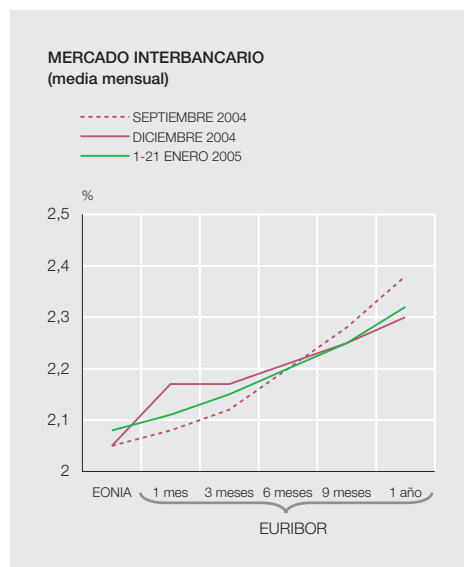
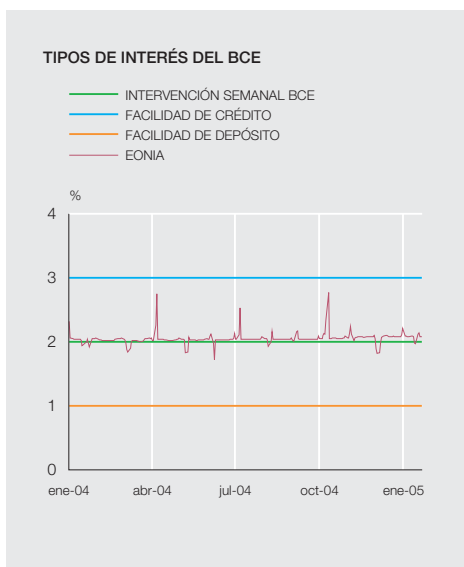
FUENTES: Comisión Europea, programas de estabilidad nacionales y Banco de España.

- a. En porcentaje del PIB. No se incluyen los ingresos obtenidos por la venta de licencias UMTS. Déficit (-) / superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.  
b. Previsiones de otoño de 2004 de la Comisión Europea.  
c. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre noviembre de 2003 y enero de 2004.  
d. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre noviembre de 2004 y enero de 2005.

en el primer semestre, mientras que no se disipaban completamente los elementos de incertidumbre antes existentes. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE juzgó el aumento de la inflación en los últimos meses del año como un desarrollo fundamentalmente transitorio, derivado del encarecimiento del petróleo, por lo que no esperaba que pusiera en peligro la estabilidad de precios a medio plazo. Por ello, el BCE decidió, en el tramo final de 2004 y en la primera reunión del año en curso, mantener los tipos de interés oficiales en los niveles vigentes desde junio de 2003. De este modo, los tipos aplicados a las operaciones principales de financiación, a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito continúan en el 2%, el 1% y el 3%, respectivamente.

Como se puede apreciar en el gráfico 12, la curva de tipos de interés en los mercados monetarios ha tendido a aplanarse ligeramente desde el mes de septiembre, como resultado del moderado descenso experimentado en los plazos más largos. Al final de la tercera semana de enero, el diferencial entre los plazos de un año y de un mes ascendía, aproximadamente, a unos 20 pb, lo que supone que los participantes en los mercados han revisado a la baja sus expectativas acerca de una elevación de los tipos de interés oficiales en el presente ejercicio. En los mercados secundarios de deuda pública del área ha continuado el descenso de los rendimientos al plazo de diez años iniciado durante el verano. Las disminuciones acumuladas desde el máximo relativo alcanzado a mediados de junio y desde finales de septiembre han sido de 90 pb y 50 pb, respectivamente. Por el contrario, en Estados Unidos, la rentabilidad del bono a diez años, que había disminuido hasta finales de octubre, invirtió esta tendencia a partir de entonces. Esta evolución divergente ha dado lugar a una ampliación del diferencial entre la deuda norteamericana y la del área del euro hasta su nivel más alto desde el año 2000 (70 pb).



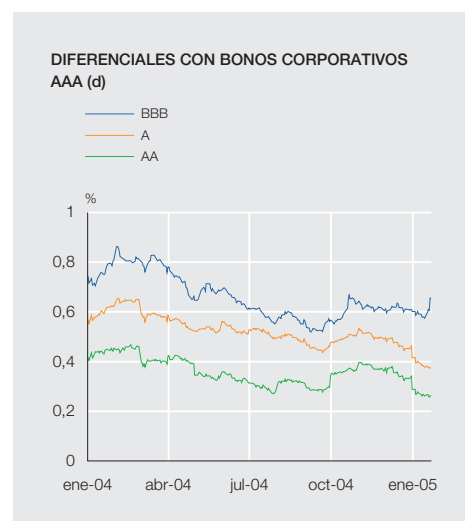
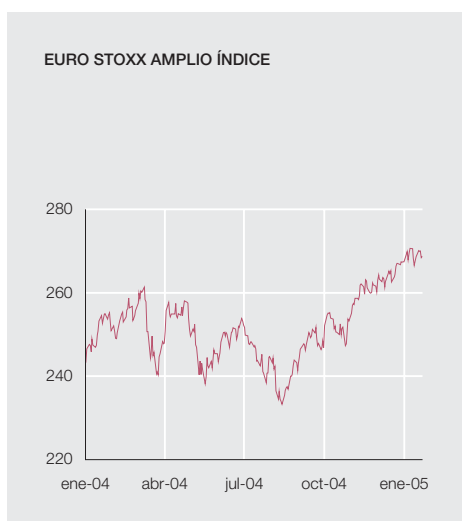
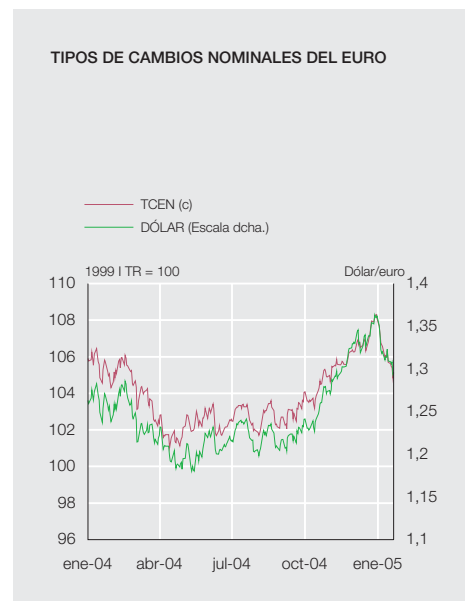
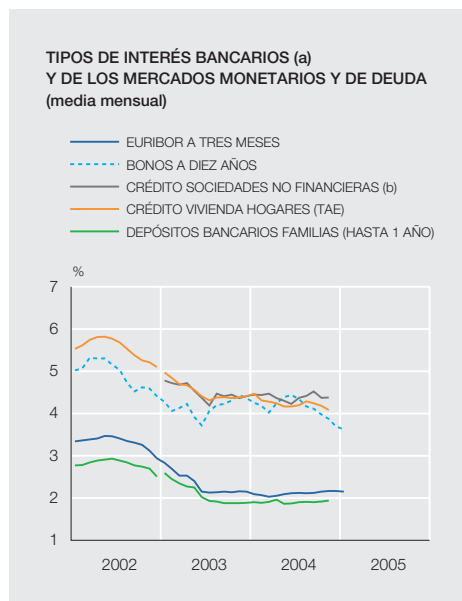


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

En los mercados de renta fija privada, los *spreads* de los bonos corporativos han seguido, en general, en niveles muy reducidos (véase gráfico 13). Por su parte, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las operaciones con sus clientes han permanecido estables hasta el mes de noviembre, en torno a los niveles mantenidos desde la última reducción de los tipos de interés oficiales en junio de 2003.

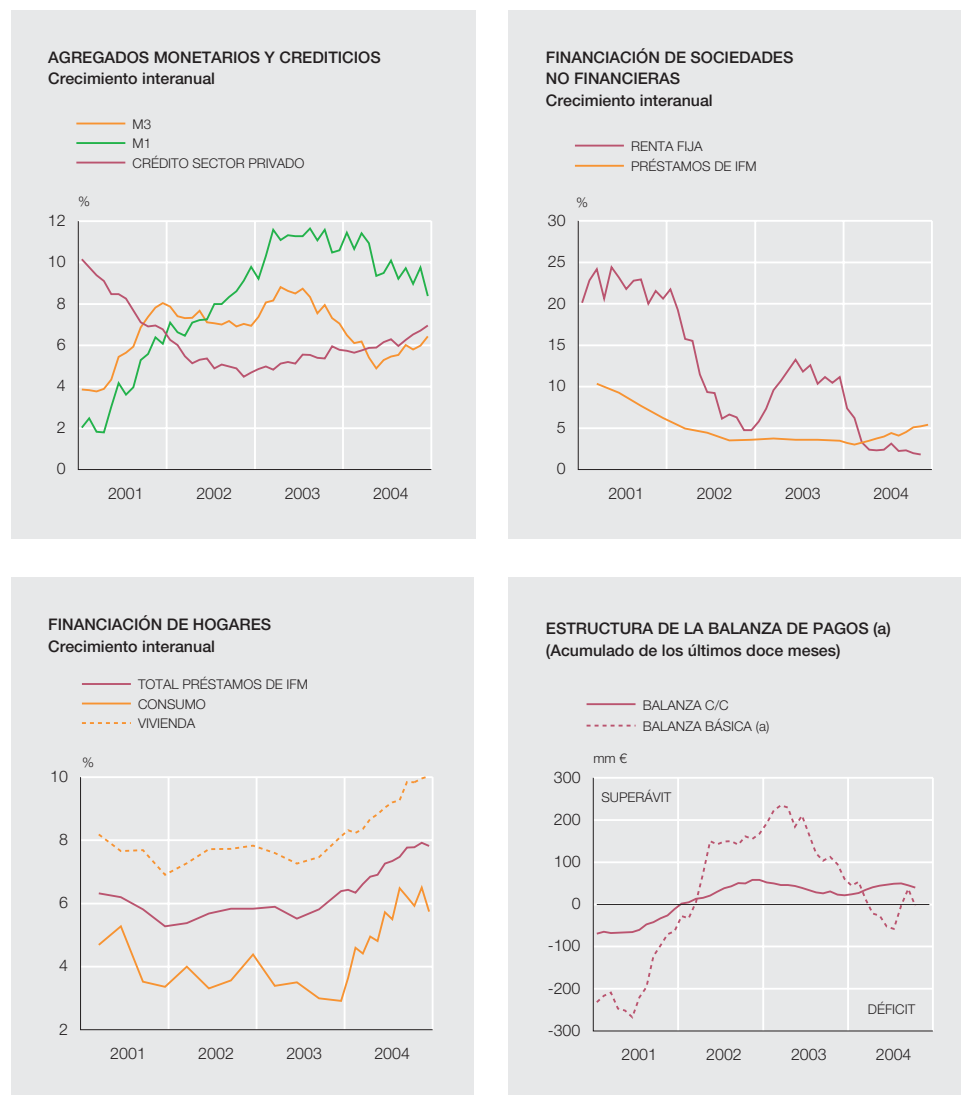
En los mercados bursátiles del área, el alza de las cotizaciones iniciada a mediados de agosto continuó a lo largo del trimestre final de 2004. Los posibles factores explicativos de esta evolución incluyen el crecimiento sostenido de los beneficios empresariales, la disminución de los tipos de interés de la deuda a largo plazo y, más recientemente, la caída de los precios del petróleo. Como resultado, el índice EURO STOXX amplio se revalorizó aproximadamente un 13% entre los mínimos alcanzados en el mes de agosto y el final del año 2004, cerrando el ejercicio con una ganancia acumulada del 10%. En las primeras semanas de 2005, las bolsas del área no han mostrado una orientación clara.



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.

En los mercados de divisas, cabe destacar la continuación, en el tramo final del año, del proceso de apreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar que se inició a finales de agosto. Esta evolución, ligada muy posiblemente a la creciente preocupación de los participantes en los mercados financieros por el elevado y persistente déficit por cuenta corriente que presenta Estados Unidos, condujo al tipo de cambio bilateral entre ambas monedas a cerrar el año en 1,36 dólares/euro, lo que constituye su nivel máximo histórico. En el cuarto trimestre, el euro se revalorizó casi un 10% frente a la moneda norteamericana, en tanto que, en el conjunto del año, la apreciación fue algo inferior –en torno al 8%–. En términos efectivos nominales, el fortalecimiento de la moneda única europea en 2004 fue más reducido, alcanzando el 3,3%. En las tres primeras semanas de 2005, se corrigió algo más de la tercera parte de la depreciación acumulada en el cuarto trimestre del dólar frente al euro.



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.

En diciembre, la tasa interanual del crecimiento del agregado monetario M3 se situó en el 6,4%, cuatro décimas más que al final del tercer trimestre, lo que supone una cierta consolidación de la fase de mayor dinamismo, iniciada tras el mínimo relativo del 4,9% alcanzado en mayo. La expansión del crédito al sector privado continuó fortaleciéndose paulatinamente en los últimos meses de 2004, como consecuencia del mayor vigor de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras, cuyo ritmo de avance se acrecentó en casi un punto porcentual entre septiembre y diciembre, hasta el 5,4%. Por su parte, los préstamos a hogares aumentaron en diciembre a una tasa interanual del 7,8%, igual a la del final del tercer trimestre, ya que la ligera aceleración de los otorgados para financiar la compra de vivienda fue compensada por la ralentización de los destinados al consumo. En España, el crédito al sector privado siguió expandiéndose a tasas mucho más elevadas, por encima del 18%.

## 4 La economía española

Durante el último trimestre de 2004, la demanda interna de la economía española siguió mostrando un dinamismo elevado, aunque algo atenuado, mientras que la aportación de la demanda exterior al crecimiento habría mejorado respecto de la intensa detracción, de -2 pp, alcanzada en el tercer trimestre. Como resultado de estas tendencias, se estima que el PIB registró en el cuarto trimestre un crecimiento del 2,7% interanual, ligeramente superior al alcanzado el trimestre anterior. La demanda interna ha mostrado signos de una leve desaceleración, en términos interanuales, que ha afectado tanto al consumo de los hogares como a la inversión en construcción. Por su parte, la inversión en bienes de equipo siguió mostrando una elevada fortaleza, a un ritmo algo inferior al del tercer trimestre, respaldada por la mejoría en los beneficios y en las tasas de rentabilidad de las empresas a lo largo del año. Detrás de la recuperación de la demanda externa está la mejoría del turismo, a la vez que las pérdidas de competitividad acumuladas, en un contexto de fortaleza del euro, han frenado el ritmo de crecimiento de las exportaciones de bienes, aun en una situación de notable dinamismo de los intercambios comerciales.

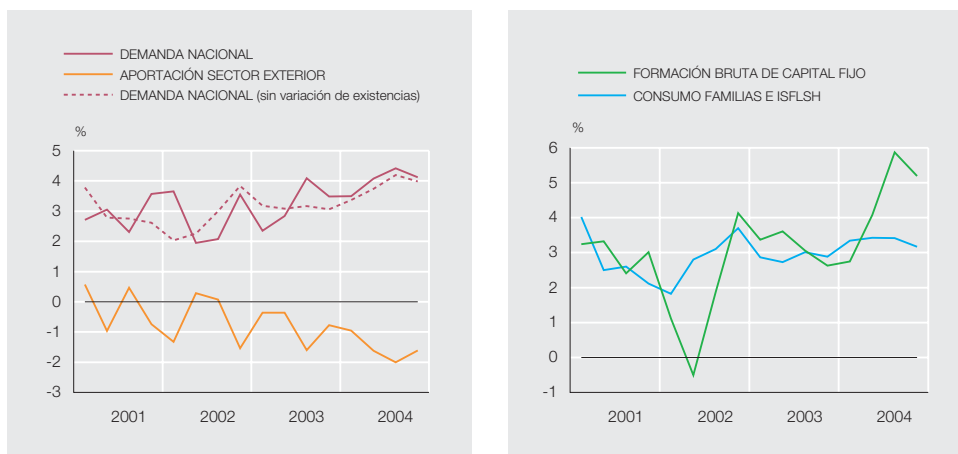
En el conjunto de 2004 la economía habría crecido un 2,6%, una décima más que en 2003. El año se caracterizó por la elevada creación de empleo (2,1%), lo cual impulsó el consumo de los hogares y la demanda de vivienda, y por la recuperación de la inversión en bienes de equipo, que mostró una dinámica más acorde con la situación cíclica. A pesar de la recuperación de las exportaciones en 2004, la aportación negativa del sector exterior fue de alrededor de 1,5 pp, debido a la aceleración de las importaciones de bienes y servicios y al ligero retroceso del turismo en el conjunto del año.

Desde la perspectiva de la producción, en el cuarto trimestre el valor añadido de la economía de mercado creció a tasas similares a las del resto del año. La información disponible apunta a una recuperación de la rama agraria y pesquera, mientras que la actividad en los servicios de mercado siguió una pauta estable de crecimiento y la construcción se desaceleró, aun conservando un crecimiento elevado. Por su parte, los indicadores coyunturales de empleo del cuarto trimestre han recogido una mejoría en la industria y en la construcción, que lleva a estimar una tasa de crecimiento de los ocupados ligeramente superior a la del tercer trimestre.

La pauta de avance de la productividad en el cuarto trimestre se ha mantenido, por tanto, dentro de la senda habitual de crecimientos reducidos. Por su parte, los costes laborales mostraron una ligera desaceleración, similar a la producida en el tercer trimestre. Sin embargo, la aceleración del deflactor del PIB revela que en la última parte del año se han podido ampliar los márgenes en la economía de mercado. En términos del IPC, el año finalizó con un aumento interanual del 3,2%, tras haber alcanzado un 3,5% en octubre, como resultado del impacto alcista del crecimiento del petróleo; en la media del año el IPC aumentó un 3%.

### 4.1 Demanda

El gasto en consumo final de los hogares españoles, en términos reales, registró un crecimiento elevado y estable en los tres primeros trimestres de 2004, en una tasa del 3,4% interanual (véase gráfico 15). La información más reciente parece indicar que esa fortaleza se habría prolongado en el cuarto trimestre, si bien el ritmo de avance podría haberse moderado en cierta medida. El dinamismo del consumo privado en el pasado año se basó en un sólido crecimiento de la renta real de las familias, en las ganancias de la riqueza real neta de este sector y en la permanencia de unas condiciones financieras holgadas, que, en su conjunto, habrían contribuido a frenar la recuperación de la tasa de ahorro de las familias.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

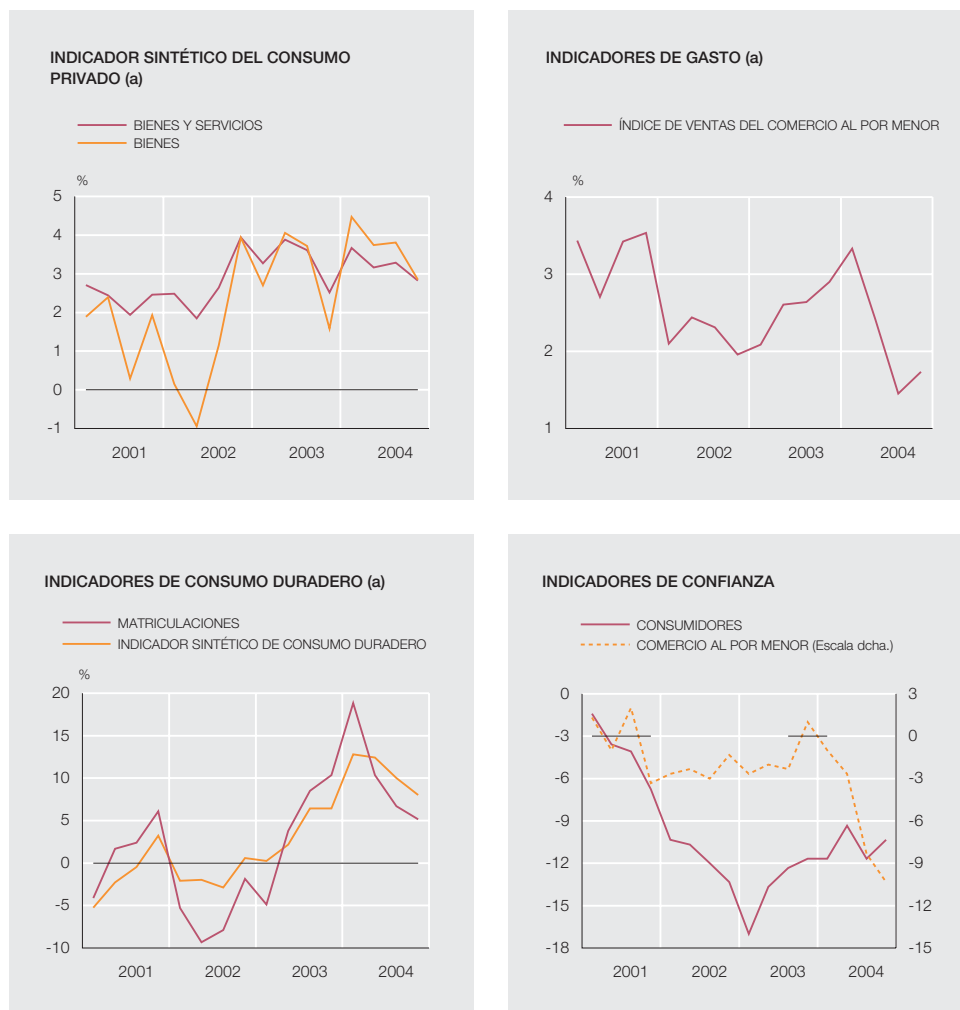
a. Tasas de variación interanual calculadas sobre datos ajustados de estacionalidad.

Los indicadores disponibles apuntan, como ya se ha señalado, hacia una ligera moderación del ritmo de avance del consumo privado en el cuarto trimestre (véase gráfico 16). El indicador sintético de consumo de bienes y servicios, estimado con información incompleta para ese trimestre, mostró un perfil de suave desaceleración, debido al comportamiento de los bienes de consumo duradero, especialmente los automóviles. En particular, las matriculaciones de automóviles perdieron parte de su elevado dinamismo en el último trimestre, a pesar de su buen comportamiento en el conjunto del año. Dentro de los restantes indicadores del gasto de las familias, aunque se ha observado un nuevo retroceso del indicador de confianza del comercio al por menor, el índice general de ventas del comercio minorista registró un incremento moderado en los meses de octubre y noviembre. Con un tono más optimista, el indicador de confianza de los consumidores mejoró progresivamente de octubre a diciembre, impulsado por un alza en las expectativas sobre la situación de los hogares.

Entre los determinantes del consumo privado, la renta real disponible aumentó en 2004 a una tasa superior a la del año anterior, favorecida por el continuado avance del empleo y por una aportación más expansiva de las Administraciones Públicas a su crecimiento. En este sentido, a pesar del agotamiento del impacto positivo de la reforma del IRPF llevado a cabo en 2003, se ha producido una aceleración del pago de prestaciones sociales, tanto de pensiones como de desempleo, en este último caso debido a la ampliación de su tasa de cobertura. La evolución de la riqueza de las familias también apoyó el crecimiento del consumo, al prolongarse la significativa revalorización de los activos inmobiliarios por las elevaciones del precio de la vivienda y por el incremento de su riqueza financiera, a través del alza de las cotizaciones bursátiles, sobre todo en la parte final del año.

En el tercer trimestre de 2004, el consumo final de las Administraciones Públicas registró un incremento del 4,4% interanual. La escasa información coyuntural disponible apunta hacia un aumento en el ritmo de avance de este agregado, en el cuarto trimestre, de acuerdo con los datos de ejecución presupuestaria del Estado.

La formación bruta de capital fijo avanzó un 5,9% en el tercer trimestre de 2004, acentuando la recuperación iniciada en el trimestre anterior (véase gráfico 15). Aunque la aceleración registrada por la inversión en bienes de equipo ha sido la más intensa, todos los componentes evolucionaron favorablemente.

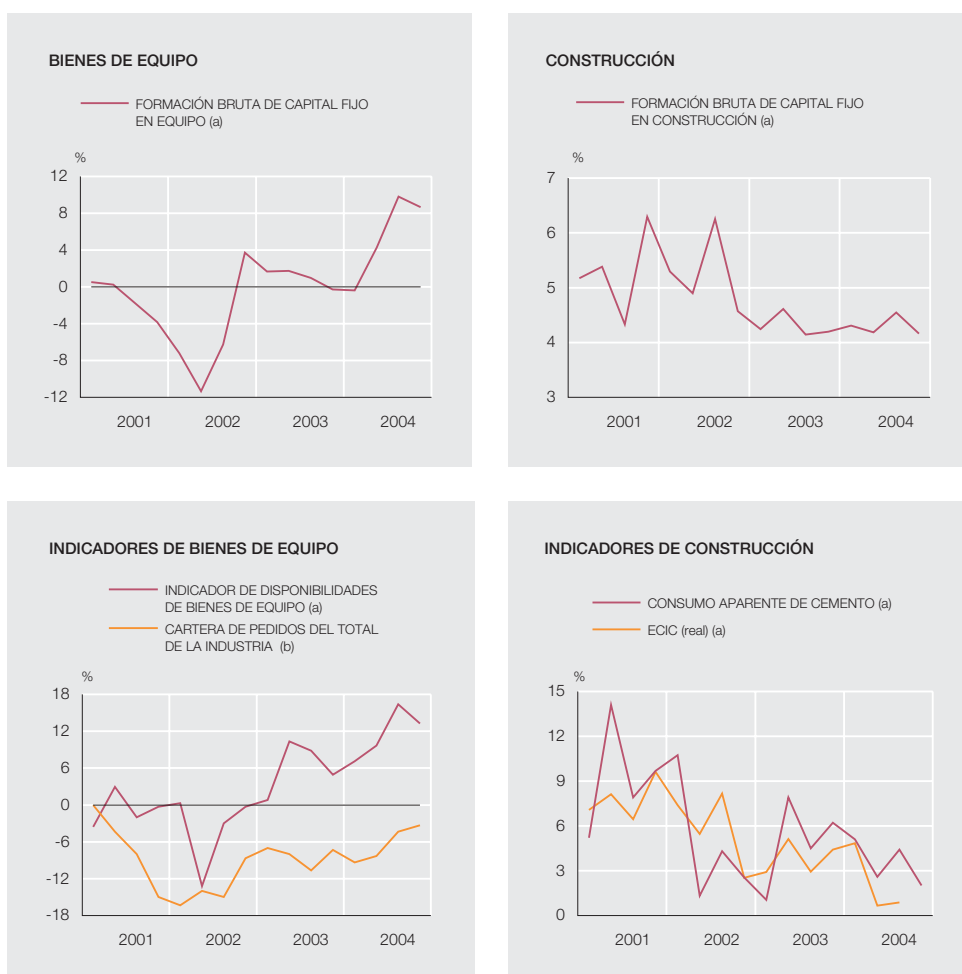


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

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

Como ya se ha señalado, los indicadores correspondientes a la inversión en equipo apuntan hacia una ligera desaceleración de este tipo de inversión en el cuarto trimestre de 2004, tras el máximo alcanzado en los meses de verano (véase gráfico 17). En particular, con la información existente, el indicador de disponibilidades de bienes de equipo ha seguido mostrando tasas de crecimiento muy elevadas, si bien algo menores que las del tercer trimestre, que reflejan una nueva contribución muy positiva del comercio exterior de este tipo de bienes. Con un tono menos expansivo, las opiniones sobre la cartera de pedidos de los productores de bienes de equipo han empeorado de forma sustancial en los meses de noviembre y diciembre, tendencia negativa que se observa también, aunque de forma más moderada, en el indicador de clima industrial de este tipo de bienes. Sin embargo, la cartera de pedidos de la industria en su conjunto ha mejorado. Por otra parte, la utilización de la capacidad productiva en el total de la industria se ha reducido ligeramente en el cuarto trimestre, aunque el porcentaje de empresas que considera excesiva su capacidad instalada también ha disminuido.

La información sobre sociedades no financieras, recopilada por la Central de Balances, que abarca hasta el tercer trimestre de 2004, señala que las empresas españolas han mantenido un ritmo de crecimiento sostenido en ese período. Junto con el avance de la actividad, los gastos de personal y financieros mostraron una tendencia decreciente, que ha determinado un buen



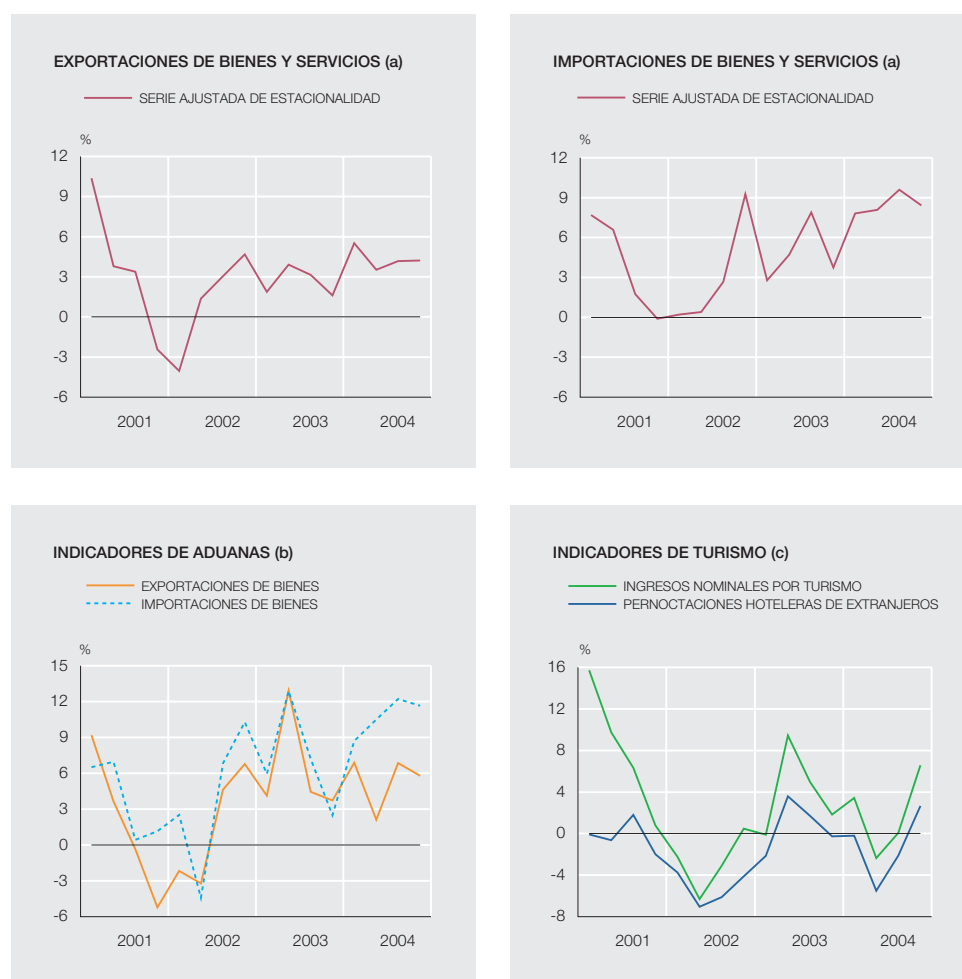
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Instituto Nacional de Empleo y Banco de España.

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

comportamiento del resultado económico neto y de las ratios de rentabilidad. Todo ello debería sustentar el dinamismo de la inversión en bienes de equipo en los próximos trimestres.

El avance de la inversión en construcción en el tercer trimestre de 2004 fue del 4,5%, ritmo de crecimiento que no se alcanzaba desde el segundo trimestre de 2003. Sin embargo, la información coyuntural más reciente, valorada en su conjunto, apuntaría a una suave desaceleración en el último trimestre del año. Aunque el indicador de confianza del sector repuntó con fuerza desde agosto, manteniendo un perfil creciente en los dos últimos trimestres del año, y los indicadores de paro registrado y afiliaciones a la Seguridad Social fueron favorables en el último trimestre, el consumo aparente de cemento ha mantenido un perfil más estabilizado y el IPI de materiales de construcción ha registrado una ligera desaceleración en los últimos meses. Por último, de acuerdo con la Encuesta de coyuntura de la industria de la construcción (ECIC), el valor de los trabajos realizados por las empresas del sector, deflactado por el índice de costes de la construcción, mostró un ritmo de variación estable hasta el tercer trimestre, aunque inferior al registrado en 2003.

Diferenciando por tipo de obra, los indicadores adelantados relativos a la edificación residencial mostraron un punto de inflexión en el cuarto trimestre, iniciando una suave desacelera-



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

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

ción. Así, los visados de dirección de obra indicaron en octubre una desaceleración de la superficie a construir. Por otro lado, según los indicadores adelantados de edificación no residencial, como visados o licitación oficial, se habría producido un cierto repunte en la última parte del año, tras los malos datos de los trimestres anteriores. También en el caso de la obra civil, los presupuestos de licitación oficial, especialmente de las Administraciones Públicas, aumentaron en la segunda mitad del año. Pero, en ambos casos, sus efectos sobre la actividad constructora no serán visibles hasta finales de 2005 o principios de 2006.

En el tercer trimestre de 2004, la demanda exterior neta detrajo 2 pp al crecimiento del producto, ampliando cuatro décimas la contribución negativa del trimestre precedente. En ese período, las exportaciones reales de bienes y servicios reflejaron cierta recuperación, hasta situar su ritmo de avance interanual en el 4,2%, mientras que los flujos reales de importaciones prolongaron la trayectoria expansiva que mantienen desde comienzos del ejercicio, elevando su tasa interanual hasta el 9,6% (véase gráfico 18). Este resultado tuvo lugar en un contexto de notable dinamismo de los intercambios comerciales mundiales, que mantuvieron tasas superiores al 9%, si bien el incremento de nuestras exportaciones continuó situándose por debajo del crecimiento de los mercados de exportación, ya que la intensa pérdida de competitividad acumu-



lada desde el ejercicio anterior, en un contexto de elevada fortaleza del euro, frenó su avance. En la vertiente importadora, el mayor dinamismo de la demanda final y el fortalecimiento de la actividad industrial explican el repunte de las compras al exterior. La información aún incompleta correspondiente al cuarto trimestre de 2004 apunta a cierta corrección del desequilibrio exterior en la recta final del año, por la ralentización de las importaciones, en un contexto de ligera desaceleración de la actividad industrial, si bien las ventas exteriores también han proyectado una tónica de moderación, acusando la fuerte escalada del euro en los meses finales del año.

En relación con las exportaciones de bienes, que aumentaron su ritmo de avance interanual en el tercer trimestre de 2004 hasta el 6,5%, según la CNTR, las cifras de Aduanas correspondientes a octubre y noviembre han mostrado un perfil de leve desaceleración. Esta evolución es coherente con la pausa en la recuperación de la zona del euro, principal mercado de exportación de los productos españoles, y con el deterioro de la competitividad, tanto frente a esta zona como, en mayor medida, frente al resto de países desarrollados, por la creciente apreciación del euro en los meses finales del año. En el conjunto de los once primeros meses de 2004, las exportaciones de bienes crecieron un 5,5%, por debajo del avance del 6,2% observado en el promedio del ejercicio anterior. Por áreas geográficas, las ventas a la UE-15 mantuvieron un tono similar al del año anterior (4,2%), mientras que las exportaciones extra-comunitarias aumentaron un 8,5% en términos reales, ralentizando el notable avance del ejercicio anterior; no obstante, se observó una fuerte recuperación de las exportaciones a Japón y, en menor medida, a América Latina y países del Sudeste asiático, desacelerándose notablemente, por el contrario, las destinadas a los países del centro y Este de Europa, y continuó el bajo tono de las ventas a Estados Unidos.

En cuanto a las exportaciones de servicios, según la CNTR en el tercer trimestre de 2004 los ingresos reales por turismo aminoraron su ritmo de descenso interanual hasta el -1,5%, desde el -2,2% del trimestre precedente, aunque mantuvieron un tono bajo, acusando la progresiva pérdida de competitividad en relación con la oferta turística de los países del Mediterráneo oriental, máximos competidores en el segmento de sol y playa, en un contexto de elevada fortaleza del euro. Según la última información disponible, en el promedio del cuarto trimestre el número de pernoctaciones hoteleras registró una notable recuperación, hasta tasas positivas del 3,5%. No obstante, en el conjunto de 2004 el indicador acumuló un registro negativo (-1,3%), revelando una disminución de la estancia media de los turistas en estos establecimientos, así como una reducción de su gasto medio. El número de turistas entrados por fronteras elevó notablemente su ritmo de avance en los últimos tres meses de 2004, hasta el 10,0%, aunque en el conjunto del año su avance fue más modesto, del 3,4%. En este período el mercado británico, principal emisor de turistas hacia España, ralentizó notablemente su ritmo de avance, mientras que el mercado alemán —segundo en importancia— apuntó a una incipiente recuperación. En cuanto al turismo extraeuropeo, se registró una fuerte caída del mercado japonés y un estancamiento de los turistas norteamericanos.

Las exportaciones de servicios no turísticos continuaron retrocediendo en el tercer trimestre de 2004 (-2,2%), en línea con la evolución del indicador nominal de Balanza de Pagos, que reflejó un nuevo debilitamiento de los servicios ligados a la construcción, los servicios informáticos y los servicios prestados a las empresas.

Según la CNTR, durante el tercer trimestre de 2004 las importaciones reales de bienes continuaron ampliando su ritmo de avance interanual, hasta el 10,6%, impulsadas por la fortaleza de la demanda final y la mejora de la actividad industrial, en un contexto de continuada pérdida de competitividad de los productos de origen interior, en relación con los productos importados. Los datos de Aduanas correspondientes a octubre y noviembre muestran que en ese

período las compras exteriores moderaron ligeramente su tasa de avance, proyectando una leve ralentización para el conjunto del último trimestre, aunque conservando tasas elevadas. En el conjunto de los once primeros meses del año las importaciones acumularon un incremento real del 10,7%, en más de tres puntos superior al observado en el promedio del año anterior, destacando el intenso avance experimentado por las compras de bienes de equipo (19,0%) y de bienes de consumo (14,8%).

Finalmente, en términos de la CNTR, las importaciones reales de servicios se aceleraron ligeramente en el tercer trimestre de 2004 (4,4%). Las compras de servicios no turísticos crecieron un tímido 1,4%, aunque reflejaron cierto progreso en relación con el primer semestre, mientras que prosiguió el elevado dinamismo de las importaciones de servicios turísticos (17,4%). La recuperación de la confianza de los consumidores y la fortaleza del euro estarían propiciando un comportamiento expansivo de esta rúbrica.

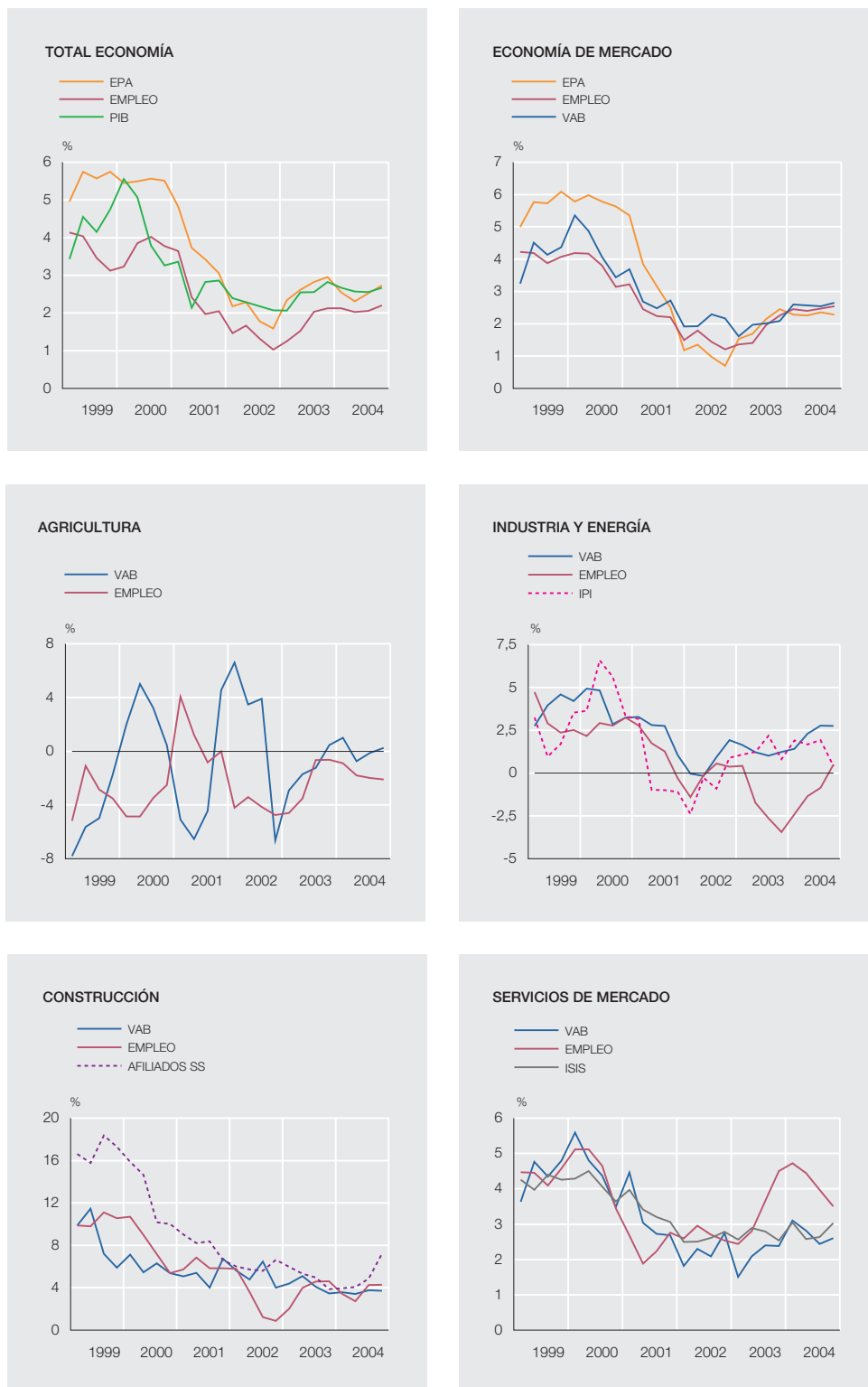
#### **4.2 Producción y empleo**

El valor añadido de la economía de mercado registró en 2004 un crecimiento sensiblemente superior al experimentado en 2003 (1,9%). Tras la suave desaceleración del tercer trimestre (2,5%), se estima que en el cuarto trimestre la producción recuperó un tono similar al de la primera mitad del año (2,6%), impulsada por la mejoría de la rama agraria y de los servicios de mercado (véase gráfico 19). Efectivamente, la actividad de las ramas agraria y pesquera registró un impulso en el tercer trimestre, que no impidió que su ritmo de avance interanual se mantuviese en valores negativos (-0,1%), mientras que en la última parte del año se estima que pudo alcanzar ya tasas positivas.

La rama de industria y energía volvió a registrar un impulso en el tercer trimestre de 2004, hasta alcanzar un ritmo de variación interanual del 2,8%. El valor añadido de las ramas industriales registró un aumento del 2,9%, mientras que la energía creció un 2,2%, sufriendo una ligera desaceleración. Los factores impulsores de este comportamiento de la industria fueron el vigor mostrado por la inversión en bienes de equipo y por las exportaciones de bienes. Sin embargo, los datos del cuarto trimestre relativos a la inversión en bienes de equipo y a las ventas al exterior mostraron un tono algo menos expansivo, arrastrando a la actividad industrial hacia un menor dinamismo. Así, en los meses de octubre y noviembre el índice general del IPI presentó tasas de avance interanual inferiores a las observadas en el tercer trimestre, concentrando su desaceleración en el componente no energético. No obstante, otros indicadores coyunturales, como el indicador de confianza del sector o el número de afiliados a la Seguridad Social, mejoraron ligeramente en el cuarto trimestre.

La resistencia de la actividad constructora a la desaceleración quedó puesta de manifiesto una vez más en el tercer trimestre de 2004, período en el que registró un nuevo impulso, que mantuvo a la construcción como la rama más dinámica de la economía española. Según la CNTR, el crecimiento interanual del valor añadido en el tercer trimestre fue del 3,8%, frente al 3,4% observado tres meses antes. Sin embargo, en el cuarto trimestre se detectaron algunos signos de debilitamiento, como ya se ha comentado en el apartado anterior, en relación con la inversión en estos productos.

La actividad en los servicios volvió a manifestar en el tercer trimestre la pérdida de vigor que ya había registrado en el segundo, alcanzando un ritmo de avance interanual del 2,7%, dos décimas menos que en el trimestre anterior. Este menor dinamismo fue propiciado por los servicios de mercado, que crecieron un 2,4%, mientras que los de no mercado experimentaron una aceleración, hasta un crecimiento interanual del 3,4%. A pesar de este comportamiento desacelerado de los servicios de mercado, la información coyuntural disponible aporta indicios positivos para los tres meses finales de 2004. El indicador sintético integral de los servicios de



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

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.

mercado (ISIS) mejoró en el cuarto trimestre, tras un tercero de crecimiento estable; asimismo, las afiliaciones a la Seguridad Social experimentaron un impulso en los meses finales del año. En contraposición, los indicadores de opinión retrocedieron en el conjunto del trimestre, aunque el indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea mostró un perfil ascendente y el de gestores de compras del sector servicios avanzó en el mes de diciembre.

La evolución positiva de los servicios de mercado en el cuarto trimestre de 2004 se concretó en el buen comportamiento de los servicios de transporte y comunicaciones, hostelería, y actividades inmobiliarias y empresariales. La rama de hostelería destacó por mostrar el perfil más claramente acelerado entre los distintos servicios de mercado. Tanto las estadísticas de pernoctaciones como las de afiliación a la Seguridad Social reflejaron sendos avances en su tasa de crecimiento. La contrapartida la proporcionó la actividad de comercio y reparación, que perdió tono en los meses finales de 2004. Dentro del conjunto del comercio, el tramo minorista también mostró signos de desaceleración, a pesar del avance experimentado por el índice de ventas del comercio al por menor en los últimos meses.

Siguiendo el perfil de la producción, el empleo mantuvo en el período transcurrido de 2004 un crecimiento sostenido (véase gráfico 19). En el tercer trimestre, los ocupados experimentaron un aumento del 2,1%, en tasa interanual, en línea con los avances registrados en el primer semestre. Este perfil de relativa estabilidad se produjo en un contexto de cierto estancamiento de la productividad aparente del trabajo, que registró un aumento interanual del 0,5% en el tercer trimestre, idéntico al observado en la primera mitad del año. El crecimiento de los ocupados en la economía de mercado fue del 2,5% en el tercer trimestre, también en línea con el ritmo de avance de la primera mitad del año y con el experimentado por el VAB en el período transcurrido de 2004. De hecho, las ganancias de productividad aparente del trabajo solo alcanzaron el 0,1% en el tercer trimestre.

En cuanto a los principales indicadores coyunturales, se aprecia una gran sintonía entre la evolución de la EPA y la CNTR. Para el total de la economía, destaca la aceleración de dos décimas registrada en la tasa interanual de los ocupados de la EPA en el tercer trimestre, hasta el 2,5%, tras la ralentización del crecimiento en el primer semestre. Los datos de EPA del cuarto trimestre, aparecidos al cerrar el presente Informe, han confirmado esta tendencia hacia un mayor crecimiento del empleo, al recoger un aumento del número de ocupados para el total de la economía del 2,7%. En la parte final del año, las afiliaciones experimentaron un repunte importante, hasta el 3,1%, si bien este dinamismo debe tomarse con cautela a la hora de extrapolarlo al empleo de la economía de mercado de la CNTR, dada la volatilidad que exhibe esta estadística, especialmente en períodos vacacionales. De hecho, los datos de la EPA del cuarto trimestre apuntan hacia una estabilidad en el ritmo de crecimiento del empleo en el conjunto de ramas de mercado, en tasas del 2,3%.

Por ramas de actividad, la evolución del empleo en la economía de mercado volvió a reflejar una gran heterogeneidad en el tercer trimestre: la construcción y los servicios de mercado continuaron liderando la creación de empleo, mientras que en la agricultura y en la industria siguió el proceso de destrucción de puestos de trabajo, aunque en esta última actividad la tasa de caída del empleo se ha moderado (véase gráfico 19). En concreto, los ocupados de la rama agraria registraron un ritmo de caída del 2%, similar al del trimestre precedente. Del mismo modo, la aceleración de la actividad industrial en el trimestre vino acompañada de una reducción del empleo del 0,9%, aunque se prolongó la senda de recuperación de 2004. Por otra parte, los ocupados en la construcción reflejaron un importante repunte en el trimestre, al pasar de un crecimiento del 2,7% en el segundo al 4,2% del tercero, lo que redujo la productividad aparente del trabajo, dado que la aceleración del VAB fue más suave. Por último, en los servicios de mercado

la ocupación creció un 4% interanual, ritmo aún elevado pero que supone una ralentización de 0,4 pp respecto a los meses de primavera, período en que ya había perdido empuje. Los datos de la EPA para el cuarto trimestre indican que la destrucción de empleo en la agricultura continuó a un ritmo más intenso en ese trimestre (-4,4%); asimismo, confirman la recuperación del empleo en la industria (1,6%), después de seis trimestres consecutivos de destrucción de puestos de trabajo, y el intenso crecimiento que sigue experimentando la ocupación en la construcción (5,1%), así como apuntan a una desaceleración del empleo en los servicios de mercado (2,7%).

En cuanto al empleo asalariado, el tercer trimestre apuntó a que podría estar finalizando la etapa de desaceleración iniciada en el verano de 2003, al recoger un mínimo repunte de su tasa interanual, hasta el 2%. Por el contrario, la ralentización del avance del número de trabajadores por cuenta propia, con un crecimiento del 2,3%, quiebra, por el momento, la senda ascendente de los últimos trimestres. Estas tendencias se aprecian también en los datos de la EPA, habiéndose reforzado en el cuarto trimestre. En la estadística de afiliaciones, las agrupaciones equivalentes a ambos colectivos se aceleraron en la misma cuantía en el tercer trimestre (0,1 pp), mientras que en el cuarto fue más importante la elevación del ritmo de crecimiento entre los trabajadores por cuenta ajena (de 0,5 pp, frente a 0,2 pp en los autónomos).

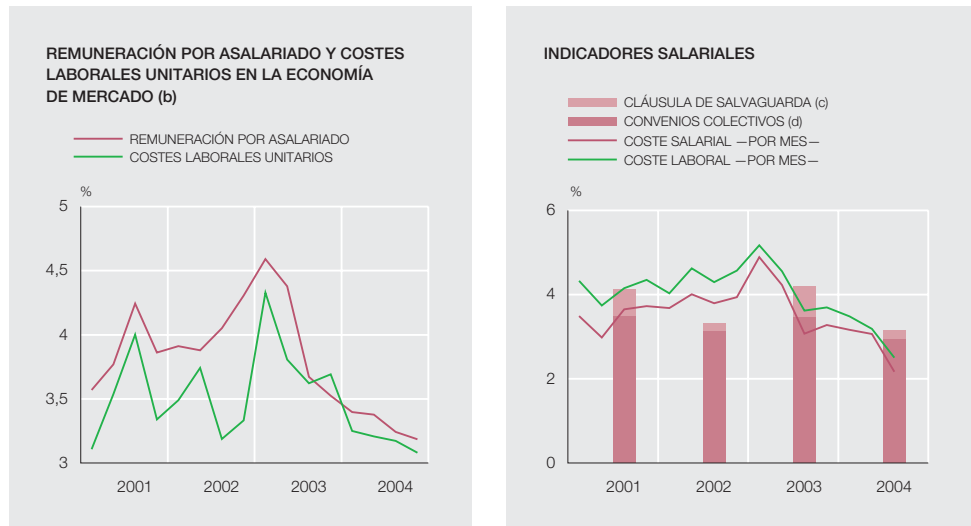
Atendiendo a la información de la EPA sobre la duración de los contratos, en el tercer trimestre de 2004 el repunte del empleo total se debió únicamente a la contribución del empleo temporal, que experimentó una notable aceleración, desde el 1,4% del segundo trimestre hasta el 4,1%, en tanto que la contratación indefinida recortó su ritmo de crecimiento en 0,8 pp, hasta el 1,8%. De hecho, por primera vez en los últimos cuatro años, los asalariados temporales mostraron un crecimiento superior al de los trabajadores con contrato fijo. Este patrón se ha mantenido el cuarto trimestre, a pesar de la notable recuperación del empleo fijo (2,7%), de forma que la ratio de temporalidad se ha situado en el 30,9%, dos décimas menos que en el tercer trimestre, pero por encima de la correspondiente al cuarto trimestre de 2003. Desde la óptica de la duración de la jornada, destaca el fuerte crecimiento de los asalariados a tiempo parcial (7,5%), a pesar de que en el cuarto trimestre su avance se ha moderado en relación con la tasa interanual del 14,3% alcanzada en el tercero.

En la segunda mitad de 2004, el ritmo de aumento de la población activa continuó moderándose, conservando, en cualquier caso, un notable vigor (1,8%). La intensa creación de empleo tuvo un efecto más intenso que el del aumento de la participación, por lo que se observó un significativo descenso del desempleo y la tasa de paro se redujo hasta el 10,4%, en comparación con el 11,2% alcanzado a finales de 2003. Esta evolución vino parcialmente corroborada por los datos del paro registrado, cuyo incremento se moderó en el tercer trimestre, hasta una tasa interanual del 1,1% (frente al 2,4% del período de abril a junio), tendencia que se prolongó en el último trimestre del año, cuando el paro registrado experimentó un descenso del 1,5%.

### 4.3 Costes y precios

Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional, la remuneración por asalariado en el total de la economía creció un 3,7% en el tercer trimestre, dos décimas menos que en el segundo. Esta reducción en la tasa de crecimiento fue el resultado de la desaceleración en las ramas de servicios, tanto las de mercado como las no dedicadas al mercado, y de una aceleración en la agricultura, la industria y la construcción. Si se considera solo la economía de mercado, el crecimiento de la remuneración fue del 3,2%, mostrando una desaceleración de magnitud similar con respecto al trimestre anterior (véase gráfico 20).

Si se toma como referencia la Encuesta trimestral de coste laboral (ETCL), la desaceleración fue todavía mayor. En el tercer trimestre de 2004, los costes laborales por trabajador y mes crecieron un 2,5%, 0,7 pp por debajo de lo que lo hicieron en el trimestre anterior. Dicha ra-



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.

lentización fue resultado, fundamentalmente, del menor crecimiento del componente salarial, que aumentó un 2,2%, y ha tenido lugar sobre todo en el sector servicios, donde el coste salarial creció un 1,6% en este trimestre. Dado que las tarifas pactadas en convenio, en la rama de los servicios, crecieron un 2,8%, se estaría produciendo una abultada deriva negativa, que podría estar relacionada con la incorporación de trabajadores con niveles salariales más bajos, en un contexto de fuerte creación de empleo asalariado en este sector.

Considerando la información relativa a los convenios colectivos registrados hasta diciembre, el incremento de las tarifas salariales se situó en el 3%, cinco décimas menos que en 2003, antes de incluir las cláusulas de salvaguarda. Estos convenios afectaron a 7,8 millones de trabajadores, de los cuales un 69% tenían convenios revisados; no obstante, en los últimos meses se ha producido un avance significativo en el registro de convenios de nueva firma. Con datos hasta noviembre, el incremento pactado en los convenios revisados se situó en el 2,9%, levemente por debajo del incremento pactado en los de nueva firma (3%). El repunte en los incrementos negociados en este tipo de convenios podría estar reflejando el efecto del aumento de la inflación en los últimos meses de 2004. En cualquier caso, dichas cifras se sitúan en torno a lo que sería el límite superior establecido implícitamente por los agentes sociales en el Acuerdo Interconfederal de Negociación Colectiva (AINC) aplicable a 2004, donde se mantuvo el esquema de fijación de los incrementos de las tarifas salariales vigente en años anteriores.

La estimación para el último trimestre de 2004 apunta a un mantenimiento del comportamiento moderado de la remuneración por asalariado en el total de la economía, desacelerándose levemente con respecto al trimestre anterior. En la economía de mercado se estima una leve aceleración de los salarios, que, no obstante, para el conjunto del año implica una notable moderación salarial respecto al crecimiento observado en 2003, en línea con la información previamente comentada sobre la evolución de las tarifas salariales y los indicadores más completos de coste salarial.

La moderada evolución de la remuneración por asalariado se ha trasladado al coste laboral por unidad de valor añadido, que creció un 3,1% en el tercer trimestre, 0,1 pp menos que en el segundo.

El salario mínimo interprofesional (SMI) ha experimentado en los últimos meses incrementos en su cuantía y modificaciones en su utilización como índice de referencia. Además, se ha abierto un proceso de discusión sobre el procedimiento para determinar futuras revalorizaciones del SMI, con la intención de que en 2008 (al final de esta legislatura) alcance un nivel de 600 euros mensuales.

El Real-Decreto 2388/2004 del pasado 30 de diciembre aprobó una subida del SMI del 4,5% (hasta 513 euros mensuales), que vino a sumarse a la elevación aprobada el 1 de julio pasado, del 6,6%. Este último incremento se presentó como la recuperación del poder adquisitivo perdido en los cuatro años anteriores y estuvo acompañado de la decisión de desvincular las cuantías de todas las prestaciones, ayudas o subvenciones públicas, que hasta entonces estaban referenciadas al SMI, de los incrementos que se acordaran para esta variable. En sustitución de esta referencia se creó el denominado indicador público de rentas con efectos múltiples (IPREM), que se mantuvo en la cuantía previa del SMI (460,5 euros mensuales)<sup>1</sup>.

Con el objetivo de acordar el procedimiento que hay que seguir en futuras revalorizaciones del SMI, el Gobierno, tras el Consejo de Ministros en el que se aprobó la subida para 2005, acordó enviar un documento a los agentes sociales sobre esta cuestión. La propuesta está pendiente de negociación con los agentes sociales dentro del proceso de diálogo social abierto con la Declaración del pasado 8 de julio.

En concreto, el documento propone una revalorización media anual del SMI del 5,4% en los tres próximos años, hasta llegar a los 600 euros en 2008, que supone un crecimiento claramente por encima de la evolución esperada para la inflación en este período. Para intentar moderar el efecto de esta medida sobre los costes salariales de las empresas, se plantea una bonificación de 10 euros mensuales en las cuotas empresariales a la Seguridad Social de los trabajadores que coticen por las bases mínimas en 2005. Esta bonificación supondría una reducción equivalente a 2 pp de las cotizaciones a la Seguridad Social de los trabajadores que cobren dichas bases mínimas<sup>2</sup>.

Paralelamente, en el documento se propone una modificación del artículo 27 del Estatuto de los Trabajadores en el que se especifican los criterios que ha de seguir el Gobierno en la revisión anual del SMI. Los criterios propuestos son muy similares a los ya existentes (evolución del IPC, de la productividad del trabajo, del aumento salarial medio de los convenios colectivos y del salario medio y de la coyuntura económica general), pero se incluye expresamente una cláusula de actualización automática del SMI, siempre que el incremento del nivel general de precios haya superado a la subida pactada para el SMI en el año precedente.

En cuanto a la revalorización del IPREM, el documento sugiere una actualización de este indicador en 2005 por un importe equivalente

1. No obstante, se revisaron los límites inferior y superior de las prestaciones por desempleo para que estas reflejaran un aumento similar al acumulado por el SMI en julio. 2. Cabe recordar que cualquier incremento del SMI se traslada automáticamente a las bases mínimas de cotización a la Seguridad Social, pues el SMI se mantiene como el límite inferior de dichas bases.

al objetivo de inflación fijado de la Ley de presupuestos (2%), que se mantendría para años sucesivos, hasta 2007. No obstante, se incluye un compromiso de evaluar la evolución del poder adquisitivo de este indicador a finales de 2006 y, en caso de pérdida acumulada, de revisar su cuantía en 2007. A finales de ese año, se volvería a valorar la evolución de este indicador en función del comportamiento de otros indicadores como la renta media por habitante o el gasto social.

#### POSIBLES IMPLICACIONES

Este conjunto de medidas tiene dos tipos de implicaciones sobre el funcionamiento del mercado de trabajo. Por un lado, aquellas que se derivan del incremento del salario mínimo y, por otro, las asociadas al cambio del procedimiento para la revalorización del SMI, si se llegaran a establecer con rango estatutario mecanismos automáticos y permanentes de indicación en relación con la inflación pasada.

Respecto al primer tipo de implicaciones, las elevaciones del SMI afectan al mercado de trabajo al menos por tres vías. De una parte, tienen un impacto directo sobre el incremento global de los salarios que está relacionado con el número de trabajadores afectados por esta referencia salarial. Además, pueden tener un efecto indirecto sobre la negociación salarial, dado que las elevaciones del SMI pueden tomarse como referencia para determinar los niveles mínimos de salarios que se fijan en la negociación colectiva. Por último, estos incrementos salariales pueden repercutir negativamente sobre determinados colectivos de trabajadores con baja formación y/o poca experiencia, que pudieran verse desplazados del mercado de trabajo porque el salario mínimo en vigor resultara superior a su productividad.

A pesar de que tras las dos revalorizaciones aprobadas el SMI acumula un incremento del 11,4% desde el mes de julio, el impacto directo sobre los incrementos salariales medios debe de ser, en principio, reducido, ya que el número de trabajadores afectados directamente por esta referencia salarial no es muy elevado. No obstante, este efecto tiende a aumentar a medida que el nivel del SMI se acerca a los salarios de colectivos cada vez más numerosos.

La información disponible sobre el número de trabajadores afectados directamente por el SMI no es muy precisa. La Encuesta de coyuntura laboral estima que unos 100.000 asalariados cobran el SMI, lo que supone algo menos del 1% del total de asalariados estimados por esta misma fuente, si bien esta estimación puede estar sesgada a la baja por algunas de las características de dicha encuesta<sup>3</sup>. Otras estimaciones<sup>4</sup>, obtenidas con información más retrasada, situaban alrededor del 5% el porcentaje de asalariados totales que cobraban el SMI en 1994 y en el 2% el porcentaje correspondiente al subconjunto de los asalariados industriales<sup>5</sup>. Finalmente, los datos de la

3. No es una Encuesta dirigida directamente a los trabajadores y excluye algunos sectores, como el sector agrario, donde probablemente la incidencia del SMI es elevada. 4. J. J. Dolado, F. Felgueroso y J. F. Jimeno (2000), *The role of the minimum wage in the welfare state: an appraisal*, Documento de Trabajo FEDEA 2000-12. 5. J. J. Dolado, F. Felgueroso y J. F. Jimeno (1997) «The effects of minimum bargained wages on earnings», *European Economic Review*, 41, pp. 713-721.

Encuesta de estructura salarial de 1995 situaban en el 0,9% el porcentaje de los asalariados que cobraba en ese año el SMI<sup>6</sup>. De todos modos, estas cifras reflejan que, en el caso español, los salarios mínimos que resultan vinculantes son los pactados en la negociación colectiva, que se han situado en los últimos años significativamente por encima del mínimo legal.

En este marco, uno de los principales riesgos que se pueden derivar de las actualizaciones del SMI está relacionado, precisamente, con el hecho de que su revalorización sea tomada como referencia a la hora de negociar los salarios de los convenios colectivos, sobre todo los de los trabajadores con categorías profesionales que perciben retribuciones más cercanas al SMI. Existe el riesgo, por tanto, de que los intentos de preservar la estructura de salarios relativos puedan extender los efectos de los incrementos del SMI.

La proporción del SMI en relación con el nivel medio de los salarios había mostrado una tendencia decreciente en los últimos años, situándose, antes de la revalorización del mes de julio, alrededor del 34%<sup>7</sup>. Los últimos incrementos instrumentados han elevado este porcentaje hasta el 38%, aproximadamente, y se estima que la subida prevista hasta el 2008 situaría el salario mínimo algo por encima del 40% del salario medio en dicha fecha<sup>8</sup>. Sin embargo, los posibles efectos de expulsión del mercado de trabajo que pueden generar las elevaciones del salario mínimo no dependen de su relación con el salario medio global, sino con los de aquellos grupos de trabajadores con productividad más reducida, que son los que, en definitiva, pueden verse más afectados por los movimientos del salario mínimo. Para evaluar este posible impacto habría que conocer la información individual de la estructura salarial, y solo se conocen agregaciones intermedias publicadas por el INE en la Encuesta de estructura salarial de 2002. Según esta información, el SMI representaría el 73,7% del salario medio de los trabajadores no cualificados en los servicios y el 54,5% del salario medio pagado en el sector de la hostelería. Estos datos deben tomarse, no obstante, con

cierta cautela, ya que no permiten aislar el efecto de los ocupados a tiempo parcial.

En cualquier caso, más allá del grado de precisión de estas estimaciones preliminares, es el empleo de los colectivos de trabajadores con productividad más reducida el que puede verse obstaculizado por subidas del SMI de cierta entidad. Hay que tener en cuenta que el modelo de crecimiento que ha seguido la economía española en los últimos años se ha caracterizado por ser muy intensivo en empleo y por mostrar un reducido crecimiento de la productividad media observada, lo que sugiere una elevada dispersión de la productividad del trabajo y un bajo nivel de productividad en un segmento significativo de los nuevos empleos. Por ello, no cabe descartar que revalorizaciones cuantiosas del SMI puedan incidir negativamente sobre las posibilidades de empleo de estos colectivos de trabajadores y afectar a la capacidad de la economía española para mantener el actual proceso de intensa creación de puestos de trabajo.

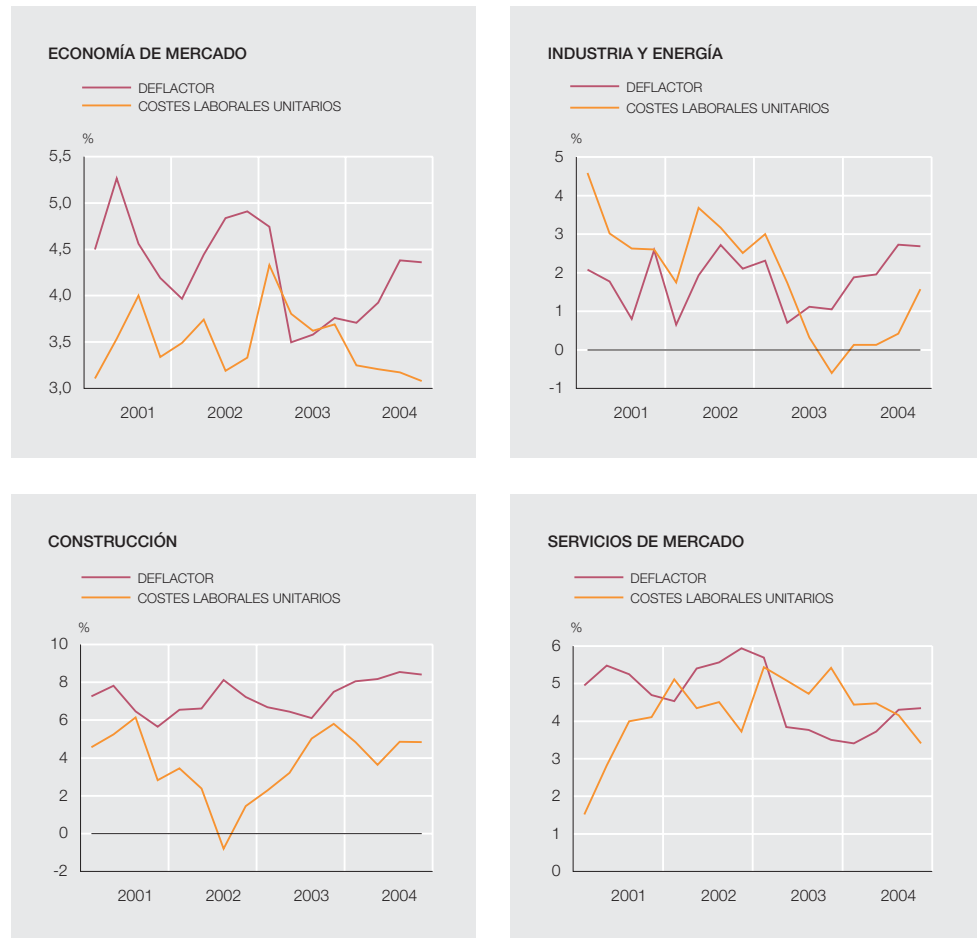
Por último, la modificación legal del Estatuto de los Trabajadores para incluir una cláusula automática de revisión del SMI frente a la inflación pasada resultaría inadecuada en el régimen de funcionamiento de la UEM y en el contexto de inflación relativamente reducida en el que se tiene que desenvolver la economía española. Supondría la instauración de un mecanismo de indiciación permanente, con rango estatutario, que tendería a reforzar los efectos indirectos ligados a la propia revalorización del SMI. La existencia de esta cláusula facilitaría una traslación de los aumentos pasados de la inflación (ya sean temporales o permanentes) al salario mínimo y podría generar una espiral de demandas salariales más elevadas entre aquellos colectivos de trabajadores con sueldos por encima de esta referencia. La inclusión de este tipo de indiciación añadiría una restricción adicional a la flexibilidad de la economía, que no está presente en la mayoría de países europeos<sup>9</sup>, y que vería así mermada su capacidad de ajuste ante situaciones adversas. Finalmente, esta modificación legal enviaría una señal contraria a la necesidad de incrementar la flexibilidad del sistema de negociación y fijación de salarios.

6. Porcentaje que sube al 1,7% si permitimos un intervalo del  $\pm 2\%$  alrededor del SMI por posibles errores. La disponibilidad de los datos individuales de esta Encuesta referida al año 2002 permitirá actualizar las estimaciones. 7. Concretamente, en relación con el salario medio estimado por la Encuesta trimestral del coste laboral que cubre los sectores de la industria, la construcción y la mayoría de los servicios de mercado. 8. Asumiendo un crecimiento medio anual del 3% para el salario medio de la economía.

9. Únicamente Francia y Holanda tienen procedimientos de revalorización similares del salario mínimo, pero en el caso holandés la referencia no es la inflación pasada, sino el comportamiento medio de los salarios en la negociación colectiva, y la revalorización no es automática, sino que se condiciona a la situación económica. De hecho, el Gobierno y los agentes sociales acordaron la congelación del salario mínimo para 2004 y 2005.

En consecuencia, la aceleración del deflactor (que creció un 4,1%, frente al 3,8% del anterior período) se trasladó al excedente unitario, manteniéndose de esta forma el proceso de ampliación de márgenes que ya se observaba en trimestres anteriores. En la economía de mercado se produjo asimismo una ampliación de los márgenes, en un contexto de evolución de costes y precios similar al del total de la economía. Los mecanismos de indiciación existentes podrían, sin embargo, trasladar la desviación de la inflación al comportamiento salarial y obstaculizar el mantenimiento de la moderación existente, por lo que no parece apropiado extender su incidencia a figuras como el salario mínimo interprofesional. En esta línea se encuentran las consideraciones que se hacen en el recuadro 3 sobre las medidas anunciadas en relación con la actualización del mismo.



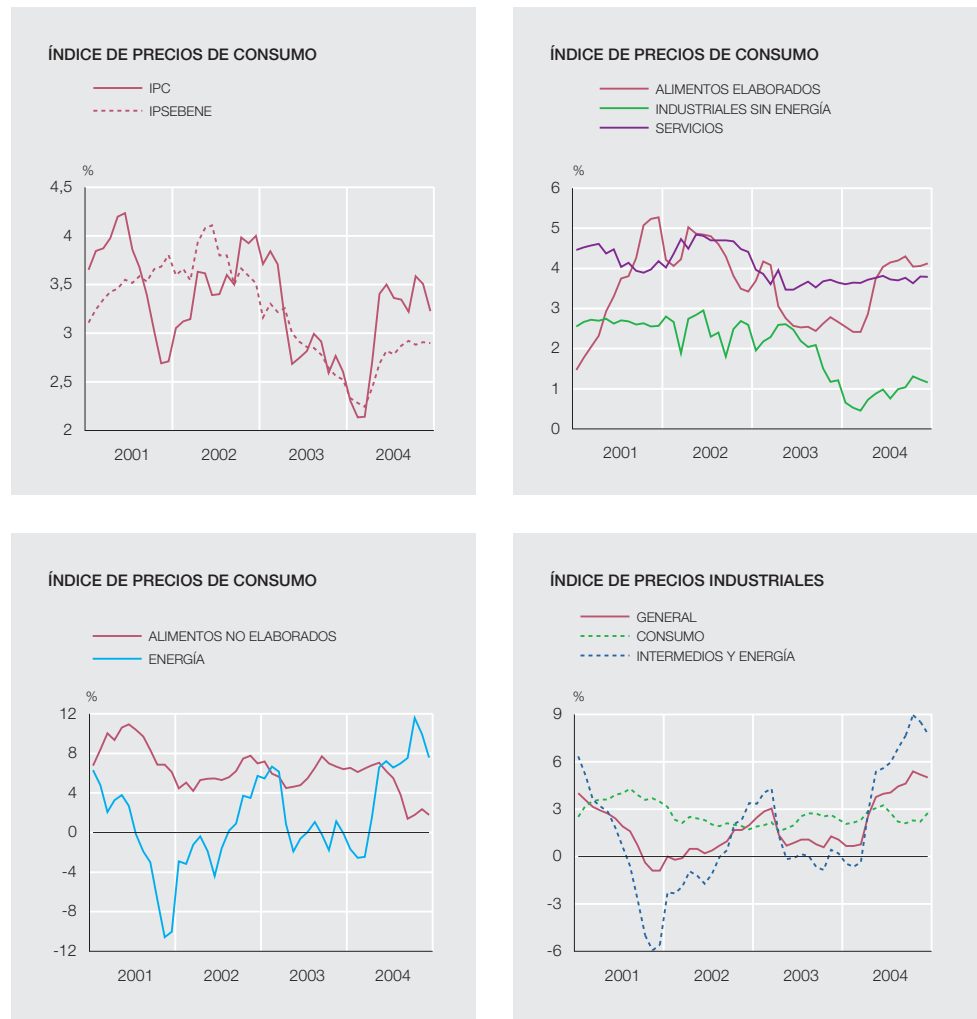


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

El gráfico 21 recoge el comportamiento del deflactor y del coste laboral unitario en la economía de mercado y en las principales ramas que la forman, observándose en el tercer trimestre del año diferencias significativas en la evolución de estas variables entre las distintas ramas de actividad. Así, mientras que la aceleración del deflactor fue común a todas las ramas, con excepción de la agricultura, el coste laboral unitario únicamente se desaceleró en los servicios de mercado. De esta forma, los márgenes continuaron ampliándose en la industria y la construcción, mientras que en los servicios se produjo una ligera ampliación, tras varios trimestres consecutivos contrayéndose. Los indicadores disponibles para el cuarto trimestre del año muestran una continuación de estas pautas de comportamiento. En la economía de mercado, la brecha existente entre las tasas de crecimiento del deflactor y las del coste laboral por unidad de valor añadido se habría intensificado ligeramente.

En el tercer trimestre del año, el deflactor de la demanda final aceleró su ritmo de avance interanual en dos décimas, hasta situarse en el 3,5%. Por su parte, la aceleración mostrada por el deflactor del PIB se cifró en tres décimas, alcanzando una tasa de crecimiento interanual del 4%. Por el lado del gasto, se apreció un mayor dinamismo del deflactor del consumo privado, que situó su tasa de crecimiento interanual en el 3,3%, mientras que el correspondiente a la formación bruta de capital fijo mantuvo estable su ritmo de avance interanual. Por su parte, el deflactor de las importaciones creció con menor intensidad que en el trimestre anterior, ya que el importante aumento del precio del petróleo en el período julio-septiembre vino compen-



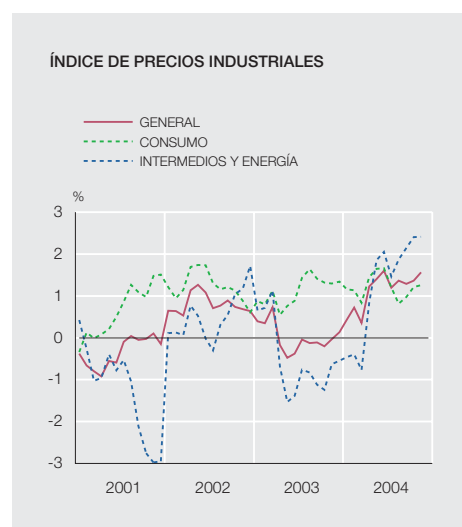
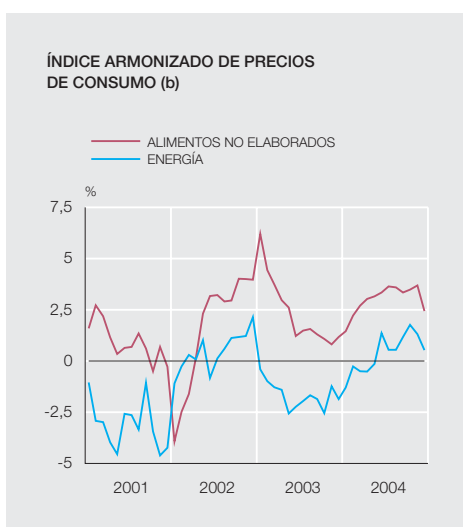
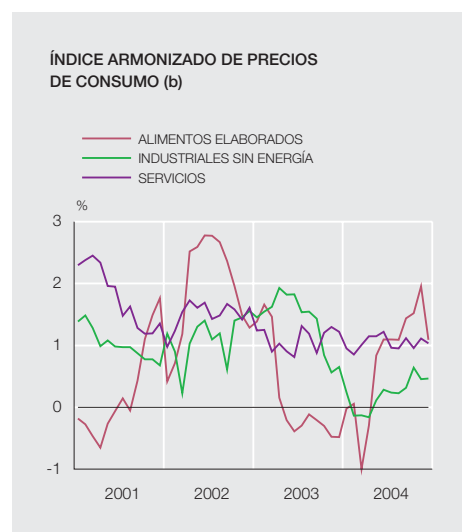
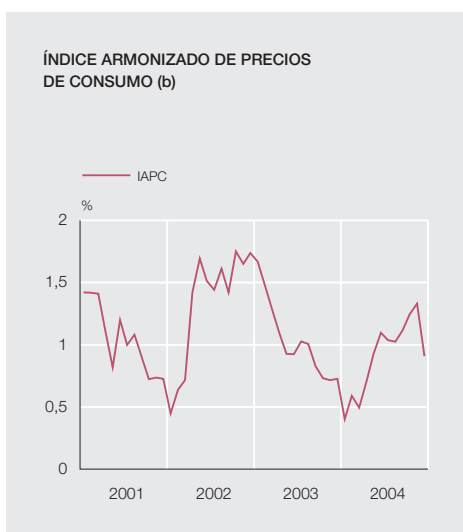
FUENTE: INE.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

sado por un comportamiento muy moderado de los precios de importación de los bienes no energéticos, a lo que contribuyó la fortaleza del euro.

En el cuarto trimestre del año, el incremento interanual de los precios de consumo avanzó una décima, hasta alcanzar el 3,4%, mientras que el IPSEBENE mantuvo estable su ritmo de crecimiento interanual en el 2,9% (véase gráfico 22). El componente más inflacionista siguió siendo el de los precios energéticos, que alcanzó una tasa interanual de crecimiento del 9,7%. Los precios de los combustibles y carburantes protagonizaron un acusado encarecimiento en el mes de octubre, iniciando en noviembre una suave trayectoria de descenso, siguiendo el perfil del precio del crudo en los mercados internacionales. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos registraron una tasa del 1,2% en el último trimestre del año, cuatro décimas más que en el trimestre precedente, reflejando, por un lado, la mayor intensidad de las rebajas estivales, en relación con el año anterior, y, por otro, el mayor encarecimiento al inicio de temporada de otoño en el textil y el calzado.

Los precios de los alimentos elaborados mantuvieron prácticamente estable su ritmo de crecimiento interanual entre el tercer y cuarto trimestre del pasado año, en el 4,1%, mien-



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

b. Hasta diciembre de 2001, las series corresponden a las publicadas en esa fecha.

tras que los precios de los alimentos no elaborados crecieron un 2% en el cuarto trimestre, 1,5 pp porcentuales menos que en el período precedente. Esta favorable evolución vino determinada por la acusada desaceleración de los precios de los huevos, de las frutas y hortalizas frescas, y de las patatas. Por último, los precios de los servicios mantuvieron en el 3,7% su tasa de crecimiento en el cuarto trimestre, período en el que revertió la moderación de las partidas relacionadas con el turismo y la hostelería observada en el verano.

La inflación en España medida por el IAPC aumentó dos décimas entre el tercer y cuarto trimestre del pasado año, cuando alcanzó el 3,5%. En el conjunto de la UEM la inflación aumentó una décima, situándose en el 2,3% en el período octubre-diciembre, por lo que el diferencial entre España y la UEM se amplió en una décima (véase gráfico 23). Cabe destacar que la aceleración de los precios energéticos resultó más intensa en España que en el conjunto de la UEM, mientras que la desaceleración de los precios de alimentos elaborados fue más abultada en esta última.

Por último, el índice de precios industriales (IPRI) registró en el cuarto trimestre una aceleración similar a la del trimestre anterior. Su tasa de crecimiento interanual alcanzó un 5% en el mes de diciembre y un 5,2% en el conjunto del cuarto trimestre, frente al 4,4% registrado en el trimestre anterior. La aceleración de los precios de producción de la energía y de los bienes intermedios se vio acompañada por una mayor estabilidad en los restantes componentes. En la zona del euro, el deterioro de los precios de producción hasta el mes de noviembre resultó algo más intenso, elevándose hasta el 3,8% la variación interanual del índice general, frente al 3,1% alcanzado en la media en el tercer trimestre. Por otra parte, los precios percibidos por los agricultores registraron comportamientos muy moderados en los últimos meses de 2004, y los precios hoteleros se han desacelerado tras el leve repunte registrado en el tercer trimestre.

#### **4.4 La actuación del Estado**

El Gobierno presentó la Actualización del Programa de Estabilidad y Crecimiento (PEC) del Reino de España a finales del pasado mes de diciembre, con proyecciones fiscales para el período 2004-2008. El PEC ha revisado ligeramente a la baja el escenario de crecimiento de la economía que sirvió de base para la elaboración de los Presupuestos Generales del Estado para el año 2005, pero ha mantenido sin cambios los saldos previstos para las cuentas públicas. Así, se anticipa un déficit (según la metodología de la Contabilidad Nacional —CN—) en el sector de Administraciones Públicas<sup>1</sup> del 0,8% del PIB en el año 2004, y un ligero superávit, del 0,1% del PIB, en el año 2005. Por subsectores, el déficit del año 2004 vendría determinado por la Administración Central, para la que se espera un déficit del 1,8% del PIB. Por el contrario, la Seguridad Social y las Comunidades Autónomas alcanzarán sendos superávits<sup>2</sup>, del 0,8% y del 0,2% del PIB, respectivamente, mientras que las Corporaciones Locales cerrarán el año en equilibrio. El superávit del año 2005 se debe al proyectado para la Seguridad Social, dado que la Administración Central y las Comunidades Autónomas registrarán déficit, en tanto que las Corporaciones Locales mantendrán su equilibrio presupuestario.

Siguiendo la metodología de la CN y con la información disponible hasta noviembre del año 2004, el Estado registró un superávit del 0,2% del PIB, notablemente menor que el que había alcanzado un año antes, del 0,7% del PIB (véase cuadro 3). Aquella cifra contrasta con la previsión incluida en el Avance de Liquidación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado, que eleva la previsión del déficit del Estado hasta el 1,8% del PIB para el cierre del año 2004. El saldo observado está, sin embargo, muy condicionado por la marcada estacionalidad de las operaciones no financieras de este agente, por lo que el saldo de diciembre suele ser muy diferente del de noviembre. Teniendo esto en cuenta, parece bastante probable que el Estado acabe el año con un déficit menor que el previsto en el Avance, dado que las cifras de noviembre ya incluyen el pago por la cancelación de la deuda con la Comunidad Autónoma de Andalucía y gran parte de la asunción prevista de deuda de RENFE, operaciones que, en conjunto, han alcanzado un importe cercano al 0,8% del PIB.

Por otra parte, según el criterio de caja, las cuentas del Estado se saldaron con un superávit de 3.223 millones de euros hasta noviembre, frente al déficit de 902 millones de euros del mismo período del año 2003. Las discrepancias entre ambos saldos —CN y caja— responden, como es habitual, al ajuste por el diferente criterio de imputación de intereses y a la variación en los derechos y obligaciones pendientes. En este año, sin embargo, hay que tener en cuenta, también, la asunción de deuda de RENFE. Esta operación no supone ningún flujo

<sup>1</sup> Gran parte del déficit tiene carácter transitorio, pues se debe a la asunción por el Estado de deuda de RENFE (0,7% del PIB) en el marco de la reestructuración del sector ferroviario. <sup>2</sup> El superávit de las Comunidades Autónomas se debe a la cancelación por parte del Estado de la deuda pendiente con la Comunidad Autónoma de Andalucía (0,3% del PIB) en el año 2004. El ingreso de esta Comunidad se compensa, por tanto, con un pago equivalente en la Administración Central.

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 11.839 millones de euros hasta octubre de 2004, superior en un 8,7% al registrado en el mismo período del año precedente, lo que se sitúa en línea con la ejecución hasta julio. Este aumento contrasta con la fuerte disminución del superávit que resulta al comparar el presupuesto inicial de 2004 con la liquidación del año anterior<sup>1</sup> (véase cuadro adjunto). Tanto los ingresos como, sobre todo, los pagos no financieros se aceleraron en los últimos meses. En el caso de los ingresos, dicha aceleración se debió al diferente calendario de algunos ingresos patrimoniales<sup>2</sup>, que figuran en el cuadro incluidos en la rúbrica Otros, y situó su crecimiento en el 7,1%. La aceleración de los pagos provino principalmente de las prestaciones por incapacidad temporal y de otras prestaciones contributivas, y situó su ritmo de crecimiento en el 6,9%, en línea con lo presupuestado.

Los ingresos por cotizaciones sociales mantuvieron un ritmo de crecimiento del 6,9% hasta octubre, lo que supone una cierta desacelera-

ción respecto a la evolución seguida a lo largo del año 2003, a pesar del aumento de tipos en el Régimen Especial de Trabajadores Autónomos<sup>3</sup>. El número de afiliados a la Seguridad Social aumentó un 2,8% en el conjunto de 2004, solo ligeramente por debajo del 3% de crecimiento registrado en los dos años anteriores.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas siguió creciendo a un ritmo del 6,4% hasta octubre, por debajo de lo presupuestado, aunque bastante por encima del crecimiento registrado en el conjunto del año 2003. No obstante, y dado que la desviación de la inflación resultó en 2004 bastante superior a la del año anterior, es de esperar que el monto anual de gasto en pensiones registre finalmente un incremento similar al presupuestado. El número de pensiones contributivas siguió una evolución muy moderada, con un incremento del 0,8%, algo por debajo de lo previsto y del crecimiento registrado en el año anterior.

Con respecto al INEM<sup>4</sup>, la información disponible para ciertas partidas se halla más retrasada. Las cotizaciones percibidas se incremen-

1. Esa disminución se debe a que, como en años anteriores, la recaudación por cuotas se halla muy subestimada en las previsiones presupuestarias. 2. Intereses de los títulos de deuda del Estado afectos al Fondo de Reserva.

3. Dicho incremento de tipos está ligado a la financiación de la mayor cobertura por incapacidad temporal. 4. Su denominación actual es Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE).

## SISTEMA DE LA SEGURIDAD SOCIAL (a)

### Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas (b)

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

me y %

	Liquidación			Liquidación		Liquidación ENE-OCT		
	2003	2004	% variación	ENE-JUL	2003	2004	% variación	
	1	2	3 = 2/1	4	5	6	7 = 6/5	
INGRESOS NO FINANCIEROS	82.503	82.221	-0,3	6,9	68.151	73.021	7,1	
Cotizaciones sociales (c)	77.332	76.753	-0,7	7,1	63.893	68.322	6,9	
Transferencias corrientes	4.267	4.672	9,5	7,5	3.711	3.989	7,5	
Otros (d)	904	797	-11,9	-15,3	548	710	29,6	
PAGOS NO FINANCIEROS	73.511	78.691	7,0	6,3	57.256	61.182	6,9	
Personal	1.777	1.907	7,3	6,2	1.419	1.505	6,0	
Gastos en bienes y servicios	1.496	1.497	0,1	7,1	1.083	1.109	2,4	
Transferencias corrientes	69.788	74.775	7,1	6,4	54.540	58.370	7,0	
PRESTACIONES	69.787	74.774	7,1	6,4	54.540	58.369	7,0	
Pensiones contributivas	60.151	64.307	6,9	6,5	46.864	49.876	6,4	
Incapacidad temporal	5.154	5.312	3,1	7,5	3.996	4.468	11,8	
Resto	4.481	5.155	15,0	3,6	3.680	4.025	9,4	
RESTO TRANSFERENCIAS CORRIENTES	1	1	3,0	—	0	1	—	
Otros (e)	451	512	13,7	-6,0	214	198	-7,5	
SALDO NO FINANCIERO	8.992	3.530	-60,7	10,9	10.895	11.839	8,7	

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

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

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

c. Incluye recargos y multas.

d. Excluye recargos y multas.

e. Minorados por la enajenación de inversiones.

taron un 6,7% hasta julio, en línea con el 6,6% previsto en el Presupuesto, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 8,5% hasta agosto, frente al 21,4% que establecía la previsión presupuestaria.

Por su parte, el gasto destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 9,3% hasta octubre, frente al incremento del 5,9% en el conjunto del año 2003. Esta evolución vendría determinada

por el comportamiento del número de beneficiarios, que creció un 5,6% hasta octubre de 2004, frente al 3,2% de crecimiento medio en el año anterior. El incremento del número de beneficiarios, en contraste con el ligero crecimiento del número de desempleados registrados (un 1,8% en el conjunto de 2004, un punto porcentual menos que en 2003), dio lugar a un notable aumento de la tasa de cobertura, que se situó en el 74,1% hasta octubre (71,9% en 2003).

de fondos y, por tanto, no afecta al déficit de caja del Estado, pero sí se refleja plenamente en los gastos de capital y en el saldo de la CN.

Siguiendo el criterio de caja, los ingresos del Estado crecieron algo por encima de lo previsto en el Avance de Liquidación, mientras que los gastos experimentaron un aumento más moderado de lo que señala el Avance, por lo que la evolución del saldo de caja no financiero para el conjunto del año podría ser mejor que la apuntada en este último documento. Los mayores ingresos se deberían a los impuestos pagados por las empresas, al IVA y a los ingresos no impositivos, mientras que la contención de los pagos sería prácticamente general. En comparación con las cifras acumuladas hasta septiembre, se observan sendas aceleraciones, tanto en los ingresos como en los pagos.

Para el análisis de la evolución de los ingresos, se cuenta con información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte que se asigna al Estado como de la que corresponde a las Comunidades Autónomas de régimen común. Según estas cifras, no recogidas en el cuadro 3, los impuestos directos se aceleraron en estos últimos meses, al igual que lo hizo el IVA entre los impuestos indirectos. El IRPF se aceleró ligeramente, reflejando el fuerte aumento de las retenciones sobre el trabajo derivadas de la buena evolución del mercado de trabajo. No obstante, la tasa de crecimiento acumulada (2,7% hasta noviembre) se mantuvo baja, debido, en parte, a que las retenciones de los primeros meses del año 2003 fueron más elevadas, porque todavía no reflejaban la reforma del impuesto, que influyó también en la cuota diferencial ingresada en el año 2004, y a su vez debido, en parte, al cambio en el calendario de ingresos procedentes de ciertas Administraciones Públicas, que elevó notablemente los ingresos en dicho año de forma transitoria. Por otro lado, el impuesto sobre sociedades<sup>3</sup> se aceleró adicionalmente a causa del fuerte aumento del pago a cuenta de octubre, debido a la evolución de los beneficios de las empresas a lo largo del año 2004. En cuanto al IVA, siguió acelerándose en los últimos meses, hasta una tasa de crecimiento del 10,7% (por encima, incluso, de la previsión del Avance de Liquidación, que adelantó un crecimiento del 8,1%). Los impuestos especiales, por el contrario, se desaceleraron ligeramente, por lo que mantuvieron tasas de crecimiento moderadas ocasionadas por la congelación de tipos. Los otros ingresos, por último, cayeron ligeramente con respecto al mismo período del año anterior, frente a una disminución esperada del 10%, debido a los mayores crecimientos en los ingresos por tasas y transferencias de capital.

Por el lado del gasto del Estado, hay que destacar que prácticamente todos los capítulos, con la excepción del de las compras, registraron tasas de variación menores de las previstas

3. Este impuesto no está afectado por la cesión de ingresos a las Administraciones Territoriales.

	me y %							
	Liquidación 2003	Variación porcentual 2003/2002	Avance de liquidación 2004	Variación porcentual 2004/2003	Liquidación ENE-SEP Variación porcentual	2003 ENE-NOV	Liquidación 2004 ENE-NOV	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7	8 = 7/6
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	109.655	1,1	110.516	0,8	4,0	101.115	105.985	4,8
Impuestos directos	56.510	1,8	56.931	0,7	4,4	51.388	53.783	4,7
IRPF	32.824	1,7	30.549	-6,9	-4,0	30.582	28.236	-7,7
Sociedades	21.912	2,3	24.173	10,3	17,2	19.230	23.350	21,4
Otros (a)	1.774	-3,7	2.209	24,5	33,0	1.576	2.197	39,4
Impuestos indirectos	39.084	2,8	40.930	4,7	5,8	37.656	40.202	6,8
IVA	27.130	5,5	28.466	4,9	6,4	26.662	29.021	8,9
Especiales	9.787	-5,4	9.889	1,0	1,7	9.027	8.896	-1,4
Otros (b)	2.167	10,6	2.575	18,8	16,2	1.968	2.284	16,1
Otros ingresos	14.061	-5,6	12.655	-10,0	-3,0	12.071	12.000	-0,6
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	113.787	2,4	117.754	3,5	-1,0	102.017	102.762	0,7
Personal	18.450	5,1	19.415	5,2	4,4	16.079	16.865	4,9
Compras	2.996	5,4	3.454	15,3	21,2	2.484	2.930	18,0
Intereses	19.788	4,9	17.888	-9,6	-15,5	19.284	16.335	-15,3
Transferencias corrientes	58.078	-0,4	62.364	7,4	2,1	52.227	55.288	5,9
Fondo de contingencia	...	...	...	...	...	...	...	...
Inversiones reales	7.535	7,0	7.629	1,2	-5,1	6.279	5.737	-8,6
Transferencias de capital	6.940	7,5	7.004	0,9	0,7	5.664	5.606	-1,0
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1-2)</b>	-4.132	...	-7.238	...	...	-902	3.223	...
<b>PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL</b>								
Recursos no financieros	110.449	1,9	115.972	5,0	3,0	101.725	105.997	4,2
Empleos no financieros	112.566	0,7	130.251	15,7	2,2	96.617	104.015	7,7
<b>CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN</b>								
	-2.117	...	-14.279	...	...	5.108	1.982	...
(en porcentajes del PIB)	-0,3		-1,8			0,7	0,2	

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.

en el Avance de Liquidación. En especial, cabe mencionar la fuerte caída de los pagos por intereses hasta noviembre, de un 15,3%, frente a la disminución esperada del 9,6% para el conjunto del año. Las transferencias corrientes se aceleraron en los últimos meses, debido a la mencionada cancelación de la deuda pendiente con la Comunidad Autónoma de Andalucía (llevada a cabo en octubre), aunque el crecimiento alcanzado hasta noviembre, del 5,9%, estuvo notablemente por debajo del 7,4% previsto en el Avance. Finalmente, cabe señalar las caídas registradas en los pagos de capital, especialmente en el capítulo de inversiones reales, que contrastan con las previsiones de crecimiento moderado incluidas en el Avance de Liquidación.

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

En el conjunto de los diez primeros meses de 2004 el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital acumuló un déficit de 23.649 millones de euros, superior en 14.654 millones de euros al observado en idénticas fechas del ejercicio anterior. Este resultado se explica por la notable ampliación que registró el déficit por cuenta corriente, hasta situarse en 30.099 millones de euros, ya que el superávit de las operaciones de capital prácticamente se estabilizó en los mismos niveles del año anterior. La desfavorable evolución de la

Millones de euros

		ENERO-OCTUBRE	
		2003	2004
INGRESOS	Cuenta corriente	206.227	211.377
	Mercancías	117.328	121.871
	Servicios	57.375	57.446
	<i>Turismo</i>	31.777	31.907
	<i>Otros servicios</i>	25.599	25.540
	Rentas	18.575	18.624
	Transferencias corrientes	12.949	13.436
	Cuenta de capital	7.257	7.172
	Cuentas corriente + capital	213.484	218.549
PAGOS	Cuenta corriente	221.663	241.475
	Mercancías	147.669	163.402
	Servicios	33.924	35.917
	<i>Turismo</i>	6.141	7.355
	<i>Otros servicios</i>	27.783	28.562
	Rentas	27.857	29.025
	Transferencias corrientes	12.213	13.131
	Cuenta de capital	816	723
	Cuentas corriente + capital	222.479	242.198
SALDOS	Cuenta corriente	-15.436	-30.099
	Mercancías	-30.341	-41.532
	Servicios	23.452	21.529
	<i>Turismo</i>	25.636	24.552
	<i>Otros servicios</i>	-2.184	-3.023
	Rentas	-9.282	-10.401
	Transferencias corrientes	736	304
	Cuenta de capital	6.440	6.449
	Cuentas corriente + capital	-8.996	-23.649

FUENTE: Banco de España.

a. Avance provisional.

cuenta corriente vino determinada, principalmente, por la ampliación del déficit de mercancías y, en menor medida, por el deterioro que reflejaron el resto de las principales partidas: servicios, rentas y transferencias corrientes.

En el período de enero a octubre de 2004, el déficit de la balanza comercial se amplió en 11.190 millones de euros sobre el nivel alcanzado en las mismas fechas del año anterior, hasta situarse en 41.532 millones de euros. En tasa interanual, el saldo negativo aumentó un 36,9%, acentuando el deterioro que ya había experimentado en el conjunto del ejercicio anterior. El notable vigor que caracterizó a los flujos reales de importaciones durante el período, muy superior al experimentado por los flujos de exportaciones, unido al empeoramiento que reflejó la relación real de intercambio —acusando la fuerte escalada de los precios del crudo y, en menor medida, de las materias primas no energéticas en los mercados internacionales—, habrían propiciado esta desfavorable evolución del desequilibrio comercial.



En cuanto a los servicios, el saldo positivo acumulado en los diez primeros meses del año se situó en 21.529 millones de euros, 1.922 millones por debajo del contabilizado en igual período del año anterior. Este empeoramiento se tradujo en un descenso interanual del 8,2%, que se explica por el retroceso del 4,2% que experimentó el superávit turístico, y por el deterioro del 38,4% registrado por el déficit de servicios no turísticos. Los ingresos turísticos apenas se incrementaron un 0,4% hasta octubre, afectados por los sucesos del 11-M y la elevada fortaleza del euro, que propició una ampliación del deterioro de nuestra competitividad frente a los países del Mediterráneo oriental, nuestros principales competidores. No obstante, desde septiembre mantuvieron una tónica de mejora, coherente con la evolución alcista que han mostrado en los últimos meses del año los indicadores reales de turistas extranjeros y pernотaciones hoteleras. Por su parte, los pagos turísticos hasta octubre repuntaron un 19,8%, en un contexto de normalización del entorno geopolítico mundial, de mejora de la confianza de los consumidores y de fortaleza del euro.

El saldo negativo de la balanza de rentas se situó en 10.401 millones de euros en el conjunto de los diez primeros meses de 2004, reflejando un deterioro de 1.119 millones de euros en relación con el nivel observado en idéntico período del ejercicio anterior. La ampliación del déficit de rentas fue resultado del empeoramiento de los saldos correspondientes al sector privado no financiero y a las instituciones financieras monetarias, mientras que las AAPP corrigieron levemente su déficit. Por instrumentos, se observó un deterioro de los saldos de rentas vinculadas a inversiones directas y a otras inversiones (préstamos, depósitos y *repos*).

El superávit de la balanza de transferencias corrientes se situó en 304 millones de euros, en el período enero-octubre de 2004, reflejando una disminución de 431 millones de euros en relación con el nivel observado en iguales fechas de 2003. Los ingresos aumentaron un 3,8%, fruto, principalmente, del incremento que experimentaron los flujos recibidos por el sector público, especialmente los procedentes de la UE en concepto de Fondo Social Europeo, mientras que los fondos comunitarios destinados al sector privado en concepto de FEOGA-Garantía descendieron; los pagos, por su parte, crecieron un 7,5%, por el aumento de los destinados a las arcas comunitarias, en concepto de Recurso PNB y de Recursos propios tradicionales, así como por el vigor que mantienen los pagos por remesas de emigrantes.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 6.449 millones de euros en el conjunto de los diez primeros meses de 2004, apenas 9 millones por encima del observado en igual período del año anterior. A pesar de esta ligera mejora, las transferencias netas de capital procedentes de la UE, que es la partida cuantitativamente más importante, descendieron en este período como consecuencia del retroceso que reflejaron los fondos estructurales en concepto de FEDER y de FEOGA-Orientación, mientras que los flujos correspondientes al Fondo de Cohesión mostraron una evolución más favorable.

## 5 Evolución financiera

### 5.1 Rasgos más destacados

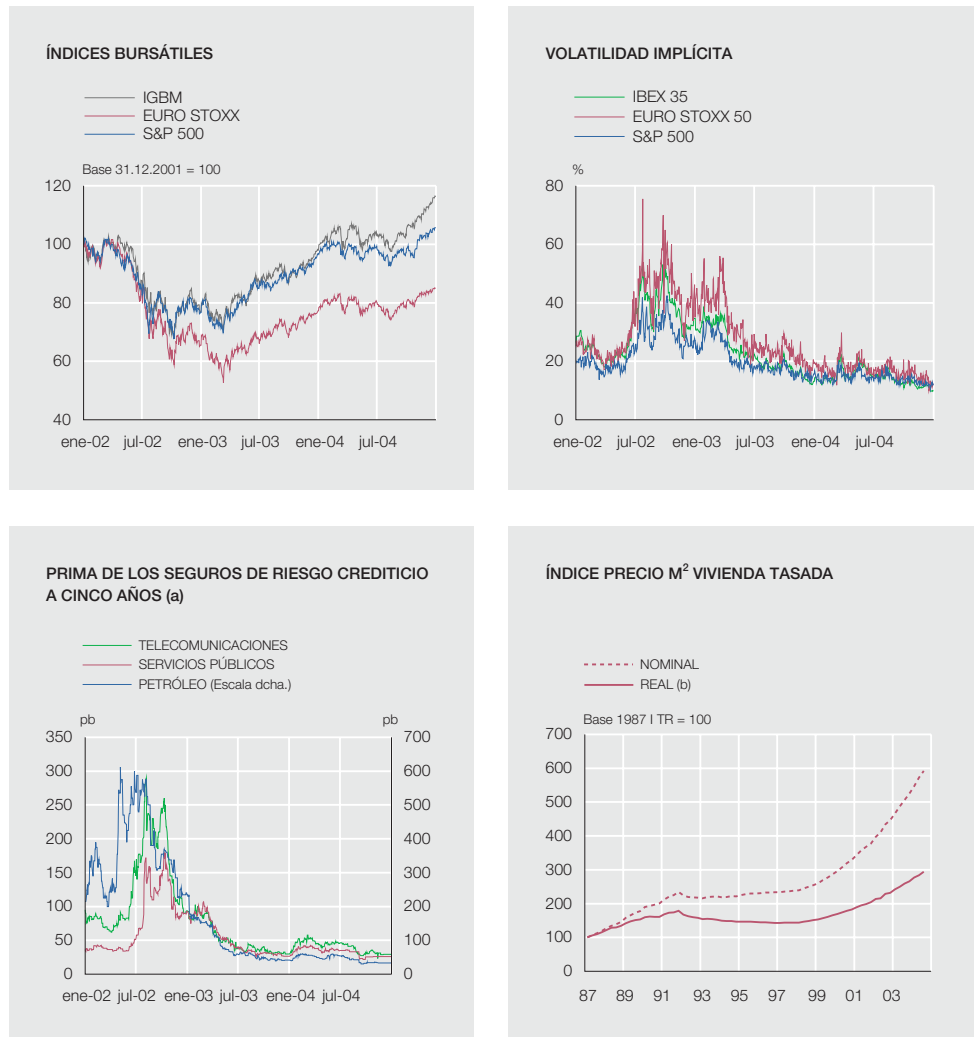
El contexto financiero en el que se desarrolló la actividad económica de hogares y sociedades durante el cuarto trimestre de 2004 estuvo caracterizado, primeramente, por la estabilidad de los tipos de interés del mercado monetario del área del euro y las progresivas disminuciones, más acusadas en los plazos más largos, de las rentabilidades de la deuda pública, hasta alcanzar los valores más reducidos de los últimos años. Así, en diciembre, el EURIBOR a un año y el bono español a diez años se situaron, en media, en el 2,30% y el 3,64%, 8 y 44 pb, por debajo de los datos de septiembre, respectivamente. De acuerdo con la última información disponible, correspondiente al mes de noviembre, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a empresas y familias experimentaron, en general, escasas variaciones y se mantuvieron ligeramente por encima de los mínimos alcanzados a mediados del pasado año. Por su parte, el coste de la financiación de las empresas con valores de renta fija prosiguió con su trayectoria descendente como resultado de la reducción en la rentabilidad negociada en los mercados de deuda pública, ya que las primas de riesgo exigidas apenas sufrieron cambios con respecto a los moderados niveles registrados tres meses antes (véase gráfico 24).

En las bolsas nacionales e internacionales las cotizaciones experimentaron ascensos significativos a lo largo del cuarto trimestre, evolución que vino acompañada de descensos adicionales en las volatilidades implícitas, hasta situarse en valores históricamente reducidos<sup>4</sup>. En el caso de España, el comportamiento de los índices bursátiles fue más favorable que en la mayoría de las principales plazas internacionales, en un contexto en el que los resultados publicados de las empresas cotizadas, correspondientes al tercer trimestre, fueron muy positivos y superiores a los esperados por los analistas. Así, entre octubre y diciembre, el Índice General de la Bolsa de Madrid se revalorizó un 12,7%, de manera que la ganancia acumulada en 2004 se situó en el 18,7%, un avance claramente superior al registrado durante el mismo período por el EURO STOXX amplio (9,9%) o el S&P 500 (9%).

En el mercado de la vivienda, los precios han continuado creciendo a tasas elevadas. Así, según la última información proporcionada por el Ministerio de la Vivienda, correspondiente al tercer trimestre, el valor medio de estos inmuebles avanzó un 17,2% en relación con el mismo período de 2003, solo 0,2 pp por debajo del dato de junio. La desagregación por tamaño de municipio muestra que ese ligero descenso en el ritmo de expansión afectó a todas las categorías disponibles y fue algo más intenso en el caso de las localidades de más de 500.000 habitantes, si bien la tasa de variación correspondiente a este último subagregado siguió situándose por encima de las del resto.

Las favorables condiciones de financiación descritas en los párrafos anteriores propiciaron, un trimestre más, el fuerte dinamismo de los fondos captados por las empresas y las familias. Entre julio y septiembre, estos siguieron creciendo a unos ritmos elevados, similares a los registrados a mediados de 2004, al tiempo que el sector inmobiliario continuó absorbiendo una parte muy importante de estos recursos. La información provisional sobre los últimos meses del pasado año, por su parte, apunta a una moderada desaceleración de la deuda de los hogares —cuya tasa de expansión, no obstante, se mantendría por encima del 19%—, así como a un ligero aumento de la correspondiente a los fondos ajenos obtenidos por las sociedades.

4. En el recuadro 5 se analiza el contenido informativo de otro indicador basado en los precios de las opciones.



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.

En estas condiciones, los indicadores de presión financiera sobre las familias evidencian un aumento de la misma entre julio y septiembre de 2004, que, de acuerdo con la información provisional más reciente, podría haber continuado en el tramo final del año. Así, las ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con la renta bruta disponible (RBD) prosiguieron la trayectoria ascendente de trimestres anteriores, hasta situarse en los valores máximos de los últimos ejercicios, el ahorro no destinado al servicio de la deuda volvió a reducirse y, de acuerdo con las Cuentas Financieras, el ahorro financiero neto de los hogares descendió durante el tercer trimestre, en términos acumulados de doce meses, hasta alcanzar por primera vez en mucho tiempo un valor negativo (-0,4% PIB). La riqueza financiera del sector mostró un nuevo retroceso, que, sin embargo, no se observó en su patrimonio neto, que continuó creciendo gracias, una vez más, a la revalorización de los activos inmobiliarios.

Como se ha señalado en anteriores Informes, la trayectoria que en los últimos años han seguido variables como el endeudamiento, la carga financiera o el ahorro de los hogares resultan, en general, coherentes con los sustanciales cambios experimentados por las variables fundamentales que determinan su comportamiento. No obstante, es improbable que las ten-

Las primas de las opciones contienen información sobre las expectativas del mercado en relación con el comportamiento futuro del precio del activo sobre el que se emiten, ya que su rentabilidad depende, precisamente, de la evolución de dicho precio. Entre los indicadores que explotan este contenido informativo figura la denominada «función de densidad neutral al riesgo» (FDNR), que ofrece una estimación de la probabilidad que asignan los agentes a cambios de diferente cuantía en las cotizaciones del subyacente. La FDNR, sin embargo, se computa bajo el supuesto de que los inversores son neutrales frente al riesgo, por lo que, si resultan ser adversos, tenderá a proporcionar probabilidades de que se produzcan descensos (aumentos) en las cotizaciones, que estarán sesgadas al alza (a la baja). Además, las FDNR no son directamente observables, por lo que es necesario estimarlas.

En un trabajo reciente, Alonso, Blanco y Rubio (2005) estiman las FDNR para el Bies 35 utilizando distintas metodologías alternativas<sup>1</sup>. Entre sus hallazgos, cabe destacar, en primer lugar, que la elección del método de estimación no altera de manera significativa los resultados. Además, como muestra el cuadro adjunto, para un horizonte de previsión de cuatro semanas las FDNR estimadas aproximan razonablemente bien la distribución de probabilidad ex-post del Bies 35, si bien, en línea con lo que cabría esperar en caso de existencia de aversión al riesgo, tienden a sobrestimar la probabilidad de que se produzcan descensos y a infrapredicir los movimientos al alza del

precio del subyacente. Así, las probabilidades medias asociadas a descensos superiores al 5%, 10% y 15% exceden la frecuencia con la que tales movimientos se produjeron. Lo contrario sucede con los incrementos mayores del 10%. Estos resultados evidencian que los niveles que proporcionan las FDNR deben tomarse con cierta cautela. En este sentido, puede resultar interesante prestar una mayor atención relativa en el análisis a las variaciones en dichos niveles.

A este respecto, las dos últimas columnas del cuadro muestran las FDNR estimadas para los últimos meses de 2004. Como puede observarse, en esas fechas se produjo una elevada concentración de las probabilidades en torno a cero —es decir, en torno a la ausencia de cambios en las cotizaciones—. Así, la probabilidad estimada para descensos (aumentos) superiores al 5% era de solo un 5,3% (2,6%) en diciembre. Estas probabilidades contrastan fuertemente tanto con los valores medios estimados para el conjunto del período disponible —20,5% (22,4%)— como con las frecuencias con las que dicho suceso se observó efectivamente —16,3% (21,4%)—. Esta comparación indica, en línea con lo que muestra la evolución reciente de otros indicadores como la volatilidad implícita, que el grado de incertidumbre sobre la evolución de las cotizaciones que percibían los mercados se redujo de manera considerable a finales del pasado año.

1. Para más detalles, véase Alonso, Blanco y Rubio (2005), de próxima publicación en la serie de Documentos de Trabajo del Banco de España.

## DISTRIBUCIONES DE PROBABILIDAD DEL IBEX 35

Probabilidad de variaciones (a):	Frecuencia observada (b)	Probabilidades neutrales frente al riesgo extraídas de las opciones (c):		
		Media 1996-2004	SEP-04	DIC-04
<= -5%	16,3	20,5	9,0	5,3
<= -10%	5,1	8,9	1,0	0,2
<= -15%	2,0	3,8	0,0	0,0
>= 5%	21,4	22,4	5,7	2,6
>= 10%	12,2	7,0	0,1	0,0
>= 15%	2,0	2,0	0,0	0,0

FUENTES: MEFF y estimaciones del Banco de España.

- a. Las variaciones se calculan en relación con el precio del futuro cuatro semanas antes del vencimiento.
- b. Porcentaje de realizaciones en las que el futuro sobre el Ibex 35 se ha movido en un determinado porcentaje en un horizonte de cuatro semanas.
- c. Estimadas a un horizonte de cuatro semanas. La fecha indica el período de estimación de las FDNR.

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

FUENTE: Banco de España.

dencias que marca esta evolución puedan prolongarse en el medio plazo sin que se incrementa de manera notable la posibilidad de que alguno de los riesgos que subyacen en la posición financiera del sector termine por materializarse y por afectar negativamente a sus decisiones de gasto. Entre estos, el derivado de la ausencia de síntomas claros de una desaceleración significativa en el precio de la vivienda ocupa un lugar destacado.

En el caso de las sociedades, la ratio de endeudamiento del sector prosiguió entre julio y septiembre su trayectoria ascendente, si bien la carga financiera por intereses se contrajo ligeramente. Los avances de los últimos meses de 2004 apuntan a una continuidad en la tendencia creciente del primer indicador y a un mantenimiento del último. En paralelo, las necesidades de financiación de las empresas siguieron aumentando, si bien 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 redujo moderadamente. Por su parte, de acuerdo con la Central de Balances, durante el tercer trimestre se produjo una evolución muy favorable de los resultados económicos de las empresas colaboradoras, junto con una estabilidad de sus ratios de endeudamiento y de su carga financiera. En consecuencia, tuvo lugar una nueva disminución de los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo. Por último, los datos más recientes parecen confirmar los indicios de mejoría en la rama industrial que ya se apuntaban en el trimestre anterior, en línea con la recuperación observada en la inversión en bienes de equipo.

La sólida situación patrimonial agregada de las empresas, sus holgadas condiciones de financiación, las buenas perspectivas de rentabilidad futura, el saneamiento acometido por las grandes sociedades y los indicios de recuperación de la rama industrial configuran un escenario propicio para el avance de la inversión productiva. No obstante, estas favorables expectativas no están exentas de riesgos, que, en este caso, están vinculados, principalmente, a los niveles de endeudamiento alcanzados y a la importancia creciente entre los pasivos empresariales de los préstamos concedidos a tipos de interés variables.

## 5.2 El sector de hogares

Las condiciones de financiación de los hogares continuaron siendo muy holgadas durante el cuarto trimestre. Así, el tipo de interés del crédito para adquisición de vivienda alcanzó en noviembre el 3,48%, solo 3 pb más que en septiembre. El coste de los préstamos para consumo y otros fines descendió entre octubre y noviembre en 25 pb, corrigiendo parcialmente el repunte de los meses anteriores. En ambos casos, el precio de la financiación bancaria se situó tan solo unos 25 pb por encima de los niveles mínimos alcanzados a mediados de 2004. Por otra parte, de acuerdo con la última Encuesta de Prestamos Bancarios (EPB) disponible,

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

FUENTE: Banco de España.

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

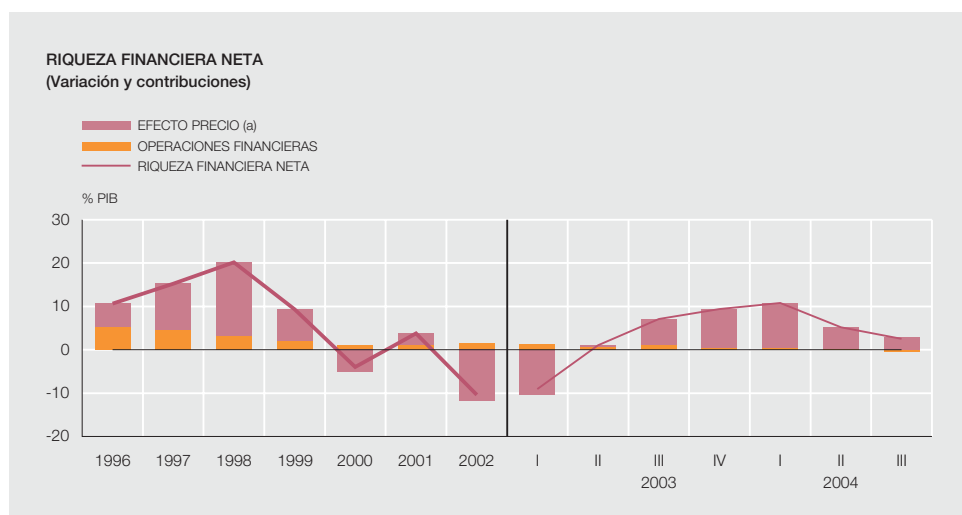
b. Excluye los fondos de inversión.

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.

durante el tercer trimestre de 2004 las entidades endurecieron ligeramente los criterios de concesión de fondos para la financiación a la vivienda, pero relajaron los correspondientes a los préstamos para el consumo y otros fines.

En este contexto, durante el tercer trimestre de 2004 se produjo una ligera aceleración de la deuda de los hogares, de modo que su tasa interanual de avance se situó algo por encima del 20%. Esto supone un aumento de aproximadamente medio punto porcentual con respecto al nivel de junio. Por modalidades, el ascenso fue más acusado en el caso de la financiación



FUENTE: Banco de España.

a. Incluye revalorización y otras variaciones en volumen.

dirigida a la vivienda, cuyos ritmos de expansión continuaron siendo muy elevados (cerca del 24%). Por su parte, los préstamos para consumo y otros fines crecieron alrededor del 13% en relación con el mismo período del año anterior. La información provisional de los últimos meses del año apunta a una cierta desaceleración del recurso al crédito por parte de las familias, que, no obstante, concluiría el año mostrando tasas de crecimiento próximas al 20%.

Por lo que respecta a la inversión financiera, los hogares incrementaron entre julio y septiembre su cartera de activos por un importe equivalente al 10,9% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,4 pp por debajo del registro del segundo trimestre (véase cuadro 6). Su composición por instrumentos siguió mostrando un mayor dinamismo de los activos más líquidos y de menor riesgo (efectivo y depósitos), cuyo flujo alcanzó el 5,3% del PIB. Por el contrario, la adquisición de fondos de inversión en relación con el PIB experimentó un descenso de 0,6 pp, hasta situarse en 1,6%, evolución que resultó del reembolso neto de las tenencias de FIAMM y de las menores suscripciones netas de FIM. Por su parte, la inversión en acciones y reservas técnicas de seguros se mantuvo en niveles similares a los del segundo trimestre (0,9% y 2% del PIB, respectivamente).

El dinamismo de la financiación de los hogares, junto con un comportamiento menos expansivo de las rentas del sector, determinó que su deuda alcanzase en septiembre un valor equivalente a la RBD anual del sector. La carga financiera asociada aumentó hasta situarse por encima del 13,5%, lo que representa el máximo registro de los últimos años. El incremento de las obligaciones financieras, junto con la ligera contracción del ahorro bruto, resultó en una nueva reducción del indicador de ahorro no destinado al servicio de la deuda. En paralelo, las operaciones financieras netas registradas en las Cuentas Financieras resultaron negativas en términos acumulados de 12 meses, por primera vez durante los últimos años, alcanzando un valor negativo equivalente al 0,4% del PIB (véase cuadro 5). Esta evolución contribuyó a que se produjera un descenso intertrimestral de la riqueza financiera neta<sup>5</sup>, si bien el patrimonio neto mantuvo su trayectoria ascendente como consecuencia de la evolución alcista del precio de la vivienda (véase gráfico 26).

5. En términos acumulados de cuatro trimestres, sin embargo, continuó creciendo, como muestra el gráfico 25.



FUENTE: Banco de España.

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

A pesar de la evolución desfavorable del ahorro en términos agregados, según la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares, entre julio y septiembre se produjo un ligero aumento en el porcentaje de hogares que puede dedicar dinero al ahorro, al tiempo que la proporción de los que declaran que llegan a fin de mes con dificultad o mucha dificultad se redujo moderadamente.

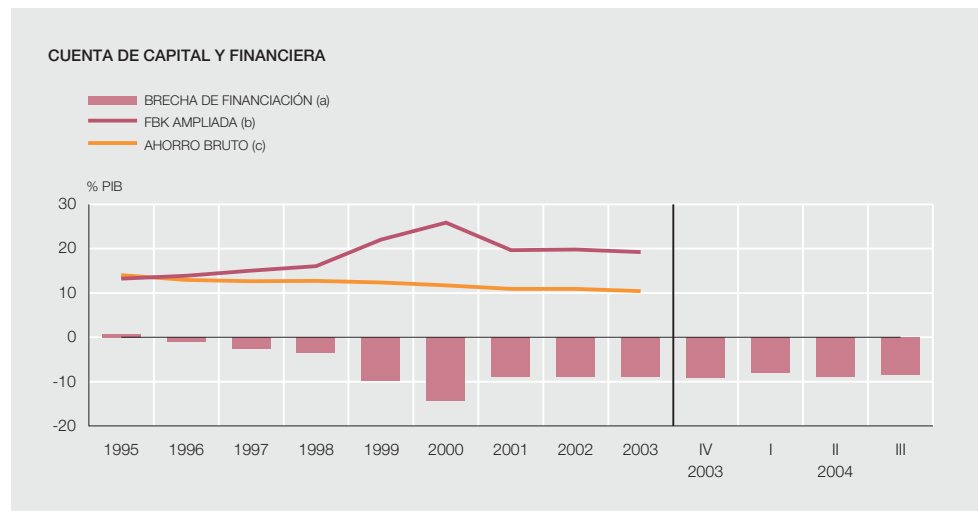
### 5.3 El sector de sociedades no financieras

Las condiciones de financiación de las sociedades también continuaron siendo holgadas durante el cuarto trimestre de 2004, incluso en mayor medida que en los meses anteriores. Los tipos de interés crediticios se mantuvieron en torno a los reducidos valores alcanzados en septiembre. Concretamente, el coste de la financiación bancaria se situó, en noviembre, en el 4,13% para operaciones inferiores a un millón de euros y en el 2,94% para las de tamaño superior, lo que representa una variación nula y un descenso de 5 pb, respectivamente, en relación con los niveles de septiembre. Según la última EPB disponible, las entidades de crédito relajaron, durante el tercer trimestre del pasado año, los criterios de concesión de créditos a las empresas y, para los últimos tres meses del año, preveían aplicar unas condiciones ligera-



**SOCIEDADES NO FINANCIERAS**  
**Datos acumulados de cuatro trimestres**

GRÁFICO 27

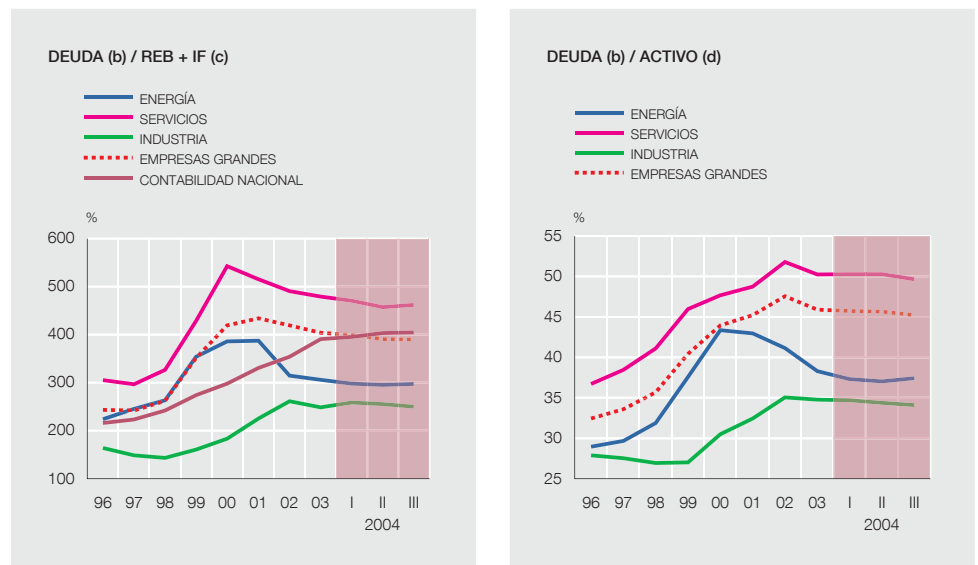


FUENTE: Banco de España.

- 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.

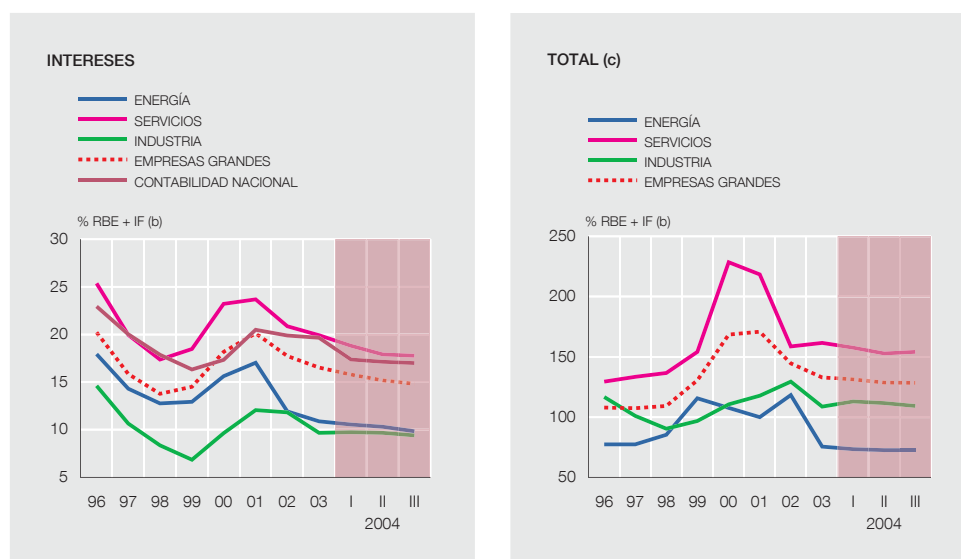
**RATIOS DE ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)**

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 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.



FUENTE: Banco de España.

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

b. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

c. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.

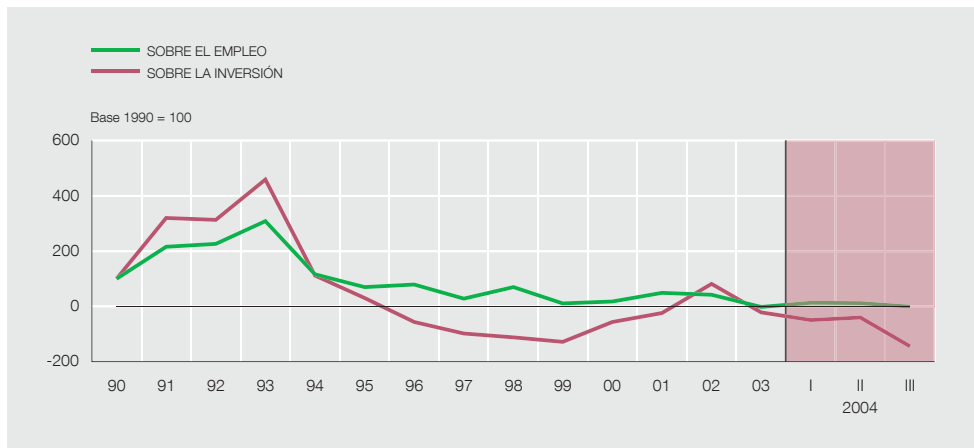
mente más laxas. Por su parte, el coste de financiación en los mercados de renta fija volvió a reducirse como consecuencia del descenso de las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo y de la estabilidad de las moderadas primas de riesgo exigidas. Por último, las condiciones de obtención de fondos en los mercados de renta variable mejoraron como consecuencia del aumento de las cotizaciones bursátiles y de las menores volatilidades implícitas.

Durante el tercer trimestre del pasado ejercicio, las operaciones de pasivo del sector supusieron, en términos acumulados de doce meses, un 20,4% del PIB, ligeramente por debajo del registro de mitad de año, que fue del 20,6% (véanse cuadro 6 y gráfico 26). Por componentes, la tasa de expansión de la financiación ajena con coste se contrajo alrededor de medio punto porcentual en relación con el nivel de tres meses antes, hasta alcanzar valores superiores al 13%. No obstante, la información provisional sobre el tramo final del pasado ejercicio apunta a una cierta aceleración de la deuda de las sociedades. Los recursos obtenidos por esta vía representaron en septiembre, en términos acumulados de doce meses, el 9,7% del PIB, un nivel ligeramente inferior al de junio y con una composición por instrumentos algo diferente. Así, los préstamos exteriores perdieron importancia —representaron el 1,5% del PIB, 0,8 pp por debajo de lo observado en el trimestre previo—, mientras que el peso de los préstamos procedentes de entidades de crédito (8,2%) aumentó en medio punto porcentual. La emisión neta de valores de renta fija continuó próxima a cero. Por su parte, los fondos captados a través de la emisión de acciones y participaciones alcanzaron el 3,5% del PIB, el mismo nivel de mediados de 2004. Por último, de acuerdo con la Central de Balances Trimestral (CBT), la deuda de las grandes empresas se mantuvo en torno a los mismos niveles de los trimestres anteriores.

Por ramas de producción, el crédito bancario obtenido por las sociedades mostró, durante el tercer trimestre de 2004, un comportamiento heterogéneo. Así, los fondos destinados a la construcción y a los servicios inmobiliarios mantuvieron el vigor de los meses anteriores, situándose sus tasas de avance en el 22% y el 44%, respectivamente, ligeramente por encima

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

GRÁFICO 30

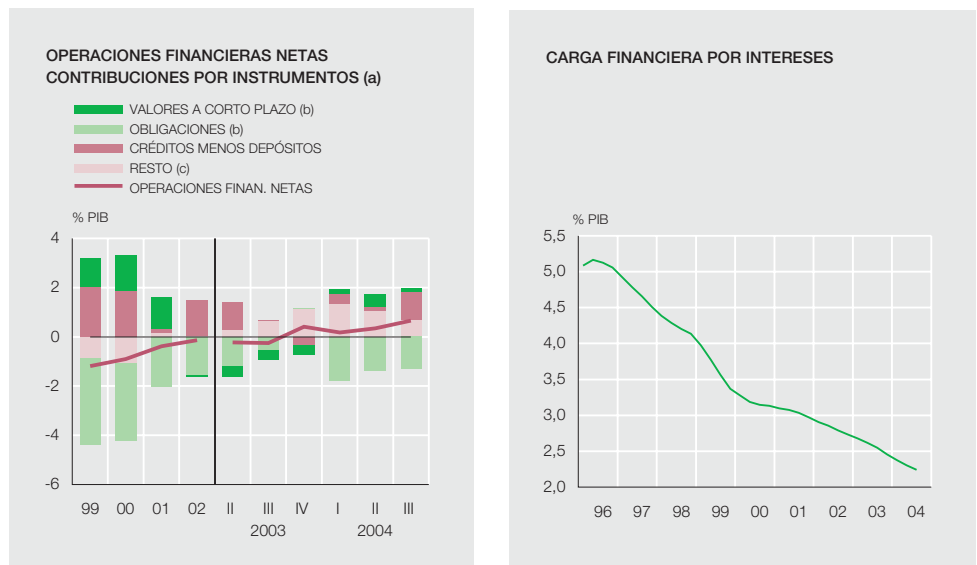


FUENTE: Banco de España.

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

**ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Datos acumulados de cuatro trimestres**

GRÁFICO 31



FUENTE: Banco de España.

- a. 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.

de los registros de junio. En el resto de servicios se produjo, en cambio, una moderación en sus ritmos de expansión de casi un punto porcentual, hasta alcanzar valores algo inferiores al 12%. En el caso de la rama industrial, la apelación al crédito continuó recuperándose, en línea con la mejoría de la actividad de este sector, de modo que las tasas interanuales volvieron a mostrar un signo positivo.

En cuanto a las operaciones de adquisición de activos financieros por parte de las sociedades no financieras, entre julio y septiembre de 2004 se redujo, en términos acumulados de doce meses, la inversión financiera, que quedó situada en el 14,9% del PIB (véase cuadro 6). Esta

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

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.

evolución descendente, que se observó en la mayoría de las partidas, fue más acusada en el caso de los depósitos y valores de renta fija y la adquisición de acciones y otras participaciones, especialmente frente al resto del mundo.

De acuerdo con las Cuentas Financieras, durante el tercer trimestre de 2004 se produjo un nuevo aumento de las necesidades de financiación del sector (0,3 pp), hasta el 5,5% del PIB, en términos acumulados de doce meses, el mayor registro de los últimos años. Sin embargo, 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 redujo ligeramente (0,4 pp), hasta el 8,4% del PIB (véase gráfico 27).

El comportamiento expansivo de los fondos ajenos de las sociedades explica que, entre julio y septiembre, continuara la trayectoria creciente de la ratio de endeudamiento agregada del sector, si bien la carga financiera por intereses continuó descendiendo, aunque de forma moderada. De acuerdo con la CBT, durante el mismo período se mantuvieron estables la deuda y la carga financiera (total y por intereses) en relación con el resultado bruto de la explotación (más los ingresos financieros) de las empresas colaboradoras. Al mismo tiempo, estas empresas mejoraron sus resultados económicos, lo que determinó un aumento de la

Datos del cuarto trimestre

% del PIB	1999	2000	2001	2002	2003	2004 (b)
Economía nacional	-29,6	-26,2	-27,0	-30,9	-38,5	-41,6
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-17,3	-9,4	-10,2	-11,6	-15,2	-14,6
Sociedades no financieras	-24,1	-16,7	-17,6	-18,9	-22,5	-22,1
Hogares e ISFLSH	6,8	7,3	7,4	7,3	7,3	7,5
Instituciones financieras	8,2	8,3	8,5	6,5	-0,8	-3,0
Instituciones de crédito (c)	-7,5	-11,6	-13,9	-14,3	-22,0	-22,3
Inversores institucionales (d)	16,3	20,7	24,3	24,4	27,5	28,3
Resto de instituciones financieras	-0,6	-0,9	-1,8	-3,6	-6,3	-9,0
Administraciones Públicas	-20,5	-25,1	-25,4	-25,8	-22,4	-24,0

FUENTE: Banco de España.

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

b. Datos del tercer trimestre.

c. Definido según la 1.ª Directiva bancaria.

d. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

rentabilidad ordinaria de los recursos propios. Como consecuencia de todo ello, se produjo una nueva disminución de los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo (véase gráfico 30), que fue bastante generalizada por ramas productivas.

Por último, las expectativas de los analistas sobre el avance en el corto plazo de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas se revisaron, en general, al alza durante el cuarto trimestre. La tasa esperada de crecimiento de los resultados a largo plazo, por su parte, continuó en valores relativamente elevados, si bien se redujo ligeramente.

#### 5.4 Las Administraciones Públicas

El saldo de las operaciones financieras netas de las AAPP durante el tercer trimestre de 2004 fue positivo, de modo que, en términos acumulados de un año, se incrementó su ahorro financiero hasta situarse en el 0,7% del PIB, tres décimas por encima del registro de junio (véase gráfico 31). Las menores necesidades de financiación se reflejaron en una nueva amortización neta de valores a corto plazo, al tiempo que las emisiones netas positivas de deuda a medio y largo plazo por valor del 1,4% del PIB permitieron, ante la ausencia de un déficit que cubrir, un aumento de las posiciones activas en depósitos y de las operaciones de autocartera o de adquisición de deuda pública por parte del Fondo de Reserva de la Seguridad Social.

El indicador que recoge la información sobre la carga financiera por intereses que soporta el sector refleja, durante el último trimestre, un nuevo descenso, hasta el entorno del 2,2% del PIB, menos de la mitad de lo registrado a mediados de los años noventa. Este descenso fue el resultado conjunto del retroceso en el volumen de pasivos en relación con el PIB y de la reducción del coste financiero asociado a este tipo de deuda.

#### 5.5 El resto del mundo

El saldo deudor de las operaciones financieras de la nación aumentó entre julio y septiembre y se situó, en términos acumulados de doce meses, en el 3,9% del PIB, siete décimas por encima de lo observado en el trimestre previo. Este deterioro fue el resultado de las mayores necesidades de financiación de sociedades no financieras y hogares, que no pudieron ser compensadas por el aumento del saldo acreedor de las Administraciones Públicas. El ahorro financiero de las instituciones financieras no experimentó cambios significativos (véase cuadro 5).

La adquisición neta de activos exteriores supuso un 10,6% del PIB, en términos acumulados de doce meses, frente al 13,6% del trimestre previo (véase cuadro 7). Este retroceso fue, no obstante, heterogéneo por instrumentos. Así, los flujos correspondientes a efectivo y depósitos y a créditos concedidos aumentaron, mientras que los materializados en valores mobiliarios tanto de renta fija como de renta variable experimentaron un descenso acusado. Según la información provisional de Balanza de Pagos hasta octubre, la inversión en el exterior de carácter permanente, inversión directa, se contrajo en más de un 80% respecto al mismo período del año anterior, mientras que la inversión en cartera se aceleró con respecto a 2003.

Por el lado de los pasivos, los flujos netos se situaron, en términos acumulados de doce meses, en el 14,5% del PIB, frente al 16,7% del trimestre anterior. Este descenso resultó principalmente del comportamiento de los depósitos y, en menor medida, de los créditos captados. De acuerdo con la Balanza de Pagos, la inversión directa del exterior en España se redujo moderadamente, mientras que la inversión en cartera lo hizo de forma más acusada durante los diez primeros meses de 2004, en relación con el mismo período del año anterior.

Finalmente, de acuerdo con la información provisional disponible, la posición deudora de la economía española frente al exterior se situó, en el tercer trimestre de 2004, en el 41,6% del PIB, lo que supone un deterioro de 3,1 pp frente a la situación de diciembre de 2003 (véase cuadro 8).

25.1.2005.