
Informe trimestral de la economía española

1. Rasgos básicos

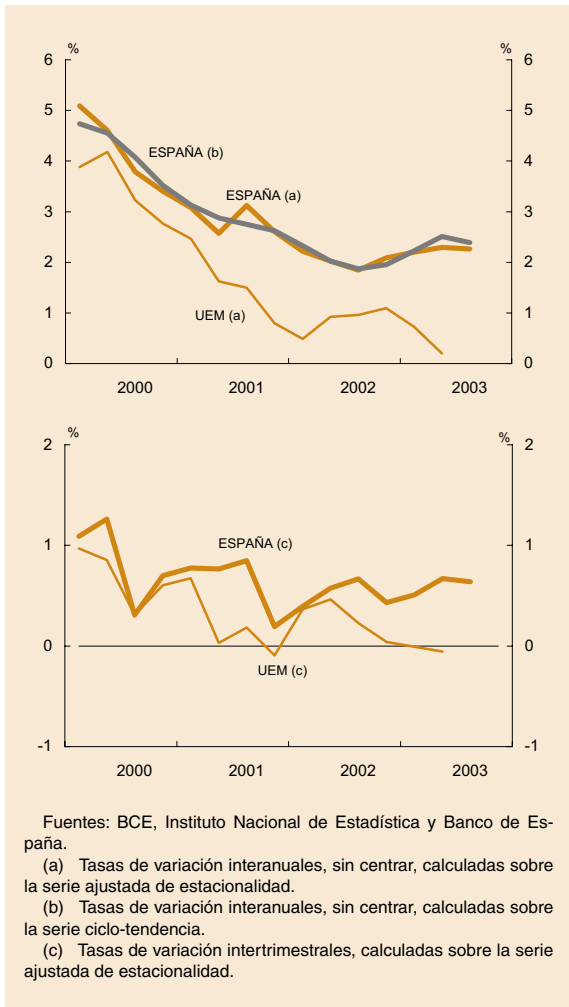
Las condiciones en las que se desenvuelve la economía mundial han ido haciéndose más favorables al transcurrir el año 2003. En la zona euro, sin embargo, se ha mantenido una situación de práctico estancamiento durante todo el primer semestre, que ha profundizado el desfase con la evolución de la economía global, y hace que la recuperación prevista para la segunda mitad del año tenga un carácter modesto y no esté exenta de incertidumbre. En esta situación, la economía española está manteniendo un ritmo de crecimiento considerable, asentado en sus determinantes internos, que le permite partir con ventaja en la nueva fase de reanimación, a pesar de la contribución negativa del entorno exterior. Así, mientras que la demanda nacional ha experimentado aumentos claramente superiores al 3% durante los tres primeros trimestres del año —medidos sobre la serie corregida de variaciones estacionales—, la aportación negativa de la demanda externa no ha bajado del punto porcentual. En concreto, según estimaciones del Banco de España, el producto interior bruto (PIB) real registró un incremento interanual del 2,3% durante el tercer trimestre de 2003 —tasa idéntica a la publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) para el trimestre precedente—, crecimiento que se descompone en un avance del 3,3% de la demanda interna y una detracción de 1,1 puntos porcentuales de la demanda exterior neta. En términos intertrimestrales, la tasa de variación estimada para el PIB real es del orden del 0,6%, muy próxima a la del período inmediatamente anterior, y asentada igualmente en el impulso interno.

La fortaleza del empleo ha seguido siendo notable y su tasa de variación en el tercer trimestre ha tendido a incrementarse, tal como muestran los últimos datos de la Encuesta de Población Activa (EPA). En cuanto a los precios, tras el fuerte descenso experimentado por su tasa de aumento en el primer semestre, su corrección ulterior se está viendo limitada por los fuertes aumentos de los precios de los alimentos no elaborados, por la evolución de los precios energéticos —atenuada por la apreciación del euro— y por la presión que han venido ejerciendo los costes laborales unitarios en algunos sectores y ramas productivas, que, además, han ampliado sus márgenes de explotación.

La mejora que ha tenido lugar en el panorama financiero internacional y el tono expansivo que, en mayor o menor medida, han adoptado las políticas macroeconómicas de las principales regiones se están transmitiendo de manera desigual a las distintas economías. En Estados Unidos, los indicadores reales disponibles confirman que se mantiene un ritmo de crecimiento elevado, basado, en buena parte, en los estímulos monetarios y fiscales que recibe el gasto

GRÁFICO 1

Producto interior bruto

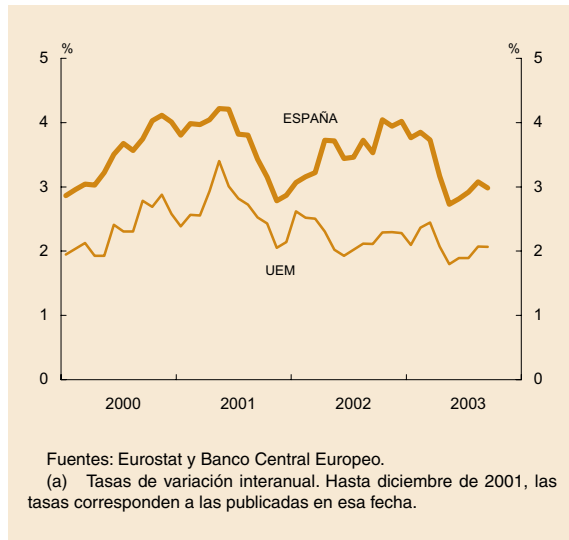


de las familias y las empresas, y en el fuerte aumento del consumo público. También la inversión empresarial —en un contexto financiero más holgado, especialmente por parte de las empresas— y, más recientemente, el empleo han dado síntomas de recuperación, tras un largo período de debilidad. No obstante, subsisten algunas dudas sobre la sostenibilidad de la recuperación estadounidense, en un horizonte de medio plazo, por la persistencia de importantes desequilibrios en la balanza por cuenta corriente y sus potenciales efectos sobre los tipos de cambio y los tipos de interés. De cara al futuro, el mantenimiento de las ganancias de productividad de la economía norteamericana —más allá de las que se derivan del fuerte ajuste que ha experimentado el empleo recientemente— es un factor clave para la consolidación de la recuperación.

La contribución de otras áreas a la consolidación de la expansión económica mundial es

GRÁFICO 2

Índices armonizados de precios de consumo (a)



dispar. Los países del este de Asia, con la participación cada vez más destacada de la economía china, son los que dan pruebas de un mayor dinamismo. Japón, por su parte, ha crecido mucho más de lo esperado en el segundo trimestre, aunque no se han despejado las dudas sobre su capacidad para acometer un proceso de recuperación sostenido, a pesar de la mejor posición financiera de las empresas y la fortaleza de sus exportaciones, especialmente a los países asiáticos. Las economías del este de Europa han seguido mostrando, en general, un crecimiento bastante positivo, aunque se aprecia, en el lado negativo, una sustancial ralentización del proceso de consolidación fiscal en algunos países. Por otra parte, en Latinoamérica la mejora de las condiciones financieras y la relajación de las políticas monetarias, que se han reflejado en el descenso de los diferenciales de tipos de la deuda soberana y en un buen comportamiento de las bolsas de valores, no han sido suficientes para evitar una desaceleración adicional de la economía real, con la excepción destacada de Argentina, dados sus bajos niveles de partida.

La actividad económica en la zona del euro se ha mantenido prácticamente estancada durante la primera mitad del año, como consecuencia de la fuerte atonía registrada por la inversión empresarial y las exportaciones, lo que afectó negativamente a la actividad industrial. El tono expansivo de las políticas macroeconómicas ha moderado la desaceleración del gasto de los consumidores y ha limitado el ajuste del empleo no industrial, apreciándose una modesta recuperación del crédito al sector privado en los meses más recientes. Aunque los indicadores reales no muestran todavía signos clara-

mente positivos, los indicadores de opinión, tanto desde el punto de vista de las empresas como de los consumidores, han mejorado en los últimos meses. Las expectativas de recuperación en la segunda mitad de este año se basan en la contribución positiva de la demanda externa y en la mejora de la inversión. Los síntomas de recuperación que comienzan a percibirse en el comercio mundial y las condiciones favorables de financiación existentes en la zona del euro permiten sustentar esas expectativas. Sin embargo, persisten algunos riesgos en ambos frentes, habida cuenta de la incertidumbre sobre la evolución futura del tipo de cambio del euro y de la dificultad de determinar en qué medida las empresas han terminado de sanear sus balances, tras la fase anterior de intenso crecimiento del endeudamiento.

La tasa de aumento del IAPC del conjunto de la zona del euro se estabilizó en septiembre en el 2,1% y se espera que se mantenga en torno a esa cifra hasta finales de año. El ligero repunte que han registrado los costes laborales unitarios en los últimos trimestres se explica por la falta de sensibilidad de los incrementos salariales al bajo crecimiento de la productividad, lo que ha supuesto que se comprimieran los márgenes empresariales en el segundo trimestre.

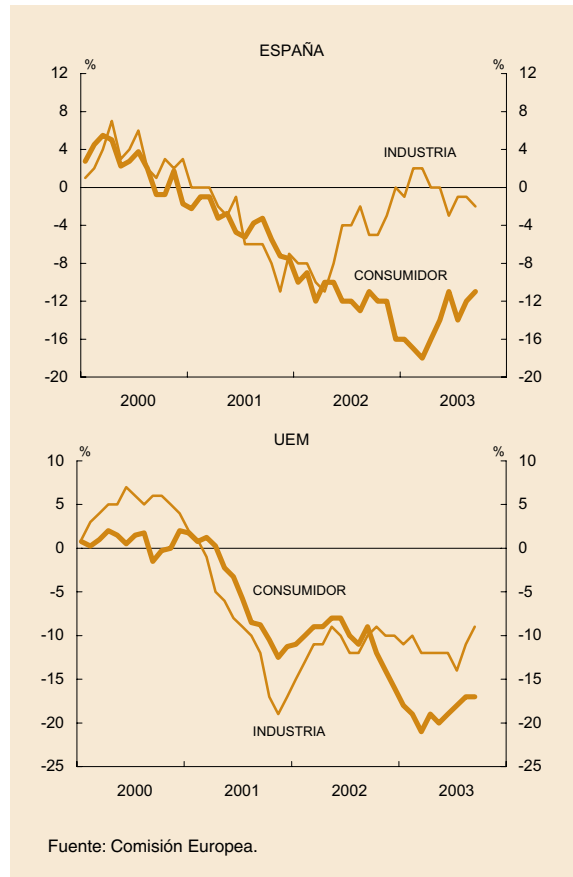
En esta situación, no se han producido cambios importantes en las condiciones monetarias del conjunto de la zona, tras el descenso de los tipos de interés oficiales acordado el pasado mes de junio. En cualquier caso, la curva de expectativas de tipos del mercado monetario ha invertido su pendiente, que ahora es ligeramente positiva, sin que este cambio haya modificado sustancialmente los tipos de los plazos más largos. Como el déficit público de algunas de las principales economías ha tendido a ampliarse, incluso en términos ajustados de ciclo, el tono general de las políticas macroeconómicas ha acentuado su carácter expansivo, que solo se ha visto parcialmente atenuado por la apreciación del euro.

En este sentido cabe enfatizar, como se ha hecho en otros informes trimestrales, la necesidad de preservar la credibilidad del Pacto de Estabilidad y Crecimiento como requisito para mantener la capacidad estabilizadora de la política fiscal y asegurar el adecuado funcionamiento de la Unión Monetaria. Las autoridades europeas deben garantizar el cumplimiento de las normas y los procedimientos establecidos, con objeto de promover el mantenimiento de la disciplina fiscal en todos los Estados miembros.

En la posición cíclica más avanzada en la que se encuentra la economía española, cuyo

GRÁFICO 3

Indicadores de confianza

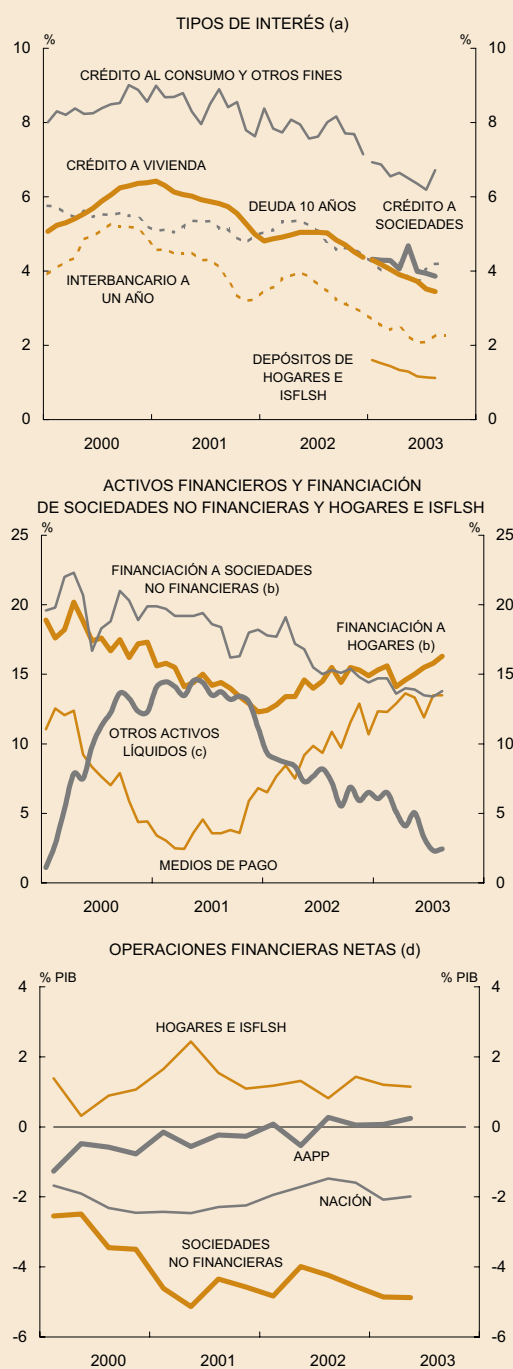


diferencial de crecimiento con los países de la zona euro ha tendido a ampliarse a lo largo de 2003, las condiciones monetarias establecidas por el Eurosistema resultan particularmente holgadas. En esta situación, la política presupuestaria aplicada por las autoridades españolas ha estado encaminada a la consolidación de la estabilidad de las finanzas públicas, y así lo muestran los datos disponibles sobre la ejecución del presupuesto del Estado para los nueve primeros meses del año, y el avance de liquidación de 2003 y el proyecto de presupuestos para 2004 que se han presentado al Parlamento, en los que el cierre equilibrado de las cuentas es una característica común.

La recaudación impositiva a lo largo del año actual ha mostrado un considerable dinamismo, que solo parece haberse moderado, ligeramente, en los datos más recientes: por su parte, los mayores aumentos del gasto están teniendo lugar en las partidas relacionadas con el funcionamiento del Estado y en la inversión pública. Se espera que, en el conjunto de 2003, la contribución de las Administraciones Públicas al crecimiento de la renta disponible de las familias sea apreciable, similar a la del pasado ejercicio.

GRÁFICO 4

Indicadores financieros de la economía española



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) Incluye crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores y financiación intermediada por fondos de titulización. La financiación a sociedades no financieras incluye, además, valores de renta fija.

(c) Incluye depósitos a plazo, adquisiciones temporales, valores bancarios, depósitos de residentes en el exterior y participaciones en FIAMM.

(d) Datos acumulados de cuatro trimestres.

El aumento estimado para la demanda interna real de la economía española en el tercer trimestre de 2003, del 3,3% en términos interanuales, es una décima superior al del trimestre precedente, observándose, dentro de esta notable estabilidad, un crecimiento algo más elevado en el gasto de los consumidores y una suave desaceleración de la inversión en capital fijo. En lo que se refiere a este agregado, la inversión en construcción ha mantenido su fortaleza, aunque algo atenuada, mientras que la recuperación iniciada por la inversión en equipo en los trimestres precedentes ha tendido a moderarse. El comportamiento desde el lado de la demanda se ha reflejado en las distintas ramas productivas, donde el hecho más destacado ha sido, sin duda, la pérdida de ritmo de la actividad industrial.

Los factores que explican la continuidad en el crecimiento del gasto de las familias a lo largo del año —en consumo y en inversión residencial— son similares a los que se identificaron en pasados ejercicios. El crecimiento de la renta disponible real está siendo elevado y se estima que, en el promedio de 2003, alcanzará una magnitud próxima a la del año pasado, apoyado en la fortaleza del empleo y en los ingresos salariales, en parte respaldados por los pagos atrasados derivados de las cláusulas de revisión salarial de 2002. Adicionalmente, hay que tener en cuenta las ganancias de riqueza, tanto real —derivada de la revalorización de los activos inmobiliarios— como financiera —tras la recuperación de las bolsas de valores, así como por el mantenimiento de unas condiciones de financiación muy distendidas.

De hecho, la financiación recibida por los hogares acentuó su tasa de avance en el tercer trimestre, hasta situarse por encima del 16%, apoyada en la evolución de los créditos dirigidos a la financiación de vivienda, cuyos tipos de interés se redujeron marginalmente. El crédito al consumo y a otras actividades también aumentó más que en el trimestre precedente, pero de forma muy atenuada, habiéndose registrado un pequeño repunte en los tipos de interés aplicados a estas operaciones. Sin embargo, a pesar del aumento del endeudamiento, la carga financiera de las familias continúa situada en unos niveles confortables, en torno al 14% de su renta disponible.

Las condiciones financieras para el sector empresarial están siendo igualmente desahogadas, habiendo mantenido los flujos de financiación recibida un ritmo de aumento ligeramente inferior al registrado en el segundo trimestre, pero por encima, aún, del 13%. Los tipos aplicados han disminuido algo y la mejora de las bolsas (cotizaciones más altas y menor

variabilidad de las mismas) ha facilitado la posibilidad de captación de recursos ajenos. Las empresas han continuado aumentando sus *ratios* de endeudamiento, aunque, tampoco en este caso, la carga financiera pueda considerarse elevada, dados los bajos tipos de interés aplicados. La moderación en el ritmo de recuperación de la inversión empresarial en bienes de equipo que parece observarse en los datos del tercer trimestre habría que atribuirlos, por tanto, a la incertidumbre que siguen reflejando las encuestas de opinión del sector industrial, en un contexto en el que las exportaciones —y con ellas la actividad de la industria— han mostrado un cierto retraimiento.

La desaceleración que se aprecia en los datos de exportación disponibles para el tercer trimestre responde, por una parte, a que el tono de los mercados exteriores sigue siendo bastante deprimido, en especial los europeos, y, por otra, a que la comparación de las últimas cifras publicadas se está realizando ya con un período (la segunda mitad de 2002) en el que las ventas al exterior recuperaron un notable dinamismo. En cualquier caso, el retroceso de las exportaciones a Europa está siendo bastante acusado, y solo se ve atenuado por su evolución en otras áreas, más equilibrada, para lo cual, los precios de venta han tenido que experimentar un fuerte descenso (del orden del 10%) y compensar, así, el efecto de la apreciación del euro. Los indicadores del sector turístico, por su parte, han mostrado una cierta moderación en el conjunto del tercer trimestre.

Aunque la desaceleración de las importaciones ha discurrido paralela con la de la exportación, ha sido de menor cuantía, y ha afectado, sobre todo, a los productos intermedios no energéticos, en línea con el comportamiento observado en la industria. Los precios han mantenido, en general, un comportamiento muy favorable, con la única excepción de los bienes intermedios no energéticos, que están aumentando apreciablemente.

A pesar de que algunos de los indicadores sobre la evolución del empleo habían atenuado su comportamiento expansivo durante el tercer trimestre, los datos de la EPA que se acaban de publicar han dado pruebas de que la creación de puestos de trabajo mantiene un notable dinamismo. De hecho, según esta encuesta, la tasa de aumento del empleo en los meses de verano ha sido del 2,8%, dos décimas superior a la del trimestre precedente. El modesto aumento del desempleo se explica, por tanto, por el vigor que sigue mostrando la población acti-

va, derivado del continuo incremento en la tasa de actividad de la economía.

En cuanto a los salarios, una vez absorbido el impacto de los pagos atrasados derivados de la activación de las cláusulas de salvaguardia en los primeros meses del año, su ritmo de aumento tenderá a estabilizarse, en la línea marcada por la negociación colectiva. Los incrementos salariales acordados en lo que va de año superan a los que tuvieron lugar en el pasado ejercicio, extremo que han confirmado también los resultados del Índice de Costes Laborales. El aumento de los salarios, combinado con el bajo crecimiento de la productividad, ha hecho que la tasa de aumento de los costes laborales unitarios se mantuviera por encima del 3% en el promedio de los tres trimestres del año transcurridos, sin que se aprecie una tendencia a la moderación.

Este es un factor que puede estar dificultando la desaceleración de los precios en la segunda mitad de 2003, sobre todo en aquellos sectores en los que las condiciones de la demanda o la falta de competencia favorecen la ampliación de los márgenes de explotación. A ello hay que añadir el aumento que han experimentado los precios de algunos alimentos en los que las condiciones de oferta, ya sean de carácter coyuntural o de naturaleza más estructural, han acentuado considerablemente su ritmo de avance.

En esta situación, la tasa de aumento del IPC en septiembre fue del 2,9%, igual que en el promedio del trimestre, y el diferencial con respecto a la UEM —medido con el índice armonizado— se ha estabilizado en torno a un punto porcentual (nueve décimas porcentuales en septiembre). Destacan, por su cuantía, los diferenciales que se están acumulando en los alimentos no elaborados y en los bienes industriales no energéticos, que superan al que tradicionalmente se observa en el componente de servicios.

En definitiva, la economía española se enfrenta a la incipiente recuperación de la economía mundial desde una situación favorable, anclada en una elevada capacidad de generar empleo, y bien posicionada para aprovechar la expansión de los mercados internacionales. No obstante, para que esas posibilidades de mayor crecimiento se materialicen, es preciso que la demanda interna evolucione de forma acorde con el crecimiento de la renta y del empleo, y que los incrementos de precios y salarios se moderen, facilitando el mantenimiento de la competitividad, y favoreciendo un crecimiento basado en mayor medida en la inversión.

2. Entorno exterior del área del euro

Durante el segundo trimestre, las principales economías del entorno exterior del área del euro registraron una aceleración de la actividad, apoyada en el tono expansivo de las políticas de demanda. Sin embargo, todavía subsisten incertidumbres acerca de la solidez del proceso de recuperación, especialmente a medio plazo, por los desequilibrios de la economía norteamericana y los problemas estructurales de Japón.

La evolución de los mercados financieros internacionales estuvo condicionada por el comunicado del G-7 del pasado 20 de septiembre, que pidió una mayor flexibilidad cambiaria y provocó una rápida depreciación del dólar, en un primer momento, especialmente frente al yen, lo que motivó intervenciones cambiarias por parte de las autoridades japonesas que frenaron esta tendencia, en tanto que continuó la depreciación frente al euro. Aunque las bolsas reaccionaron inicialmente de forma negativa, posteriormente se recuperaron. También prosiguió el ascenso de los tipos de interés a largo plazo, aunque a un ritmo bastante más moderado. Las condiciones de financiación empresarial siguieron mejorando, si bien menos rápidamente que en meses anteriores.

En los *Estados Unidos*, el PIB creció finalmente un 3,3% (trimestral anualizado) durante el segundo trimestre de 2003, por encima de las expectativas iniciales. El crecimiento se apoyó en el gasto público, en el consumo privado (3,8% trimestral anualizado) y en la inversión empresarial, que recuperó tasas positivas por primera vez desde finales de 2002. La productividad continuó mostrando un notable dinamismo (6,8% trimestral anualizado), debido, parcialmente, al mal comportamiento del mercado de trabajo. Los indicadores del tercer trimestre siguen mostrando un comportamiento dinámico de la economía, especialmente por parte del consumo privado, incentivado por las rebajas fiscales, si bien la confianza de los consumidores se resintió de la atonía del mercado laboral, aunque volvió a mejorar en octubre. En cuanto a la demanda de inversión, las señales son mixtas. Por un lado, las empresas sanearon su posición financiera significativamente, pero, por otro, la utilización de capacidad se mantuvo en niveles reducidos y los pedidos de bienes duraderos retornaron a tasas negativas en agosto. Sin embargo, la producción de bienes de equipo aumentó un 5,2% entre julio y septiembre. Respecto al mercado laboral, el empleo continuó contrayéndose, por la presión sobre los márgenes empresariales inducida por la desaceleración de la inflación, hasta septiembre, mes en el que aumentaron tanto la contratación como el porcentaje de empresas con incrementos de plantilla. Además, en las últimas sema-

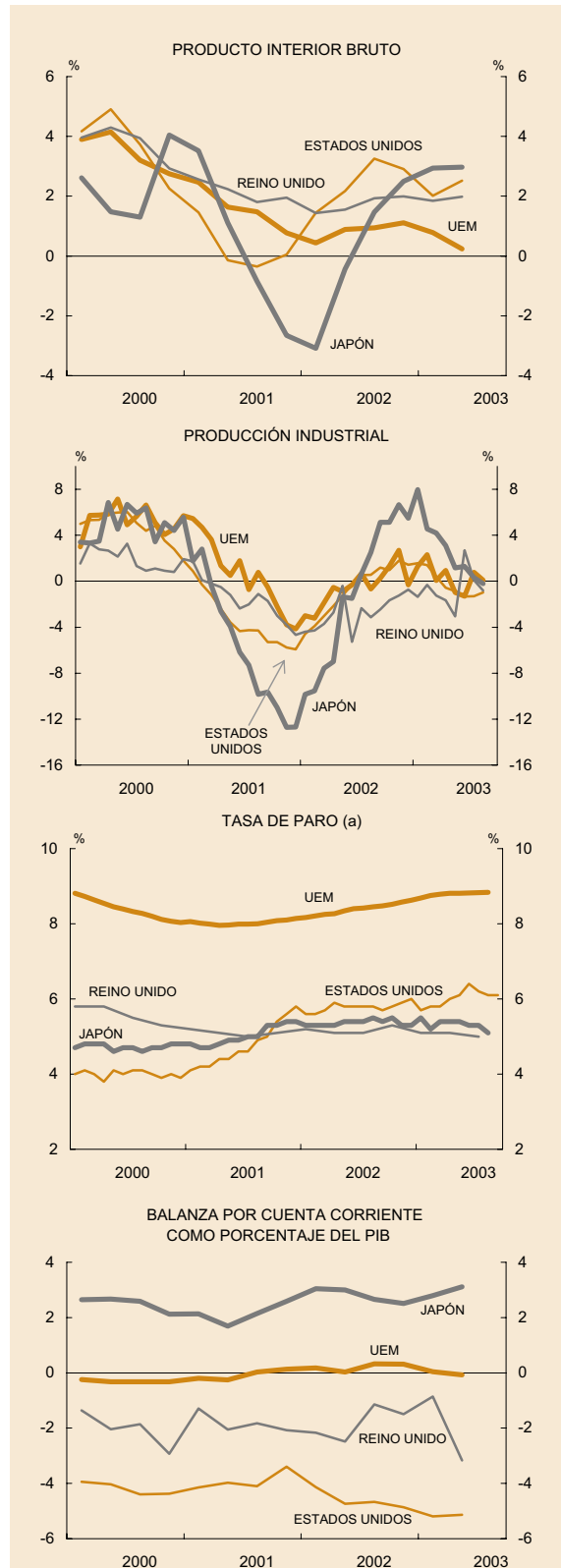
nas las solicitudes de prestación de desempleo disminuyeron de forma sensible. En septiembre, el incremento de los precios al consumo subió una décima, hasta el 2,3% interanual, pero la subyacente volvió a reducirse hasta el 1,2% interanual, la tasa más baja en 38 años. El impacto negativo sobre los márgenes empresariales se refleja aún más en los precios de producción, cuya tasa subyacente se desaceleró en septiembre hasta el 0,1%. El déficit comercial volvió a disminuir ligeramente en agosto frente a los meses anteriores, a causa de la desaceleración de las importaciones. Finalmente, el déficit del Gobierno central en el año fiscal 2003 se situó en el 3,5% del PIB, por debajo de las estimaciones oficiales previas.

En *Japón*, la economía registró un fuerte repunte durante el segundo trimestre del año, hasta alcanzar una tasa de crecimiento del 3% interanual (1% trimestral), impulsada por el dinamismo de la formación bruta de capital (10,4% interanual), que se apoyó en el aumento de los beneficios empresariales y en las expectativas de mejoría del entorno exterior. Los indicadores disponibles para el tercer trimestre muestran una cierta desaceleración, inducida por la caída del consumo privado, que también se ha reflejado en la producción industrial (-0,7% mensual en agosto). En cuanto al mercado laboral, la tasa de paro se redujo sensiblemente en agosto, hasta el 5,1%, pero se debió básicamente a la disminución de la población activa. No obstante, las perspectivas son positivas, como muestran la significativa mejoría de los indicadores de confianza y la recuperación de las exportaciones. Por otro lado, aunque en agosto el incremento de precios al consumo se situó en el -0,3% interanual, una décima por debajo de la del mes anterior, prosiguió la desaceleración de la caída de la tasa subyacente (-0,1% interanual). El Banco de Japón aumentó adicionalmente el tono expansivo de la política monetaria, con un incremento de la meta cuantitativa de 2 billones de yenes (hasta un rango de 27-32 billones de yenes), y prorrogó por un año más, hasta septiembre de 2004, el plazo de compras de acciones en poder de la banca privada.

En el *Reino Unido*, tuvo lugar una importante revisión del crecimiento del segundo trimestre (0,6% trimestral y 2% interanual, frente al 0,3% trimestral y 1,8% interanual previamente estimados), a causa, por un lado, de un mayor dinamismo de la construcción y de la formación bruta de capital fijo y, por otro, de la contracción de las importaciones. Según el avance de la Contabilidad Nacional, el crecimiento en el tercer trimestre fue del 1,9% interanual (0,6% trimestral). Los indicadores económicos disponibles para dicho trimestre muestran una cierta moderación del consumo privado y retrocesos

GRÁFICO 5

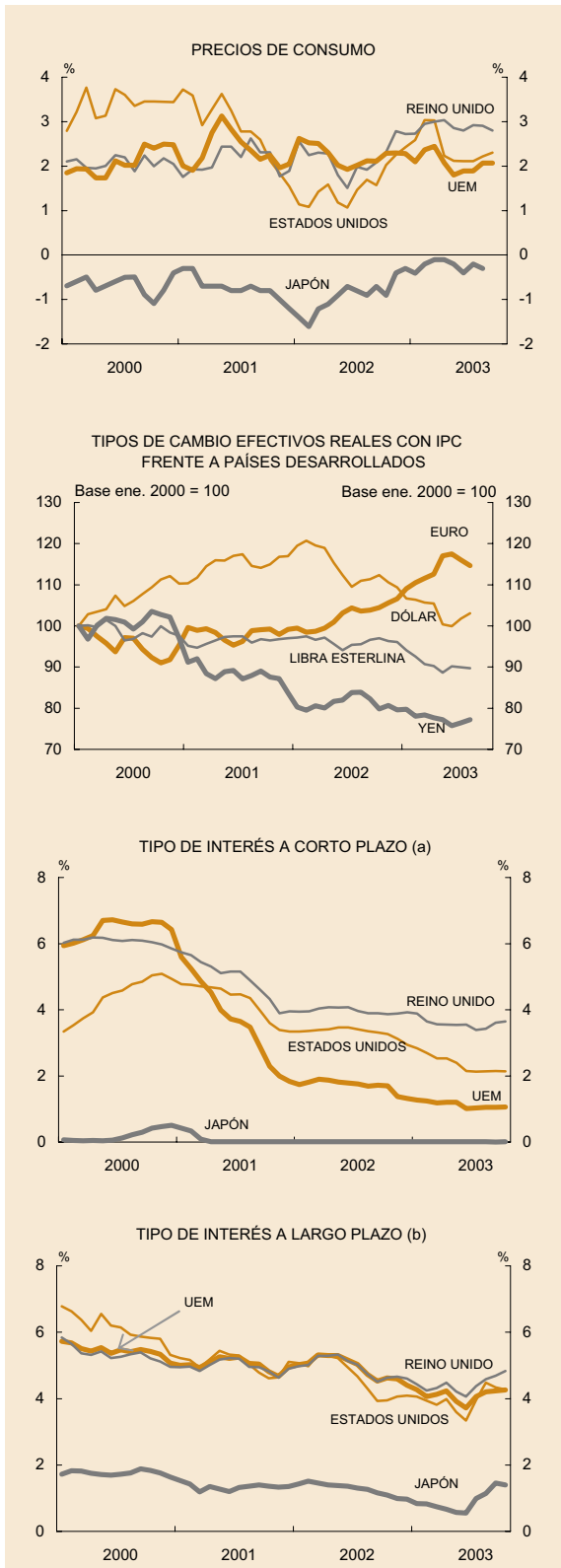
Principales indicadores macroeconómicos
Tasas de variación interanuales



Fuentes: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.
(a) Porcentaje de la población activa.

GRÁFICO 6

Precios, tipo de cambio real y tipos de interés

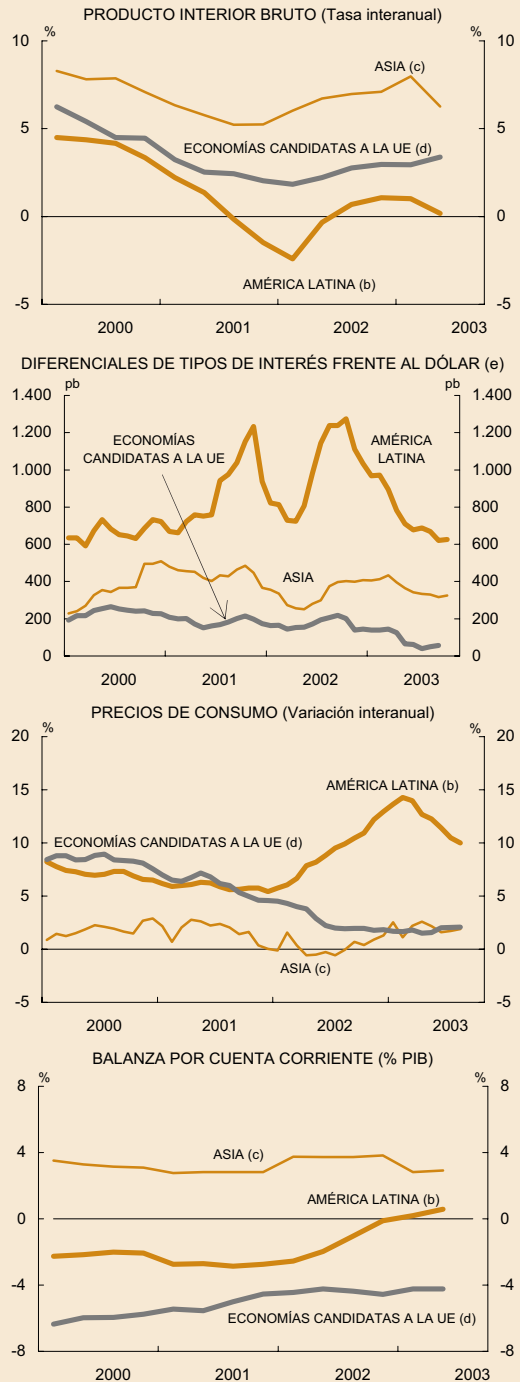


Fuente: Banco de España.

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

GRÁFICO 7

Economías emergentes: principales indicadores macroeconómicos (a)



Fuentes: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- (a) El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.
- (b) Argentina, Brasil, Chile, Méjico, Colombia, Venezuela y Perú.
- (c) China, Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur y Taiwán.
- (d) Letonia, Lituania, Estonia, Chequia, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.
- (e) Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de las economías candidatas corresponden a Hungría y Polonia.

en la producción industrial y las exportaciones. Sin embargo, la confianza empresarial se mantuvo en niveles elevados en los últimos meses y la situación del mercado laboral siguió siendo positiva, con una tasa de paro del 5% de la población activa. En cuanto a los precios de consumo, bajaron una décima en septiembre, hasta el 2,8% interanual, y el índice armonizado se mantuvo en el 1,4%. Los precios de la vivienda moderaron ligeramente su crecimiento, aunque las tasas siguieron siendo elevadas.

En los *países candidatos a la Unión Europea*, el crecimiento del PIB en el segundo trimestre del año fue en general bastante positivo, con las excepciones de la República Checa y de Hungría (2,1% y 2,4% interanual, respectivamente). El crecimiento se apoyó en las exportaciones, salvo en Hungría, y en el consumo, excepto en Eslovaquia. En este país, tuvo lugar una aceleración de la inflación, en contraste con el resto de la región, a causa de los aumentos de precios administrados y de impuestos indirectos, lo que afectará a más países en 2004. Los procesos de consolidación fiscal empeoraron en prácticamente todos los países. Estos factores llevaron a las distintas autoridades monetarias a frenar la tendencia descendente de los tipos de interés, con la excepción de Eslovaquia. En el ámbito político, Estonia y Letonia aprobaron en referéndum su adhesión a la UE, con lo que se completa el ciclo de consultas populares de los futuros países miembros.

En *Asia*, la actividad económica registró, con las excepciones de Tailandia y sobre todo de China, un pulso débil en el segundo trimestre, a causa, en buena medida, de los efectos negativos del síndrome respiratorio agudo y severo (SARS), pero los indicadores más recientes muestran una rápida reactivación, apoyada por la finalización de dicha epidemia y por la recuperación del comercio exterior. En cuanto a China, la necesidad de una apreciación del yuan se discutió en numerosos foros internacionales, dadas las elevadas exportaciones y la acumulación de reservas internacionales del país, pero las autoridades chinas se muestran reacias a modificar su régimen cambiario.

En *América Latina*, prosiguió la evolución positiva de las variables financieras, gracias a

las entradas de capitales externos y a la reducción de los diferenciales de bonos corporativos de las economías avanzadas, y a pesar del repunte de los tipos a largo plazo de las mismas. Las bolsas registraron fuertes ganancias y los tipos de cambio se mantuvieron estables, excepto en el caso de Méjico, cuya moneda se depreció. Los diferenciales de deuda soberana prosiguieron su descenso, aunque a ritmos más moderados y, en varios casos, se situaron en niveles cercanos o inferiores a los mínimos históricos. Por otro lado, en el segundo trimestre se desaceleró fuertemente el crecimiento del PIB, por la debilidad de la demanda interna y la desaceleración de las exportaciones, con las excepciones de los países que han atravesado crisis recientes, en especial Argentina. No obstante, la relajación de las políticas monetarias y la mejoría del entorno exterior ofrecerían una base para una incipiente recuperación, que, hasta ahora, se ha reflejado solo timidamente en los indicadores.

Por países, en Argentina se intensificó la recuperación de la actividad en el segundo trimestre (7,6% interanual), crecimiento que continuaría, a la vista de los indicadores disponibles, en el tercero, en un entorno de contención de la inflación. Por otro lado, se alcanzó finalmente un nuevo acuerdo con el FMI por tres años y se anunciaron las líneas generales de la propuesta de reestructuración de la deuda externa, que implicaría importantes descuentos en el valor de los bonos. En Brasil, se acentuó la ralentización de la actividad en el segundo trimestre (el PIB cayó un 1,4% interanual), pero los indicadores disponibles del tercero muestran algún síntoma de reactivación, por la mejoría de las expectativas y la intensa relajación de la política monetaria acumulada desde junio (750 puntos básicos). En Méjico, el crecimiento fue débil en el segundo trimestre (0,2% interanual), mientras que en el tercero se aprecian indicios de mejoría, centrados en el consumo y la inversión. Sin embargo, las exportaciones no reflejan aún la recuperación de la actividad industrial en EEUU. Desde comienzos de octubre se frenó el descenso de los tipos de interés, a raíz de la depreciación del peso. En Chile, la estabilidad financiera apoyó el crecimiento, si bien tuvo lugar cierta desaceleración en agosto, a tenor de los indicadores más recientes.

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

La información disponible sobre la evolución económica del área del euro en el tercer trimestre proporciona algunos indicios que apuntan a una modesta recuperación de la actividad, tras el estancamiento observado en la primera mitad del año. Por el momento, estas señales se concentran en los indicadores de confianza de los agentes, que miden la percepción de estos últimos acerca de la evolución económica, sin que se encuentre todavía una confirmación concluyente en los indicadores cuantitativos que reflejan la trayectoria de la actividad productiva y la demanda. En particular, ni la demanda interna ni la procedente del resto del mundo parecen haber adquirido, por el momento, un ritmo de avance sostenido. No obstante, el contexto actual europeo se caracteriza por el mantenimiento de condiciones financieras favorables, la ausencia de desequilibrios macroeconómicos significativos y un fortalecimiento paulatino de la economía del resto del mundo, por lo que aglutina los ingredientes precisos que deberían permitir una recuperación progresiva de la actividad en los próximos trimestres. Entre los elementos que podrían limitar la intensidad de este proceso, se encuentran la posibilidad de que las empresas del área continúen inmersas en un proceso de saneamiento de sus balances, las tensiones que se manifiestan en los precios del petróleo y la incertidumbre sobre la evolución de los mercados cambiarios. Además, las dificultades de algunos Estados miembros para reconducir sus déficit públicos hasta niveles compatibles con los compromisos adquiridos constituyen una fuente adicional de preocupación, que, en los próximos meses, pondrá a prueba el funcionamiento de los mecanismos de vigilancia multilateral de las políticas presupuestarias. Finalmente, deben valorarse favorablemente los pasos más decididos de algunos países para poner en marcha reformas que mejoran la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo y estimulan un funcionamiento más eficiente de sus economías.

3.1. Evolución económica

De acuerdo con la estimación más reciente de la Contabilidad Nacional del área, el PIB experimentó una leve contracción del 0,1% en el segundo trimestre del año, en términos intertrimestrales, frente a la variación nula de los tres meses precedentes. En tasa interanual, se registró un modesto aumento del 0,2%, cinco décimas por debajo de la tasa observada en el trimestre precedente (véase gráfico 8). En términos intertrimestrales, la aportación de la demanda interna —excluidas las existencias— a la expansión del producto ascendió, como en los tres primeros meses del año, a dos décimas, lo que obedeció a un comportamiento no-

tablemente expansivo del consumo público y a la evolución dispar de sus dos restantes componentes. Así, mientras que el ritmo de avance del consumo privado se moderó sustancialmente, la caída de la formación bruta de capital fijo también se atenuó, lo que fue consecuencia de la mejora tanto del componente de bienes de equipo como del de construcción. Por su parte, la contribución negativa de la demanda externa al crecimiento del producto —de 0,4 pp— fue similar a la observada en el primer trimestre, como resultado de los efectos contrapuestos de la desaceleración de la caída de las exportaciones y del comportamiento algo más dinámico de las importaciones.

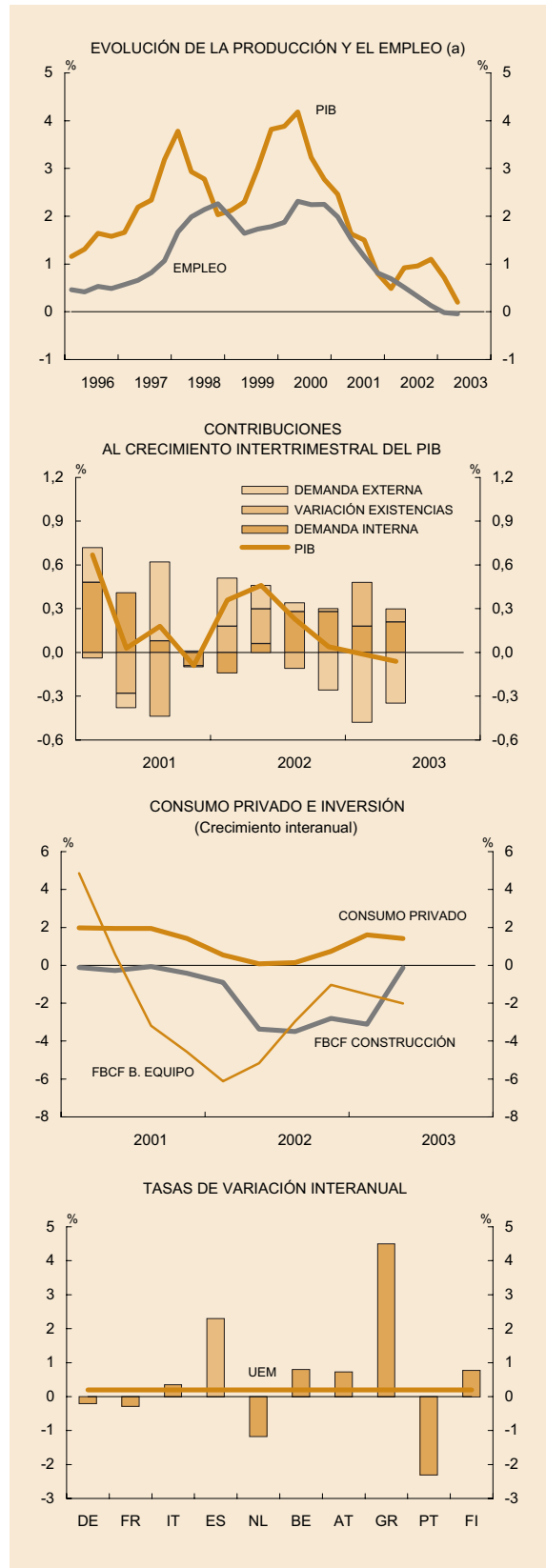
El desglose de la Contabilidad Nacional por países en el segundo trimestre revela que, entre las diez economías del área para las que se dispone de datos, se registró un crecimiento intertrimestral negativo del producto en cinco de ellas, incluidas las tres de mayor tamaño, esto es, Alemania (−0,1%), Francia (−0,3%) e Italia (−0,1%). En los tres casos, la aportación del sector exterior al crecimiento fue negativa (−0,5%, −0,2% y −0,7%, respectivamente). En cuanto a la demanda interna, el consumo privado y la formación bruta de capital fijo tuvieron un crecimiento próximo a cero en Alemania y Francia, mientras que en Italia se observó una mayor fortaleza del consumo privado y una cierta recuperación de la inversión, que, no obstante, siguió mostrando una tasa de expansión negativa. Alemania e Italia —además de los Países Bajos— han mostrado caídas del PIB durante, al menos, dos trimestres consecutivos, lo que suele identificarse con una situación de recesión de la actividad.

Por ramas de producción destaca la notable contracción sufrida por el valor añadido en la industria (excluida la construcción), que, tras crecer un 0,1% en los tres primeros meses del año, cayó un 0,8% en el segundo trimestre. Por su parte, la construcción, que se expandió a una tasa del 0,4%, registró la primera tasa de crecimiento intertrimestral positiva desde el cuarto trimestre de 2001. Finalmente, el valor añadido del sector servicios aumentó un 0,2%, tasa análoga a la observada en los trimestres previos.

Los indicadores disponibles sobre la evolución de la actividad en el tercer trimestre del año apuntan a un ligero fortalecimiento del crecimiento del PIB. Por lo que respecta a los indicadores de oferta, los índices de confianza del sector servicios mostraron mejoras sustanciales a lo largo del tercer trimestre del año, reflejo de unas perspectivas que son algo más favorables que las del sector manufacturero. Respecto a este, el índice de directores de compras PMI, que había registrado descensos en todos los

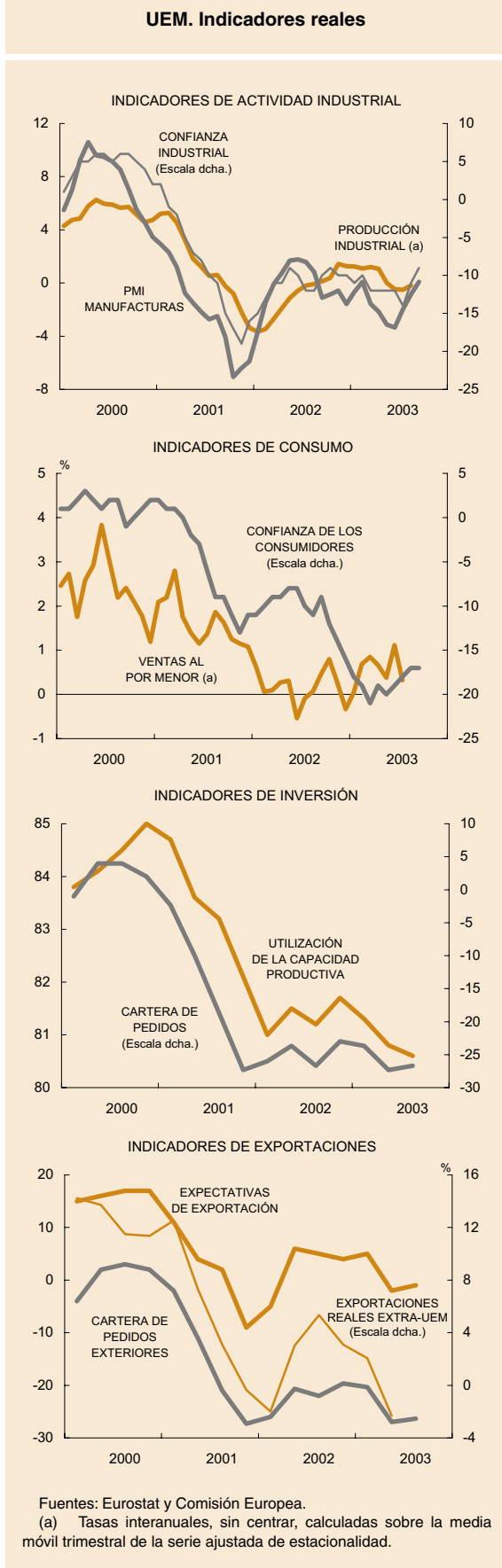
GRÁFICO 8

Contabilidad Nacional de la UEM



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

GRÁFICO 9



meses del segundo trimestre, ha aumentado ininterrumpidamente a lo largo del tercero, hasta situarse en septiembre por encima del nivel 50, indicativo de que los encuestados esperan una recuperación en el sector. De modo análogo, el índice de confianza industrial que se ha obtenido de la encuesta realizada por la Comisión Europea ha repuntado, aunque moderadamente, a lo largo del tercer trimestre. La mejora observada entre los meses de junio y septiembre se debe, en su mayor parte, al componente referido a las expectativas de producción futura, en tanto que los otros dos componentes (pedidos corrientes y existencias de productos terminados) apenas han variado entre ambas fechas. Adicionalmente, la encuesta contiene una pregunta (cuyos resultados no forman parte del índice) referida a la percepción de la evolución de la producción en el pasado reciente, en la que la mejoría es aún más titubeante. La disociación observada en los últimos años en esta y en otras encuestas de confianza entre las expectativas relativas a la evolución futura y la valoración de la situación presente es objeto de análisis en el recuadro 1. En todo caso, merece la pena destacar la escasa traslación de las mejoras en los indicadores de confianza industrial a los indicadores cuantitativos del sector. Así, aunque el índice de producción industrial (excluida la construcción) siguió una evolución errática en julio y agosto, atribuible a factores temporales, de la consideración conjunta de ambos datos no parece desprenderse una mejoría sustancial.

Por el lado de la demanda, los indicadores disponibles apuntan a una modesta recuperación en el tercer trimestre. En particular, los indicadores referidos al consumo privado han registrado, en general, avances de pequeña magnitud. Así, en los últimos meses ha proseguido la mejora, iniciada en primavera, de los indicadores de confianza de consumidores y minoristas procedentes de la encuesta de la Comisión Europea (véase gráfico 9). Las matriculaciones de automóviles también han mostrado una mayor fortaleza en los meses de verano. Sin embargo, estos avances no se observan, por el momento, en las ventas al por menor, que han tendido a estancarse en meses recientes. Por lo que respecta a la demanda de bienes de equipo, las perspectivas inmediatas no son muy halagüeñas, toda vez que ni la utilización de la capacidad productiva ni la valoración de la evolución de la cartera de pedidos realizada por los propios empresarios industriales proporcionan, por el momento, indicios sólidos de recuperación. En cuanto a la demanda externa, los indicadores de expectativas de exportación de la industria y de la cartera de pedidos procedentes del exterior se estabilizaron en el tercer trimestre, tras el deterioro experimentado en la primavera.

Evolución reciente de los indicadores de confianza y perspectivas de recuperación económica en la UEM

Los indicadores de confianza que recogen los resultados de encuestas realizadas a los agentes privados acerca de su percepción de la situación económica tienden a anticipar la evolución de la actividad. Las encuestas incorporan habitualmente preguntas que se refieren a la valoración de la situación económica o de la evolución de la producción o de la demanda en el momento en que se realiza la encuesta o en el pasado reciente, en tanto que otras son relativas a las expectativas futuras. Las diferencias en la evolución de ambos tipos de respuestas pueden servir para valorar la información contenida en los movimientos del indicador agregado. En principio, parece razonable otorgar mayor validez a un aumento de la confianza basado en una mejora conjunta de las dos clases de indicadores, mientras que, por ejemplo, un aumento fundamentado únicamente en expectativas más halagüeñas puede revertir si esas expectativas se ven frustradas.

El indicador de sentimiento económico elaborado por la Comisión Europea referido a la UEM —que sintetiza la evolución de las encuestas de confianza del consumidor, la industria, el comercio minorista y la construcción— ha registrado una mejora en el período más reciente, tras el deterioro que venía experimentando desde mediados de 2002 (véase el primero de los gráficos adjuntos). Esta mejora, que se inició en el primer trimestre de 2003 en los indicadores referidos al consumidor, sector servicios —no incluido en el indicador de sentimiento económico— y comercio minorista, y, en el tercer trimestre, en el caso de la confianza industrial, podría estar anticipando una recuperación de la actividad económica en el futuro próximo. No obstante, un comportamiento similar del indicador de sentimiento económico se produjo a finales de 2001 y a comienzos de 2002, y fue seguido de una aceleración del ritmo de crecimiento del PIB del área del euro, pero esta mejoría fue poco duradera. Este precedente suscita dudas sobre la fiabilidad de la señal que actualmente están dando las encuestas de confianza. A fin de valorar la calidad de esa señal, resulta relevante analizar la evolución que han mostrado en ambos períodos los indicadores que miden las expectativas y aquellos que reflejan la situación reciente, que se representan en los gráficos adjuntos junto con la tasa de variación interanual de la variable económica con la que cabe esperar una mayor relación en cada caso.

Por lo que se refiere a la confianza de los consumidores, en el segundo gráfico se observa cómo, desde finales de 2001, se produjo una disociación entre la percepción de la situación económica en el futuro próximo, que mejoró, y la opinión sobre el pasado más reciente, que prosiguió con el deterioro que venía mostrando desde comienzos de ese año. Aún así, en la segunda mitad del año, se observó una recuperación del ritmo de crecimiento del consumo privado que, sin embargo, se detuvo en tasas reducidas, ligeramente por encima del 1%. En el año 2003, por el contrario, ambos indicadores han mostrado una mayor sintonía, con una estabilización a comienzos de año, seguida por un repunte común, que ha sido más intenso en el caso del indicador de expectativas. En el caso del sector servicios (véase el tercer gráfico), no se observó en 2002 una divergencia tan acentuada, si bien la mejora de la evolución esperada de la demanda fue más temprana y más intensa que la de la evolución observada, justo lo contrario de lo que ha ocurrido a lo largo del presente año.

Por último, como se observa en el gráfico inferior, el indicador de expectativas futuras de la confianza industrial registró a finales de 2001 un incremento muy acentuado, que fue seguido, meses más tarde, por una mejora de la valoración de la tendencia reciente de la producción, así como por un aumento del ritmo de expansión de la producción industrial, si bien este solo alcanzó tasas muy moderadas. La evolución de ambos indicadores en los últimos meses muestra una cierta analogía con la primera fase del repunte anterior, con una estabilización del indicador de la tendencia reciente y unas expectativas que han aumentado significativamente.

En conjunto, aunque con cautela en el caso del sector industrial, se aprecia que la mejora reciente de las encuestas de opinión no muestra la brecha entre la percepción de las expectativas y de la situación actual que se registró el pasado año, lo que permite mantener mayor confianza en una próxima recuperación de la actividad.

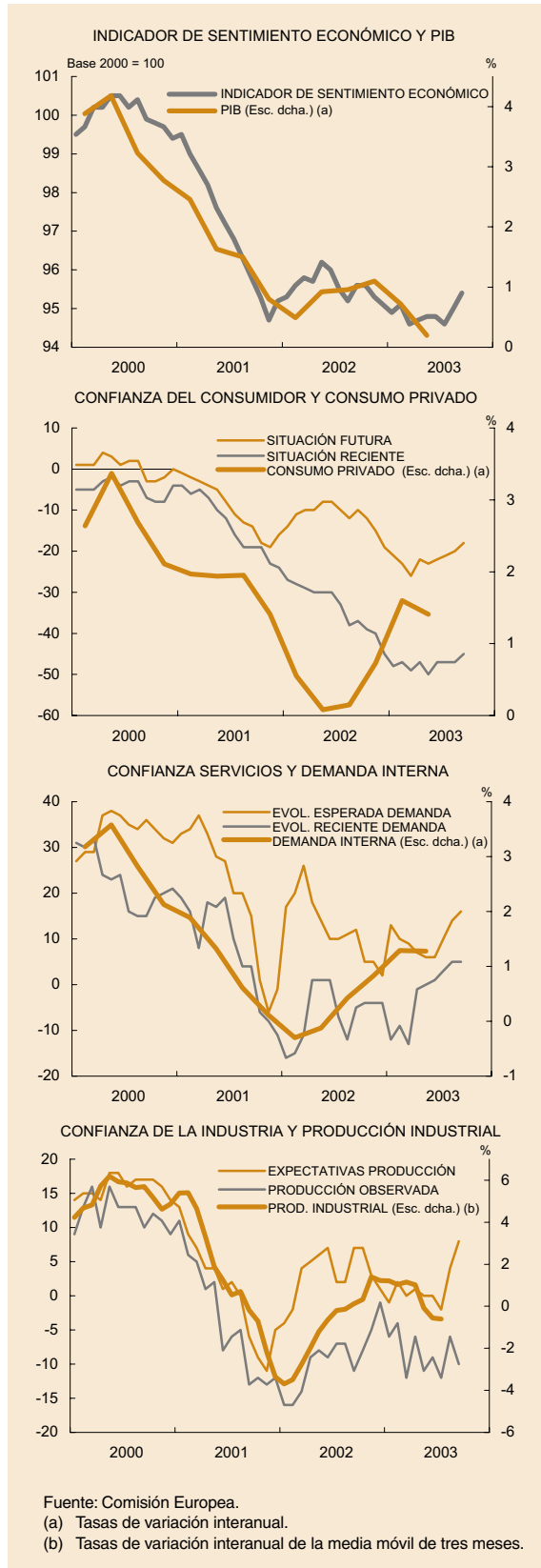
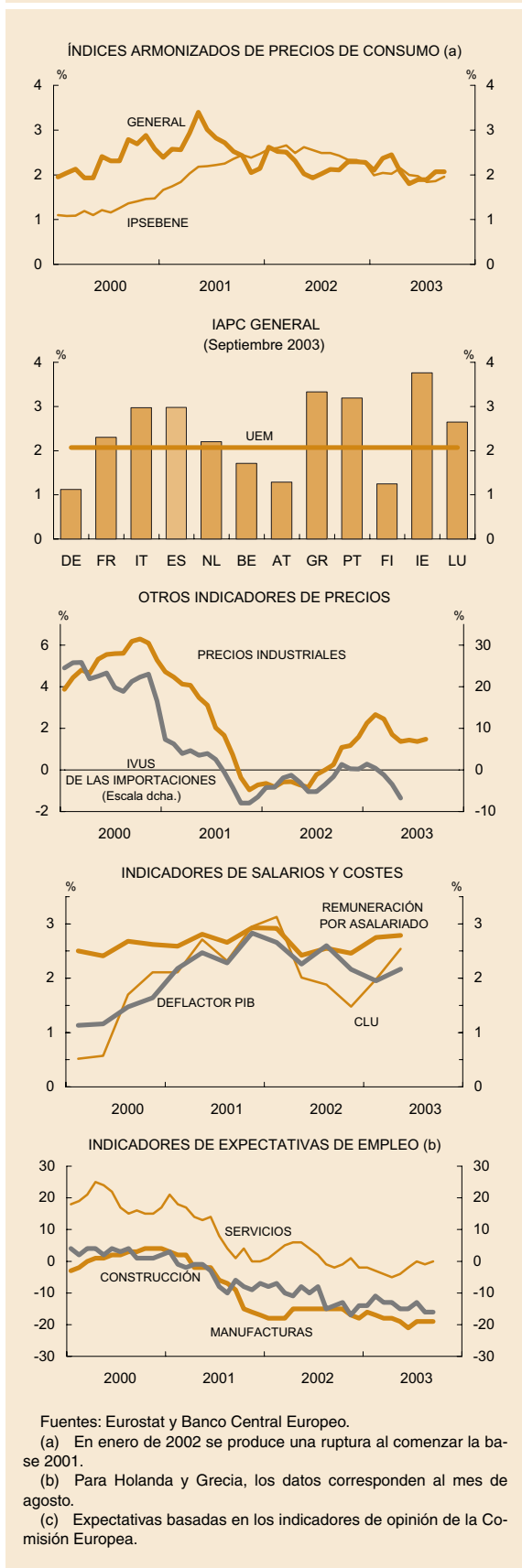


GRÁFICO 10

UEM. Indicadores de precios, salarios y empleo
Tasas de variación interanuales



Por lo que concierne al mercado de trabajo del área, en el período abril-junio, el empleo siguió estancado por cuarto trimestre consecutivo. En tasa interanual, la generación neta de puestos de trabajo fue negativa en la primera mitad del año —aunque en una magnitud insignificante—, lo que no ocurría desde 1994. Esta evolución apenas ha tenido incidencia sobre la tasa de desempleo de la UEM: aunque no se ha interrumpido la paulatina tendencia al alza que esta variable viene mostrando desde mediados de 2001, en agosto permaneció en el 8,8% de la población activa, nivel alcanzado en el pasado mes de marzo. En cuanto a las perspectivas futuras, los indicadores de expectativas de evolución del empleo en las distintas ramas productivas procedentes de las encuestas de opinión de la Comisión Europea han tendido a estabilizarse a lo largo del tercer trimestre del año en la industria y a repuntar en los servicios, en tanto que han registrado un ligero empeoramiento en la construcción (véase la parte inferior del gráfico 10).

En conclusión, a tenor de la evolución de los distintos indicadores disponibles, parece plausible un escenario de moderado fortalecimiento del ritmo de avance del producto del área en la segunda mitad de 2003, sin que se aprecien indicios claros acerca de cuál puede ser el componente de la demanda que lidere este mayor dinamismo. En este sentido, la evolución del consumo privado puede verse favorecida por el mantenimiento de bajos tipos de interés, por el efecto riqueza derivado de la revalorización de la vivienda y de las bolsas y por la incidencia positiva que la apreciación cambiaria y la prevista disminución de la inflación pueden tener sobre la evolución de la renta disponible de las familias. Sin embargo, las mediocres perspectivas de comportamiento del empleo y las dificultades para estabilizar la situación presupuestaria en algunos países constituyen fuentes de incertidumbre que pueden tender a atemperar el gasto de las familias. En el caso de la inversión, aunque los bajos tipos de interés y cierta mejora de las condiciones financieras configuran un panorama favorable, resulta incierto hasta qué punto las empresas han culminado el ajuste de sus balances tras la anterior etapa de aumento de sus deudas. Finalmente, el estímulo a la demanda exterior que proviene de la recuperación en otras áreas geográficas puede verse contrarrestado por la apreciación cambiaria.

La trayectoria de los precios de consumo del área ha venido caracterizada por una modesta aceleración del ritmo de avance del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), desde el 1,9% en junio hasta el 2,1% en septiembre (véase gráfico 10). Ello se debió, sobre todo, al repunte de los precios de los alimentos no

CUADRO 1

Indicadores económicos de la UEM

	2002				2003			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR (a)	IV TR (b)
PIB								
Crecimiento interanual	0,5	0,9	1,0	1,1	0,7	0,2		
Crecimiento intertrimestral	0,4	0,5	0,2	0,0	0,0	-0,1		
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,0; 0,4)	(0,2; 0,6)
IPI (d)	-2,6	-0,6	-0,2	1,3	1,1	-0,3	0,3	
Sentimiento económico	95,6	96,0	95,4	95,3	94,9	94,8	95,0	
Confianza industrial	-13,0	-10,0	-11,3	-9,7	-11,0	-12,0	-11,4	
PMI manufacturas	48,3	51,4	50,5	49,0	49,3	47,1	49,1	
Confianza servicios	3,0	5,3	-0,7	-4,3	-5,7	-2,0	5,3	
PMI servicios	52,1	52,9	50,9	50,5	48,9	47,9	51,9	
Tasa de paro	8,2	8,3	8,5	8,6	8,7	8,8	8,8	
Confianza consumidores	-10,0	-8,3	-10,0	-14,0	-19,3	-19,3	-17,3	
IAPC (d) (e)	2,5	1,9	2,1	2,3	2,4	1,9	2,1	
IPRI (d) (e)	-0,6	-0,8	0,3	1,6	2,5	1,4	1,5	
Precio del petróleo en \$ (e)	23,7	24,1	28,4	28,2	30,3	27,6	27,1	29,9
Préstamos al sector privado (d) (e)	5,5	5,4	5,1	4,8	4,7	4,6	4,9	
Rendimiento bonos a diez años UEM	5,1	5,3	4,8	4,5	4,2	4,0	4,2	4,3
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,01	-0,10	-0,46	-0,51	-0,22	-0,32	0,09	0,03
Tipo de cambio dólar/euro (e)	0,872	0,998	0,986	1,049	1,090	1,143	1,165	1,179
Apreciación / Depreciación del euro (e)	-1,0	13,2	11,9	19,0	3,9	9,0	11,1	12,4
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	1,6	-15,2	-39,1	-34,5	-12,9	2,9	4,1	9,1

Fuentes: Eurostat, BCE y Banco de España.
(a) La información en cursiva no recoge el trimestre completo.
(b) Información disponible hasta el día 23 de octubre de 2003.
(c) Previsiones de crecimiento intertrimestral.
(d) Crecimiento interanual.
(e) Datos de fin de período. Para la variación de los tipos de cambio y la bolsa, son variaciones porcentuales acumuladas en el año.

elaborados (que son tradicionalmente, junto con los de los bienes energéticos, los más volátiles), lo que está ligado al impacto que las altas temperaturas registradas durante el mes de agosto han tenido sobre la producción de estos bienes. Por su parte, la tasa de incremento del IPSEBENE —indicador que reúne los precios de los servicios y de los bienes no energéticos— ha permanecido estable en el nivel del 2% entre los meses de junio y septiembre. Finalmente, el índice de precios industriales creció un 1,4% interanual en agosto, ritmo de incremento similar al que viene mostrando desde el mes de mayo. Por componentes, destaca la evolución alcista del componente de bienes energéticos, que ha compensado la mayor moderación de los precios del resto de bienes intermedios, en tanto que las tasas de variación de los precios industriales de los bienes de consumo y de capital han permanecido estables.

En cuanto a las perspectivas inflacionistas, existen algunos elementos moderadores de la dinámica de los precios, tales como la persis-

tencia de una brecha elevada entre los niveles de producción potencial y observado, y la evidencia de que la apreciación cambiaria no se ha trasladado aún plenamente a los precios de los bienes de importación (véase recuadro 2). Sin embargo, la evolución de los costes internos arroja algunas dudas sobre esas perspectivas. Así, el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se ha acelerado en medio punto porcentual en cada uno de los dos primeros trimestres del año, hasta situarse en una tasa del 2,5% en el período abril-junio. El aumento registrado en el segundo trimestre se debió casi en su totalidad a la caída de la tasa de expansión de la productividad aparente del trabajo (hasta el 0,2%), en un contexto en que el ritmo de aumento de la remuneración por asalariado se situó en el 2,8%. El deflactor del PIB creció en el segundo trimestre un 2,2%, dos décimas más que en el primero, con lo que la aceleración de los costes laborales unitarios se tradujo, además, en una compresión de los márgenes empresariales.

La incertidumbre acerca de la evolución del precio del petróleo también constituye un condicionamiento importante de las perspectivas inflacionistas del área. En la etapa más reciente, el mantenimiento del precio del barril de petróleo en niveles elevados, en torno a los 30 dólares por barril, refleja, sobre todo, un conjunto de factores de oferta, que incluyen las dificultades para restablecer el suministro de crudo iraquí, el impacto de las crisis políticas en Nigeria y Venezuela sobre la producción de estos países y la decisión de la OPEP de reducir las cuotas de sus países miembros. Además, en Estados Unidos, las existencias se encuentran por debajo de sus niveles habituales en estas fechas del año.

El superávit acumulado de la balanza por cuenta corriente del área en el período de doce meses que finalizó en agosto de 2003 alcanzó los 33,9 mm de euros, lo que supone una continuación del descenso iniciado tras el máximo de 67 mm alcanzado en el último trimestre de 2002. Esta disminución se explica por la caída del superávit de la balanza de bienes, que se debió al descenso del volumen de exportaciones y de sus precios, motivados por la apreciación cambiaria, en tanto que el nivel nominal de las importaciones se mantuvo inalterado. La disminución del saldo acumulado de doce meses de la balanza básica entre diciembre de 2002 y agosto de 2003 fue más pronunciada (al pasar de 129 mm de euros a 59,6 mm) y fue consecuencia, sobre todo, de las menores entradas netas de inversión en cartera, en tanto que las menores salidas netas de inversión directa y el deterioro de la balanza por cuenta corriente tendieron a compensarse entre sí.

En el terreno de la política fiscal, las estimaciones desveladas por algunos gobiernos y la información más reciente sobre ejecución presupuestaria apuntan a que, en muchos casos, los déficit públicos en 2003 superarán con claridad los niveles proyectados en los Programas de Estabilidad e, incluso, los previstos por la Comisión Europea en la pasada primavera. Esta evolución refleja, en gran medida, la revisión a la baja del crecimiento económico en un gran número de países, que se ha materializado, fundamentalmente, en menores ingresos impositivos, aunque también en mayores gastos en protección social. No obstante, en algunos casos, el deterioro de las cuentas públicas es también, en parte, imputable a la puesta en marcha de medidas para estimular la actividad y que incluyen, en particular, rebajas impositivas. Sin embargo, es posible que estas acciones no logren cumplir con este propósito si conducen a un deterioro de la situación presupuestaria, pues es concebible que, en ese contexto, los agentes privados decidan no destinar

el incremento resultante de su renta disponible a expandir su gasto, aumentando su ahorro por motivos precautorios. En estas circunstancias, es particularmente importante que se pongan en marcha medidas de consolidación que aseguren el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y mantengan su credibilidad, y, de este modo, fomenten el crecimiento a largo plazo. En este contexto se enmarcan las medidas propuestas por el Gobierno alemán, en su mayoría todavía pendientes de aprobación parlamentaria, y que incluyen, entre otras, el adelantamiento a 2004 de la rebaja del impuesto sobre la renta inicialmente proyectada para 2005 y la eliminación de determinadas deducciones de la base del impuesto, una amnistía fiscal para los capitales repatriados, una reforma en profundidad del sistema de prestaciones por desempleo, cambios en el sistema de pensiones y diversas medidas para contener el gasto en sanidad.

El procedimiento de déficit excesivo abierto a Francia el pasado 3 de junio concedió al Gobierno francés cuatro meses para adoptar medidas correctoras. Transcurrido este período, la Comisión Europea ha juzgado que las medidas adoptadas —que incluyen el aumento de la imposición indirecta y la reforma del sistema de pensiones— no serán suficientes para que el déficit nominal se sitúe por debajo del 3% en 2004. De hecho, el anteproyecto de presupuestos en dicho país prevé que el déficit público alcance el 4% del PIB en 2003 y el 3,6% en 2004. Además, el Gobierno francés ha revisado al alza en un punto su proyección hecha en junio de la *ratio* de deuda en 2003, hasta el 61,4%. De conformidad con el artículo 104.8 del Tratado de la Unión Europea, la Comisión Europea someterá al próximo Consejo ECOFIN del 4 de noviembre una recomendación para que este decida valorar que Francia no ha tomado medidas efectivas para poner fin a la situación de déficit excesivo antes de 2004. Asimismo, continuando con los pasos establecidos en el procedimiento de déficit excesivo y de acuerdo con el artículo 104.9 del Tratado, la Comisión Europea ha realizado otra recomendación al Consejo para que se reclame a Francia la adopción de medidas que permitan reducir el déficit por debajo del 3% del PIB. En esa recomendación, la Comisión Europea reconoce el impacto negativo de la desaceleración cíclica sobre la situación presupuestaria francesa y el esfuerzo de ajuste previsto para 2004, y propone ampliar por un año —esto es, hasta 2005— el plazo marcado para que el déficit excesivo se corrija. Sin embargo, se exige un mayor ajuste en el saldo presupuestario ajustado del ciclo en 2004 y 2005, la concreción antes del 15 de diciembre de este año de las medidas que deben adoptarse a tal fin y la obligatoriedad de que el

RECUADRO 2

Los efectos de la evolución del tipo de cambio del euro sobre las importaciones extra e intra-UEM

Una apreciación del tipo de cambio nominal del euro otorga, en principio, a las empresas exportadoras localizadas en países fuera de la UEM la posibilidad de abaratar los precios de sus exportaciones al área medidos en esa moneda, lo que incentiva la demanda de importaciones procedentes de esos países. Sin embargo, es probable que esas empresas decidan no trasladar plenamente la apreciación cambiaria a sus precios en euros, incrementando sus márgenes por unidad de producto en su moneda, de tal forma que la ganancia de cuota de mercado sería menor que si el nuevo precio en euros reflejara plenamente el efecto de la apreciación. Por su parte, ante la pérdida de competitividad que representa la apreciación del euro, las empresas de la UEM cuya producción compite en el mercado interno con las importaciones de empresas localizadas fuera del área pueden mantener sus precios, en cuyo caso experimentarían, probablemente, una pérdida de cuota de mercado, o, por el contrario, pueden modificar sus precios a la baja —y, por tanto, sus márgenes— para limitar la pérdida de competitividad. Estos argumentos operan de forma simétrica ante una depreciación de la moneda única. En la práctica, el grado de traslación de la apreciación a los precios en euros de las empresas localizadas tanto dentro como fuera del área dependerá de factores tales como la estructura competitiva de la industria en que opere el exportador, la elasticidad de la demanda a la que se enfrenta, la situación coyuntural de la demanda interna del área y su percepción (y la confirmación posterior) acerca del carácter persistente o transitorio de los movimientos cambiarios. Ante variaciones del tipo de cambio cabe esperar, por tanto, modificaciones de los precios y volúmenes de las importaciones procedentes de otros países de la UEM y del resto del mundo (en adelante, importaciones intra-UEM y extra-UEM), que dependerán, en parte, de las decisiones que adopten las empresas de cada zona.

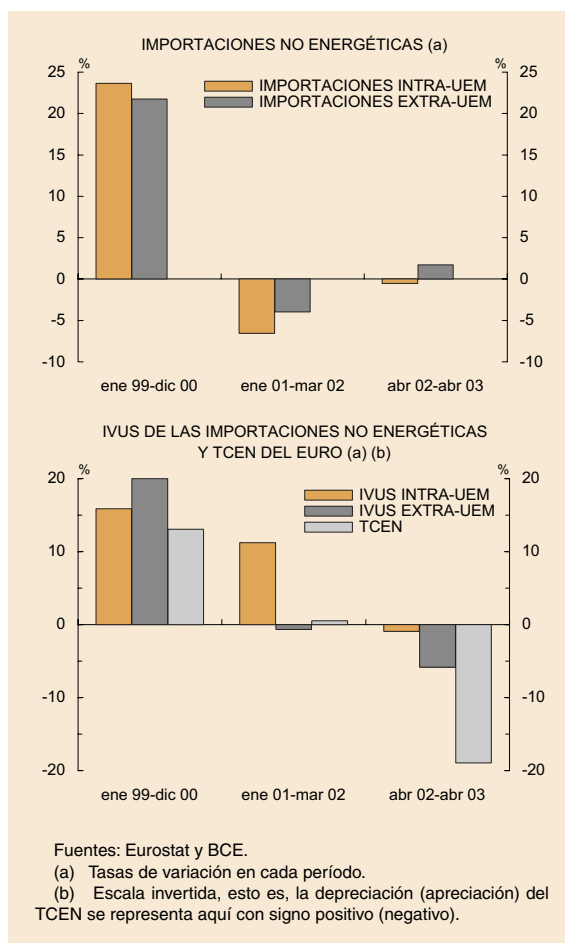
Atendiendo a la evolución del tipo de cambio efectivo nominal del euro desde 1999, pueden distinguirse tres etapas: la primera abarca los dos primeros años de existencia de la UEM y se caracteriza por una sustancial depreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro (TCEN); en la segunda etapa, que llega hasta el primer trimestre de 2002, el TCEN se mantuvo bastante estable; y, por último, se observa un período de intensa apreciación del euro, de casi el 20% en términos del TCEN, desde la primavera de 2002 hasta la actualidad.

Lo primero que se pone de manifiesto en la parte superior del gráfico adjunto es la evolución paralela que muestran por períodos las importaciones intra y extra-UEM, pese a las fuertes oscilaciones del tipo de cambio. Esto sugiere que las consideraciones de demanda pueden ser más relevantes que la evolución cambiaria a la hora de explicar el comportamiento de las importaciones. Sin embargo, se observan variaciones en la composición de las importaciones por origen que son relevantes y que pueden ser atribuidas a las variaciones en el tipo de cambio y, sobre todo, a las decisiones de traslación de esos movimientos cambiarios a los precios de las importaciones.

En la primera etapa tuvo lugar un crecimiento algo más reducido de las importaciones extra-UEM, aunque la diferencia respecto al incremento de las importaciones intra-UEM parece escasa, teniendo en cuenta la intensa depreciación del euro que se produjo durante ese período. Esto se debe, fundamentalmente, a que los precios de las importaciones intra-UEM se incrementaron de forma sustancial, lo que limitó las ganancias de competitividad de las empresas localizadas en la zona del euro, aunque esos precios crecieron menos que los de los competidores (véase el gráfico inferior). La fortaleza de la demanda interna de la UEM, obviamente, pudo ser un factor que impulsó los aumentos de precios de las importaciones, con independencia de su origen.

En el período intermedio se observa una mayor caída relativa de las importaciones intra-UEM, probablemente como consecuencia de su simultáneo encarecimiento, que, en una situación de estabilidad cambiaria, podría estar ligado a la paulatina traslación a los costes interiores europeos del anterior proceso de depreciación del euro y de fuerte incremento del precio del petróleo.

Finalmente, en la tercera fase las importaciones extra-UEM han presentado un comportamiento algo mejor como consecuencia de la apreciación del euro, que ha permitido a las empresas del resto del mundo abaratar sus exportaciones al área, aunque en una magnitud que solo equivale, aproximadamente, a una tercera parte de la variación del tipo de cambio, por lo que estos productores han podido simultáneamente ampliar sus márgenes de forma sustancial. Los exportadores intra-área también han tratado de reaccionar a la mayor fortaleza del euro, pero la compresión de precios que han podido introducir ha sido considerablemente más limitada, por lo que han debido afrontar una pérdida de competitividad y de cuota de mercado.



CUADRO 2

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

% del PIB

	2000	2001	2002	2003 (b)	2003 (c)
Bélgica	0,2	0,4	0,1	0,0	0,2
Alemania	-1,2	-2,8	-3,5	-2,8	-4,2
Grecia	-1,9	-2,0	-1,2	-0,9	-1,7
España	-0,9	-0,3	0,1	0,0	0,0
Francia	-1,4	-1,6	-3,1	-2,6	-4,2
Irlanda	4,4	0,9	-0,4	-0,7	-0,9
Italia	-1,8	-2,6	-2,3	-1,5	-2,6
Luxemburgo	6,4	6,1	2,5	-0,3	-0,6
Holanda	1,5	0,0	-1,6	-1,0	-2,6
Austria	-1,9	0,3	-0,2	-1,3	-1,0
Portugal	-3,1	-4,2	-2,7	-2,4	-2,9
Finlandia	7,1	5,2	4,2	2,7	2,4
PRO MEMORIA:					
UEM					
Saldo primario	4,2	2,3	1,4		0,7
Saldo total	-0,9	-1,6	-2,2	-1,8	-2,8
Deuda pública	69,5	69,2	69,0	68,6	70,4

Fuentes: Comisión Europea y Programas de Estabilidad nacionales.
 (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) Objetivos de los Programas de Estabilidad que fueron presentados entre noviembre de 2002 y enero de 2003.
 (c) Previsiones de otoño de 2003 de la Comisión Europea.

Gobierno francés se someta a un régimen de vigilancia reforzada, mediante la presentación de informes regulares acerca de la evolución presupuestaria.

3.2. Evolución monetaria y financiera

Como se ha señalado, la evolución económica reciente se ha caracterizado por el mantenimiento de unas perspectivas inflacionistas en línea con la definición de estabilidad de precios del BCE y por una mayor confianza en la recuperación de la actividad, aunque persisten dudas acerca de su intensidad. En este marco, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido mantener inalterados los tipos de interés oficiales a lo largo del tercer trimestre. Así, el tipo mínimo de las operaciones principales de financiación ha permanecido en el nivel del 2% acordado el pasado 5 de junio.

Como se puede apreciar en el segundo panel del gráfico 11, la pendiente ligeramente negativa mostrada por la curva de tipos de interés en los mercados monetarios en el mes de junio se tornó positiva con posterioridad. Al final de la tercera semana, el diferencial entre el plazo de un año y los plazos más cortos ascendía, aproximadamente, a unos 30 puntos básicos.

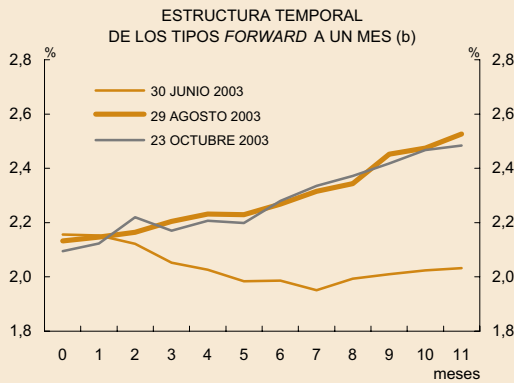
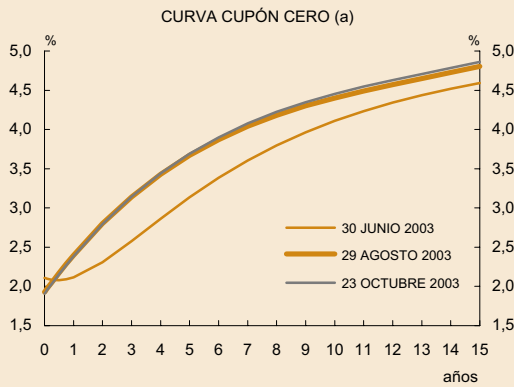
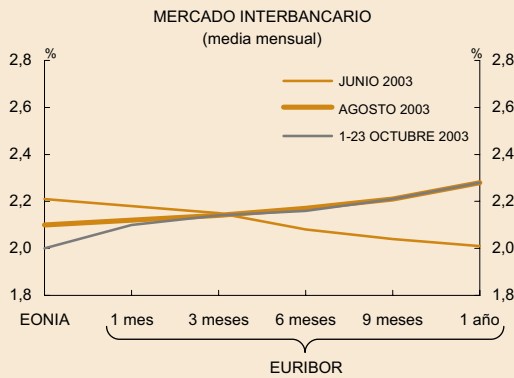
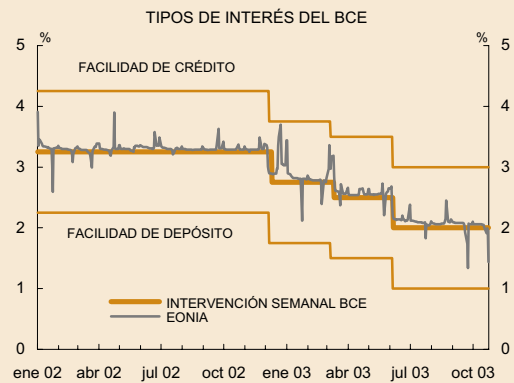
Esta evolución del mercado interbancario se ha trasladado al perfil de la curva de tipos de interés *forward* a un mes, que, en la tercera semana de octubre, refleja moderadas expectativas de un movimiento al alza de los tipos de interés hacia la próxima primavera.

Tras alcanzar un mínimo en torno al 3,6% en junio, los rendimientos al plazo de diez años en los mercados de deuda de la UEM comenzaron a incrementarse con posterioridad, hasta alcanzar el 4,3% a fecha de cierre de este Boletín, lo que podría reflejar un mayor optimismo por parte de los participantes en los mercados respecto a las perspectivas de crecimiento del área (gráfico 12). A lo largo del período considerado, los rendimientos de la deuda estado-unidense al mismo plazo han experimentado oscilaciones de mayor intensidad, y como resultado de ello el diferencial frente a la UEM, negativo en 40 puntos básicos en junio, se hizo positivo en una magnitud máxima de la misma cuantía en la segunda mitad de agosto y ha descendido desde entonces hasta anularse.

Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito del área del euro a las operaciones con sus clientes evolucionaron a la baja hasta el mes de julio. Sin embargo, en agosto, última observación disponible, mientras que los

GRÁFICO 11

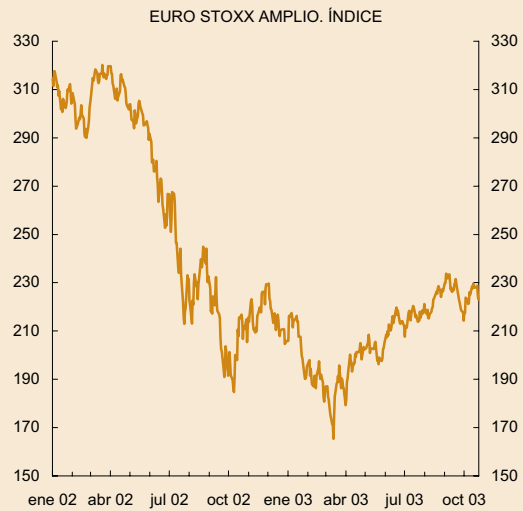
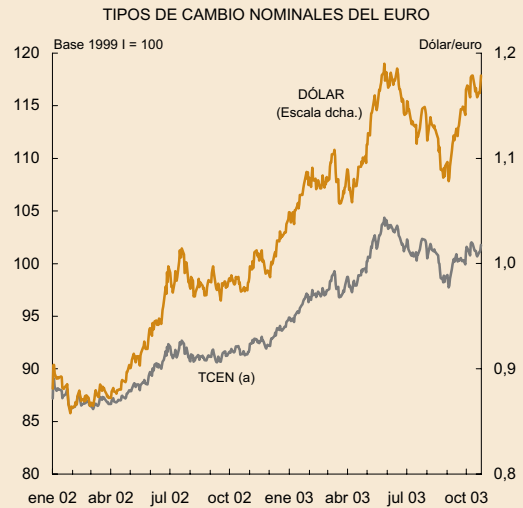
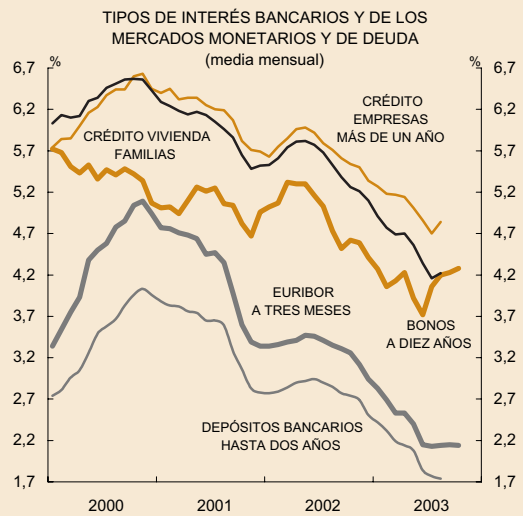
Tipos de interés de la zona del euro



Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.
 (a) Estimación con datos del mercado de swaps.
 (b) Estimado con los datos del EURIBOR.

GRÁFICO 12

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



Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.
 (a) Índice de tipo de cambio efectivo nominal. Grupo reducido de monedas definidas por el BCE.

tipos de las operaciones de activo hasta el plazo de un año y los de las operaciones de pasivo continuaron descendiendo, los tipos aplicables a los créditos a empresas a más de un año y a la adquisición de vivienda repuntaron al alza por primera vez desde mediados de 2002, lo que puede estar ligado al incremento de los tipos a largo plazo en los mercados de deuda.

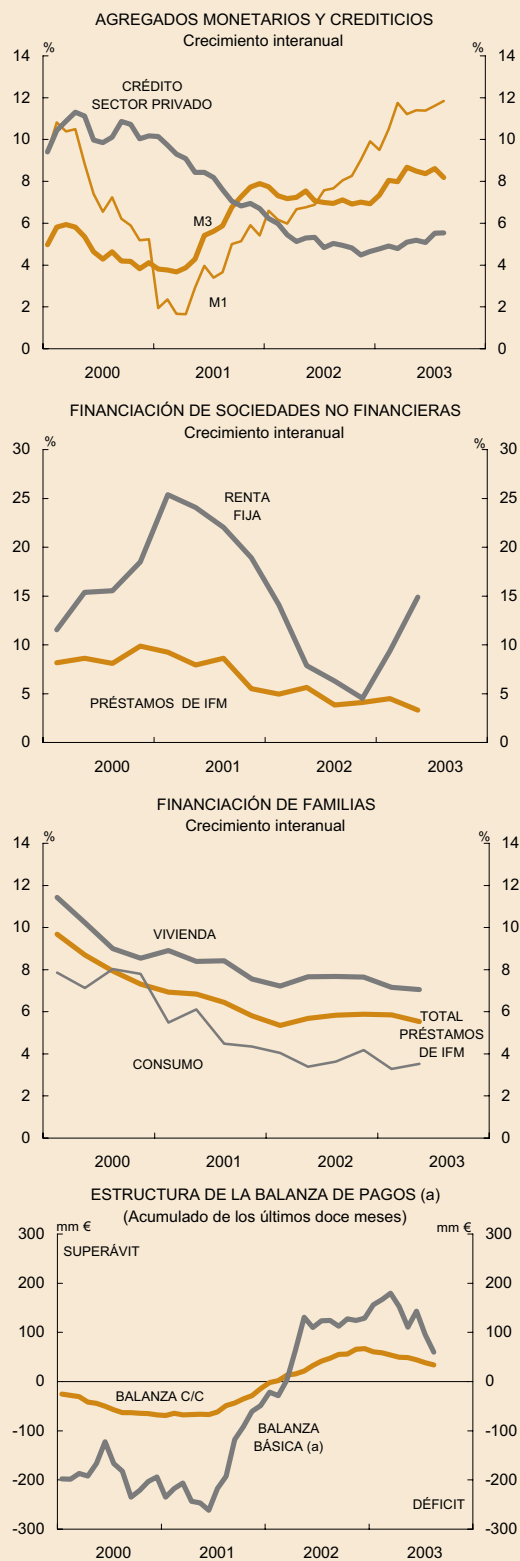
En los mercados bursátiles del área, el aumento de las cotizaciones que se inició a mediados del mes de marzo se prolongó hasta principios de septiembre, momento en que se inició un proceso de moderada corrección. Este ajuste, que no se produjo en la Bolsa estadounidense, coincidió con una etapa de intensificación de la apreciación cambiaria del euro, lo que induce a conjeturar que pueda estar relacionado con una revisión a la baja de las expectativas de beneficios de las empresas del área más expuestas a los movimientos del tipo de cambio frente al dólar, esto es, las exportadoras y las que en años recientes realizaron inversiones directas en Estados Unidos. En cualquier caso, a lo largo del mes de octubre, las bolsas europeas han tendido a recuperar el terreno perdido en septiembre. Entre los mínimos alcanzados en el mes de marzo y la fecha de cierre de este Boletín, el índice Euro STOXX amplio se ha revalorizado en una magnitud superior al 35%.

En los mercados de divisas, el comportamiento del tipo de cambio del euro ha mostrado dos fases claramente diferenciadas en meses recientes. A comienzos de junio se inició un debilitamiento gradual de la moneda europea frente al dólar y, en menor medida, frente a las divisas de sus principales socios comerciales, que se prolongó hasta los primeros días de septiembre y que podría estar relacionado con las mejores perspectivas de crecimiento de la economía norteamericana. Sin embargo, este proceso se invirtió con posterioridad, en particular, a raíz del comunicado emitido tras la reunión del G-7 en Dubai, en el que se afirmaba que era deseable una mayor flexibilidad cambiaria con vistas a favorecer un ajuste ordenado de los desequilibrios mundiales. Desde el comienzo del año, el euro acumula una apreciación aproximada del 13% en términos bilaterales frente al dólar y del 8% en términos efectivos nominales.

Aunque el agregado monetario M3 mantuvo ritmos de crecimiento elevados en los meses de julio y agosto, análogos a los del segundo trimestre del año, cabe destacar que la tasa interanual se redujo en agosto en cuatro décimas, hasta el 8,2%. En septiembre, M3 volvió a desacelerarse, mostrando una tasa interanual del 7,4%. La reducción de la incertidumbre prevalente en los mercados financieros podría ha-

GRÁFICO 13

Agregados monetarios y crediticios y balanza de pagos



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

ber favorecido el comienzo de una cierta reasignación de carteras, desde los activos de mayor liquidez y menor riesgo hacia activos financieros a largo plazo.

Por otra parte, el crecimiento del crédito concedido a los agentes privados residentes se aceleró ligeramente en el tercer trimestre, situándose, en tasa interanual, en el 5,5% en septiembre, lo que podría constituir un indicio de recuperación de la actividad económica del área, en un contexto de condiciones favorables de financiación (véase gráfico 13). Los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios llevada a cabo por el BCE sugieren que,

aunque las entidades de crédito del área en su conjunto continuaron endureciendo a lo largo del segundo trimestre del año las condiciones de los préstamos otorgados tanto a empresas como a familias, se ha reducido la proporción de instituciones que declaran haber actuado de esa forma. Además, también se reduce el número de entidades que prevén una disminución de la oferta de financiación a empresas en el tercer trimestre. Cabe recordar, no obstante, que estos resultados deben ser interpretados con cautela y, en particular, que resulta aventurada su utilización para valorar la evolución de la actividad, dada la corta historia de la Encuesta.

4. La economía española

Según las cifras de la CNTR, la demanda interna de la economía española mantuvo un ritmo de crecimiento estable en el segundo trimestre del año, del 3,2% en tasa real interanual, como consecuencia del renovado dinamismo del gasto en construcción y de la inversión en equipo, y del crecimiento sostenido del consumo final, que reflejó una ligera aceleración del consumo privado y un comportamiento menos expansivo del consumo público (véase gráfico 14). El sector exterior redujo en una décima su aportación negativa al crecimiento del producto, que, no obstante, continuó siendo muy abultada (-1 pp), dando lugar a una variación interanual del PIB del 2,3%, una décima por encima de la observada en los tres primeros meses del año. La información disponible para el tercer trimestre apunta hacia un comportamiento marginalmente más expansivo de la demanda interna, que habría registrado un ritmo de avance interanual del 3,3%, apoyada en el continuado crecimiento del consumo privado y de la inversión en construcción, y en una contribución más neutral de la variación de existencias, frente al valor ligeramente negativo del trimestre anterior. La aportación negativa al crecimiento del sector exterior se habría intensificado en una décima, en un contexto de pérdida de impulso tanto de las importaciones como, en mayor medida, de las exportaciones. En consecuencia, se estima que el PIB habría vuelto a experimentar un incremento real del 2,3%, en tasa interanual, a lo largo del tercer trimestre.

Desde la óptica del valor añadido, en el segundo trimestre se produjo una mejora de la actividad en la casi totalidad de las ramas productivas: la agricultura recortó de forma significativa su ritmo de descenso, la construcción experimentó un impulso, situando su tasa de variación interanual en el 4,1%, y el conjunto de los servicios elevó su ritmo de avance, destacando el dinamismo de los servicios de mercado; sin embargo, la industria, excluida la energía, mostró un retroceso en su tasa de crecimiento. De acuerdo con los indicadores disponibles, en el tercer trimestre tuvo lugar una desaceleración adicional de la industria, mientras que la construcción habría tendido a estabilizar su crecimiento y los servicios de mercado lo habrían reducido ligeramente; por el contrario, el proceso de recuperación de la agricultura se mantuvo y la producción energética experimentó un avance importante, impulsada por la ola de calor de los meses de verano.

En este contexto, el empleo ha mostrado una evolución muy estable en el conjunto de los tres primeros trimestres del año, al haber mantenido en el tercer trimestre la suave aceleración experimentada en el trimestre anterior, en el que se incrementó un 1,7%, en tasa inte-

ranual. Por tanto, la capacidad generadora de empleo del crecimiento español continúa siendo elevada y, en consecuencia, el avance de la productividad aparente del trabajo sigue siendo reducido. No obstante, la evolución del empleo por ramas de actividad no es homogénea, destacando el hecho de que la creación de puestos de trabajo se ha concentrado en la construcción y en los servicios.

El crecimiento de los salarios en la primera parte de 2003 ha estado condicionado por una aceleración de las tarifas salariales y por el pago de los atrasos derivados de las cláusulas de salvaguarda de 2002, que se ha traducido en un repunte de la remuneración por asalariado ya en el primer trimestre. Aunque este repunte se ha moderado ligeramente en el segundo trimestre, se ha trasladado a los costes laborales por unidad de producto, que han tendido a acelerarse. Por ramas de actividad, este comportamiento de los costes ha sido más acusado en la construcción y en los servicios, mientras que en otras actividades (como la industria) la contracción del empleo ha compensado el mayor avance de la remuneración. En conjunto, la evolución expansiva de los márgenes empresariales en la economía de mercado ha perdido intensidad en el período transcurrido de 2003. A ello ha contribuido también el menor ritmo de crecimiento de los precios, que queda bien ilustrado por la evolución del IPC, cuya tasa de variación se ha moderado significativamente en la primera mitad del año, tendiendo a estabilizarse posteriormente en niveles próximos al 3%

4.1. Demanda

Según las estimaciones de la CNTR, el gasto en consumo final de los hogares se aceleró ligeramente en el segundo trimestre, situando su tasa de crecimiento interanual en el 3,1%, en términos reales. La información más reciente, correspondiente a los meses de verano, apunta a que esta suave aceleración se habría prolongado en el tercer trimestre, dando lugar a un ritmo de avance interanual del 3,2%. El dinamismo del consumo privado en el período transcurrido de 2003 ha seguido basado, principalmente, en el sólido crecimiento de la renta real disponible de las familias, a lo que cabe añadir la persistencia de unas condiciones financieras holgadas y la aparición de ganancias de riqueza real neta en este sector. Además, este conjunto de factores ha actuado en un contexto de progresiva mejora en la percepción de la situación económica por parte de los consumidores.

Entre los indicadores más actualizados de consumo privado, representados en el gráfi-

GRÁFICO 14

**Principales agregados de la demanda
Tasas de variación interanual**

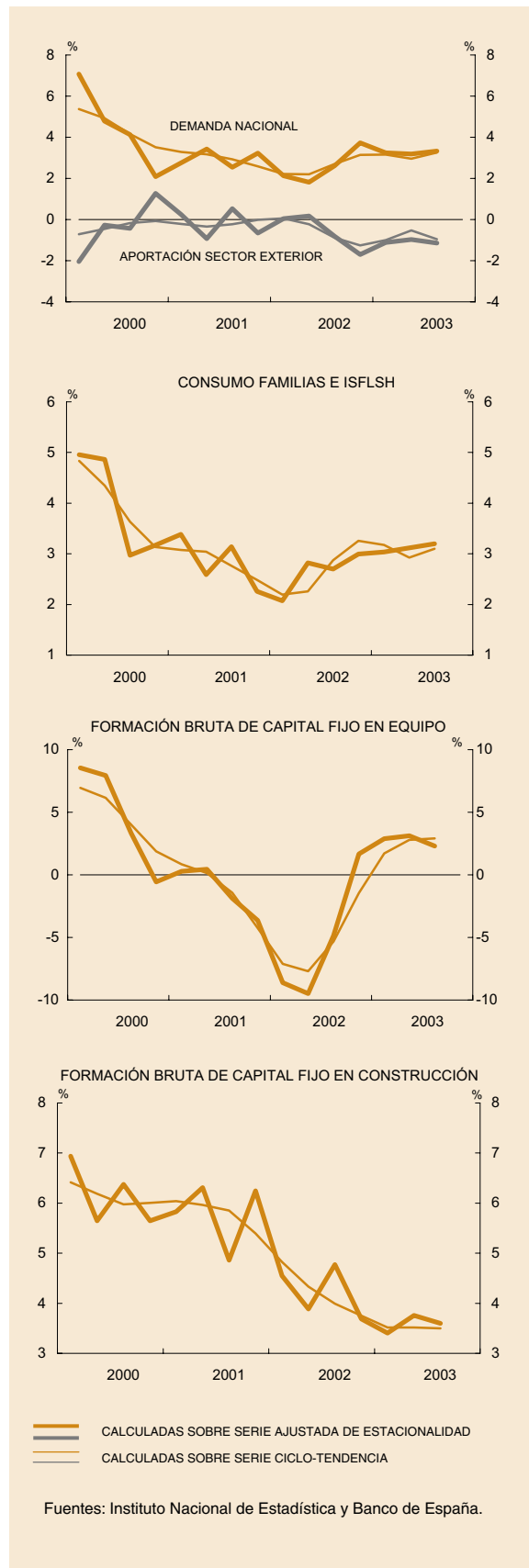
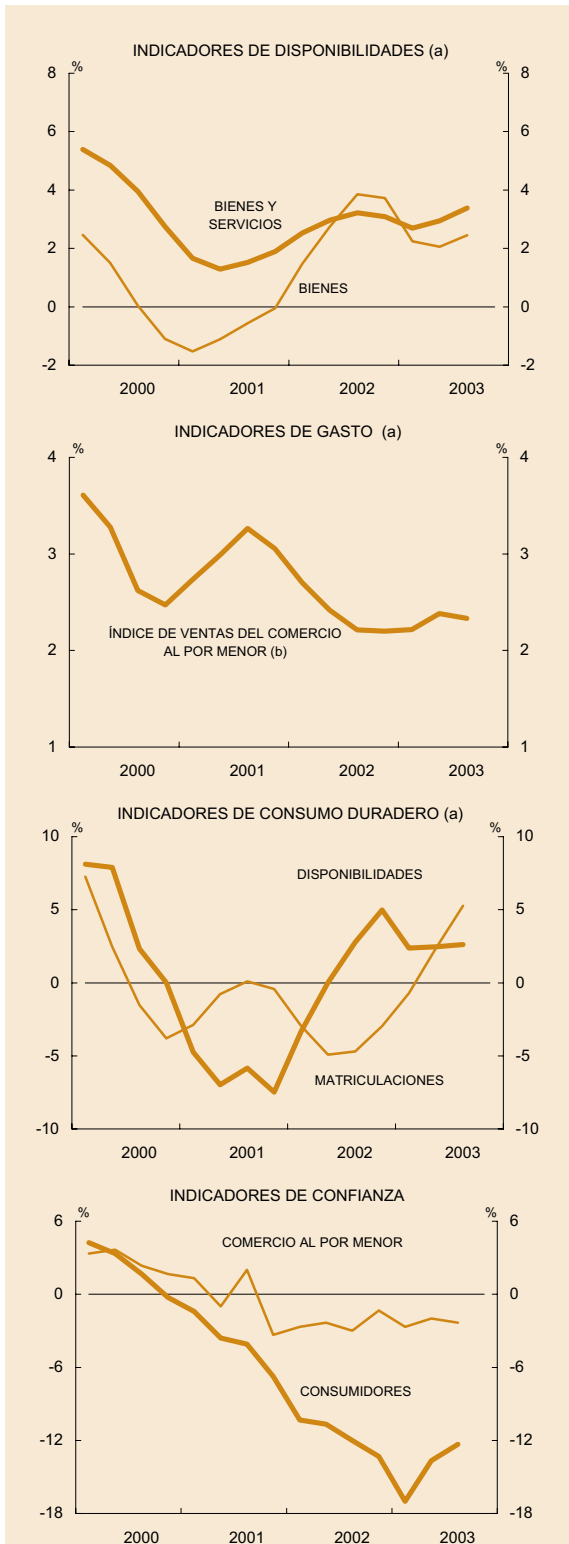


GRÁFICO 15

Indicadores de consumo privado



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Dirección General de Tráfico y Banco de España.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

(b) Deflactado por el IPC.

co 15, las disponibilidades de bienes y servicios han mantenido una tendencia ascendente a lo largo de los meses transcurridos del año, impulsada principalmente por el comportamiento expansivo de los servicios y del componente de bienes de consumo alimenticio, mientras que el componente de bienes no alimenticios ha tendido a moderar su ritmo de avance. Otros indicadores confirman este patrón: así, el perfil ascendente que mantenía desde el principio del segundo trimestre el índice de ventas del comercio al por menor, en términos reales, se interrumpió en agosto, dando lugar a una pauta de estabilidad muy próxima a la reflejada por el indicador de confianza del comercio minorista; este freno en la recuperación del índice de ventas ha tenido su origen en la desaceleración de las ventas de bienes no alimenticios. Las matriculaciones de automóviles, por su parte, han aumentado de forma notable en el tercer trimestre, consolidando la recuperación observada en los tres meses anteriores. Esta evolución contrasta con la del conjunto de bienes duraderos, cuyas disponibilidades han tendido a moderar su crecimiento, de forma acorde con las opiniones expresadas por los consumidores sobre la oportunidad de adquirir este tipo de bienes.

Los principales determinantes del consumo privado mantienen un tono favorable, en una situación caracterizada, como se observa en el panel inferior del gráfico 15, por un progresivo aumento de la confianza de los consumidores, tras el mínimo alcanzado en el inicio de 2003, sustentada por las mejores expectativas sobre la situación económica y la evolución del paro. Al crecimiento de la renta real disponible en 2003 está contribuyendo, por un lado, el comportamiento más moderado de los precios de consumo y, por otro, el continuado avance del empleo, el repunte de la remuneración por asalariado —apoyado en un aumento algo mayor de las tarifas salariales y en el pago de los atrasos derivados de las cláusulas de revisión salarial de 2002— y la reforma del IRPF, introducida al comienzo del año. No obstante, otros componentes de la renta están teniendo una contribución negativa, como los pagos por intereses. En conjunto, se estima que la renta disponible real sigue creciendo a tasas elevadas, similares a las observadas en 2002, y que las familias están destinando parte de este crecimiento a financiar un mayor avance del consumo, aunque también han seguido recomponiendo su tasa de ahorro, después de que esta alcanzara un mínimo en el año 2001. Por otra parte, la continua revalorización de los activos inmobiliarios, a la que se ha unido, en los trimestres más recientes, la recuperación de las cotizaciones bursátiles, permite que la riqueza neta de los

hogares vuelva a constituir un soporte adicional del consumo, en el marco de unas condiciones de financiación holgadas.

En el segundo trimestre de 2003, el consumo final de las Administraciones Públicas registró un crecimiento del 3,6%, en tasa interanual, tres décimas menos que en el período precedente. Esta ligera desaceleración podría haberse prolongado en el tercer trimestre, en línea con la relativa contención del gasto de personal que se continúa observando en la ejecución presupuestaria.

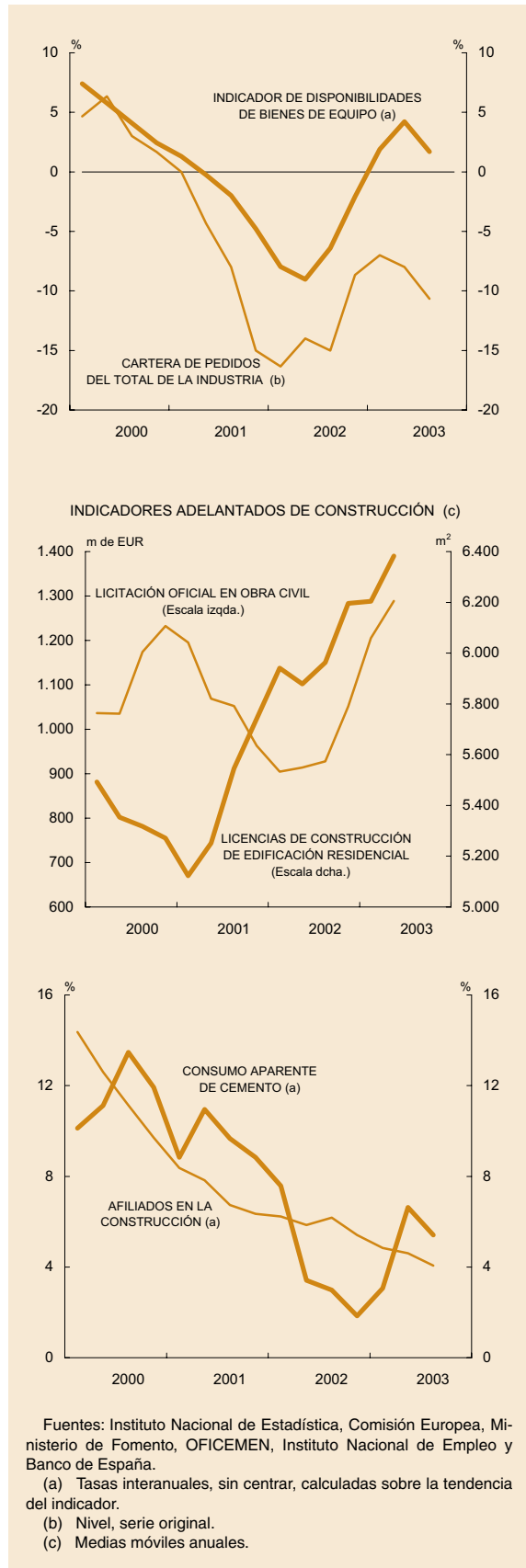
La formación bruta de capital fijo registró un crecimiento interanual del 3,4%, en términos reales, en el segundo trimestre, tres décimas por encima del avance experimentado en los tres primeros meses del año, continuando la senda de recuperación iniciada en el verano de 2002. El dinamismo de la inversión se generalizó a todos sus componentes: los bienes de equipo pasaron a crecer a una tasa interanual del 3,1%, mientras que el gasto en construcción registró un avance del 3,8%, superando en cuatro décimas el registro del primer trimestre; la inversión en otros productos —que recoge, en su mayor parte, el gasto en servicios relacionados con la construcción— experimentó asimismo un repunte. Sin embargo, los indicadores coyunturales apuntan hacia una pausa en esta senda ascendente durante el tercer trimestre del año, que habría afectado en mayor medida a la inversión en bienes de equipo, como queda recogido en el gráfico 14.

La desaceleración de la inversión en equipo en tasa interanual deriva, en parte, de la fuerte recuperación que experimentó este agregado en el tercer trimestre de 2002, que no se ha repetido este año, aunque debe de estar reflejando también una mayor prudencia en la ejecución de los planes de inversión, en un contexto de recuperación todavía vacilante de la economía europea y de pérdida de ritmo de las exportaciones.

En cualquier caso, este perfil aparece reflejado en la mayor parte de la información coyuntural disponible (véase gráfico 16). El índice de disponibilidades de bienes de equipo, calculado con información todavía incompleta para el tercer trimestre, ha experimentado una desaceleración —derivada principalmente del retroceso de la producción interior— y, en línea con esta evolución, tanto el indicador de confianza como la cartera de pedidos de la industria productora de estos bienes han registrado un retroceso en los meses de julio y agosto. Entre la información relativa a las condiciones más generales de demanda, aunque la utilización de la capacidad productiva en la industria experimentó un

GRÁFICO 16

Indicadores de formación bruta de capital fijo



avance importante en el tercer trimestre, superando en más de un punto porcentual su media histórica, el indicador de confianza industrial ha empeorado en septiembre, al haberse revisado a la baja las perspectivas de producción para los próximos doce meses, y haber empeorado la cartera de pedidos. Asimismo, los resultados cualitativos provenientes de otras encuestas han reflejado una cierta estabilización del proceso inversor, aunque las opiniones con mayor contenido prospectivo siguen reflejando expectativas de crecimiento.

La información procedente de la Central de Balances Trimestral (CTBE), correspondiente al primer semestre de 2003, muestra que, en ese período, la rentabilidad ordinaria de las empresas no financieras representadas en la muestra se ha estabilizado en niveles elevados, en tanto que se ha producido una ligera reducción del coste de la financiación ajena —acorde con las condiciones de financiación prevaletentes—, dando lugar a una ampliación del diferencial positivo entre las *ratios* de rentabilidad y de coste, en relación con el primer semestre de 2002. Esta ampliación, que se ha producido en un contexto de recuperación, caracterizado por el avance de la actividad y un cierto aumento del endeudamiento, ilustra la buena situación financiera con la que las empresas españolas afrontan la etapa de recuperación.

Tras mostrar una trayectoria de desaceleración más o menos acentuada desde el año 2001, la inversión en construcción ha tendido a estabilizar sus tasas de crecimiento interanual desde finales de 2002, evolución en la que cabe inscribir la ligera aceleración experimentada por este agregado en el segundo trimestre de 2003 y la también ligera desaceleración estimada para el tercer trimestre (véase gráfico 14). Los indicadores de carácter más contemporáneo con la actividad constructora han registrado un debilitamiento en el tercer trimestre. Así, tras los notables retrocesos experimentados por la producción de algunos materiales empleados en la construcción y por el consumo aparente de cemento en el mes de agosto —que podrían ser, en parte, resultado de las restricciones de energía ocurridas durante la ola de calor—, este último indicador ha confirmado su desaceleración con el dato de septiembre. Por otra parte, los indicadores de empleo en el sector muestran una pérdida de dinamismo, en relación con el segundo trimestre, pese a los favorables registros del mes de septiembre (véase gráfico 16).

Los indicadores de iniciaciones de obras han tenido, sin embargo, un comportamiento expansivo en el período transcurrido de 2003. En particular, la iniciación de viviendas, que ha-

bía retornado a tasas de crecimiento positivas en el verano de 2002, ha experimentado un notable avance en la primera mitad del presente año, que está en consonancia con el aumento de la superficie de edificación residencial a construir que proporcionan las estadísticas de licencias y visados (con aumentos del 24,5%, hasta el mes de abril, en el primer caso, y del 22%, en el conjunto del primer semestre, en el segundo). Esta información lleva a proyectar un ritmo algo más elevado de crecimiento para la inversión residencial en los próximos trimestres, acorde con la evolución de la renta disponible de las familias, en un entorno en el que las condiciones de financiación siguen siendo muy favorables.

Por otra parte, los datos sobre superficie de edificación no residencial a construir que proporcionan los indicadores adelantados apuntarían a lo sumo hacia una modesta recuperación de este tipo de obra, en relación con el año 2002, mientras que el valor de las obras licitadas por las AAPP acumula un incremento del 17% hasta el mes de mayo, debido al renovado dinamismo de la obra civil.

De acuerdo con los resultados de la CNTR, en el segundo trimestre de 2003 la inversión en existencias detrajo una décima al crecimiento interanual del PIB. La información procedente de la Encuesta de Coyuntura Industrial, disponible hasta el mes de septiembre, refleja un aumento de los *stocks* de productos terminados, estimándose que la aportación de esta rúbrica al crecimiento del PIB pudo ser ligeramente positiva en el tercer trimestre del año.

Según los datos de la CNTR, en el segundo trimestre de 2003 la demanda exterior neta detrajo un punto porcentual al crecimiento real del PIB, en un contexto en el que los flujos reales de comercio exterior registraron una significativa aceleración, en tasa interanual, más intensa en el caso de las exportaciones de bienes y servicios (véase gráfico 17). Parte de este fuerte crecimiento fue debido al bajo nivel de las exportaciones y las importaciones en el período de comparación (el segundo trimestre de 2002), y parte reflejó una aceleración genuina, difícil de explicar en el caso de las exportaciones, puesto que el retraso en el despegue de la actividad mundial propició una desaceleración adicional del comercio mundial durante ese período, y los indicadores de competitividad contabilizaron nuevas pérdidas frente al conjunto de países desarrollados, debido a la fortaleza del euro y pese a la caída de los precios de exportación. La información aún incompleta correspondiente al tercer trimestre de 2003 apunta hacia una ligera ampliación del tono contractivo de la demanda exterior neta, acompañada de

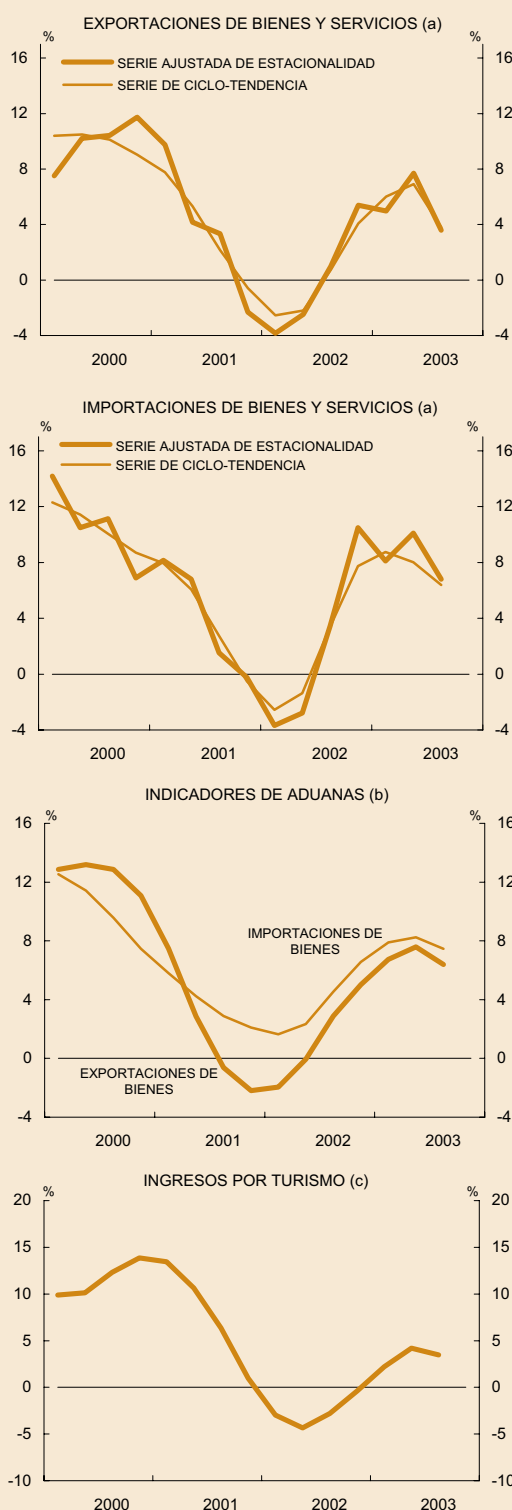
una considerable moderación en el crecimiento de los intercambios comerciales, en un contexto caracterizado por una menor incertidumbre acerca de la reactivación de la economía mundial. En cualquier caso, parte de la moderación de la tasa interanual vendría explicada, de nuevo, por un efecto base, derivado de la fuerte recuperación intertrimestral que experimentaron las exportaciones y las importaciones de bienes en el verano de 2002.

Según la CNTR, las exportaciones de bienes aceleraron su ritmo de avance interanual en el segundo trimestre de 2003 hasta el 10,1%, intensificando así la tónica de recuperación que iniciaron a mediados del ejercicio anterior. La información proporcionada por los datos de Aduanas correspondiente al mes de julio —en el que las exportaciones aumentaron un 3,4% real, en tasa interanual— apunta, sin embargo, hacia una moderación en el ritmo de avance de las ventas al exterior, más intensa en el caso de las ventas destinadas a la UE, pero también significativa en las dirigidas hacia los mercados extracomunitarios. Aunque esta información, correspondiente a un único mes, debe ser considerada con cautela, no solo es coherente con el efecto base mencionado anteriormente, sino también con la atonía que mantienen las economías de la zona del euro —nuestro principal mercado de exportación— y con la pérdida de competitividad frente al resto de mercados, que se deriva de la intensa apreciación del euro. En concreto, las ventas destinadas a los mercados comunitarios aumentaron un 1,5%, en términos reales, en julio, tras un avance del 10,6% en el segundo trimestre; la desaceleración se extendió a la totalidad de mercados, si bien las ventas a Alemania conservaron un tono elevado. Por su parte, las exportaciones extra-comunitarias avanzaron un 7,3% real en julio, 5 pp menos que entre abril y junio, destacando el comportamiento negativo (en términos nominales) de las ventas a América Latina, los países del Sudeste asiático y la OPEP. Por grupos de productos, cabe destacar que las exportaciones de bienes de equipo siguieron mostrando una notable fortaleza en julio, al igual que las ventas de automóviles.

La recuperación de las exportaciones reales de servicios en el segundo trimestre, estimada por la CNTR, refleja el tono ligeramente expansivo mostrado por el consumo de no residentes en ese período, en el que avanzó un 1,5%, en tasa interanual, tras haber retrocedido un 4% en el primer trimestre. Esa recuperación es coherente con la paulatina normalización del mercado turístico mundial, tras la finalización de la guerra en Irak y la desaparición del brote de neumonía asiática, aunque se produjo a pesar de que el crecimiento de los precios turísticos

GRÁFICO 17

Comercio exterior Tasas de variación interanual



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerios de Economía y Hacienda y Banco de España.

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

españoles, unido a la apreciación del euro, propició un deterioro adicional de la competitividad frente a nuestros principales clientes. Sin embargo, los indicadores de turismo, que reflejaron la mejora del segundo trimestre, han frenado esta tendencia durante los meses de verano: los viajeros extranjeros alojados en hoteles y el número de pernoctaciones efectuadas por ellos mantuvieron hasta agosto un perfil de mejoría, que se ha quebrado en septiembre, mes en el que las pernoctaciones retrocedieron un 1,8% interanual, y las estancias de extranjeros en *campings* y apartamentos turísticos también se han contraído. Cabe señalar asimismo la atonía del número de turistas entrados por fronteras, que en los ocho primeros meses del año han registrado una variación nula, en relación con idéntico período del año anterior, tras descender un 3% en el tercer trimestre. Por países emisores, el turismo británico ha registrado un importante repunte, mientras que el procedente de nuestros principales mercados, Alemania, Francia e Italia, ha retrocedido. En cuanto a los servicios no turísticos, en el segundo trimestre de 2003 registraron una tasa de crecimiento interanual del 3,2%, según la CNTR, próxima a la del trimestre precedente, en línea con la tendencia del indicador nominal de Balanza de Pagos.

En el segundo trimestre de 2003 las importaciones reales de bienes elevaron su ritmo de avance interanual en torno a tres puntos porcentuales, hasta el 11,3%, impulsadas por el vigor de las exportaciones y la recuperación de la inversión productiva privada, en un contexto de apreciación del euro. Para el tercer trimestre, los datos de Aduanas de julio apuntan, también en este caso, hacia un tono algo más moderado, aunque el incremento real sigue siendo elevado, del 7,2% (véase gráfico 17). La desaceleración de las importaciones refleja, principalmente, la contracción sufrida por las compras de bienes intermedios no energéticos (-0,7% en julio, frente al aumento del 7,8% del segundo trimestre), mientras que las de bienes de consumo y las de bienes de equipo continuaron creciendo a tasas elevadas (del 16,2% y del 18,1%, respectivamente). Por su parte, las compras de bienes intermedios energéticos, que disminuyeron entre enero y junio, acusando la fuerte escalada que experimentaron los precios del petróleo a principios del ejercicio, se recuperaron en julio, al aumentar un 13,3% interanual. Las importaciones de servicios avanzaron un 4,6% real, en el segundo trimestre de 2003, por debajo del crecimiento observado en los seis meses anteriores, debido a la desaceleración de los otros servicios. Para el tercer trimestre se estima una moderación importante de los pagos por turismo, a partir de las cifras de la Balanza de Pagos.

4.2. Producción y empleo

Como se señaló anteriormente, en el segundo trimestre de 2003 casi la totalidad de las ramas productivas mostraron una evolución más expansiva que en el primero, con la excepción de la industria (véase gráfico 18). En las actividades agrarias, el buen inicio del año hidrológico que ahora termina, aunque no tuvo continuidad en los trimestres sucesivos, proporcionó un impulso que ha permitido moderar notablemente el tono contractivo con el que finalizó el año 2002, y consolidar un cambio de tendencia a lo largo del primer semestre. Concretamente, en el segundo trimestre el VAB de las actividades primarias registró una variación interanual del -0,9%, frente al -2,2% de los tres primeros meses, mejora que se ha fundamentado en la expansión de la producción vegetal, la más sensible a las condiciones climatológicas. La información disponible para el tercer trimestre apunta hacia una continuidad en el proceso de recuperación del sector agrario, sobre la base de las previsiones relativas a las producciones del viñedo y del olivar. En cuanto a la producción animal, destaca el tono contractivo de la producción láctea, desde finales de 2002.

Aunque el valor añadido de las ramas de industria y energía registró un nuevo impulso en el segundo trimestre de 2003, aumentando su ritmo de crecimiento interanual en dos décimas, hasta el 2,5%, esta aceleración fue consecuencia, únicamente, de la recuperación experimentada por la industria energética, que de un crecimiento interanual del 0,6%, en los tres primeros meses del año, pasó a crecer un 2,2% en el segundo trimestre; el resto de las actividades industriales moderaron ligeramente su ritmo de avance, situando su tasa de crecimiento interanual en el 2,6%, una décima por debajo de la observada entre enero y marzo. La información relativa a los meses de verano mantiene esa misma tendencia: el índice de producción industrial (IPI) se desaceleró en julio y agosto, en una magnitud que se agudiza al descontar el efecto de la ola de calor sobre la producción de energía eléctrica, que creció un 10% en el último mes. Otros indicadores coyunturales, como el de entradas de pedidos en la industria, ofrecen un perfil similar al del IPI, en tanto que los indicadores de empleo ilustran la destrucción de puestos de trabajo en estas actividades. También el indicador de clima industrial se ha deteriorado en los meses de verano, debido, fundamentalmente, al empeoramiento en la valoración de la cartera de pedidos exterior, y cuando se analiza el IPI teniendo en cuenta el peso que tienen las exportaciones en el destino de los bienes industriales, se obtiene la misma conclusión sobre la importancia de las condiciones externas en su evolución. Por tanto,

cabe ligar la reciente debilidad de la actividad industrial a la situación de la economía internacional y, en especial, a la pérdida de competitividad exterior que ha acompañado a la apreciación del euro.

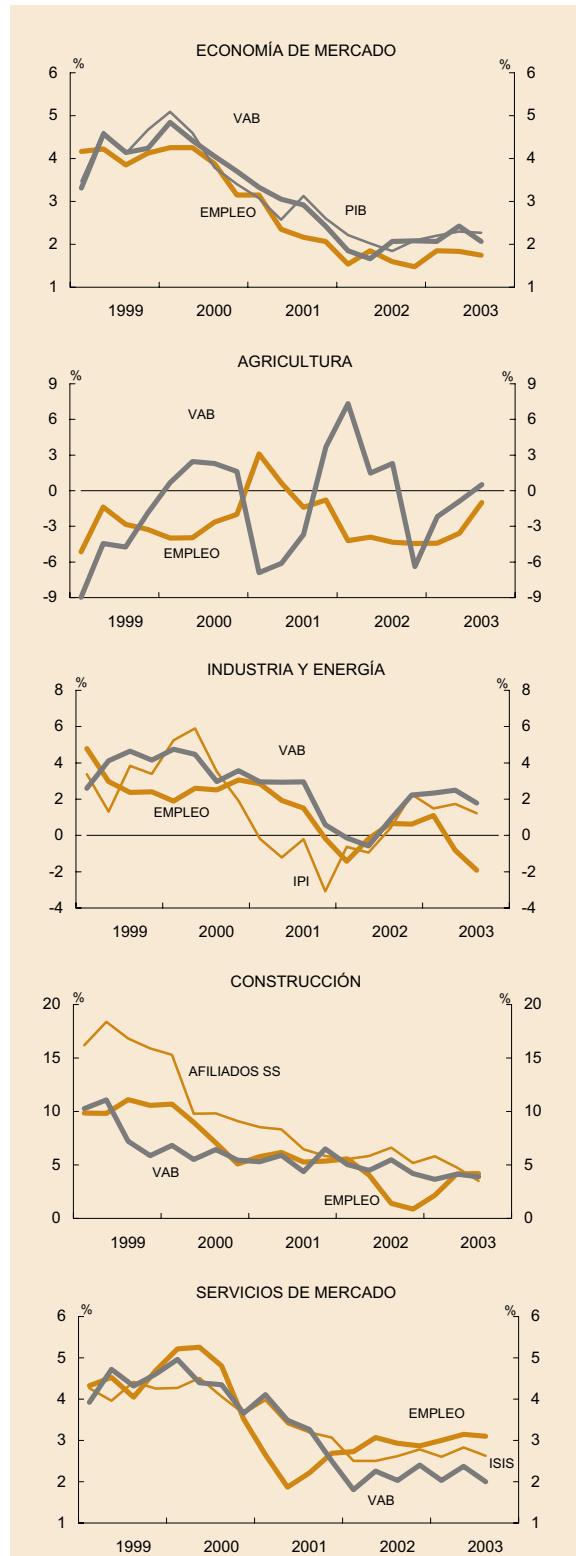
El valor añadido en la construcción registró un ligero avance en el segundo trimestre, prolongando el perfil algo errático de los trimestres anteriores, como se aprecia en el gráfico 18. En cualquier caso, su tasa de avance interanual, del 4,1%, continuó situando esta rama como la más dinámica. Según la información más reciente, ya comentada al analizar el gasto en construcción, aunque para el tercer trimestre se estima una modesta pérdida de pulso en esta actividad —tanto el empleo como los consumos intermedios experimentaron un debilitamiento en los meses de verano—, los indicadores más adelantados proyectan una mayor estabilidad para los trimestres siguientes.

El conjunto de las actividades terciarias registró un crecimiento interanual del 2,3% en el segundo trimestre, superando en tres décimas la tasa de avance de los primeros meses del año, aunque también en este caso se observa una evolución vacilante desde principios del pasado año, oscilando su tasa de variación entre el 2% y el 2,3% (véase gráfico 18). Dentro de este carácter vacilante, el valor añadido de los servicios de mercado creció un 2,4% en el segundo trimestre, mientras que el del conjunto de servicios no destinados al mercado daba unas señales más sólidas de aceleración, aunque con un dinamismo menor (2%).

En el tercer trimestre, los servicios de mercado habrían experimentado un ligero recorte en su ritmo de avance, acorde con la tendencia mostrada por los principales indicadores disponibles: tanto el indicador sintético integral de los servicios (ISIS) como los afiliados a la Seguridad Social han mostrado un menor dinamismo en ese período, en consonancia con el ligero retroceso reflejado por el indicador de confianza. Entre las actividades que constituyen esta rama, las relativas al comercio y reparación registraron un tono menos expansivo en el período de julio-agosto, como lo reflejan tanto el índice de ventas del comercio al por menor como las afiliaciones a la Seguridad Social. En hostelería, el comportamiento fue positivo, de acuerdo con la evolución de los viajeros alojados en hoteles y las pernoctaciones, que, impulsados por el turismo residente, registraron un notable dinamismo en el tercer trimestre, lo que permitió superar en más de un punto el nivel de ocupación alcanzado en el verano de 2002. Las actividades de transporte y comunicaciones han mantenido un ritmo de avance estable, según los afiliados, aunque las comunicaciones

GRÁFICO 18

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



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

muestran una mayor debilidad, mientras que destaca el alza experimentada por el transporte aéreo. Por último, el agregado de actividades inmobiliarias, de alquiler y empresariales ha tendido a crecer menos que en el segundo trimestre del año, con algunas excepciones, como la de las actividades de informática e I+D, donde las afiliaciones a la Seguridad Social mostraron tasas de variación positivas en julio y agosto, por primera vez en un año.

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, el empleo —medido en términos de puestos de trabajo equivalentes a jornada completa— se aceleró ligeramente en el segundo trimestre, al registrar un crecimiento interanual del 1,7%, frente al 1,6% de los primeros meses del año. La aceleración del empleo fue de magnitud similar a la del PIB, de forma que la productividad aparente mantuvo un crecimiento modesto, del 0,6% interanual. En la economía de mercado el crecimiento del empleo fue algo menor al del primer trimestre, pese a que el VAB se aceleró, dando lugar a una ganancia en la productividad aparente del trabajo del 0,6%, tras el reducido aumento experimentado en los primeros meses del año (0,2%). Los indicadores coyunturales del empleo mostraron ciertas discrepancias en su evolución durante el segundo trimestre: mientras que la Encuesta de Población Activa (EPA) reflejó una aceleración del empleo más intensa que la de la CNTR (del 2,3% al 2,6%), las afiliaciones a la Seguridad Social redujeron ligeramente su ritmo de avance entre abril y junio, y el INEM anotó un recorte en el número de contratos firmados, en relación con el mismo período del año anterior. En el tercer trimestre se estima que la tasa de crecimiento del empleo se habría mantenido estable, en el entorno del 1,7%; la información coyuntural para ese período sigue presentando algunas divergencias: mientras que el empleo de la EPA se aceleró adicionalmente (hasta el 2,8%), las afiliaciones continuaron moderando su crecimiento entre julio y septiembre; por su parte, tanto los contratos firmados como el paro registrado han experimentado una mejoría en el verano.

Como se observa en el gráfico 18, las estimaciones de la CNTR extendieron el tono ligeramente más dinámico del empleo en el segundo trimestre a todas las ramas de actividad, con la excepción de la industria y la energía, donde se produjo un retroceso que rompió la senda de recuperación iniciada a mediados de 2002. Dado que la actividad industrial registró un empuje algo superior al del primer trimestre, la productividad aparente del trabajo experimentó un avance elevado, que ha debido prolongarse en el tercer trimestre, período en el que, según la EPA, el descenso del empleo industrial se ha in-

tensificado. En la construcción, el empleo elevó su ritmo de crecimiento interanual en el segundo trimestre, dando lugar a un estancamiento de la productividad aparente; para el tercer trimestre cabe esperar un comportamiento similar, dado que el empleo tendió a estabilizar su ritmo de avance. Por su parte, el empleo en los servicios de mercado continuó mostrando un gran dinamismo entre abril y junio, registrando un crecimiento interanual del 3,1%, similar al observado en los primeros meses del año; se estima que a lo largo de los meses de verano el número de ocupados se habrá mantenido en esa senda de crecimiento estable; mientras tanto, en los servicios no destinados al mercado, la ocupación está experimentando aumentos muy acentuados. Por último, en la agricultura el proceso de destrucción neta de empleo se moderó significativamente en el segundo trimestre y, según la EPA, esta mejora se prolongó en los meses de verano, en consonancia con la recuperación de la actividad.

Según la CNTR, la ligera aceleración del empleo observada en el segundo trimestre se concentró en el colectivo de asalariados, cuya tasa de crecimiento interanual se incrementó hasta el 2,3%, mientras que los trabajadores por cuenta propia estabilizaron su ritmo de descenso en el -1,3%, observado en el primer trimestre. Los datos de la EPA correspondientes al tercer trimestre apuntan un cambio en esa dinámica, pues señalan que la aceleración del empleo ocurrida en el verano fue consecuencia de un menor descenso en el colectivo de no asalariados, en tanto que los trabajadores por cuenta propia crecieron a una tasa similar a la del segundo trimestre. Dentro de este último colectivo se mantuvo la tendencia a la aceleración del empleo temporal, en línea con lo sucedido en el primer semestre de 2003, en tanto que el número de asalariados con contrato fijo intensificó la desaceleración que ya apuntaba en el trimestre anterior, si bien su ritmo de avance sigue siendo más elevado que el del empleo temporal. En consecuencia, la *ratio* de temporalidad se situó en el 30,7%, una décima más elevada que en el segundo trimestre, pero todavía tres décimas por debajo de la del tercer trimestre de 2002. Cabe señalar que los datos de contratos del INEM continúan mostrando una caída en el número de contratos indefinidos firmados, a la que se ha sumado un avance de los temporales en el tercer trimestre. En cuanto a la duración de la jornada, el empleo a tiempo parcial se desaceleró significativamente en el tercer trimestre, si bien su tasa de variación interanual, 3%, fue algo más elevada que la del colectivo a jornada completa (2,8%).

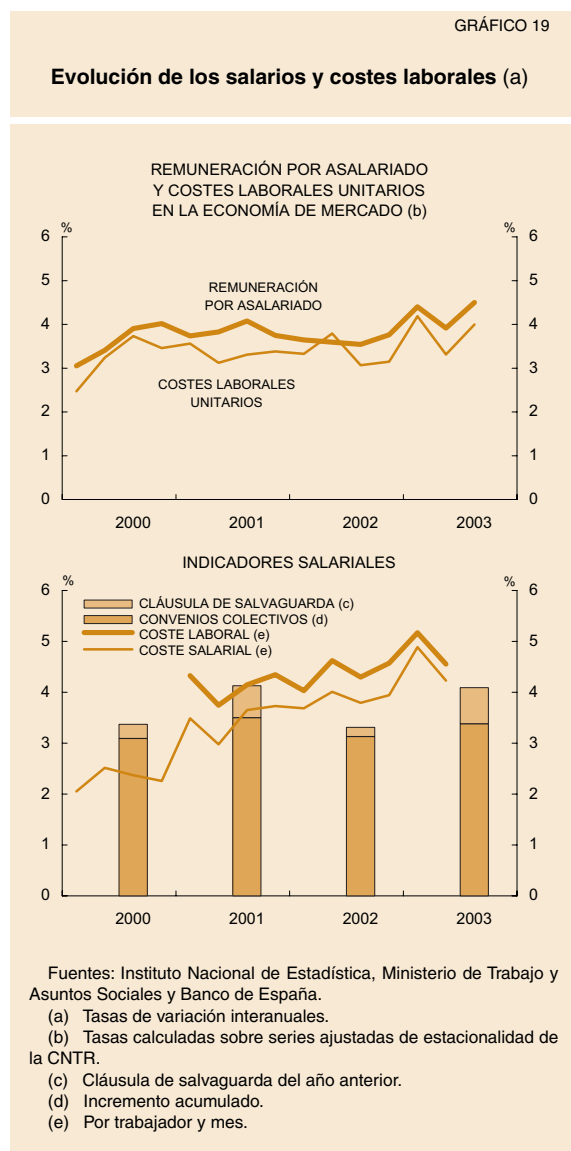
La población activa conservó el notable dinamismo que la viene caracterizando, aunque

su ritmo de avance interanual (2,5%) fue inferior al del período precedente (2,7%). Este aumento de la fuerza laboral estuvo explicado por la evolución de la tasa de actividad, que se elevó hasta el 55,3%, un punto por encima de la registrada un año antes, ya que la población en edad de trabajar continuó creciendo a tasas más moderadas (0,7%). En este período el aumento de la ocupación fue superior al de la población activa, lo que provocó que el incremento del número de desempleados se desacelerara hasta alcanzar el 0,4%, situándose la tasa de paro en 11,2%, dos décimas menos que en el tercer trimestre de 2002. En relación con el trimestre anterior, la tasa de desempleo fue 0,1 puntos porcentuales superior. La tasa de paro femenina, que continuó siendo muy superior a la de los hombres, experimentó un recorte de ocho décimas respecto a la del mismo período del año anterior, mientras que la de los hombres continuó aumentando, aunque de forma más moderada que en los trimestres anteriores. Por último, cabe señalar que el perfil de desempleo en la EPA es compatible con la evolución de los parados inscritos en el INEM, cuya tasa de variación interanual se redujo hasta el 1,3% en los meses de verano.

4.3. Costes y precios

De acuerdo con la CNTR, el coste laboral por unidad de valor añadido redujo su tasa de crecimiento significativamente en el segundo trimestre, tanto en el conjunto de la economía como, en mayor medida, en la economía de mercado, hasta tasas del 3% y el 3,3%, respectivamente (véase gráfico 19). Esta evolución fue consecuencia de un recorte de medio punto porcentual en el ritmo de avance de la remuneración por asalariado, que aumentó un 3,7% en el conjunto de la economía y un 3,9% en el caso de la economía de mercado, y del ligero repunte de la productividad en la economía de mercado. Se estima que la desaceleración de las remuneraciones no tuvo continuidad en el tercer trimestre, período en el que podría haberse producido un cierto repunte.

El índice de costes laborales (ICL), principal indicador de la remuneración por asalariado en las actividades de mercado, situó el aumento interanual de los costes laborales por trabajador y mes, en el segundo trimestre, en el 4,6%, seis décimas por debajo del registro del primer trimestre (véase gráfico 19). Tanto el coste salarial como el no salarial experimentaron un menor crecimiento: el primero redujo su tasa de variación en siete décimas, lo que puede venir explicado, en cierta medida, por el cobro en el primer trimestre del año de una parte signifi-

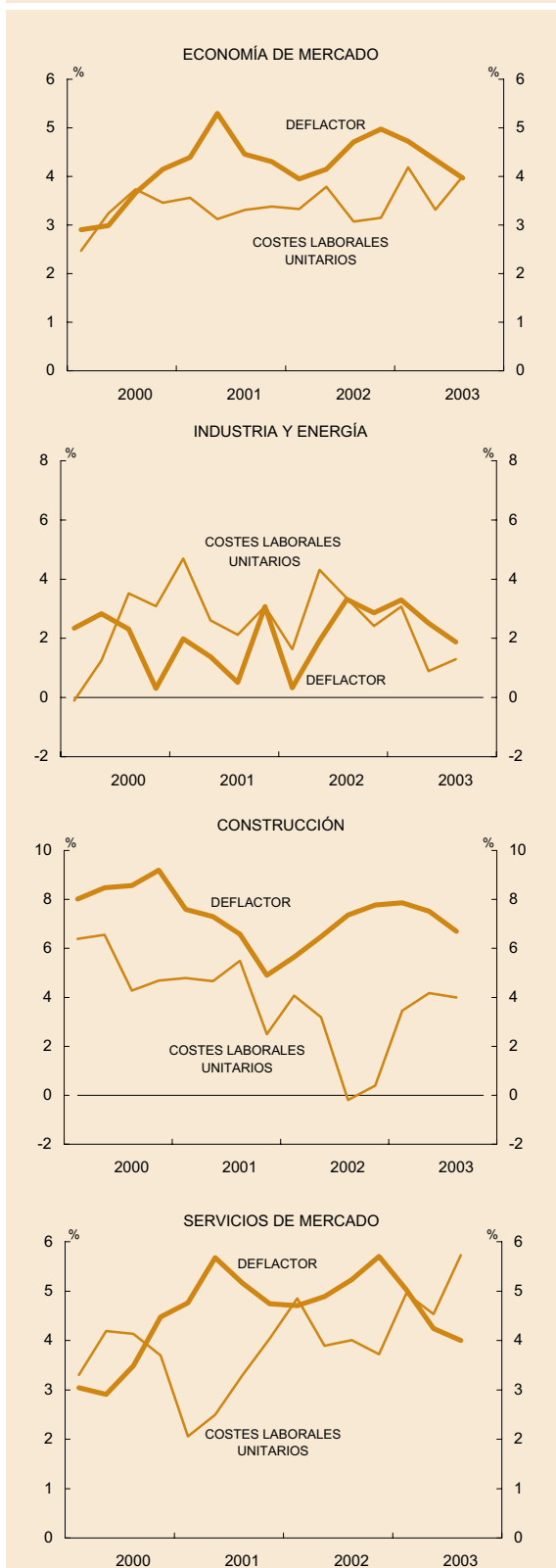


va de los atrasos vinculados a la activación de las cláusulas de salvaguarda incorporadas en los convenios firmados en 2002; en cambio, el coste salarial ordinario creció un 3,2%, dos décimas menos que en el trimestre anterior. Por su parte, los costes no salariales mantuvieron un crecimiento elevado (5,5%), aunque medio punto inferior al observado en el primer trimestre. Por ramas de actividad, la desaceleración del coste laboral por trabajador y mes se concentró exclusivamente en los servicios, donde creció un punto porcentual menos que en el primer trimestre (un 4% interanual), mientras que en la industria y en la construcción se aceleró hasta tasas del 5,5% y del 6,3%, respectivamente.

Según la información de los convenios colectivos registrados hasta el pasado 30 de septiembre, el incremento de las tarifas salariales se mantuvo en el 3,5%, superando en cuatro décimas el aumento observado en 2002, antes

GRÁFICO 20

Precios y costes por ramas de actividad (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
 (a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

de incluir las cláusulas de salvaguarda. Los convenios afectan ya a casi 7 millones de trabajadores, y el 74% de ellos corresponde a convenios revisados. En estos últimos, el incremento pactado se sitúa en el 3,4%, mientras que en los de nueva firma en el 3,6%. La negociación de 2003 se encuentra ya muy avanzada, observándose un mayor volumen de convenios nuevos, en relación con el año pasado. Se estima que el efecto de la activación de las cláusulas de salvaguarda salarial en 2002 se ha situado en 0,7 pp, elevando el crecimiento medio de las tarifas salariales en ese año hasta el 3,8%. En 2003, el porcentaje de convenios que incorporan cláusulas de salvaguarda será similar al del año anterior, afectando en torno al 80% de los trabajadores sometidos a convenio; no obstante, dada la evolución más favorable de la inflación, su impacto será más reducido que en el pasado año.

La desaceleración de los costes laborales unitarios en el segundo trimestre no se trasladó plenamente a los deflatores del valor añadido; en concreto, el deflactor del valor añadido en la economía de mercado registró un avance interanual del 4,3%, cuatro décimas menos que en el primer trimestre (véase gráfico 20). Por ramas de actividad, se han observado comportamientos diferentes. En la industria y energía, el deflactor del valor añadido se desaceleró sustancialmente, reflejando parcialmente la importante moderación experimentada por los costes laborales unitarios, que revistió una intensidad mayor en la rama energética; el margen unitario en el conjunto de estas actividades tendió a ampliarse en el segundo trimestre, consolidando el perfil de recuperación iniciado en la segunda mitad del pasado año, tras el período de compresión observado en 2001 y la primera mitad de 2002. En la construcción, la modesta desaceleración estimada para el deflactor del valor añadido en el segundo trimestre de 2003, en un contexto de encarecimiento de los costes laborales, refleja un menor crecimiento del excedente unitario, compatible con una continuada ampliación de márgenes. Por último, en los servicios de mercado el deflactor se desaceleró, hasta el 4,2% en tasa interanual, reflejando un recorte relativamente modesto en el crecimiento del coste laboral y una cierta compresión del margen unitario.

Siguiendo el perfil marcado por el deflactor del valor añadido, el deflactor del PIB recortó en cinco décimas su ritmo de variación en el segundo trimestre, hasta el 4%; el deflactor de la demanda final experimentó una desaceleración similar, hasta el 2,7%: el nuevo descenso de los precios de importación (-0,9% en tasa interanual) posibilitó que el deflactor de la demanda siguiera creciendo por debajo del deflac-

tor del PIB. Así, entre abril y junio los precios de las importaciones energéticas continuaron disminuyendo, debido al acusado recorte de los precios del petróleo en los mercados internacionales (en el contexto de normalización que supuso el fin de la guerra de Irak) y a la apreciación del euro. Sin embargo, los precios de importación de otros bienes frenaron su ritmo de descenso.

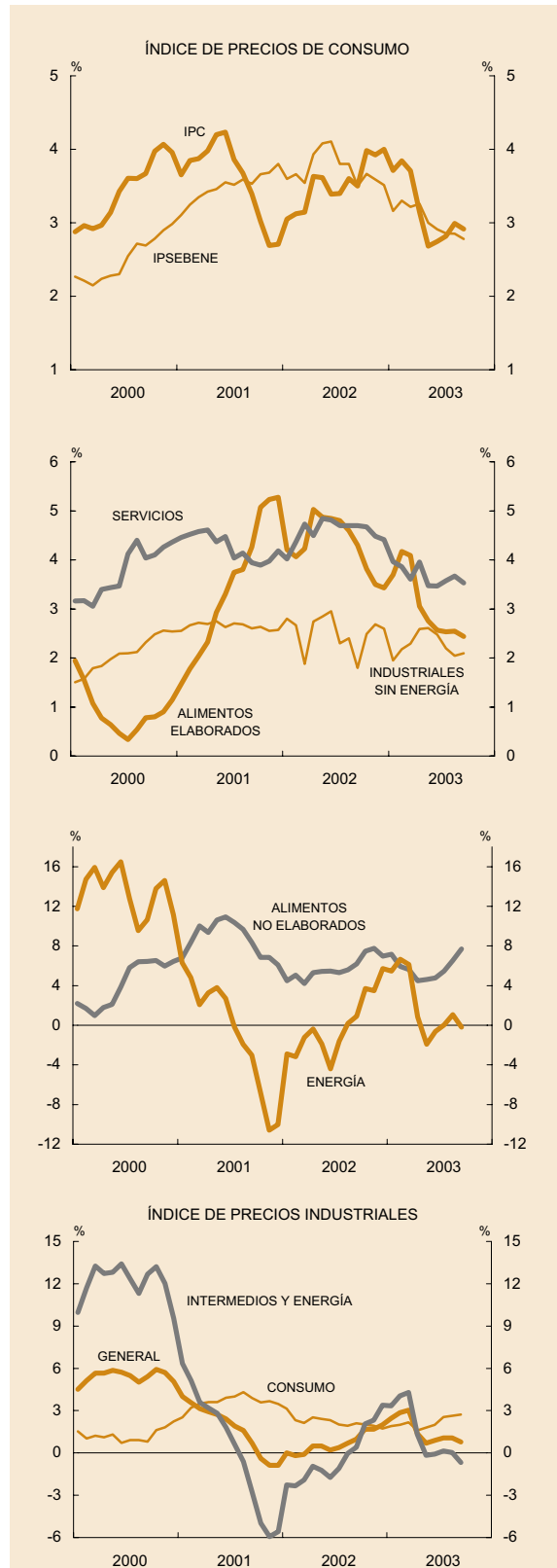
El IPC, principal indicador de precios finales, creció un 2,9% interanual en el período de abril-junio, significativamente por debajo del 3,8% registrado en los tres primeros meses del año. En el tercer trimestre, sin embargo, el IPC ha estabilizado su tasa de crecimiento en el 2,9%, como consecuencia de la aceleración experimentada por sus componentes más volátiles, que ha compensado la desaceleración de los restantes componentes; de esta forma, el IPSEBENE, que aglutina los elementos más estables del IPC, se desaceleró en tres décimas, situando su crecimiento medio en el tercer trimestre en el 2,8% (véase gráfico 21).

Entre los componentes del IPC, el energético reflejó el repunte en el precio del petróleo que tuvo lugar en los meses de verano: pese a la moderación observada en el mes de septiembre, el precio medio del barril de petróleo se ha encarecido en dos dólares entre el segundo y el tercer trimestre. Por su parte, los precios de los alimentos no elaborados se aceleraron significativamente durante el pasado verano, pasando a crecer un 6,6% interanual, frente al 4,6% del trimestre anterior, evolución explicable, en parte, por los efectos que tuvo la intensa ola de calor sobre los precios de algunos alimentos frescos. Entre los restantes componentes del IPC, cabe destacar la estabilidad en el crecimiento de los precios de los servicios en el 3,6%, la moderación experimentada por los precios de los alimentos elaborados, que registraron un avance del 2,5%, tres décimas inferior al del segundo trimestre, y la desaceleración de los precios de los bienes industriales no energéticos, que redujeron su crecimiento medio hasta el 2,1%.

La tasa de inflación española, medida por el IAPC, se incrementó en una décima durante el tercer trimestre (hasta el 3%, tasa muy próxima a la del IPC); este comportamiento fue similar al registrado por el IAPC en el conjunto de la UEM, de forma que el diferencial de inflación se ha mantenido en un punto porcentual (véase gráfico 22). Por componentes, el diferencial de crecimiento de los precios de los servicios ha aumentado en el tercer trimestre del año, al haberse desacelerado este componente en la UEM, mientras que la desaceleración de los precios de los bienes industriales no energéti-

GRÁFICO 21

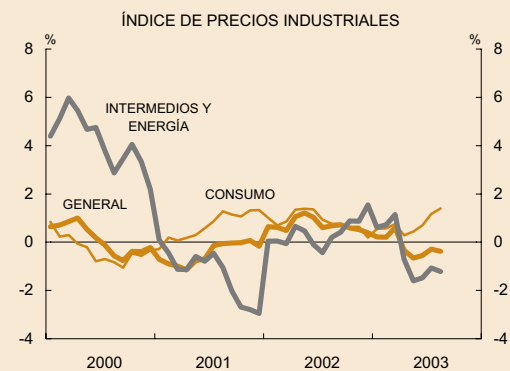
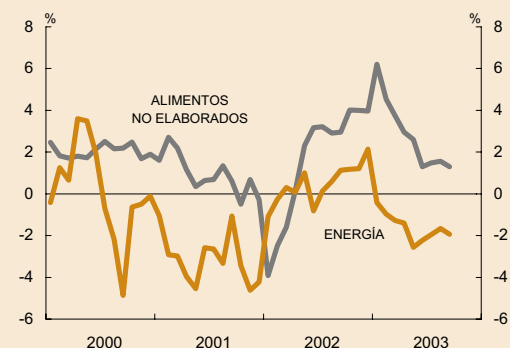
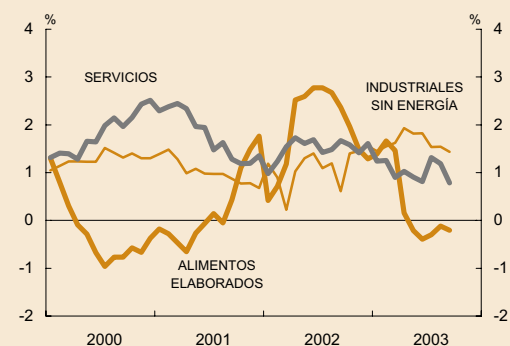
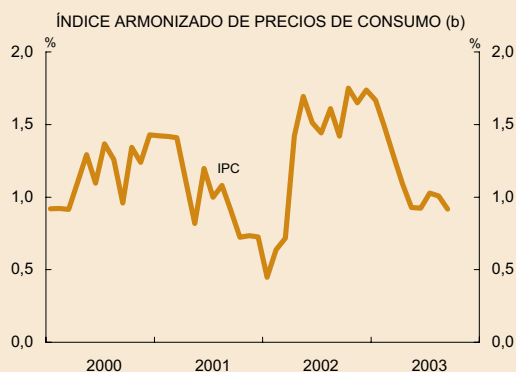
**Indicadores de precios (a)
España**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.
(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

GRÁFICO 22

Indicadores de precios
Diferenciales con la UEM (a)



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

cos ha sido de mayor intensidad en España y la aceleración de los alimentos no elaborados menor, de tal forma que el diferencial en ambos casos se ha estrechado. Por su parte, tanto en el caso de los precios energéticos como de los alimentos elaborados el diferencial se ha mantenido prácticamente estable, cercano a cero en el segundo caso y favorable a España en el primero.

El índice de precios industriales (IPRI) ha mantenido prácticamente estable su ritmo de crecimiento, en torno al 1%, en los meses más recientes; de hecho, en septiembre registró un aumento interanual del 0,8%. Dentro de esta estabilidad agregada, se ha producido una aceleración continua de los precios de producción de los bienes de consumo, cuya tasa de crecimiento interanual en septiembre alcanzó el 2,7%, arrastrados por los precios alimenticios; un avance estable de los precios de los bienes de equipo; un comportamiento más moderado en los precios de los bienes intermedios; y, por último, una cierta aceleración de los precios de producción de la energía, que ha revertido en el último mes. En la zona del euro la evolución agregada ha sido bastante similar a la observada en España, situándose el crecimiento interanual del índice general en el mes de agosto —último dato disponible— en un 1,4%. Por otra parte, los precios percibidos por los agricultores han moderado su ritmo de avance hasta el mes de julio, tras la aceleración registrada en el segundo trimestre, y los precios hoteleros han aumentado un 1,6% interanual en el tercer trimestre, recortando en más de un punto porcentual la cifra del trimestre anterior.

4.4. La actuación del Estado

A finales del pasado mes de septiembre se presentó al Congreso el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para el año 2004, que, siguiendo las directrices de la Ley de Estabilidad Presupuestaria, se encuadra en un objetivo de estabilidad presupuestaria pluri-anual para el conjunto del sector público y de cada uno de los grupos de agentes que lo integran para el período 2004-2006. En este contexto, el Proyecto de Presupuestos estima que el saldo de las operaciones no financieras de las Administraciones Públicas, en términos de Contabilidad Nacional, se mantendrá equilibrado en el 2004 y obtendrá superávit en los dos años siguientes. Estos presupuestos incorporarán plenamente el nuevo sistema de financiación de las corporaciones locales, que aumentarán sus recursos propios y, paralelamente, reducirán su dependencia de las transferencias del Estado. En cuanto al año 2003, el Proyecto mantiene la previsión de equilibrio presupuesta-

Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 6.259 millones de euros hasta julio de 2003, superior en un 21,8% al registrado en el mismo período del año precedente, en contraste con el ligero crecimiento del superávit previsto en el presupuesto inicial de 2003 y mejorando el resultado hasta abril (véase cuadro adjunto). No obstante, como en el caso del Estado, la comparación interanual de estos datos se halla afectada por la culminación, en el transcurso del año 2002, del traspaso efectivo de la gestión de la asistencia sanitaria a todas las CCAA. Los ingresos no financieros experimentaron una aceleración en los últimos meses, alcanzando un ligero crecimiento respecto a los siete primeros meses de 2002, frente a la reducción observada hasta abril así como a la prevista en el presupuesto. Por su parte, los pagos siguieron atenuando su ritmo de caída y registrando una reducción inferior a la recogida en el presupuesto.

Los ingresos por cotizaciones sociales, aunque moderaron algo su ritmo de crecimiento durante los últimos meses, aumentaron un 8,5% hasta julio, lo que supone un incremento notablemente superior al previsto en el presupuesto y una apreciable aceleración respecto a la evolución seguida en 2002. Esta aceleración se explica solo en muy pequeña parte por un crecimiento ligeramente mayor del número de afiliados a la Seguridad Social, que fue del 3,1% hasta septiembre de 2003, frente al 3% en el conjunto del año 2002.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas mantuvo hasta julio un ritmo de crecimiento del 6,9%, ligeramente superior al presupuestado para el conjunto del año y al experimentado en 2002. El número de pensiones contributivas sigue una evolución muy moderada, situándose su tasa de crecimiento en el 1% hasta julio, ligeramente por encima de lo previsto y del crecimiento registrado en el año anterior.

Con respecto al INEM, las cotizaciones percibidas se incrementaron un 8,4% hasta junio, frente al 13,5% previsto en el Presupuesto, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 12,9% en el primer semestre, en contraste con el 0,4% de crecimiento previsto.

Por otra parte, el gasto del INEM destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 6,1% hasta septiembre de 2003, lo que supone una importante desaceleración respecto al 14,6% de crecimiento acumulado en el año 2002. Esta evolución estuvo determinada tanto por la desaceleración del paro registrado (que aumentó un 3% hasta agosto, frente al 7,4% en el conjunto de 2002) como por el ligero descenso de la tasa de cobertura, que se situó en el 71,3% hasta junio, frente al 71,6% con que terminó el año 2002. Como consecuencia, el número de beneficiarios creció un 1,9% hasta junio, frente al 12,3% de crecimiento medio en 2002.

**Sistema de Seguridad Social (a)
(Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas) (b)
(Operaciones corrientes y de capital, en términos de derechos y obligaciones reconocidos)**

millones de euros y %

	Presupuesto			Liquidación	Liquidación ENE-JUL		
	2002 (c)	2003	% variación	% variación	2002	2003	% variación
	1	2	3=2/1	4	5	6	7=6/5
1. Ingresos no financieros	83.282	77.100	-7,4	-1,7	46.768	47.468	1,5
Cotizaciones sociales (d)	67.852	72.174	6,4	9,3	40.874	44.345	8,5
Transferencias corrientes	14.389	4.294	-70,2	-62,3	5.551	2.697	-51,4
Otros (e)	1.042	632	-39,4	-6,7	343	425	24,0
2. Pagos no financieros	79.411	73.191	-7,8	-3,8	41.630	41.209	-1,0
Personal	6.683	1.785	-73,3	-65,0	2.433	1.009	-58,5
Gastos en bienes y servicios	4.214	1.390	-67,0	-53,1	1.355	732	-45,9
Transferencias corrientes	67.615	69.568	2,9	3,4	37.683	39.309	4,3
Prestaciones	67.615	69.568	2,9	3,4	37.683	39.308	4,3
<i>Pensiones contributivas</i>	<i>56.231</i>	<i>60.024</i>	<i>6,7</i>	<i>6,8</i>	<i>31.736</i>	<i>33.931</i>	<i>6,9</i>
<i>Incapacidad temporal</i>	<i>4.027</i>	<i>4.623</i>	<i>14,8</i>	<i>15,1</i>	<i>2.475</i>	<i>2.681</i>	<i>8,3</i>
<i>Resto</i>	<i>7.358</i>	<i>4.922</i>	<i>-33,1</i>	<i>-29,8</i>	<i>3.472</i>	<i>2.697</i>	<i>-22,3</i>
Resto transferencias corrientes	0	0	-30,7	—	0	1	...
Otros (f)	899	446	-50,3	-48,0	158	158	-0,2
3. Saldo no financiero	3.871	3.909	1,0	5,9	5.139	6.259	21,8

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

(a) Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues no se hallan disponibles los correspondientes a las otras Administraciones de Seguridad Social para el año 2003.

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

(c) La referencia presupuestaria toma como base para la comparación el Presupuesto para 2002, ya que aún no se dispone de la liquidación completa para dicho año.

(d) Incluye recargos y multas.

(e) Excluye recargos y multas.

(f) Minorados por la enajenación de inversiones.

rio para el cierre de la cuenta del sector de las Administraciones Públicas. Por agentes, el Estado registrará un déficit de cinco décimas porcentuales del PIB, que será compensado con un superávit de la Seguridad Social de igual cuantía, mientras que las Administraciones territoriales se mantendrán en equilibrio, igualando, en todos los casos, los objetivos que se establecieron en la última Actualización del Programa de Estabilidad.

El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado también incorpora el Avance de liquidación de los ingresos y gastos del Estado, en términos de caja, para el año 2003, información que se presenta en el cuadro 3. Según el Avance, el Estado ingresará un 2,6% más de lo presupuestado inicialmente, mientras que gastará un 0,8% menos, por lo que el déficit de caja quedará en el 0,7% del PIB, notablemente inferior al presupuestado inicialmente (1,2% del PIB). Hay que señalar que las mayores desviaciones en los ingresos proceden de la recaudación impositiva, en tanto que la contención de los gastos se debe, por una parte, a una utilización solo parcial del Fondo de Contingencia y, por otra parte, a unos menores pagos de capital. En comparación con las cifras de ejecución presupuestaria hasta septiembre, que se comentan más adelante, el Avance de liquidación supone una ralentización de los ingresos en estos últimos meses y, por el contrario, una cierta aceleración de los pagos.

De acuerdo con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado registró hasta septiembre un superávit acumulado de 256 millones de euros en el saldo de sus operaciones no financieras, algo menor al superávit de 376 millones del mismo período del año 2002 (véase el cuadro 3). Los ingresos se desaceleraron, mostrando una tasa de crecimiento del 1,4%, frente al 2,2% observado en el primer semestre, mientras que los gastos, por el contrario, se aceleraron ligeramente en el tercer trimestre, hasta registrar un crecimiento del 1,6%. En ambos casos, las tasas de crecimiento observadas hasta septiembre están en línea con la previsión para el conjunto del año ofrecida por el Avance de liquidación que acompaña al Proyecto de Presupuestos Generales del Estado, que adelanta un déficit del Estado para el año 2003 de 3.630 millones de euros (0,5% del PIB).

Por su parte, en términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta septiembre de 2003 se saldó con un déficit de 6.424 millones de euros, frente al déficit de 6.607 millones registrado durante el mismo período del año anterior. Esto representa una reducción de tan solo un 2,8%, frente a una caída del 18,8% observada en el primer semestre, debido a la

menor aceleración de los ingresos con respecto a la de los pagos en los meses de verano. Los ingresos registraron un aumento del 1,6%, frente al 0,7% de incremento hasta junio, en tanto que los pagos crecieron un 1,2%, frente a la caída del 2,2% hasta junio.

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, información, esta última, que no se recoge en el cuadro 3. Las cifras de recaudación total indican que los impuestos directos se desaceleraron apreciablemente en el tercer trimestre, al contrario que los impuestos indirectos y los otros ingresos. El IRPF aumentó un 7,4% hasta septiembre, frente al 10,5% de crecimiento registrado en el primer semestre. Dejando de lado ciertos efectos de calendario, la desaceleración responde, principalmente, a la rebaja de las retenciones debida a la reforma del IRPF. En este sentido, el Avance de liquidación prevé que la recaudación por IRPF (incluidas las CCAA) se desacelere adicionalmente en la última parte del año, para cerrarlo con un crecimiento del 5,3%. El impuesto sobre sociedades, por el contrario, se ha acelerado en estos meses, tras el ingreso de la cuota diferencial, aunque sigue registrando tasas de variación negativas. No obstante, el Avance de liquidación prevé un crecimiento del 3,4% para estos ingresos, lo que implica una notable aceleración en los últimos meses del año. Por lo que respecta a los impuestos indirectos, el IVA creció en términos homogéneos un 9,6% hasta septiembre, sin apenas cambios con respecto a junio, mientras que los impuestos especiales se aceleraron ligeramente hasta registrar un crecimiento del 5,0%, frente al 4,3% de los primeros seis meses. El Avance de liquidación prevé una suave desaceleración en el caso del IVA (hasta el 7,7% al final del año), en tanto que los impuestos especiales evolucionarán de modo semejante a como lo han hecho hasta septiembre. Los otros ingresos aumentaron ligeramente hasta septiembre (un 0,6%), frente a la caída del 3,6% registrada en el trimestre anterior, debido al aumento en el ritmo de recepción de transferencias de capital. Para el conjunto del año, el Avance de liquidación prevé una sustancial caída (del 12,2% en este agregado), que se sustenta, sobre todo, en una fuerte desaceleración del capítulo de tasas.

Por el lado del gasto, se observa en el transcurso del tercer trimestre una aceleración en casi todos los capítulos, con excepción de los gastos de funcionamiento (personal y compras). Hay que resaltar, no obstante, el fuerte ritmo de crecimiento que siguió registrando el capítulo

CUADRO 3

Estado. Ejecución presupuestaria

Millones de euros y %

	Liquidación	Variación	Avance de	Variación	Liquidación	Liquidación		
	2002	porcentual	liquidación	porcentual	ENE-JUN	2002	2003	Variación
	1	2002/2001	2003	2003/2002	Variación	ENE-SEP	ENE-SEP	porcentual
				4=3/1	5	6	7	8=7/6
1. Ingresos no financieros	108.456	-13,4	108.437	0,0	0,7	75.358	76.532	1,6
Impuestos directos	55.531	-0,3	57.082	2,8	7,3	36.267	37.525	3,5
<i>IRPF</i>	32.268	-11,5	33.079	2,5	11,8	21.900	23.532	7,4
<i>Sociedades</i>	21.420	24,4	22.151	3,4	-4,0	12.974	12.722	-1,9
<i>Otros (a)</i>	1.843	-8,4	1.852	0,5	-12,1	1.393	1.271	-8,7
Impuestos indirectos	38.026	-28,5	38.269	0,6	-3,8	29.412	29.269	-0,5
<i>IVA</i>	25.720	-25,8	26.296	2,2	-1,7	20.069	20.406	1,7
<i>Especiales</i>	10.347	-37,7	9.819	-5,1	-12,4	7.874	7.266	-7,7
<i>Otros (b)</i>	1.959	4,7	2.154	9,9	8,1	1.469	1.597	8,7
Otros ingresos	14.898	-8,8	13.086	-12,2	-3,6	9.679	9.738	0,6
2. Pagos no financieros	111.082	-13,3	113.647	2,3	-2,2	81.964	82.955	1,2
Personal	17.554	4,3	18.536	5,6	5,7	12.650	13.334	5,4
Compras	2.843	11,3	3.123	9,9	12,2	1.799	1.966	9,3
Intereses	18.863	3,3	19.990	6,0	-7,7	16.018	16.203	1,2
Transferencias corrientes	58.324	-24,4	58.246	-0,1	-4,7	42.838	42.162	-1,6
Fondo de contingencia	...	...	...	...	...	...	...	...
Inversiones reales	7.043	9,0	7.227	2,6	6,8	4.493	4.966	10,5
Transferencias de capital	6.455	-5,3	6.525	1,1	2,7	4.166	4.324	3,8
3. Saldo de caja (3=1-2)	-2.626	...	-5.210	...	...	-6.607	-6.424	...
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL:								
Ingresos no financieros	108.387	-12,5	109.770	1,3	2,2	76.442	77.539	1,4
Pagos no financieros	111.807	-12,4	113.390	1,4	0,7	76.066	77.283	1,6
Capacidad (+) o necesidad (-)								
de financiación (c)	-3.420	...	-3.620	...	...	376	256	...

Fuente: Ministerio de Hacienda.

- (a) Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.
(b) Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.
(c) Las cifras son conformes con el criterio del Protocolo sobre Déficit Excesivo.

de las compras, con un aumento del 9,3% hasta septiembre, mientras que los gastos de personal evolucionaron de forma estable en torno al 5,5%, al igual que lo habían venido haciendo durante todo el año. Los pagos por intereses, por su parte, cuyo perfil viene determinado por el calendario de vencimientos de la deuda pública, se aceleraron notablemente en el tercer trimestre (hasta un crecimiento del 1,2%, frente a la caída del 7,7% de junio). En cuanto a las transferencias corrientes, influidas todavía por el nuevo sistema de financiación de las Comunidades Autónomas, se redujeron un 1,6%,

atenuando su caída frente al trimestre anterior. Por lo que respecta a los pagos de capital, se aceleraron en este trimestre, especialmente en el caso de las inversiones reales, que aumentaron un 10,5%, frente al 6,8% del primer semestre. Según el Avance de liquidación, la aceleración esperada en los gastos para la parte final del año se debe, principalmente, a los capítulos de intereses y de transferencias corrientes, dado que se espera una cierta estabilización en las tasas de crecimiento de los gastos de funcionamiento y una notable desaceleración en los pagos de capital.

CUADRO 4

Balanza de pagos: resumen (a)

Millones de euros

	ENERO-JULIO	
	2002	2003
	Ingresos	Ingresos
Cuenta corriente	136.846	144.660
Mercancías	77.725	83.107
Servicios	37.303	38.974
<i>Turismo</i>	<i>19.815</i>	<i>20.600</i>
<i>Otros servicios</i>	<i>17.488</i>	<i>18.375</i>
Rentas	12.368	12.862
Transferencias corrientes	9.449	9.717
Cuenta de capital	4.897	5.012
	Pagos	Pagos
Cuenta corriente	144.013	156.340
Mercancías	94.713	103.060
Servicios	22.771	23.725
<i>Turismo</i>	<i>3.856</i>	<i>3.898</i>
<i>Otros servicios</i>	<i>18.915</i>	<i>19.827</i>
Rentas	19.223	20.831
Transferencias corrientes	7.306	8.725
Cuenta de capital	634	618
	Saldos	Saldos
Cuenta corriente	-7.167	-11.680
Mercancías	-16.988	-19.953
Servicios	14.532	15.250
<i>Turismo</i>	<i>15.959</i>	<i>16.702</i>
<i>Otros servicios</i>	<i>-1.427</i>	<i>-1.452</i>
Rentas	-6.855	-7.969
Transferencias corrientes	2.143	992
Cuenta de capital	4.263	4.394

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

4.5. La Balanza de Pagos y la cuenta de capital en la economía

En el período de enero-julio de 2003 el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 7.286 millones de euros, lo que supone un aumento de 4.383 millones en relación con el saldo negativo observado en las mismas fechas del ejercicio anterior. Este resultado se explica por el aumento del déficit por cuenta corriente, que se amplió en 4.513 millones de euros, hasta situarse en 11.680 millones de euros; el superávit de capital mejoró ligeramente en este período, situándose en 4.394 millones de euros. Por partidas de la cuenta corriente, cabe mencionar el notable incremento del déficit de mercancías y, en menor

medida, del déficit de rentas, así como el menor superávit por transferencias corrientes; sin embargo, el saldo positivo de servicios mejoró, gracias a la favorable evolución del superávit turístico.

En el conjunto de los siete primeros meses de 2003, el déficit de la balanza comercial registró un aumento de 2.965 millones de euros sobre el nivel alcanzado en las mismas fechas del año anterior; en tasas interanuales, el saldo negativo aumentó un 17,5%. El vigor que han reflejado los flujos reales de importaciones en el conjunto del período, superior al de las exportaciones, a pesar del fuerte impulso que estas últimas adquirieron durante el segundo trimestre, unido al abultado aumento de la factura energética en los primeros meses del año, propició esta notable ampliación.

En cuanto a la balanza de servicios, en el período de enero-julio su saldo positivo ascendió a 15.250 millones de euros, 717 millones por encima del contabilizado en iguales fechas del año anterior: esta mejora del 4,9%, en tasa interanual, se basa en el incremento del 4,7% experimentado por el superávit turístico, mientras que el déficit de servicios no turísticos creció solo ligeramente (1,8%). Los ingresos turísticos intensificaron en este período la tónica positiva iniciada en el trimestre final de 2002, con un avance interanual del 4%, en línea con el comportamiento de los indicadores reales hasta esa fecha. Por su parte, los pagos turísticos apenas crecieron un 1,1% en dicho período, acentuando la moderación que registraron en el último trimestre de 2003, acorde con la sustitución de turismo extranjero por turismo interior, que ha venido produciéndose.

El déficit de la balanza de rentas aumentó en 1.114 millones de euros en el período de enero-julio de 2003, en relación con el observado en idénticas fechas del ejercicio anterior, situando su déficit en 7.969 millones de euros. Los ingresos se incrementaron un 4%, impulsados por el dinamismo de los correspondientes al sector privado no financiero, mientras que el descenso observado en el resto de sectores refleja el recorte en los beneficios de las inversiones en el exterior, así como la reducción de los flujos de inversión directa que se viene produciendo desde el ejercicio anterior, y que es, en parte, consecuencia de las crisis sociales y políticas que atraviesan algunos países latinoamericanos. Los pagos, por su parte, crecieron a un ritmo más elevado, el 8,4%, reflejando también en este caso el notable incremento experimentado por los pagos realizados por el sector privado no financiero.

El superávit de la balanza de transferencias corrientes se situó en 992 millones de euros en el conjunto de los siete primeros meses del año, lo que supone una notable disminución, del orden de 1.151 millones de euros, en relación con el nivel observado en igual período de 2002. Los ingresos aumentaron un 2,8%, fruto del incremento en los flujos destinados al sector privado procedentes de la UE en concepto de FEOGA-Garantía, mientras que descendieron notablemente los destinados al Fondo Social Europeo; los pagos, por su parte, crecieron a un ritmo muy elevado, 19,4%, como consecuencia, fundamentalmente, del notable incremento de los pagos destinados a la UE, especialmente en concepto de Recurso PNB; desta-

có, una vez más, el fuerte avance que mantienen los pagos por remesas de emigrantes.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 4.394 millones de euros en el período de enero-julio de 2003, lo que supone un aumento de 130 millones de euros, en relación con el registrado en el mismo período del año anterior. Esta mejora, que en tasas interanuales se cifró en un incremento del 3,1%, obedece a la expansión de la mayoría de los fondos estructurales procedentes de la UE, especialmente los destinados al FEDER y, en menor medida, al FEOGA-Orientación, mientras que descendieron los correspondientes al Fondo de Cohesión.

5. Evolución financiera

5.1. Rasgos más destacados

Durante el tercer trimestre de 2003 la situación financiera del sector privado estuvo enmarcada en un entorno en el que los tipos de interés se mantuvieron en niveles reducidos, a pesar de que al final de dicho período se observó cierto repunte en los plazos más largos del mercado monetario y en las rentabilidades negociadas en los mercados secundarios de deuda pública. De este modo, la rentabilidad de la deuda del Tesoro español a diez años se situaba a finales de septiembre en el 4,08%, casi 50 pb por encima de los niveles del final del segundo trimestre. Los costes de financiación bancaria de empresas y familias continuaron en niveles históricamente bajos y las primas de riesgo crédito de las empresas españolas negociadas en los mercados de derivados de crédito mantuvieron los registros moderados alcanzados en junio y, en algunos casos, mostraron incluso ligeros descensos, lo que limitó el impacto del aumento de los tipos de interés a medio y largo plazo sobre el coste de este componente de la financiación de las sociedades (véase gráfico 23).

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales, las cotizaciones mantuvieron durante julio y agosto la trayectoria ascendente del trimestre anterior (véase gráfico 23). En septiembre, no obstante, se observaron descensos asociados a episodios de inestabilidad en los mercados cambiarios. De este modo, el índice general de la Bolsa de Madrid se situaba a finales de ese mes en torno a los niveles de junio y acumulaba en el año una revalorización del 12,5%, superior a la del EURO STOXX de las bolsas del área del euro (4,1%) y similar a la del S&P 500 de los mercados norteamericanos (13,2%). Esta evolución vino acompañada por un mantenimiento de las volatilidades implícitas de estas cotizaciones alrededor de los niveles moderados alcanzados en junio. Por otra parte, de acuerdo con la información disponible más reciente, correspondiente al segundo trimestre, el precio de la vivienda continuó creciendo a tasas interanuales superiores al 17% (véase gráfico 23).

Las decisiones de gasto de los hogares y las empresas continuaron apoyándose en una expansión sostenida de la demanda de crédito. De este modo, la financiación recibida por el sector privado aumentó su ritmo de expansión entre abril y junio, hasta situarse en el 14,3%, medio punto porcentual por encima del registro del trimestre anterior (véase cuadro 6). Este comportamiento agregado no fue homogéneo entre los distintos sectores ya que, mientras que la financiación recibida por las sociedades prácticamente mantuvo el crecimiento observado en marzo (13,5% en junio, en términos interanuales), en el caso de los hogares se apreció una

aceleración significativa en el volumen de fondos recibidos, hasta el 15,5%. La información provisional correspondiente al tercer trimestre apunta a un nuevo ascenso en la tasa de avance de la deuda asumida por las familias, que habría superado el 16%, mientras que la de las empresas habrían retrocedido ligeramente con respecto a los niveles de junio.

El continuado recurso a la financiación por parte del sector privado no financiero determinó nuevos incrementos en sus *ratios* de endeudamiento, que se sitúan ya alrededor de la media de los países de la UEM. No obstante, las condiciones financieras holgadas permitieron que la carga asociada a esa deuda continuase en niveles moderados. Además, el resto de los indicadores sobre la situación financiera de las familias y las empresas ha mostrado, en general, una evolución positiva. Así, la riqueza neta de los hogares ha seguido aumentando y su ahorro bruto, después de atender al servicio de la deuda, continuó creciendo, aunque todavía se sitúa en niveles reducidos. En el caso de las sociedades, se apreciaron igualmente signos de mejoría de la rentabilidad en la mayoría de los sectores.

En conclusión, la situación financiera del sector privado no constituye actualmente un obstáculo para el dinamismo de sus decisiones de gasto. No obstante, resulta cada vez más complejo sustentar una parte importante de las decisiones de consumo e inversión sobre un nuevo recurso a la contratación de deuda debido a los niveles de endeudamiento alcanzados y al menor margen para reducciones adicionales en los tipos de interés. Además, los pasivos acumulados por el sector privado suponen mayor sensibilidad que en el pasado de sus decisiones de gasto ante perturbaciones adversas en su renta, riqueza o coste de financiación.

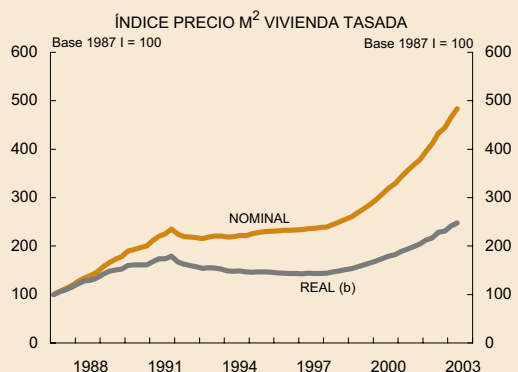
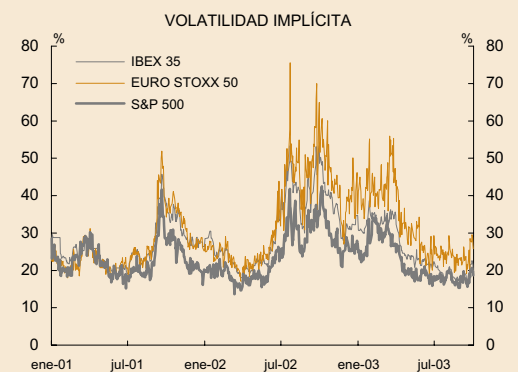
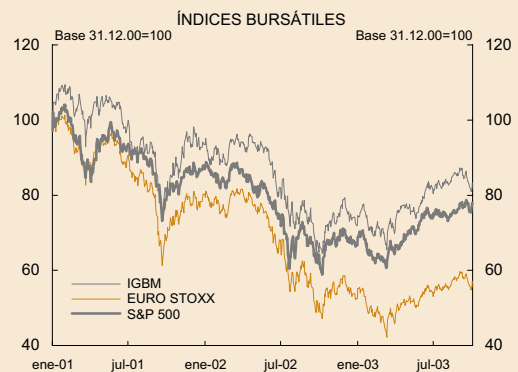
5.2. El sector de hogares

De acuerdo con la información provisional disponible, durante el tercer trimestre de 2003 se produjo una nueva disminución de los tipos de interés crediticios que aplican las entidades a los hogares para la adquisición de vivienda junto con un moderado incremento en el coste de los créditos concedidos para otras finalidades. Según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, las condiciones globales de oferta en este mercado fueron, entre abril y junio, ligeramente más restrictivas que en el trimestre anterior, y las previsiones para el tercero apuntaron a un nuevo endurecimiento.

La financiación recibida por los hogares aumentó su crecimiento durante el segundo tri-

GRÁFICO 23

Indicadores de precios de distintos activos



Fuentes: Bloomberg, Credit Trade y Banco de España.
 (a) Primas medias ponderadas por activos. El día 22/6/03 entró en vigor un cambio en las condiciones del contrato de las empresas europeas. El nuevo contrato lleva asociado unas primas menores (en torno al 10%).
 (b) Deflatado con el IPC.

**Operaciones financieras netas y flujos intersectoriales
(Datos acumulados de cuatro trimestres)**

% PIB

	OPERACIONES FINANCIERAS NETAS								
	1998	1999	2000	2001	2002			2003	
					II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
Economía nacional	0,2	-1,0	-2,5	-2,2	-1,7	-1,5	-1,6	-2,1	-2,0
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	2,1	-0,3	-2,4	-3,5	-2,7	-3,4	-3,1	-3,7	-3,7
Sociedades no financieras	-1,1	-2,3	-3,5	-4,6	-4,0	-4,2	-4,6	-4,9	-4,9
Hogares e ISFLSH	3,3	2,0	1,1	1,1	1,3	0,8	1,4	1,2	1,1
Instituciones financieras	1,1	0,5	0,7	1,5	1,5	1,7	1,5	1,5	1,5
Administraciones Públicas	-3,0	-1,2	-0,8	-0,3	-0,5	0,3	0,1	0,1	0,2
	FLUJOS INTERSECTORIALES (a)								
Hogares e ISFLSH	3,3	2,0	1,1	1,1	1,3	0,8	1,4	1,2	1,1
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	-4,6	0,5	-0,2	-1,5	-2,9	-3,5	-2,8	-3,3	-3,6
Inversores institucionales (c)	7,6	0,9	0,4	3,6	3,3	3,0	2,9	3,9	4,3
Sociedades no financieras	-1,1	-2,3	-3,5	-4,6	-4,0	-4,2	-4,6	-4,9	-4,9
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	-4,5	-4,1	-6,8	-3,9	-4,4	-4,0	-3,2	-4,0	-4,2
Resto del mundo	0,7	-0,7	2,0	-2,3	-1,6	-1,3	-0,9	-0,8	-0,4
Administraciones Públicas	-3,0	-1,2	-0,8	-0,3	-0,5	0,3	0,1	0,1	0,2
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	1,4	1,4	2,2	-2,3	-0,3	0,9	1,0	-0,6	-0,3
Inversores institucionales (c)	-2,6	1,7	3,9	2,8	1,3	0,8	0,5	0,7	0,4
Resto del mundo	-1,1	-4,3	-5,9	-1,6	-1,6	-1,6	-1,1	0,1	-0,2
Resto del mundo	-0,2	1,0	2,5	2,2	1,7	1,5	1,6	2,1	2,0
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	7,1	1,9	5,1	3,8	4,1	3,4	2,9	4,6	4,3
Inversores institucionales (c)	-6,3	-3,6	-5,7	-4,9	-3,7	-3,3	-2,3	-3,1	-2,7
Sociedades no financieras	-0,7	0,7	-2,0	2,3	1,6	1,3	0,9	0,8	0,4
Administraciones Públicas	1,1	4,3	5,9	1,6	1,6	1,6	1,1	-0,1	0,2

Fuente: Banco de España.

(a) Un signo positivo indica que se otorga financiación al sector de contrapartida. Un signo negativo refleja la financiación recibida del sector de contrapartida.

(b) Definido según la 1.ª Directiva bancaria.

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

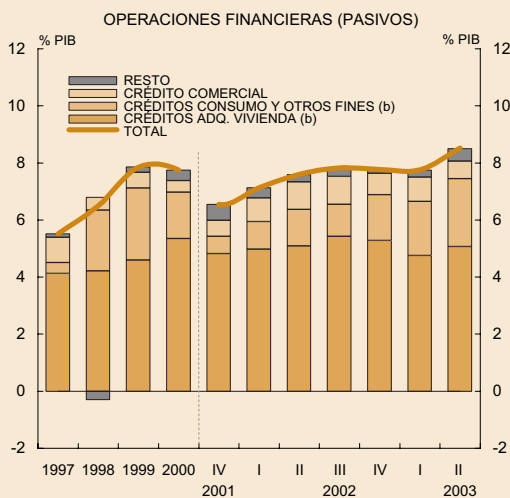
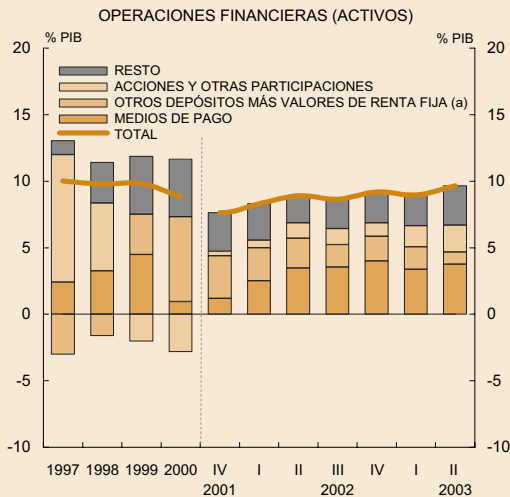
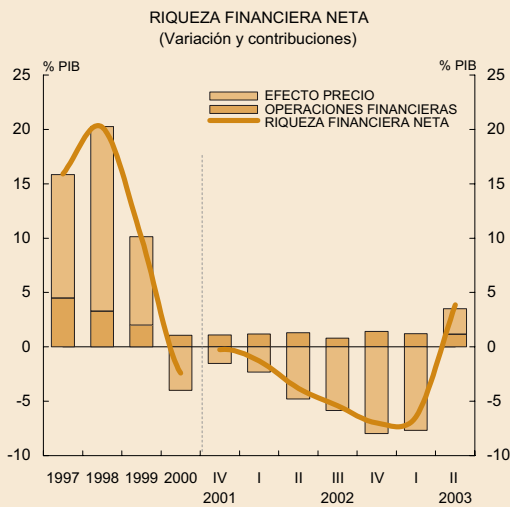
mestre, hasta alcanzar el 15,5%, 1,4 puntos porcentuales por encima del registro de marzo (véanse cuadro 6 y gráfico 24). En términos acumulados de doce meses, la nueva deuda asumida por el sector representó el 8,5% del PIB, 0,7 puntos porcentuales más que en el trimestre anterior. Este ascenso refleja la aceleración tanto del crédito a vivienda como, sobre todo, del destinado al consumo y otros fines. La información provisional correspondiente al tercer trimestre apunta a una continuidad en la tendencia hacia un mayor ritmo de expansión en la financiación captada por los hogares, aunque, a diferencia de lo ocurrido entre abril y junio, el crédito a la vivienda habría contribuido

en mayor medida al avance que los préstamos dirigidos a otras finalidades.

En relación con las decisiones de cartera, la adquisición de activos financieros por parte de los hogares alcanzó, durante el segundo trimestre, el 9,7% del PIB en términos acumulados de doce meses (véanse cuadro 6 y gráfico 24). La distribución por instrumentos mostró cierta recomposición desde la rúbrica «Otros depósitos y valores de renta fija» hacia «Medios de pago» y «Fondos de inversión». De este modo, las suscripciones netas de fondos de inversión supusieron el 1,4% del PIB, frente al 1,1% del primer trimestre. Este avance se explica exclu-

GRÁFICO 24

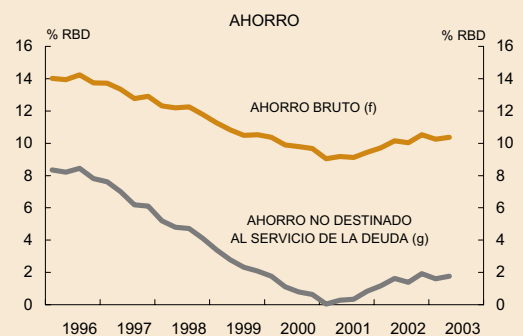
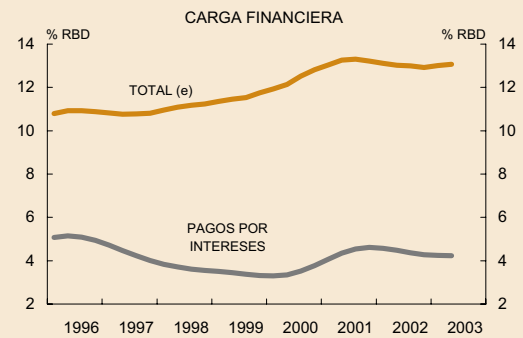
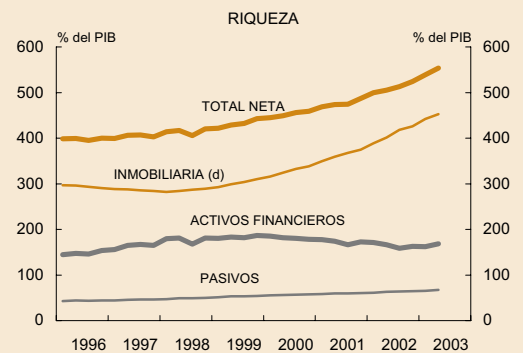
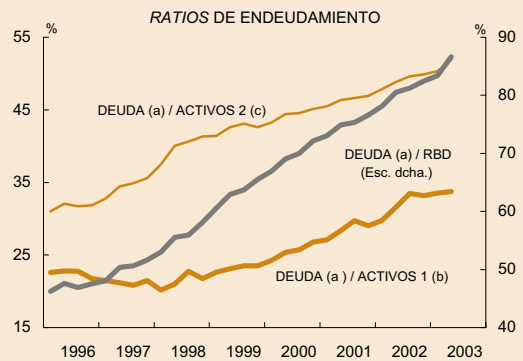
Hogares e ISFLSH
(Datos acumulados de cuatro trimestres)



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

GRÁFICO 25

Indicadores de posición patrimonial de los hogares e ISFLSH



Fuente: Banco de España.

- (a) Incluye crédito bancario y titulización.
- (b) Activos 1 = Total de activos financieros - la rúbrica de «Otros».
- (c) Activos 2 = Activos 1 - acciones - participaciones de FIM.
- (d) Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del m².
- (e) Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- (f) Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- (g) Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.

CUADRO 6

Activos financieros y pasivos de los hogares, ISFLSH y sociedades no financieras
(Datos acumulados de cuatro trimestres)

% PIB

	1999	2000	2001	2002		2003	
				IV TR	I TR	II TR	
HOGARES E ISFLSH:							
Operaciones financieras (activos)	9,8	8,8	7,6	9,2	9,0	9,7	
Medios de pago	4,5	0,9	1,2	4,0	3,4	3,8	
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	3,0	6,4	3,2	1,9	1,7	0,9	
Acciones y otras participaciones (b)	0,1	0,5	-0,4	0,8	0,5	0,6	
Fondos de inversión	-2,1	-3,4	0,8	0,2	1,1	1,4	
FIAMM	-1,4	-1,3	1,3	0,7	0,7	0,7	
FIM	-0,8	-2,0	-0,5	-0,5	0,3	0,7	
Reservas técnicas de seguros	3,3	3,4	2,5	2,4	2,5	2,5	
De las cuales:							
Seguros de vida	2,0	1,9	1,4	1,6	1,7	1,6	
Fondos de pensiones	1,0	1,3	0,9	0,7	0,7	0,8	
Resto	1,0	0,9	0,4	-0,1	-0,2	0,4	
Operaciones financieras (pasivos)	7,9	7,7	6,5	7,8	7,8	8,5	
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	7,1	7,0	5,4	6,9	6,7	7,5	
Créditos para adquisición de vivienda (c)	4,6	5,4	4,8	5,3	4,8	5,1	
Créditos para consumo y otros fines (c)	2,5	1,6	0,6	1,6	1,9	2,4	
Resto	0,7	0,8	1,1	0,9	1,1	1,1	
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:							
Operaciones financieras (activos)	17,8	27,8	19,0	14,0	15,2	15,8	
Medios de pago	0,7	0,9	1,7	1,4	1,9	1,4	
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	-0,1	1,2	1,0	1,8	2,5	2,5	
Acciones y otras participaciones	8,3	14,9	5,8	4,0	3,9	3,3	
De las cuales:							
Frente al resto del mundo	6,8	11,3	4,9	2,6	2,7	2,2	
Resto	8,9	10,8	10,5	6,8	7,0	8,7	
Operaciones financieras (pasivos)	20,1	31,3	23,6	18,6	20,1	20,7	
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	5,3	7,6	6,9	6,8	7,5	7,7	
Préstamos exteriores	3,0	3,5	4,0	3,4	2,4	2,0	
Valores de renta fija (a)	0,5	-0,7	0,1	-0,3	-0,3	-0,2	
Acciones y otras participaciones	5,1	12,8	5,3	3,1	3,5	3,4	
Resto	6,2	8,1	7,2	5,6	7,0	7,8	
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):							
Financiación (d)	19,5	18,8	15,7	14,6	13,8	14,3	
Hogares e ISFLSH	19,6	17,3	12,4	14,9	14,1	15,5	
Sociedades no financieras	19,4	19,9	18,2	14,4	13,6	13,5	

Fuente: Banco de España.
 (a) No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.
 (b) No incluye los fondos de inversión.
 (c) Incluye los créditos titulizados.
 (d) Incluye crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

sivamente por la evolución de los fondos de inversión mobiliarios, FIM, que recibieron recursos por valor del 0,7% del PIB. Por su parte, el componente de «Acciones y participaciones» mostró una ligera recuperación.

Durante el segundo trimestre, los hogares redujeron ligeramente su ahorro financiero, que,

en términos acumulados de doce meses, se situó en el 1,1% del PIB (véanse cuadro 5 y gráfico 24). No obstante, el ahorro bruto del sector no destinado al servicio de la deuda, que excluye los recursos absorbidos por la amortización de los préstamos, mantuvo la senda de recuperación observada desde mediados de 2001 (véase gráfico 25), si bien se encuentra, todavía,

en niveles relativamente bajos. Por su parte, el endeudamiento siguió aumentando y se situó en el 87% de su RBD, ligeramente por encima de los registros observados en la media de la UEM, y la información provisional del tercer trimestre apunta a un avance adicional de esta *ratio*. Pese a ello, la carga financiera asociada a esta deuda continuó en valores moderados debido al reducido nivel de los costes de financiación. Además, la riqueza neta del sector siguió creciendo durante el segundo trimestre a pesar de los mayores pasivos, como consecuencia tanto de la revalorización de la vivienda como de la recuperación de las cotizaciones en los mercados financieros bursátiles nacionales e internacionales. En este sentido, debe destacarse que la riqueza financiera neta mostró, en términos acumulados de cuatro trimestres, una variación positiva por primera vez desde 2000.

En consecuencia, los indicadores disponibles sugieren que la situación financiera de los hogares sigue siendo sólida, aunque el reducido nivel del ahorro no destinado al servicio de la deuda ofrece un margen limitado para absorber posibles perturbaciones adversas en la riqueza del sector, en su renta o en el coste de financiación de la deuda.

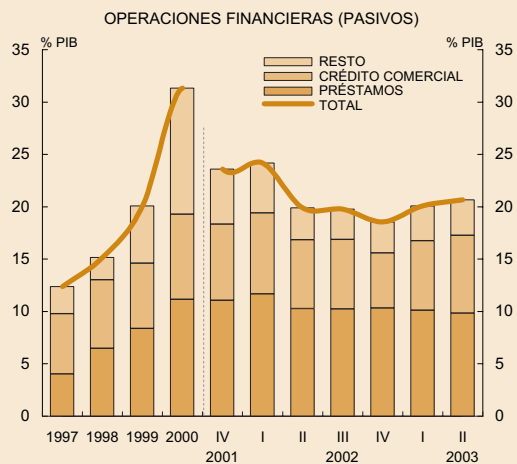
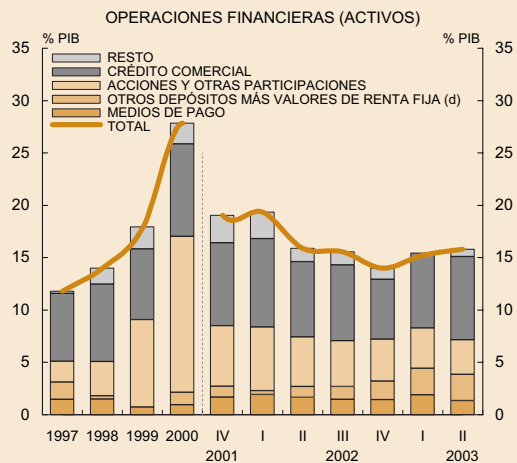
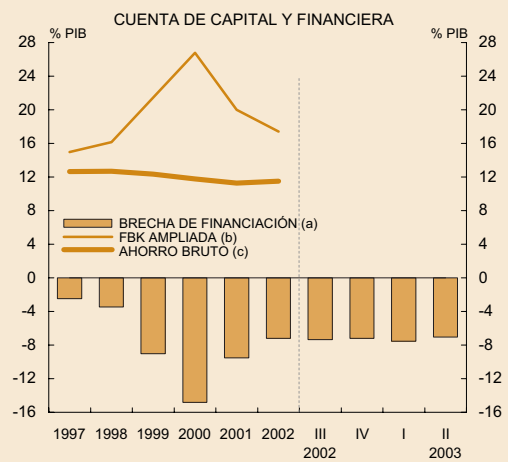
5.3. El sector de sociedades no financieras

Durante el tercer trimestre de 2003 las condiciones de financiación para las sociedades continuaron siendo holgadas. Así, los tipos de interés crediticios y el coste de los fondos captados mediante la emisión de bonos se mantuvieron en niveles reducidos, a pesar del repunte que se observó en agosto. Además, en algunos casos el aumento de las rentabilidades de los activos a medio y largo plazo no se trasladó completamente al coste de financiación con valores de renta fija, dada la evolución ligeramente descendente de las primas de riesgo de algunas empresas. Asimismo, la mayor estabilidad de las cotizaciones en las bolsas mejoró las posibilidades de las empresas de obtener recursos en dichos mercados. Sin embargo, de acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios correspondiente al segundo trimestre, las condiciones generales de oferta de los préstamos a las sociedades experimentaron un ligero endurecimiento respecto de las observadas entre enero y marzo.

Las operaciones de pasivo de las sociedades no financieras entre marzo y junio alcanzaron un volumen relativamente elevado, 20,7% del PIB, en términos acumulados de doce meses, frente al 20,1% del trimestre anterior. Por componentes, la financiación ajena con coste creció a una tasa interanual del

GRÁFICO 26

Sociedades no financieras (Datos acumulados de cuatro trimestres)

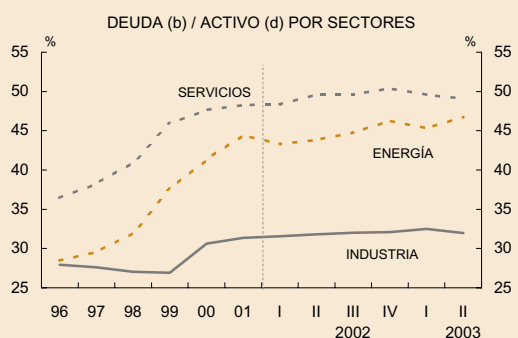
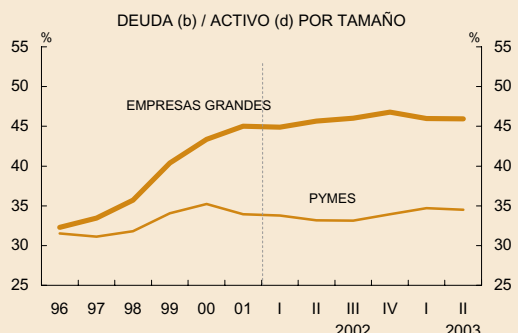
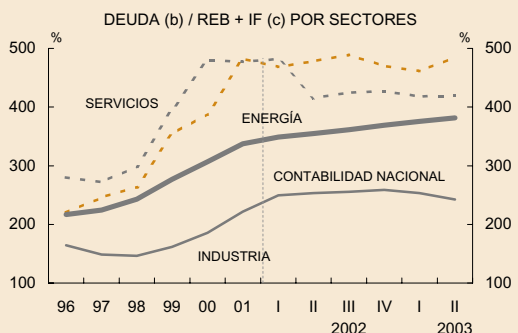
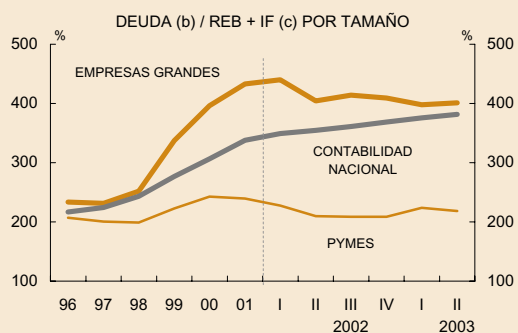


Fuente: Banco de España.

- (a) Recursos financieros que cubren el diferencial entre la inversión real y financiera permanente y el ahorro bruto.
- (b) Incluye la formación bruta de capital, la variación de existencias y la renta variable en el exterior.
- (c) Incluye las transferencias de capital.
- (d) No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.

GRÁFICO 27

Ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras (a)



Fuente: Banco de España.

(a) El cálculo de todas las series, excepto «Contabilidad Nacional», se realiza con información de la Central de Balances. Hasta 2001 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.

13,5%, una décima porcentual por debajo del registro de marzo, y los recursos obtenidos del registro de marzo, y los recursos obtenidos representaron el 9,5% del PIB en términos acumulados de doce meses, un nivel similar al del trimestre anterior, aunque con una composición por instrumentos diferente. Así, los préstamos exteriores continuaron perdiendo peso a favor de los créditos de entidades residentes. Por otro lado, las sociedades continuaron realizando amortizaciones netas de valores de renta fija, aunque por un importe algo inferior al observado en el trimestre anterior (0,2% del PIB). Los recursos captados a través de la emisión de acciones y participaciones alcanzaron el 3,4% del PIB. Por último, se produjo también un ascenso del crédito comercial pasivo, recogido en la partida «Resto».

Por actividades productivas, durante el segundo trimestre el crédito de entidades residentes destinado al sector inmobiliario, que incluye la construcción y los servicios inmobiliarios, continuó mostrando un fuerte ritmo de avance. Por su parte, la financiación bancaria destinada al resto de actividades aumentó su tasa de expansión, lo cual fue especialmente significativo en el caso de la dirigida a la industria excluyendo la construcción, que por tercer trimestre consecutivo elevó su ritmo de crecimiento, en línea con la moderada recuperación de la inversión en bienes de equipo durante este período. La información provisional más reciente, por otro lado, apunta a una ligera desaceleración de la financiación ajena de las sociedades.

En cuanto a las operaciones de adquisición de activos financieros por parte de las sociedades no financieras, entre marzo y junio continuó el proceso de recuperación iniciado en el trimestre anterior, de modo que la inversión financiera se situó en el 15,8% del PIB en términos acumulados de doce meses (véanse gráfico 26 y cuadro 6). En relación con el trimestre anterior (y en porcentaje del PIB), se observó un aumento del crédito comercial activo, recogido en la partida «Resto», junto con un descenso tanto en las compras de acciones y otras participaciones, sobre todo del resto del mundo, como en las adquisiciones materializadas en medios de pago.

Las empresas experimentaron unas necesidades netas de financiación elevadas, que en el segundo trimestre fueron del 0,4% del PIB, de modo que el saldo deudor acumulado de doce meses se mantuvo en el 4,9% del PIB (véase cuadro 5). No obstante, la brecha de financiación, que recoge los recursos externos necesarios para llevar a cabo la inversión real y financiera permanente, mostró una ligera mejoría y se situó en el 7% del PIB (véase gráfico 26).

Indicadores sintéticos sobre la situación financiera de las sociedades no financieras españolas

El análisis de la situación financiera de las empresas constituye un elemento importante para la valoración de las condiciones macroeconómicas y de la estabilidad financiera. Así, por ejemplo, el nivel de endeudamiento de las sociedades puede condicionar las decisiones relativas a la demanda de empleo, a sus planes de inversión o a la probabilidad de incurrir en una situación de impago. La posición financiera de las empresas, por otro lado, suele caracterizarse mediante un conjunto amplio de *ratios* que proporcionan información sobre su rentabilidad, endeudamiento y liquidez. En este contexto, resulta útil disponer de indicadores sintéticos que resumen la información proporcionada por las distintas *ratios*.

A partir de la muestra individual de empresas contenida en la Base de Datos Anual de la Central de Balances del Banco de España para el período 1985-2001, se han construido tres indicadores sintéticos que resumen el impacto que distintas variables financieras tienen, respectivamente, sobre la probabilidad de impago, la inversión y el empleo de las empresas. El primero se calcula a partir de un conjunto de medidas de endeudamiento, carga financiera, rentabilidad, liquidez, pago de dividendos y crecimiento de las ventas y del PIB. Las ponderaciones asignadas a cada componente se basan en la capacidad que históricamente han demostrado estas variables para anticipar la morosidad (1). Por su parte, los indicadores relevantes para el empleo y la inversión se obtienen a partir de la carga financiera, la rentabilidad y, en el caso del indicador de inversión, el nivel de endeudamiento de las sociedades. Como en el caso anterior, el peso de estas variables se determina en función de su influencia estimada sobre el concepto objeto de interés (empleo o inversión) (2).

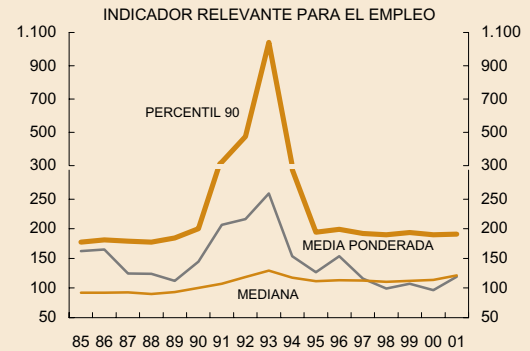
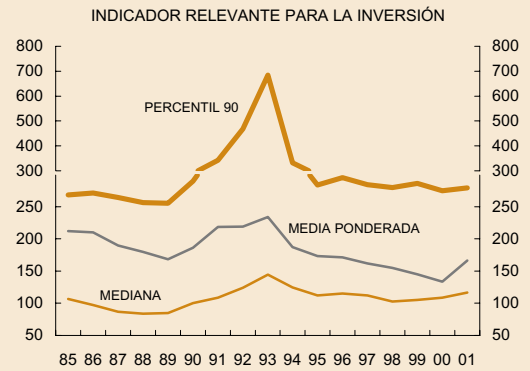
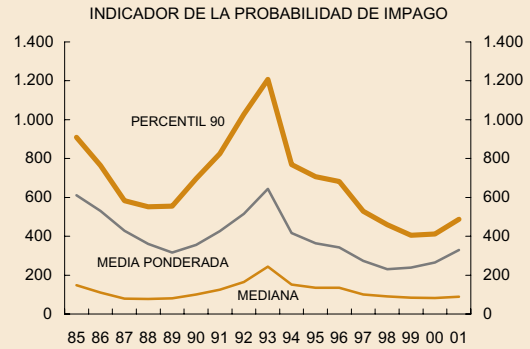
En el gráfico adjunto se presenta, para cada uno de estos indicadores sintéticos, la evolución temporal de la mediana, el percentil 90 y la media ponderada de su distribución. En este último caso, las ponderaciones se construyen a partir de distintos indicadores de tamaño relativo de las empresas (3). La primera serie caracteriza la evolución de la empresa promedio, mientras que la decila superior y la media son representativas de la situación de las empresas más vulnerables y del sector en términos agregados, respectivamente.

Como puede observarse en el gráfico, los tres indicadores muestran, para cada una de las series, un claro perfil contracíclico, que es especialmente acusado en el caso de la decila superior. La comparación de las tres series permite, además, extraer algunas conclusiones interesantes. En primer lugar, se observa que la mediana ha tendido a situarse por debajo de la media ponderada, lo que refleja que la situación financiera de las sociedades más grandes y más relevantes desde el punto de vista de la inversión y el empleo ha sido, en la muestra, algo más desfavorable que la de la empresa promedio. Además, en algunos períodos la media se comporta de un modo distinto a la mediana. Ambos hechos evidencian que el comportamiento de la empresa promedio no siempre es suficientemente representativo de la evolución del sector. Por otra parte, la comparación entre la mediana y el percentil 90 ilustra cómo en etapas recesivas el deterioro en las condiciones financieras ha sido más acusado en las empresas que estaban en una situación financiera más desfavorable.

Finalmente, en el gráfico se puede comprobar también que, aunque en el último año de la muestra se produjo un cierto empeoramiento de la situación financiera de las empresas, los indicadores sintéticos se encontraban, en términos históricos, en niveles moderados, inferiores a la media muestral de cada uno de ellos, lo que sugiere la solidez de la posición patrimonial del conjunto del sector que, de este modo, no parece constituir un obstáculo para el avance del dinamismo de sus decisiones de empleo e inversión.

(1) Técnicamente, las ponderaciones proceden de la estimación de un modelo Probit para la probabilidad de quiebra de las sociedades.
 (2) Las ponderaciones se obtienen a partir de los coeficientes de ecuaciones de empleo e inversión estimados mediante el método generalizado de momentos.
 (3) El peso de cada empresa en el indicador de probabilidad de impago viene dado por el volumen relativo de activos; en el de inversión, por el de capital fijo; y en el de empleo, por el del número de empleados.

Indicadores sintéticos



Estos indicadores se han normalizado de modo que la mediana toma el valor 100 en 1990. Aumentos de los mismos suponen un empeoramiento de la situación financiera de las empresas.

GRÁFICO 28

Carga financiera de las sociedades no financieras (a)

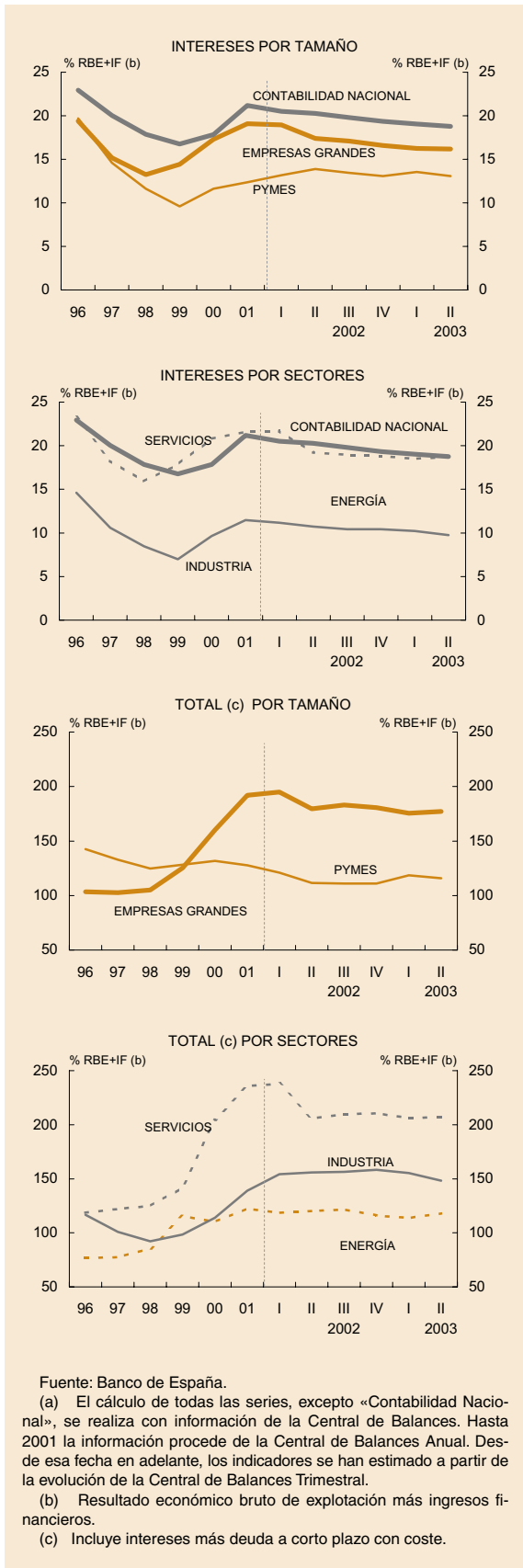
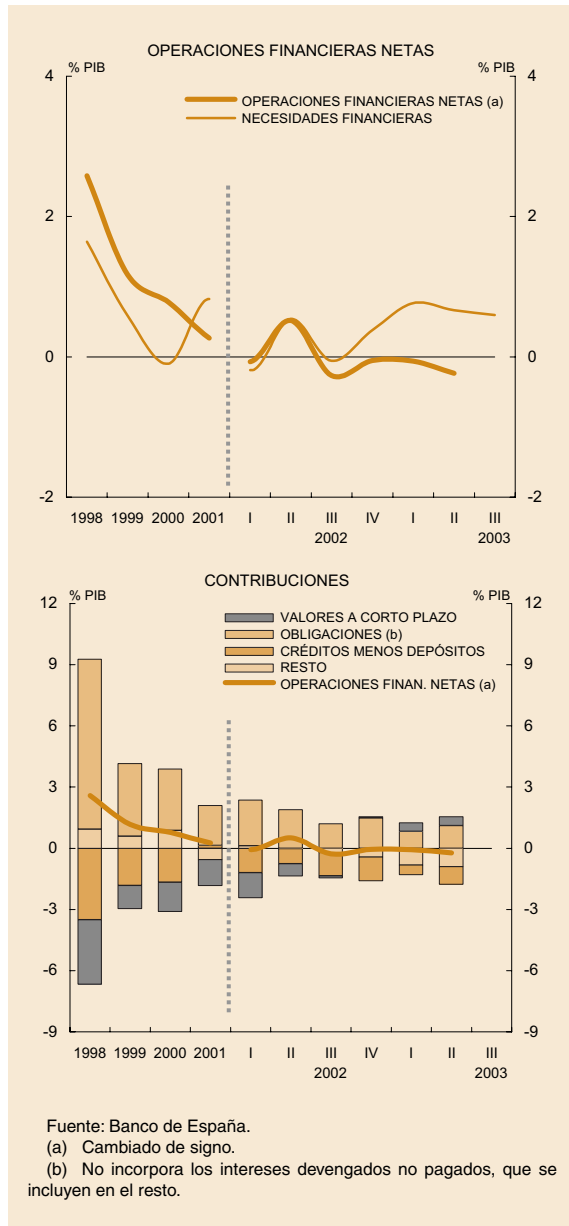


GRÁFICO 29

Administraciones Públicas
(Datos acumulados de cuatro trimestres)



Las ratios de endeudamiento agregadas del sector continuaron aumentando entre marzo y junio y, de acuerdo con la información provisional disponible, también se habrían incrementado durante el tercer trimestre (véase gráfico 27). Sin embargo, el reducido nivel del coste de financiación propició que la carga financiera por intereses se mantuviera en niveles moderados (véase gráfico 28). Por su parte, de acuerdo con la Central de Balances Trimestral, el indicador de carga financiera que incluye la deuda a corto plazo, además de los intereses, se mantuvo durante el segundo trimestre de 2003 relativamente estable también, en niveles próximos al máximo alcanzado en marzo de 2002.

CUADRO 7

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

% PIB

	1999	2000	2001	2002		2003	
				IV TR	I TR	II TR	
Operaciones financieras netas	-1,0	-2,5	-2,2	-1,6	-2,1	-2,0	
Operaciones financieras (activos)	15,3	25,2	12,2	11,4	12,9	12,1	
Oro y DEG	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Efectivo y depósitos	1,7	2,8	-2,7	3,5	4,0	2,7	
Sistema crediticio	3,7	2,5	-2,7	2,0	2,3	1,6	
Otros sectores residentes	-2,1	0,4	0,0	1,5	1,7	1,2	
Valores distintos de acciones	2,9	3,9	7,2	4,3	5,3	5,8	
Sistema crediticio	-0,8	-0,3	2,0	0,6	0,7	1,4	
Otros sectores residentes	3,7	4,2	5,2	3,7	4,6	4,5	
Acciones y otras participaciones	10,1	15,6	5,2	3,1	3,0	2,2	
Sistema crediticio	0,8	1,8	0,0	0,2	0,0	-0,4	
Otros sectores residentes	9,4	13,8	5,2	2,9	2,9	2,6	
De los cuales:							
Sociedades no financieras	6,8	11,3	4,9	2,6	2,7	2,2	
Créditos	0,7	2,8	2,5	0,5	0,6	1,3	
Sistema crediticio	-0,2	0,5	0,8	0,1	0,2	0,2	
Otros sectores residentes	0,9	2,3	1,7	0,3	0,4	1,1	
Operaciones financieras (pasivos)	16,2	27,7	14,4	13,0	15,0	14,1	
Depósitos	4,1	6,8	2,8	4,4	6,0	4,5	
De los cuales:							
Sistema crediticio	4,1	6,8	2,8	4,4	6,0	4,5	
Valores distintos de acciones	5,4	7,0	3,1	4,2	4,1	5,3	
Sistema crediticio	0,9	0,7	0,6	1,4	1,8	2,7	
Administraciones Públicas	4,3	5,7	1,6	1,1	-0,1	0,3	
Otros sectores residentes	0,2	0,5	0,9	1,7	2,3	2,3	
Acciones y otras participaciones	4,2	9,4	4,6	1,8	2,5	2,0	
Sistema crediticio	0,3	1,8	0,5	0,1	0,2	0,0	
Otros sectores residentes	3,9	7,7	4,1	1,7	2,4	2,1	
Créditos	3,8	4,5	4,7	3,9	2,8	2,5	
Administraciones Públicas	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	
Otros sectores residentes	3,7	4,4	4,7	3,8	2,8	2,6	
Otros neto (a)	-1,2	0,1	-0,8	-1,3	-0,4	-0,3	

Fuente: Banco de España.

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

Los resultados económicos de las empresas, por otro lado, mostraron una evolución favorable durante el primer semestre. Así, el resultado ordinario neto de las empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral, que excluye los ingresos y gastos extraordinarios, creció un 10,8% en relación con el mismo período del año anterior.

En conjunto, la situación patrimonial de las empresas continúa siendo sólida y las condicio-

nes financieras a las que se enfrentan, holgadas. No obstante, la sensibilidad de sus decisiones de inversión y contratación ante perturbaciones adversas que pudieran modificar su posición financiera puede verse influida por su grado de endeudamiento (1).

(1) Véase recuadro 4 para una discusión sobre la relevancia de determinados indicadores sintéticos sobre la situación financiera de las sociedades para la valoración de las perspectivas macroeconómicas.

CUADRO 8

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

% PIB

	1998	1999	2000	2001	2002	2003 (b)
Economía nacional	-21,8	-22,5	-20,4	-21,8	-24,7	-26,1
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-8,7	-8,7	-0,4	-1,3	-1,2	-1,8
Sociedades no financieras	-14,9	-16,3	-8,2	-9,2	-10,1	-11,7
Hogares e ISFLSH	6,2	7,6	7,7	7,9	8,8	10,0
Instituciones financieras	4,8	6,8	4,9	4,6	1,9	-1,2
Instituciones de crédito (b)	-5,5	-7,6	-12,6	-14,5	-15,3	-19,1
Inversores institucionales (c)	10,7	15,0	18,3	20,8	20,7	22,7
Resto de instituciones financieras	-0,4	-0,6	-0,9	-1,7	-3,5	-4,7
Administraciones Públicas	-17,9	-20,6	-24,8	-25,0	-25,3	-23,1

Fuente: Banco de España.
 (a) Calculados como diferencia entre el saldo de activos financieros y de pasivos frente al resto del mundo con los datos de las cuentas financieras trimestrales.
 (b) Datos del segundo trimestre.
 (c) Definido según la 1.ª Directiva bancaria.
 (d) Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

5.4. Las Administraciones Públicas

Durante el segundo trimestre de 2003, el saldo de las operaciones financieras netas de las AAPP fue positivo y, en términos acumulados de doce meses, se situó en el 0,2% del PIB (véase gráfico 29).

La emisión neta de valores negociables por parte de las AAPP fue de 9,9 mm de euros entre abril y junio y, en términos acumulados de cuatro trimestres, ascendió al 1,7% del PIB. Por instrumentos, el sector recurrió en mayor medida a la financiación a largo plazo, cuyas emisiones durante los últimos doce meses supusieron el 1,3% del PIB, mientras que los fondos conseguidos mediante valores a corto plazo representaron el 0,4% del PIB en el mismo período. La obtención en los mercados de recursos por encima de las necesidades corrientes de financiación resultó en un aumento de los depósitos que mantienen las AAPP en el sistema financiero.

Los avances del tercer trimestre del año en curso apuntan hacia un mantenimiento de los fondos obtenidos vía emisión neta de valores a corto plazo y una ligera moderación en los obtenidos a través de bonos y obligaciones. De este modo, las necesidades financieras, que recogen la apelación de las AAPP a los mercados financieros y constituyen una aproximación al ahorro del sector, registraron una ligera mejora entre julio y septiembre.

5.5. El resto del mundo

Durante el segundo trimestre de 2003 el saldo deudor de las operaciones financieras de

la nación se situó en términos acumulados de doce meses en el 2% del PIB, frente al 2,1% del trimestre anterior. Esta ligera mejoría fue el resultado, fundamentalmente, de la recuperación moderada del saldo acreedor de las AAPP, ya que el resto de sectores institucionales no experimentó cambios significativos. Por otro lado, a diferencia de lo observado en el trimestre anterior, tanto las operaciones de activos financieros como de pasivos fueron menores en términos de PIB.

La adquisición neta de activos exteriores se redujo hasta el 12,1% del PIB en términos acumulados de doce meses, frente al 12,9% del trimestre anterior (véase cuadro 7). Por instrumentos, la evolución fue desigual. Así, el efectivo y los depósitos, junto con las acciones y participaciones, experimentaron una disminución significativa, mientras que los valores distintos de acciones y, sobre todo, los créditos mantuvieron la pauta de recuperación del trimestre anterior. Según la información provisional de Balanza de Pagos hasta julio, la inversión en el exterior de carácter permanente, inversión directa, se redujo en más de un 55% respecto al mismo período del año anterior, contracción que está relacionada con el contexto internacional de incertidumbre económica y geopolítica de los primeros meses de 2003. Por su parte, la inversión en cartera en el exterior continuó siendo elevada y experimentó una notable aceleración respecto de los flujos registrados en 2002.

Por el lado de los pasivos, los flujos netos alcanzaron el 14,1% del PIB, en términos

acumulados de doce meses, frente al 15% del trimestre anterior. Esta disminución se observó en la mayoría de las inversiones de los no residentes, con la excepción de las emisiones de renta fija. De acuerdo con la Balanza de Pagos, la inversión directa del exterior en España en el primer semestre se redujo en un 25% respecto al 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 segundo trimestre, en el 26,1% del PIB, lo que supone un deterioro de 1,4 puntos porcentuales en relación con la situación de diciembre de 2002 (véase cuadro 8).

31.10.2003