

1.- INTRODUCCIÓN Y SÍNTESIS

La economía española ha registrado en el primer semestre de 2003 un crecimiento del 2,2 por ciento sobre el mismo periodo del año, con un diferencial positivo de 1,7 puntos porcentuales respecto al promedio de la zona euro (0,5 por ciento). Este diferencial prolonga y amplía el proceso de convergencia real de los años anteriores. En el periodo 1995-2002, la tasa de crecimiento medio anual del PIB en España ha sido del 3,4 por ciento, frente al 2,2 por ciento en la UE-15, lo que ha permitido elevar la renta per cápita española, en comparación con la eurozona, desde el 78,2 por ciento en 1995 al 84,3 por ciento en 2002.

En los primeros meses de 2003 el ritmo de actividad se debilitó en las principales economías industriales por la conjunción de la elevada incertidumbre geopolítica, el alza del precio del petróleo y la corrección de los desequilibrios acumulados a finales de los años noventa, tanto en el terreno bursátil como el exceso de inversión en nuevas tecnologías. A partir de mayo, con la finalización de las grandes operaciones bélicas en Irak, mejoró la confianza de los agentes económicos y los mercados bursátiles acentuaron la tendencia alcista iniciada ya a mediados de marzo. No obstante, los indicadores de actividad en las grandes economías no reflejaban la mejora esperada, por lo que las autoridades monetarias procedieron a nuevos recortes del precio del dinero a uno y otro lado del Atlántico en junio y comienzos de julio.

Con el transcurso del verano las señales de recuperación se han afianzado en Estados Unidos, al conocerse la aceleración del crecimiento en el segundo trimestre y el panorama positivo que presentan los indicadores más recientes, excepto los del mercado laboral, donde persiste la destrucción de empleo. También en Japón se han hecho patentes los signos de reactivación en el segundo trimestre, impulsados por una mejora de la inversión y de las exportaciones, aunque la economía sigue afectada por el proceso de deflación, el alto volumen de créditos impagados y un elevado peso de la deuda pública. La OCDE prevé que en el conjunto de 2003 la economía estadounidense crecerá en torno al 2,5 por ciento y la japonesa puede hacerlo por encima del 2 por ciento.

En la zona euro la actividad se ha mantenido prácticamente estancada durante la primera mitad del año, creciendo el PIB tan sólo el 0,5 por ciento interanual. Tras descender durante el año 2002, el clima económico se ha estabilizado desde abril. El escaso dinamismo de la demanda interna, afectada por el retroceso de la formación bruta de capital fijo y la desaceleración del consumo privado en el segundo trimestre, no

consiguió contrarrestar la aportación negativa del sector exterior al crecimiento, derivada en parte de la pérdida de competitividad asociada a la apreciación del euro. Como consecuencia, durante el segundo trimestre el PIB de la zona cayó el 0,1 por ciento en tasa intertrimestral no anualizada.

En el segundo trimestre, el PIB de Alemania, Italia y Francia se contrajo, encontrándose las dos primeras economías en situación de recesión. No obstante, en agosto el deterioro de la industria europea se frenó claramente por el aumento de pedidos, al amparo de la recuperación exterior y el reciente descenso del euro, mientras que el sector servicios afianzó la recuperación. Estos datos, unidos a la mejora de confianza empresarial en Alemania y la reactivación de Estados Unidos y Japón, parecen avalar la tesis de que la actividad europea se recuperará gradualmente en el segundo semestre del presente año. A este respecto, la OCDE sitúa el crecimiento de la zona euro en el conjunto de 2003 en torno al 0,5 por ciento, como consecuencia de la debilidad en la primera mitad del año.

Por su parte, la CEPAL prevé para Iberoamérica una modesta recuperación del PIB del 1,5 por ciento, después de la caída del 0,6 por ciento en 2002. Argentina encabezará el ranking de crecimiento (5,5 por ciento), aunque su PIB per cápita será un 17 por ciento inferior al de 1997, y Venezuela registrará la caída más pronunciada (-13 por ciento). En el este de Asia, el crecimiento se moderó en la primera mitad del año como consecuencia del débil entorno mundial, el efecto de la neumonía atípica y diversos factores internos, como en el caso de Corea, donde se ha registrado dos trimestres de crecimiento negativo. El Banco Asiático de Desarrollo prevé una recuperación en la segunda mitad del año que sitúe el crecimiento del área (que incluye los diez países del ASEAN más China y Corea) en el entorno del 5,5 por ciento en 2003, un punto porcentual menos que en el año precedente.

En términos generales, se espera una gradual mejora de la economía mundial en la segunda mitad del año, de forma que el crecimiento se sitúe en torno al 3 por ciento, y que la recuperación se afiance en 2004. No obstante, el panorama no está exento de incertidumbres, como la evolución del precio del petróleo, cuya media de agosto ha alcanzado casi los 30 dólares/barril en la variedad Brent, o el riesgo potencial que suponen los fuertes desequilibrios fiscal y exterior en Estados Unidos.

A pesar del contexto exterior desfavorable y de la debilidad en la zona euro, la economía española ha mantenido en la primera mitad del año un ritmo de crecimiento elevado, superior al 2 por ciento, debido al tono sostenido de la demanda interna, que se ha visto impulsada, entre otros factores, por los bajos tipos de interés, la favorable evolución

del mercado de trabajo, la moderación de la inflación y el efecto expansivo derivado de la reforma fiscal. La Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) ha reflejado un avance gradual de la tasa de aumento del PIB, desde un mínimo del 1,8 por ciento interanual en el tercer trimestre de 2002 (series corregidas), hasta el 2,3 por ciento en el segundo trimestre de 2003, una décima más que en el primero. El crecimiento intertrimestral también se ha elevado, situándose en el 2,7 por ciento en el segundo trimestre (tasa anualizada), frente al 2,1 por ciento en el trimestre previo. El mayor ritmo de aumento del PIB en el segundo trimestre fue consecuencia de la mejora, en una décima, de la aportación neta de la demanda externa, mientras que la relativa a la demanda interna se mantuvo en la misma cifra del trimestre precedente.

En cuanto a los componentes de la demanda interna, tanto el consumo como la inversión están aumentando a ritmos significativos, produciéndose en ambos casos una aceleración en los últimos trimestres. El consumo de los hogares se ha visto favorecido en la primera mitad del año por la rebaja de las retenciones del IRPF, el ritmo significativo de avance del empleo y la flexión a la baja de la inflación. Todo ello ha repercutido positivamente sobre la renta real de las familias, haciendo compatible el mayor crecimiento del consumo con una cierta recuperación de la tasa de ahorro familiar. Dicha tasa interrumpió en 2002 la tendencia decreciente de los años anteriores, situándose en el 10,6 por ciento de la renta bruta disponible, cifra tres décimas superior a la de 2001. En el primer semestre, el consumo de los hogares, incluyendo las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares, aumentó el 3,1 por ciento sobre un año antes, observándose una evolución asimismo favorable de los indicadores recientes, como las matriculaciones de turismo y las ventas al por menor. El consumo de las Administraciones Públicas está creciendo a un ritmo del 3,6% y se aprecia una tendencia a la moderación a lo largo de los dos primeros trimestres de este año.

Por lo que se refiere a la formación bruta de capital fijo, su ritmo de crecimiento se situó en el 3,2 por ciento en la primera mitad del año, mostrando el perfil trimestral una significativa ganancia de pulso, hasta alcanzar una tasa del 3,4 por ciento en el segundo trimestre. Entre los grandes componentes de la inversión, la construcción es el que sigue avanzando a mayor ritmo, si bien es destacable la trayectoria asimismo expansiva de la inversión en equipo, que ha pasado de presentar caídas significativas en 2001-2002 a crecer a una tasa del 3 por ciento en el primer semestre de 2003. Es previsible que esta tendencia alcista se consolide en los próximos meses, en función de diversos factores que actúan positivamente: la mejora del contexto internacional, el avance de la confianza, el

mayor dinamismo del consumo y la favorable evolución de los resultados empresariales debido al mayor volumen de negocio y a la reducción de los costes financieros.

En cuanto a la inversión en construcción, la CNTR estima un crecimiento del 3,6 por ciento en el primer semestre, produciéndose una aceleración de cuatro décimas en el segundo trimestre, hasta el 3,8 por ciento, que interrumpe la tendencia a la baja de los dos trimestres previos. Otros indicadores disponibles, entre ellos el consumo de cemento y el empleo en el sector, están creciendo a ritmos muy altos, observándose también tasas más elevadas en el segundo trimestre que en el primero. Los indicadores anticipados, entre ellos la licitación oficial y los visados de dirección de obra, apuntan al mantenimiento del tono expansivo en los próximos meses, en particular de la vivienda, favorecida por los bajos tipos de interés hipotecarios y el avance del empleo.

Desde la perspectiva de la oferta, todas las grandes ramas de actividad presentaron en la primera mitad del año una contribución positiva al crecimiento del PIB, excepto la agricultura, cuyo Valor Añadido Bruto (VAB) retrocedió el 1,5 por ciento, aunque la caída se moderó en el segundo trimestre. Entre las restantes ramas, el mayor aumento del VAB en el semestre ha correspondido a la construcción (3,9 por ciento), seguida por la industria (2,6 por ciento), los servicios (2,1 por ciento) y la energía (1,4 por ciento). En el desglose de los servicios se observa un ritmo de avance más elevado en los de mercado que en los de no mercado, con tasas en dicho periodo del 2,2 por ciento y 1,8 por ciento, respectivamente.

La demanda externa neta de la economía española registró una aportación negativa al crecimiento en el segundo trimestre, en un contexto de aceleración de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, cuyos respectivos avances reales, según datos corregidos de la CNTR, se situaron en el 7,7 por ciento y 10,1 por ciento (tasas interanuales). El recorte de la demanda externa, un punto porcentual, fue ligeramente inferior al registrado en el trimestre previo debido a la mayor intensidad de la aceleración de las exportaciones.

Las exportaciones de bienes aumentaron el 10,1 por ciento real en el segundo trimestre, el ritmo más alto en dos años y medio. Tras este aumento, se cierra el primer semestre con un avance del 8,8 por ciento, que podría consolidar la recuperación de las exportaciones. Las destinadas a la zona euro se intensificaron con fuerza, mientras que las dirigidas a los países no comunitarios continuaron creciendo al mismo ritmo que en el semestre previo.

Por su parte, las importaciones de bienes intensificaron su crecimiento, impulsadas por la continuada fortaleza de la demanda interna y el mayor ritmo exportador. En el segundo trimestre registraron un avance del 11,3 por ciento real y en el conjunto del semestre del 9,7 por ciento. En este último periodo, el mayor tono registrado por las importaciones tuvo su origen en las compras a la OPEP (influidas por la evolución de los precios del petróleo) y a China, impulsadas estas últimas, en parte, por la fuerte apreciación del euro frente al dólar estadounidense. Por su parte, las importaciones de servicios crecieron a un ritmo interanual del 6,1 por ciento, similar al del semestre precedente.

En lo que se refiere al mercado de trabajo, en el primer semestre del año continuó a buen ritmo el proceso de creación de empleo. Según la EPA, los ocupados crecían en el segundo trimestre del año a una tasa interanual de 2,6 por ciento, lo que supone un aumento de 425.300 sobre los estimados por la EPA en el mismo trimestre del pasado año. La construcción y los servicios continúan siendo los sectores que protagonizan la creación de empleo: ambos presentan en el segundo trimestre de 2003 tasas de crecimiento interanual en el entorno del 4 por ciento (4,1 por ciento y 4,0 por ciento respectivamente). En términos absolutos, la mayor parte del crecimiento neto del empleo es imputable a los servicios, debido al elevado peso de la ocupación en ese sector dentro del empleo total. Por otra parte, en cuanto a la evolución sectorial del empleo, continúa la pérdida de puestos de trabajo en la agricultura (-3 por ciento de variación interanual), mientras que el empleo en el sector industrial no presenta tendencia definida (-0,9 por ciento de variación interanual en el segundo trimestre de 2003, después de tres trimestres de crecimiento interanual sostenido).

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la inflación de la economía española, estimada por la tasa de variación interanual del Índice de Precios de Consumo (IPC), ha mostrado una evolución descendente en los primeros ocho meses del actual ejercicio, registrando a lo largo de dicho periodo un significativo recorte de 1 punto porcentual. En mayo y junio se situó en el 2,7 por ciento, el nivel más bajo desde noviembre de 2001, aunque en julio y agosto se elevó al 2,8 y 3,0 por ciento, respectivamente. A su vez, la inflación subyacente también ha mostrado una tendencia descendente en el periodo transcurrido del actual ejercicio, aunque de menor intensidad. En dicho periodo se ha reducido en más de medio punto, desde el 3,5 por ciento del pasado diciembre hasta el 2,8 por ciento de agosto.

El análisis sectorial del comportamiento del IPC pone de manifiesto la fortaleza y solidez del actual proceso de desaceleración de los precios de consumo, al que, en mayor o menor medida, están contribuyendo la mayoría de los sectores. En este sentido debe mencionarse el positivo comportamiento de los precios del conjunto de los servicios que en los ocho primeros meses del año han recortado su tasa de avance anual en 0,7 puntos porcentuales, lo que debe valorarse muy positivamente dado su comportamiento tradicionalmente alcista. En cuanto a las partidas más volátiles del IPC cabe mencionar la intensa desaceleración de los productos energéticos, sobre todo en el segundo trimestre una vez superado el conflicto bélico con Irak, aunque en los últimos meses han mostrado un cierto deterioro. También se han desacelerado significativamente los precios de la alimentación, aunque su componente alimentos no elaborados sigue mostrando tasas interanuales elevadas, en torno al 6,5 por ciento, y con evolución alcista en los tres últimos meses, lo que se debe al efecto de la ola de calor del verano que ha provocado la disminución de la oferta en algunos productos como carne de ave, carne de porcino y determinadas frutas y verduras.

Los precios de consumo en la UEM, en términos armonizados, también se han desacelerado a lo largo de los ocho primeros meses del actual ejercicio pero con menor intensidad que en España, por lo que el diferencial de inflación español frente a esa área se ha reducido significativamente. En efecto, la tasa de variación interanual del Índice de precios de la Unión Monetaria (IPCUM) se situó en agosto en el 2,1 por ciento, dos décimas por debajo de la registrada en diciembre de 2002, mientras que la tasa de inflación armonizada española se redujo en dicho periodo en 0,9 puntos porcentuales, situándose en agosto en el 3,1 por ciento. Como resultado de esta evolución de la inflación en la zona euro y en España, el diferencial de inflación español frente a esa zona se ha reducido de manera significativa, en 0,7 puntos porcentuales, manteniéndose en 1 punto porcentual en julio y agosto.

La economía española ha reducido significativamente su desequilibrio exterior en el segundo trimestre del año, respecto al registrado un año antes. La necesidad de financiación frente al resto del mundo, en términos de Cuentas Nacionales, se situó en el 1,2 por ciento PIB, gracias, en gran parte, al buen comportamiento del turismo. En el conjunto del primer semestre el desequilibrio exterior se amplió hasta el 2,6 por ciento del PIB, debido, fundamentalmente, al aumento del 17 por ciento interanual en el déficit comercial. El ahorro público está ayudando a mantener en niveles moderados las necesidades de financiación de la economía española.

Las condiciones monetarias y financieras de la economía española en 2003 se han mantenido suficientemente holgadas pese a la prolongación, durante los cinco primeros meses del año, de la trayectoria alcista del euro iniciada en 2002, contribuyendo así al dinamismo del gasto agregado nominal.

En un contexto de debilidad económica y de ausencia de riesgos para la estabilidad de precios en el área del euro, las autoridades del Eurosistema relajaron su política monetaria en marzo y en junio, reduciendo los tipos de interés oficiales en 25 y 50 puntos básicos, respectivamente, hasta quedar situado el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en el actual 2 por ciento. En esa situación, los mercados mantuvieron hasta mediados de junio unas fuertes expectativas de bajadas de tipos de interés como demuestra la posición invertida que mantenía por esas fechas la curva de rendimientos del mercado monetario, llegando el tipo de interés de los depósitos a un año (euribor) a situarse por debajo del tipo básico de referencia. Asimismo, la fuerte demanda de bonos generada en un contexto internacional de incertidumbre determinó que los rendimientos de la deuda pública alcanzaran valores mínimos históricos en ese mismo período tanto en Europa como en Estados Unidos. El rendimiento de la deuda pública española a diez años también ha mantenido la misma tendencia hasta mediados de junio. A partir de ese momento ha comenzado un proceso de elevación de los tipos en todos los países que ha continuado hasta principios de septiembre. En este marco, la deuda española ha llegado a situarse en diferenciales prácticamente nulos respecto a Alemania, e incluso negativos, gracias al equilibrio sostenido de las cuentas públicas, que ha ayudado a que el Reino de España obtenga la máxima valoración de las agencias de calificación.