
Informe trimestral de la economía española

1. Rasgos básicos

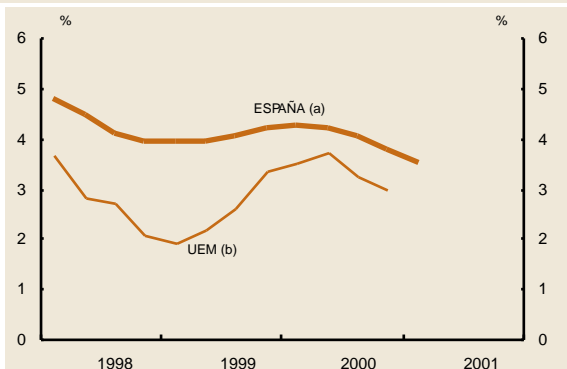
En un entorno internacional de creciente incertidumbre —caracterizado por las dudas sobre la intensidad y la duración de la desaceleración de la economía de Estados Unidos y su impacto sobre el resto de las áreas económicas mundiales—, la economía española ha mantenido un ritmo de crecimiento elevado en los primeros meses de este año. Se estima que el crecimiento de su producto interior bruto (PIB) real en el primer trimestre ha sido del orden del 3,5 %, tres décimas menos que la cifra avanzada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) para el último trimestre del año pasado.

Como se recordará, a lo largo del año 2000 la economía española fue reduciendo moderadamente su ritmo de crecimiento, como consecuencia de la pérdida de ritmo de la demanda nacional, que recortó sustancialmente sus tasas de variación interanual —desde el 5 %, en el primer trimestre, hasta el 3,2 %, en el último—, y del cambio de signo experimentado en la contribución de la demanda exterior neta, que empezó siendo negativa y terminó el ejercicio aportando medio punto porcentual al crecimiento del producto. En los primeros meses del año 2001 se mantienen estas pautas de comportamiento, aunque de forma más moderada. En concreto, se estima un crecimiento para la demanda nacional en torno al 3 % —apenas dos décimas porcentuales menos que en el cuarto trimestre del año 2000—, mientras que la aportación de la demanda exterior neta habrá continuado siendo positiva, aunque algo menos que en los meses finales del pasado año.

Durante el primer trimestre del año 2001, la tasa de inflación de la economía española se ha mantenido estabilizada, esperando que comience a desacelerarse de forma significativa a partir de los meses del verano. El crecimiento interanual del índice de precios de consumo (IPC) ascendió en marzo al 3,9 %, solo una décima menos que en el pasado mes de diciembre, a pesar de la sustancial desaceleración experimentada por los precios de los productos energéticos. Todos los demás componentes del IPC elevaron sus tasas de aumento, mostrando mayor intensidad la subida de los precios de los alimentos sin elaborar, ante la extensión de la crisis del sector ganadero. La inflación subyacente, aproximada por el índice de precios de servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE), acentuó ligeramente su ritmo de crecimiento, hasta alcanzar en marzo una variación interanual del 3,3 %. La situación inflacionista en el área del euro experimentó también un cierto empeoramiento en los primeros meses del año, motivado por las elevaciones de los precios de los alimentos, pero también por la traslación, con un cierto desfase, de la deprecia-

GRÁFICO 1

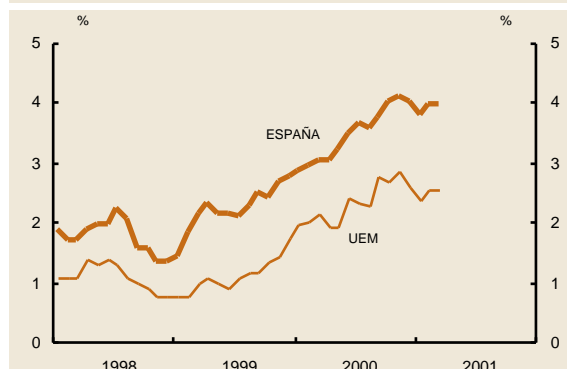
Producto interior bruto



Fuentes: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
 (a) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ciclo-tendencia.
 (b) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

GRÁFICO 2

Índices armonizados de precios de consumo



Fuentes: Eurostat y Banco Central Europeo.

ción del tipo de cambio del euro y del aumento del precio del petróleo acumulados en el 2000. De este modo, el diferencial del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) entre España y la UEM se mantuvo estabilizado, en el primer trimestre, en torno a 1,4 puntos porcentuales.

Como se ha indicado anteriormente, el entorno exterior del área del euro mostró signos de creciente debilidad a lo largo del trimestre, a medida que se constataba el bajo tono de la economía norteamericana, se conocía el deterioro de la economía japonesa y aparecían los primeros indicios de pérdida de dinamismo de algunas economías emergentes, en las que comenzó a notarse el efecto desacelerador procedente de Estados Unidos, amplificado, en el caso de los países del Sudeste Asiático, por la situación económica en Japón y por la crisis de los mercados de las nuevas tecnologías. En Estados Unidos, la desaceleración del crecimiento del producto desde mediados del pasado año —matizada con la publicación de los datos de la Contabilidad Nacional del primer trimestre, mejores de lo esperado— ha llevado a la Reserva Federal a reducir en cuatro ocasiones el tipo de interés de intervención, por un total de dos puntos porcentuales, hasta situarlo en el 4,5 % el 18 de abril. Tras este último movimiento, los mercados bursátiles norteamericanos, que habían acumulado pérdidas sustanciales en los primeros meses del año —de mayor intensidad en los índices vinculados a los valores tecnológicos—, reaccionaron positivamente y el tipo de cambio del dólar mostró una suave apreciación, continuando la trayectoria seguida desde principios de año.

En el área del euro, la información disponible sobre la evolución de la actividad en los pri-

meros meses de este año, aunque todavía muy incompleta, muestra, en general, una ligera pérdida de ritmo, continuando la tendencia que se manifestó a lo largo del año 2000, con lo que la tasa de crecimiento interanual del PIB podría situarse moderadamente por debajo de la correspondiente al trimestre anterior. No obstante, los indicadores de consumo mantienen un notable dinamismo, que se sustenta en un crecimiento sostenido del empleo y en el impacto positivo sobre la renta disponible de las rebajas de impuestos introducidas este año en muchos países del área, cuya contrapartida, en términos de la evolución del saldo agregado de las Administraciones Públicas, será una interrupción en el proceso de aproximación al equilibrio presupuestario en el año 2001.

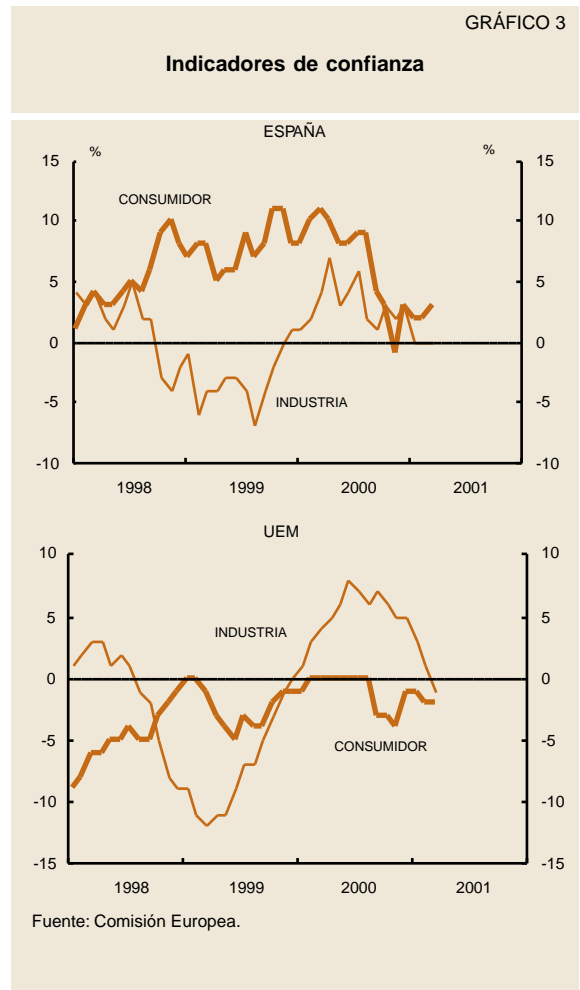
Las presiones inflacionistas en el área están siendo algo más persistentes de lo esperado hace algunos meses, como muestra la resistencia al descenso de la tasa interanual de variación del IAPC, que fue del 2,6 % en marzo. En parte, ello se explica por el comportamiento de los componentes más volátiles, ya que los precios de los bienes energéticos están bajando con menor rapidez de lo esperado y los precios de los alimentos no elaborados se están acelerando, como consecuencia de los problemas sanitarios en el sector cárnico. Sin embargo, los precios de los restantes componentes —que aproximan el núcleo inflacionista— están registrando también tasas de variación algo más elevadas, al no haberse completado, probablemente, el proceso de transmisión de las alzas pasadas del precio del petróleo y de los efectos de la depreciación del tipo de cambio del euro.

La persistencia de presiones inflacionistas en la zona del euro durante la parte transcurrida del año, en un contexto de moderada pérdida de vigor de la actividad, llevó al BCE a mante-

ner los tipos de intervención en los niveles acordados en el otoño pasado, del 4,75 % para las operaciones principales de financiación. La tasa de crecimiento de M3, variable también relevante para definir el tono de la política monetaria única, se desaceleró moderadamente, aproximándose lentamente al valor de referencia establecido por el BCE (4,5 %), y el crédito al sector privado mostró una suave ralentización, aunque persisten ritmos de crecimiento elevados. Por su parte, los tipos de interés a corto plazo y los tipos activos y pasivos de las entidades de crédito del área del euro siguieron una pauta descendente en los primeros meses del año, mientras que las rentabilidades de la deuda pública registraron una mayor estabilidad, tras los descensos de los últimos meses de 2000. Las bolsas europeas participaron de la evolución bajista que se estaba produciendo a nivel internacional, y el tipo de cambio del euro se depreció moderadamente con respecto al dólar, en un 4,5 % desde principios de año, corrigiendo parcialmente el movimiento apreciatorio de los meses finales del año 2000.

En España, los descensos en los tipos de interés de las operaciones de activo y pasivo de las entidades de crédito fueron más moderadas y el comportamiento de los mercados bursátiles algo más favorable, con un incremento del Índice General de la Bolsa de Madrid del 5,5 % desde comienzos de año, y un retroceso del IBEX Nuevo Mercado del 9 %. Por su parte, los activos financieros líquidos prolongaron la aceleración que vienen mostrando desde principios del año 2000, y la financiación recibida por las empresas y las familias, según la información provisional disponible, mostró una nueva desaceleración, aunque conservó ritmos de crecimiento superiores al 16 %. Todo ello configura unas condiciones monetarias y financieras favorables para el desarrollo de la actividad económica en España.

La actuación de las AAPP en la parte transcurrida del año se ha ajustado al cumplimiento de los objetivos presupuestarios, que, como se recordará, establecían el logro del equilibrio de las cuentas públicas en el 2001. La Actualización del Programa de Estabilidad aprobada por el Gobierno en el mes de febrero integró este objetivo en una estrategia de consolidación presupuestaria de medio plazo que prevé alcanzar superávit públicos a partir del año 2002 y situar la *ratio* de deuda pública en relación con el PIB en el 49,6 % en el 2004. El Estado alcanzó hasta marzo un superávit del 0,1 % del PIB, fruto de un comportamiento muy dinámico de los ingresos, en el que destaca la recuperación del IVA —cuya recaudación se desaceleró de forma significativa en los últimos meses del año 2000— y la elevada tasa de crecimiento de los



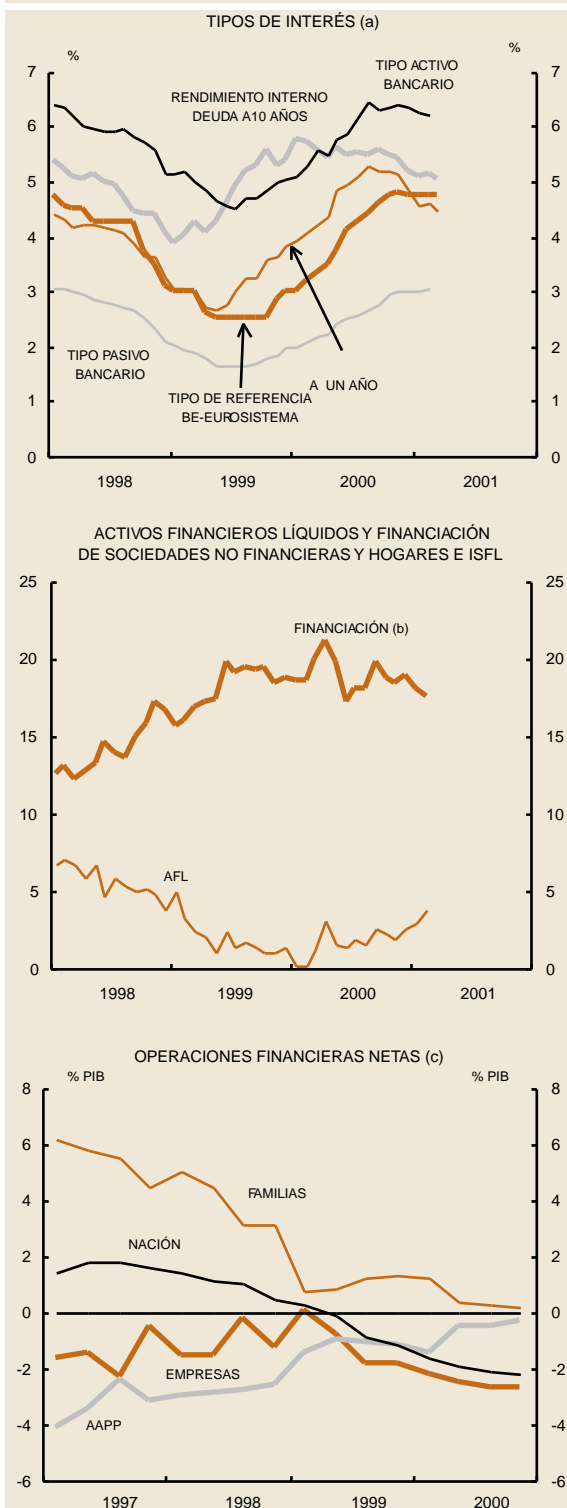
impuestos sobre la renta y el patrimonio. Por su parte, los gastos mantuvieron ritmos de avance moderados, en sintonía con el bajo crecimiento del gasto en consumo final y de los intereses efectivos pagados.

El acuerdo alcanzado por los agentes sociales en el mes de abril para la mejora y el desarrollo del sistema de protección social tendrá implicaciones para la actuación futura de las Administraciones Públicas, dado que introducirá cambios institucionales en el funcionamiento de la Seguridad Social, diseñados para mejorar la gestión de los ingresos y de los gastos, y para reducir el fraude. No obstante, el acuerdo pospone las reformas necesarias para mejorar la posición financiera de la Seguridad Social en el medio plazo hasta el año 2003, e implicará un incremento en el gasto público, principalmente por la revisión al alza de las pensiones de viudedad y de orfandad, cuyo alcance final resulta difícil de cuantificar.

Con el trasfondo de las políticas económicas instrumentadas en la parte transcurrida del año, el perfil de desaceleración de la demanda nacional se ha suavizado, en línea con una nueva

GRÁFICO 4

Indicadores financieros de la economía española



Fuente: Banco de España.
 (a) Las series son medias de datos diarios.
 (b) Incluye crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.
 (c) Datos acumulados de cuatro trimestres.

corrección a la baja del consumo privado, aunque más tenue que la del trimestre anterior, y con el mantenimiento de ritmos de aumento moderados para la formación bruta de capital fijo, similares a los de los últimos meses de 2000. Este comportamiento del consumo privado se vio apoyado por el progresivo agotamiento del efecto expansivo de la revalorización de la riqueza financiera y, quizá, por la desaceleración del empleo, que, aunque modesta, podría haber tenido un efecto moderador sobre el crecimiento de la renta disponible, compensando, al menos parcialmente, el repunte coyuntural de la remuneración por asalariado ante la aplicación de las cláusulas de salvaguarda correspondientes a los convenios colectivos del año 2000. Este modesto ajuste del consumo podría implicar que la tendencia al descenso de la tasa de ahorro de los últimos años se haya detenido.

Por su parte, la estabilización de la tasa de crecimiento interanual de la formación bruta de capital fijo estaría reflejando un mantenimiento de la tónica de crecimiento en la construcción, sin que se aprecien cambios relevantes en la debilidad que caracteriza a la inversión en bienes de equipo. Los indicadores disponibles sobre inversión en equipo ofrecen información hasta cierto punto contrapuesta, aunque muestran, por lo general, una gran debilidad. Por el contrario, la información de los factores que determinan las decisiones de inversión de las empresas apuntan a la existencia de unas condiciones más favorables. En este sentido, hay que destacar el mantenimiento de un pulso firme, aunque decreciente, para la demanda final y un grado elevado de utilización de la capacidad instalada. En el ámbito financiero, la situación de las empresas continúa siendo muy saneada, y la consolidación de tipos de interés reales en niveles bajos, según los estándares históricos, justificaría también un mejor comportamiento de la inversión en equipo. En cuanto a la construcción, los indicadores disponibles prolongan las pautas de los últimos meses del año 2000, según los cuales el dinamismo de la obra civil estaría compensando la moderación en la inversión residencial provocada por la modesta desaceleración en el ritmo de aumento de la renta disponible real y por el incremento en el coste de uso de las viviendas.

Por su parte, la demanda exterior neta mantuvo a lo largo de los primeros meses del año una contribución positiva al crecimiento, aunque algo inferior a la del último trimestre. Según las cifras de Aduanas, las exportaciones siguieron mostrando un tono sostenido, sin que se aprecien, por el momento, las consecuencias de la desaceleración que está teniendo lugar en los mercados mundiales, y en una situación en la

que el tipo de cambio del euro ha interrumpido el proceso de apreciación que había comenzado en la segunda mitad del pasado año. Las importaciones, por su parte, experimentaron una significativa recuperación, que, tras el fuerte ajuste de los meses finales del pasado año, resulta coherente con la moderada pérdida de ritmo de la demanda interna y con la desaceleración de los precios de los bienes importados.

Durante los primeros meses del año la actividad productiva se desaceleró moderadamente y con ella el ritmo de crecimiento del empleo, tal y como parecen indicar la menor intensidad del descenso del paro registrado y la disminución en el número de contratos registrados en el INEM, aunque los datos de afiliaciones continuaron siendo muy positivos. Todo ello habría propiciado una recuperación muy modesta en el crecimiento de la productividad aparente del trabajo. Este perfil de desaceleración del empleo se podrá ver matizado en los próximos meses, cuando entren en vigor las medidas sobre el mercado de trabajo, aprobadas por el Gobierno en marzo, dado que amplían los incentivos a la contratación indefinida e introducen una normativa más flexible para la contratación a tiempo parcial (véase recuadro 3, en el epígrafe 4).

En cuanto a la formación de precios y costes, hay que señalar que el desarrollo de la negociación colectiva durante el primer trimestre del año 2001 arrojó un incremento significativo de las tarifas salariales negociadas hasta marzo, que aumentaron a una tasa del 3,5 %, a lo que habría que añadir la incidencia de las cláusulas de salvaguarda por la desviación de la inflación en el pasado año. Este repunte salarial, junto con el modesto incremento en la productividad aparente, hacen pensar en una cierta aceleración de los costes unitarios del trabajo en los primeros meses de 2001 —con lo que probablemente se habrá ampliado su diferencial de crecimiento con la UEM—, y en una compresión de los márgenes del conjunto de la economía, aunque con algunas diferencias entre las distintas ramas productivas: más intenso en las manufacturas y con aumentos en muchas ramas de servicios. Frente a este impulso alcista en los costes de producción, los precios de importación experimentaron una importante

desaceleración en los primeros meses del año, que se extendió a todos sus componentes y alcanzó una notable intensidad en los precios de los bienes intermedios energéticos.

La evolución de los indicadores de precios finales estuvo condicionada, además de por los factores anteriores, por la extensión de la crisis en el sector ganadero. El IPC, como se ha comentado anteriormente, se situó en el 3,9 % en marzo, debido al comportamiento desfavorable de los precios de los alimentos no elaborados y a una cierta aceleración de los precios de los servicios y de los bienes no energéticos, que ha anulado el impulso desacelerador procedente del descenso en el ritmo de crecimiento de los precios de la energía, que también parece interrumpirse, según los últimos datos. El diferencial de precios de consumo con la zona del euro se ha mantenido por tercer mes consecutivo en un nivel de 1,4 puntos porcentuales, el más elevado desde que se iniciara la tercera fase de la UEM. Los precios industriales, por su parte, siguieron un comportamiento más favorable, prolongando en febrero la desaceleración iniciada en el trimestre anterior, lo que propició una ampliación —en este caso, negativo— con la UEM por el descenso relativo de los precios de los bienes intermedios.

Puede decirse, en resumen, que la economía española mantuvo un tono de crecimiento elevado en los primeros meses del año 2001, lo que permite que continúe el proceso de creación de empleo y reducción de la tasa de paro de los últimos años. La corrección en el desequilibrio inflacionista generado a lo largo del pasado ejercicio, como consecuencia, básicamente, del aumento experimentado por los precios de los productos energéticos importados —en un contexto de elevado crecimiento del gasto— está siendo más lenta de lo que cabría esperar, en parte, también, por la incidencia de algunos factores transitorios; sin embargo, el desarrollo de la negociación colectiva y la generalización de las cláusulas de salvaguarda son factores que pueden contribuir a retrasar la necesaria desaceleración de los precios, lo que, a medio plazo, terminaría afectando a la competitividad de la economía, en un momento en el que el entorno exterior se ha vuelto menos favorable.

2. El entorno exterior del área del euro

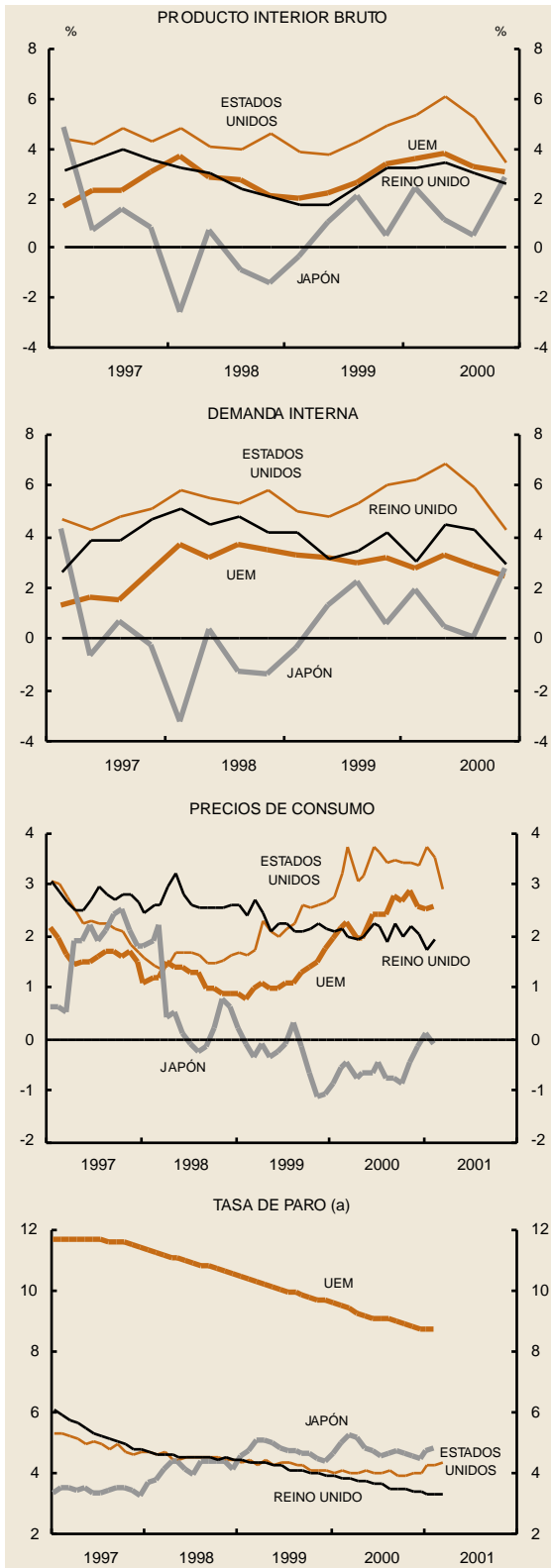
La última información disponible sobre el entorno exterior del área del euro confirma los rasgos de debilidad que empezaron a hacerse patentes a finales de 2000. Las causas principales son la caída de la actividad en Estados Unidos —matizada por unos datos de Contabilidad Nacional del primer trimestre mejores de lo esperado— y el empeoramiento adicional de la economía japonesa. A este escenario habría que añadir los indicios de pérdida de dinamismo de algunas economías emergentes, especialmente en Asia. En general, todos los países se han resentido de la desaceleración de la economía norteamericana, y se han revisado a la baja sus perspectivas para el año 2001. Este empeoramiento general ha propiciado en muchos países políticas económicas más expansivas, especialmente en la vertiente monetaria, pero también en el ámbito fiscal. Cabe destacar, en Estados Unidos, las cuatro bajadas de tipos de interés (de 200 puntos básicos en total) y el paquete fiscal de carácter claramente expansivo, todavía en discusión parlamentaria; en Japón, el recorte de los tipos de interés, acompañado de un cambio en la estrategia de política monetaria hacia una meta cuantitativa, así como el plan del gobierno japonés de nacionalización de los activos bancarios de mala calidad; y los descensos de los tipos de interés en el Reino Unido, Canadá, Australia y un buen número de países asiáticos. Estas políticas expansivas y su posible intensificación a lo largo del año —para la que existe margen en la mayoría de los países— podrían contribuir eficazmente a reducir los riesgos de que la evolución económica se desviara del escenario central, que predice una desaceleración notable, pero breve, de la economía estadounidense y una reducción moderada del crecimiento mundial en 2001, hacia otro más pesimista, que implicaría una desaceleración más intensa y prolongada.

En Estados Unidos, los indicadores de los primeros meses de 2001 continuaron dando muestras de un ritmo de actividad débil. Los sectores manufactureros (por el lado de la producción) y la inversión en equipo (por el del gasto) fueron las partidas en las que se manifestó más claramente dicha debilidad. Adicionalmente, a pesar de la fuerte caída de las existencias en el primer trimestre, el aumento de la tasa de inventarios sobre ventas muestra que sigue habiendo acumulación involuntaria de aquellos.

Por el contrario, el consumo privado y la construcción siguen manteniendo tasas de crecimiento positivas. El dinamismo del crédito al consumo está asociado al creciente deterioro de la tasa de ahorro, ya que el gasto sigue creciendo a mayor ritmo que la renta disponible.

GRÁFICO 5

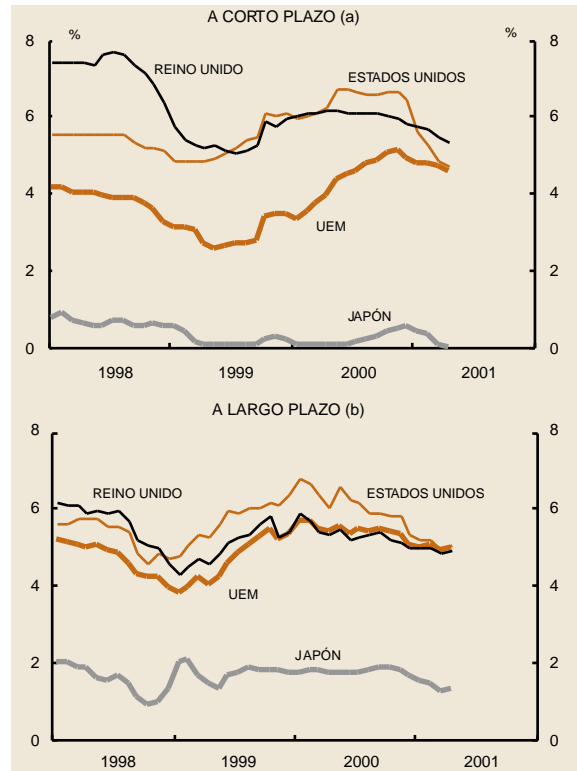
Principales indicadores macroeconómicos
Tasas de variaciones interanuales



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

GRÁFICO 6

Tipos de interés



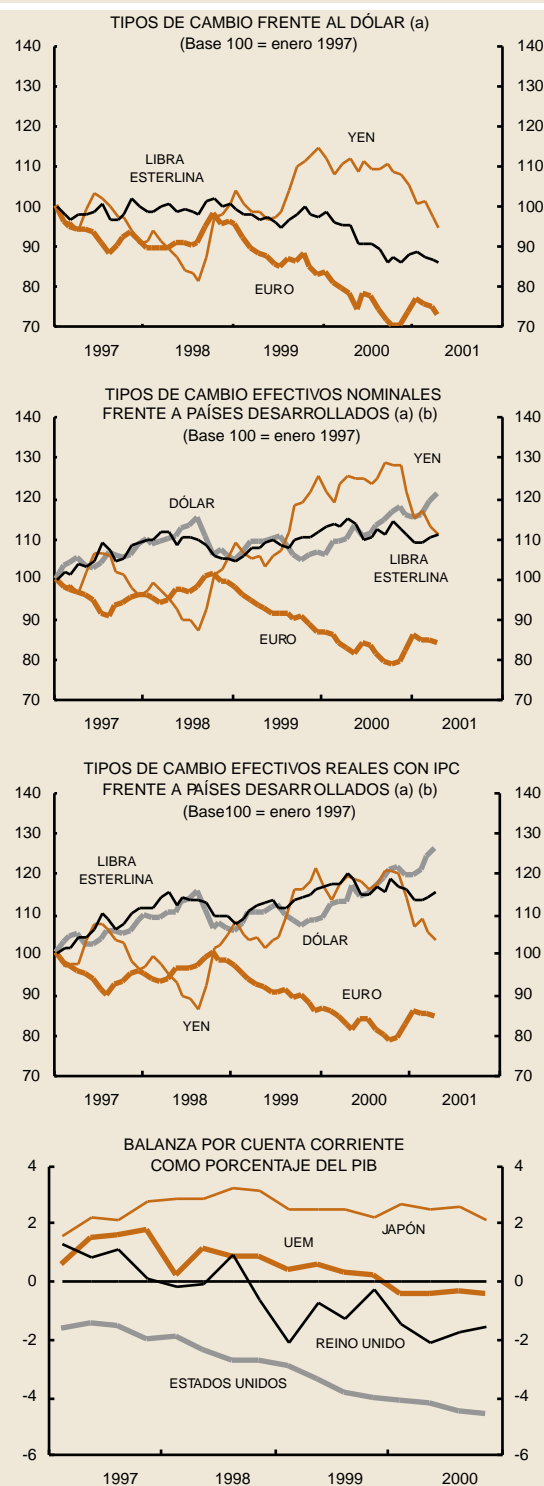
Fuente: Banco de España.
(a) Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario. Unión Monetaria: hasta diciembre de 1998, media ponderada de los once países; a partir de 1999, EURIBOR a tres meses.
(b) Rendimientos de la deuda pública a diez años. Unión Monetaria: hasta diciembre de 1998, media ponderada de los once países.

La caída de las bolsas —que parece haber afectado negativamente a los índices de confianza— no ha tenido, al menos por ahora, un efecto riqueza sustancial sobre los consumidores. Aun así, hay que hacer notar que los recientes datos negativos de empleo, el firme aumento de las solicitudes de subsidio de paro y el gradual avance de la tasa de desempleo, hasta el 4,3 % en marzo, podrían afectar a las expectativas de renta de los consumidores y comenzar a incidir negativamente sobre el consumo. La construcción ha mostrado una sensibilidad positiva a la bajada de los tipos del crédito hipotecario, y sus indicadores han mostrado signos de avance en estos primeros meses, después de una segunda mitad del año 2000 muy negativa.

Por lo que respecta a los precios, en los últimos meses se han producido una caída de la inflación observada y un aumento de la inflación subyacente, que han alcanzado, en marzo,

GRÁFICO 7

Tipos de cambio y balanzas por cuenta corriente



Fuentes: Banco de España, Banco de Pagos Internacionales y estadísticas nacionales.
 (a) La caída del índice significa una depreciación de la moneda frente al dólar o al resto de monedas que componen la agrupación, y viceversa.
 (b) La línea «euro» se corresponde, hasta 1999, con un indicador aproximado elaborado por el BPI a partir de los tipos de cambio efectivos de los países del área del euro.

tasas interanuales del 2,9 % y 2,7 %, respectivamente. Esta pauta contrasta con la del año anterior, cuando ambos índices de precios alcanzaron una divergencia notable, que llegó a suponer un máximo de 1,4 puntos en el mes de marzo. Los precios de producción, que se habían acelerado notablemente en los últimos meses, se moderaron en marzo, hasta un 3,1 % interanual (4 % en febrero). Los salarios mantienen tasas de crecimiento cercanas al 4,3 %, lo que está contribuyendo a una compresión de los márgenes empresariales. A pesar de ciertos signos inquietantes en la evolución de los precios, desde principios de año la Reserva Federal transmitió claramente su valoración de que los riesgos de recesión eran más importantes que los de inflación, y por ello redujo cuatro veces el tipo de interés oficial (la última el 18 de abril, de nuevo anticipándose en un mes al calendario normal de reuniones), por un total de 200 puntos básicos, hasta situarlo en el 4,5 %. Estos descensos se han trasladado a todos los plazos del mercado (aunque no en su totalidad); sin embargo, los mercados privados de renta fija siguieron dando, en sus diferenciales de rendimientos con el bono público, muestras de una cierta tensión, posiblemente relacionada con los aumentos de morosidad y los recortes en los beneficios esperados. Los mercados de renta variable reaccionaron de manera distinta a los recortes de tipos: las cotizaciones sufrieron una aguda caída en el primer trimestre, período en el que el índice Dow Jones perdió un 8,5 %, mientras que el NASDAQ cayó un 33 %; en los 15 primeros días de abril, sin embargo, las bolsas recuperaron un tono más positivo y se apreciaron ligeramente.

El dólar se ha reforzado frente a casi todas las monedas, en contra de lo que cabría esperar en un contexto de debilidad de la economía americana, recortes de los tipos de interés y caídas de las bolsas: en términos efectivos nominales se apreció un 4,6 % entre principios de enero y mediados de abril. En principio, este comportamiento del dólar no ayuda a la corrección de los desequilibrios macroeconómicos de Estados Unidos, el principal de los cuales es posiblemente un déficit exterior por cuenta corriente cercano al 4,5 % de PIB. Pero, por otro lado, parece denotar una confianza básica de los inversores extranjeros en una pronta recuperación de la economía americana y, en particular, del fuerte ritmo de crecimiento de la productividad que ha venido experimentando en los últimos años.

A la actitud decidida de la autoridad monetaria hay que añadir una política fiscal de corte claramente expansivo, basada en una rebaja impositiva, si bien acompañada de un aumento de los gastos del 5,4 % (frente al 8 % de los úl-

timos años). El impacto neto de dichas medidas es una reducción del superávit presupuestario en unos 50.000 millones de dólares. Es importante notar que dicho presupuesto incorpora una estimación de crecimiento muy optimista, del 2,4 % en 2001, por lo que es posible que los estabilizadores automáticos de ingresos y gastos conduzcan a una reducción aún mayor del superávit presupuestario.

En Japón, los indicadores económicos disponibles para el primer trimestre de 2001 apuntan a un ulterior deterioro de la situación, después de que se alcanzara un crecimiento positivo, del 0,8 %, en el cuarto trimestre de 2001. Así, desde el punto de vista de la actividad, cabe destacar la marcada desaceleración del crecimiento de la producción industrial durante los dos primeros meses del año y el empeoramiento del índice de confianza empresarial en la encuesta Tankan correspondiente a dicho período, especialmente en lo que se refiere a los planes de reducción de la inversión para el segundo trimestre. El nuevo incremento de la tasa de paro, a un nivel del 4,8 % de la población activa en febrero, ha contribuido a acentuar el estancamiento del consumo privado, reflejado en el limitado gasto de las familias y los signos persistentes de deflación: el índice de precios al por mayor fue negativo, nuevamente, en marzo. Los datos disponibles del sector exterior señalan una desaceleración adicional del crecimiento de las exportaciones, por la ralentización de la economía mundial en general y la americana en particular, pese a la depreciación del tipo de cambio, que ha llegado a superar el nivel de 125 yenes/dólar en la primera mitad del mes de abril (frente a una media de 110 yenes/dólar en el último trimestre de 2000).

En este contexto, las autoridades japonesas han tomado varias decisiones de política económica para reactivar la economía. Por el lado de la política monetaria, el Banco de Japón decidió establecer un objetivo cuantitativo, fijado en el incremento del volumen de reservas disponibles para las entidades bancarias, con un carácter claramente expansivo, y, además, aumentar el límite máximo de adquisición de deuda pública por parte del Banco de Japón. Esta decisión supone un giro en la estrategia monetaria, hacia una política de cantidades que se espera que sea más eficaz para combatir la deflación que la hasta ahora practicada, basada en los tipos de interés. Además, el Banco de Japón anunció que seguirá esta política hasta que la tasa de inflación interanual sea positiva. La segunda medida de política económica atañe al gobierno, y se trata de un proyecto de ayuda al saneamiento de los activos bancarios, que en un plazo de dos años obligaría a los bancos a eliminar los préstamos de menor cali-

dad de sus carteras de activos, así como a reducir (en una proporción no concretada todavía) el porcentaje legalmente permitido de títulos de renta variable respecto a los recursos propios disponibles por parte de las entidades bancarias. Adicionalmente, el gobierno ha decidido crear una nueva institución (presumiblemente con financiación pública, total o parcial) que absorbería los títulos de peor calidad desechados por los bancos, según el nuevo límite legal establecido.

En los países de la UE no pertenecientes al área del euro, cabe destacar que en el Reino Unido continuó en el primer trimestre de 2001 el tono de moderación de la actividad observado en el último trimestre de 2000, aunque con un cierto dinamismo del consumo, que se ha reflejado en el repunte de las ventas al por menor y la matriculación de automóviles en febrero. El indicador de directores de compras se mantuvo en niveles que indican un moderado avance de las manufacturas, mientras que el empleo evolucionó positivamente y se redujo levemente la tasa de paro. Ante la contención de los precios de consumo, cuyo índice relevante para la política monetaria creció un 1,9 % interanual en febrero (respecto al objetivo central del 2,5 %), el Banco de Inglaterra decidió reducir en medio punto su tipo de interés, anticipándose a los previsible efectos negativos de la desaceleración norteamericana y mundial. Sin embargo, la continuación de una política monetaria expansiva puede verse perturbada por el último dato salarial, que se ha acelerado notablemente en febrero (5,9 % interanual, frente al 4 % de enero) y que enturbia un tanto la previsible continuidad del proceso de reducción de la inflación. A esto hay que añadir que el gobierno ha presentado un proyecto de presupuesto de signo claramente expansivo —aunque con superávit—, después de varios años de un holgado superávit.

Las economías del sudeste de Asia se han desacelerado claramente en los últimos meses, situación que empezó a percibirse ya en el cuarto trimestre de 2000 en la gran mayoría de estos países. Las causas de dicha desaceleración radican, por una parte, en la caída generalizada de la demanda externa, como consecuencia de la reducción del crecimiento económico, especialmente de EEUU y de Japón, y, por otra, en la crisis creciente de los mercados de nuevas tecnologías y de semiconductores, que representan, en promedio, alrededor de la mitad de las exportaciones de varios de los principales países del área (Singapur, Malasia, China, Hong Kong y Corea del Sur, en especial). Junto a ello, hay que señalar la escasa capacidad de crecimiento de las demandas internas en la mayor parte de los países asiáti-

cos, con la excepción destacable de China, que, según estimaciones, ha mantenido un ritmo de crecimiento del 8 % en el primer trimestre de 2000. En este contexto, las políticas monetaria y fiscal de la mayoría de estos países están adoptando un tono sensiblemente más expansivo que en el pasado año, para tratar de paliar la fuerte reducción prevista de los niveles de crecimiento. Las previsiones de aumento del producto de la gran mayoría de los países asiáticos para 2001 se han reducido hasta casi la mitad respecto a 2000.

En los países latinoamericanos también se ha dejado notar el efecto recesivo de la economía norteamericana, aunque con diversa intensidad y por canales diferentes. Méjico, dada su intensa relación comercial con Estados Unidos, ha registrado un fuerte debilitamiento de sus exportaciones, que posiblemente inducirá una desaceleración significativa de la economía en 2001 y un aumento de su déficit por cuenta corriente. Aun así, la prudente actitud del Banco de Méjico y la buena acogida que ha tenido el proyecto de

reforma fiscal auguran un ajuste suave a las nuevas circunstancias. Brasil se ha visto afectado por la difícil situación de Argentina, lo que ha supuesto una mayor prima de riesgo y presiones depreciatorias sobre el tipo de cambio del real, que, a su vez, han obligado a cambiar la orientación de la política monetaria del banco central, que ha elevado los tipos de interés, invirtiendo la tendencia que venían manteniendo. Esto no dejará de tener efectos restrictivos sobre la actividad, que perdurarán mientras se mantengan las tensiones financieras actuales. En cuanto a Argentina, ha de destacarse que, después de un período de turbulencias políticas, el gobierno ha conseguido la aprobación de un ambicioso plan, que persigue un cuádruple objetivo: reactivar la economía, cumplir los compromisos fiscales ligados a la ayuda del FMI, equilibrar el saldo exterior y recuperar la confianza de los inversores y prestamistas internacionales. El plan incluye una tasa especial sobre operaciones financieras, un recorte de aranceles a las importaciones de bienes de inversión, para reducir los costes de producción, y un aumento de los que gravan a los bienes de consumo.

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

3.1. Evolución económica

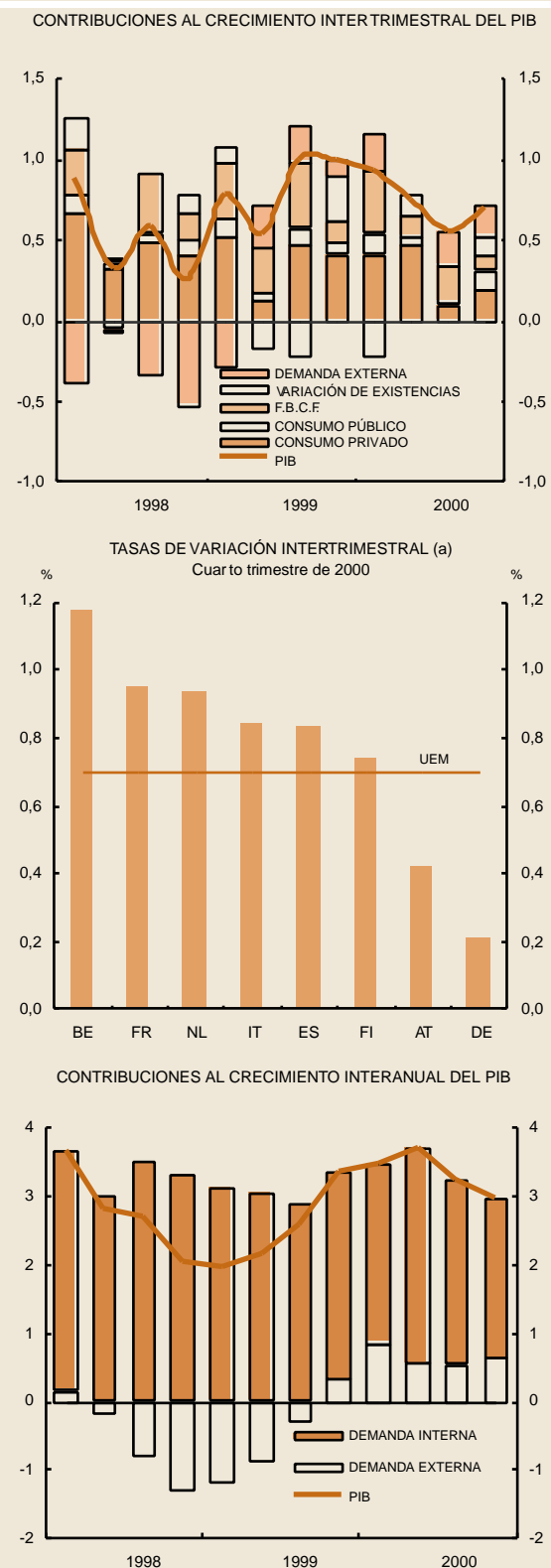
Los datos más recientes acerca de la evolución económica del área del euro apuntan a una prolongación de la fase de menor fortaleza de la actividad iniciada en el tercer trimestre del 2000, si bien la información disponible no avalla, al menos por el momento, una intensificación del proceso de desaceleración económica, a pesar de la incertidumbre que rodea a la situación económica internacional. En el terreno de los precios, continúan sin remitir las presiones inflacionistas, al combinarse algunos elementos de carácter predominantemente transitorio —como el impacto de las crisis del sector cárnico sobre los precios de los alimentos— con otros de naturaleza más persistente —como la traslación desfasada de la depreciación cambiaria y del aumento de precios del petróleo a los precios finales—. En este contexto, el BCE ha mantenido inalterados los tipos de interés de intervención en los niveles decididos en octubre del pasado año.

En el cuarto trimestre del 2000, el PIB del área creció a un ritmo intertrimestral del 0,7 % (3 % en tasa interanual), de acuerdo con la estimación más reciente de Contabilidad Nacional realizada por Eurostat (véase gráfico 8). El aumento de una décima, en comparación con la tasa registrada en el trimestre precedente, coincide con el incremento de la contribución al producto de la variación de existencias, ya que las aportaciones de la demanda interna y de las exportaciones netas permanecieron inalteradas en 0,4 y 0,2 puntos porcentuales, respectivamente. La evolución del sector exterior es el resultado de sendas aceleraciones de las exportaciones e importaciones, en tanto que, entre los componentes de la demanda interna, la notable ralentización de la inversión fue compensada por un ligero aumento del ritmo del consumo privado —cuyo crecimiento sigue siendo modesto— y por el mayor dinamismo del consumo público. Entre las distintas economías del área, destaca la expansión de la actividad en Bélgica y, en menor medida, en Francia, Italia y Holanda. Por el contrario, la actividad perdió pulso en Alemania, España, Austria y, sobre todo, en Finlandia.

Considerados en su conjunto, los datos acerca de la evolución del PIB y de sus componentes en el cuarto trimestre del año pasado apuntan a una estabilización del ritmo de expansión de la actividad económica, tras la ralentización del trimestre precedente. Por sectores productivos, la industria —excluida la construcción— y los servicios privados continuaron creciendo en el segundo semestre del 2000 a ritmos interanuales superiores al 4 %, en tanto que el aumento del valor añadido en el sector

GRÁFICO 8

PIB en la UEM



Fuentes: Eurostat y estadísticas nacionales.
(a) No se incluyen Grecia, Irlanda, Luxemburgo y Portugal, por no disponerse de la información referida al trimestre indicado.

de la construcción se ralentizó notablemente, hasta tasas en el entorno del 0,5 %.

Los indicadores disponibles para el primer trimestre del año 2001 suponen el mantenimiento del ritmo de expansión de la actividad o una ligera desaceleración intertrimestral, que sería algo más pronunciada en términos interanuales y compatible con el sostenimiento de la demanda interna. Así, el indicador de confianza industrial elaborado por la Comisión Europea se ha deteriorado progresivamente a lo largo del primer trimestre del año (véase la parte inferior del gráfico 9). Además, aunque el empeoramiento afecta a todos sus componentes, resulta más pronunciado en el de las expectativas de producción para los próximos meses. También los índices de directores de compras de los sectores manufactureros y de servicios —construidos, asimismo, a partir de los resultados de encuestas— han continuado mostrando, durante el primer trimestre del año, la tendencia descendente iniciada en la primavera del 2000, hasta situarse en sus niveles más bajos desde los primeros meses de 1999. Finalmente, aunque los datos de producción industrial hasta febrero son de difícil lectura, al estar posiblemente distorsionados los referidos a los meses de diciembre y enero a causa de una corrección incompleta del «efecto calendario», parecen apuntar también hacia una moderada desaceleración de la actividad en este sector. El empeoramiento de los índices de actividad del sector industrial, junto con la pérdida de tono de los indicadores relativos a las exportaciones, puede estar reflejando el menor dinamismo de la demanda externa en los primeros meses del año.

Por su parte, los indicadores referidos a la demanda interna dejan traslucir, como ya se ha mencionado, un panorama más positivo, particularmente por lo que se refiere al consumo privado. Así, los indicadores de confianza de los consumidores y del comercio minorista han registrado, en el primer trimestre del año, un nivel algo superior en comparación con la media del trimestre final de 2000 (véase la parte superior del gráfico 9). Además, aunque las ventas minoristas hasta enero y las matriculaciones de automóviles hasta febrero han continuado mostrando la misma debilidad relativa que viene observándose desde el verano pasado, no han presentado un deterioro adicional. El sostenimiento relativo del gasto de los hogares está propiciado por el mantenimiento de unas condiciones financieras favorables y por el comportamiento de la renta disponible de las familias. Esta última variable puede estar beneficiándose de la fortaleza del proceso de creación de empleo y de la entrada en vigor de recortes impositivos, que podrían compensar la pérdida de poder adquisitivo derivada del aumento de los

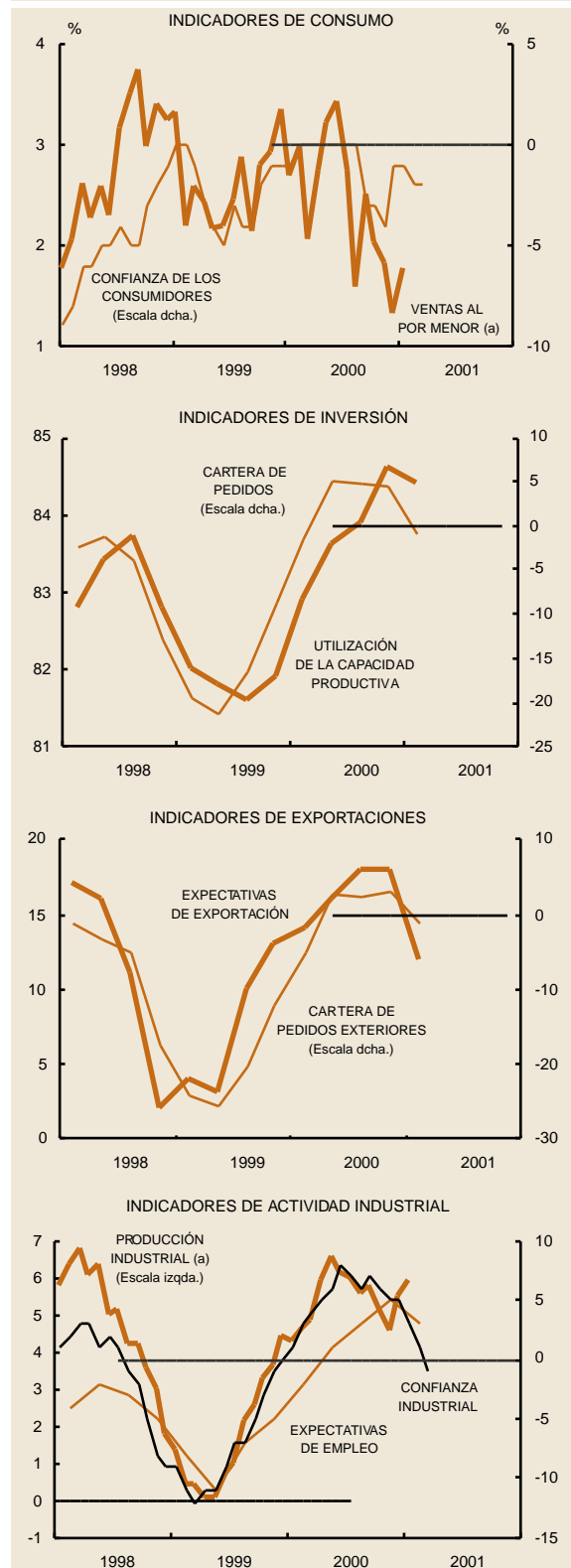
precios de consumo, y el impacto negativo sobre la riqueza de las familias, de la caída de las cotizaciones en los mercados de renta variable. En cuanto a la inversión, el panorama es algo menos favorable, en la medida en que, por un lado, la utilización de la capacidad productiva registró una reducción, aunque modesta, en el primer trimestre del año y, por otro lado, la encuesta semestral sobre intenciones de inversión en la industria manufacturera —llevada a cabo igualmente por la Comisión Europea— anticipa una moderada pérdida de ritmo de este componente en el año en curso.

En estas condiciones, el deterioro del contexto internacional del área constituye el principal riesgo para la evolución de la actividad en la UEM en los próximos trimestres. Obviamente, el efecto más directo podría discurrir a través de la disminución de la aportación de la demanda exterior neta al producto a que pueda dar lugar la desaceleración de los mercados de exportación. Asimismo, es concebible que las rentas netas recibidas del exterior se vean reducidas como consecuencia, por un lado, del deterioro de los beneficios de las empresas en las que se materializa la inversión directa exterior de los residentes de la zona y, por otro lado, de la posible corrección de los precios de los activos internacionales en las carteras de los agentes del área. Sin embargo, tal y como se ha señalado, el sostenimiento del gasto de las familias debe contribuir a que la evolución desfavorable del entorno económico exterior, siempre que no adquiera una intensidad y duración elevadas, no se traduzca en una desaceleración abrupta de la actividad en el área.

En los primeros meses de 2001, la información disponible avala la hipótesis de que la evolución del mercado de trabajo ha continuado siendo favorable. Así, la tasa de paro del área permaneció, en febrero, en el nivel del 8,7 % alcanzado en diciembre, si bien esto confirma la desaceleración en el ritmo de reducción del desempleo observada desde el trimestre final de 2000. En el cuarto trimestre del 2000, el ritmo interanual de creación de empleo se situó en torno al 2 %, tasa similar al registro de los trimestres precedentes. Por lo que respecta a los salarios, los costes laborales unitarios crecieron un 1,2 %, en tasa interanual, en el tercer trimestre del 2000 (véase la parte inferior del gráfico 10). El aumento de esta tasa de variación desde el 0,5 % del trimestre precedente responde, en la misma medida, tanto al mayor crecimiento de la remuneración por asalariado como a la desaceleración de la productividad aparente del trabajo. Por su parte, los costes laborales por hora crecieron a un ritmo interanual del 3,5 % en el último trimestre del 2000, tres décimas por debajo de la tasa correspon-

GRÁFICO 9

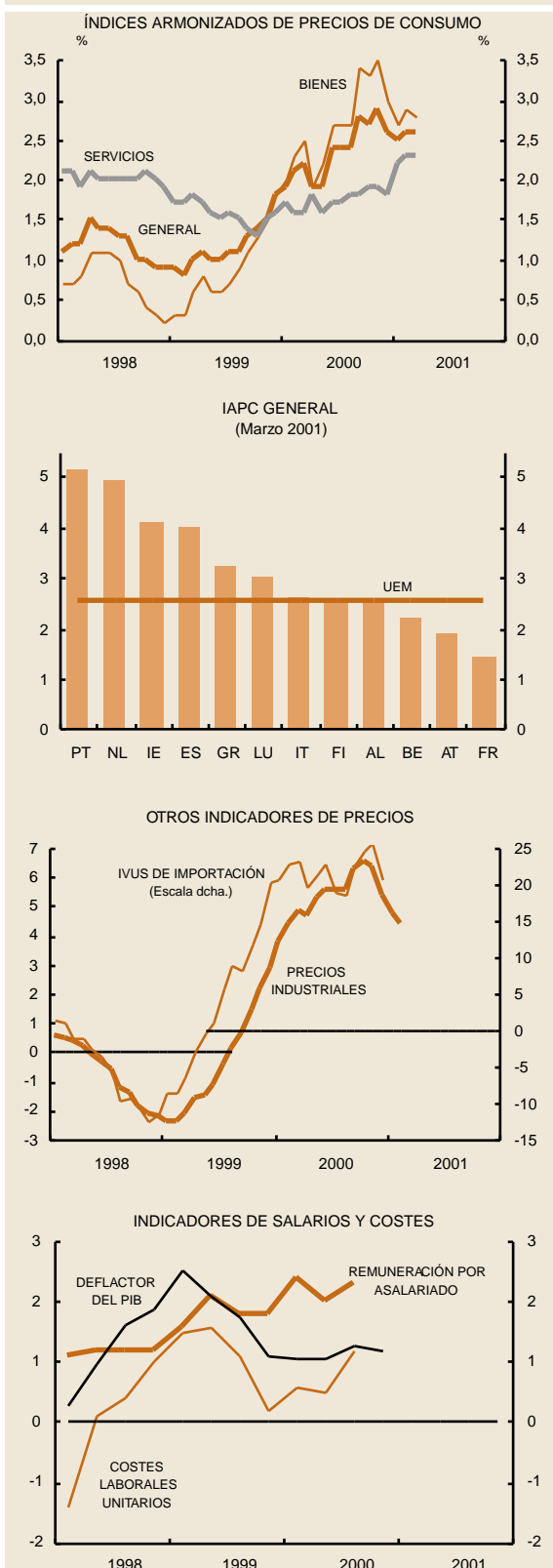
UEM. Indicadores reales



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.
 (a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.

GRÁFICO 10

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

diente al trimestre precedente. Aunque la continuación de la moderación salarial constituye un elemento crucial para garantizar la prolongación del crecimiento sostenido del empleo, existe el riesgo de que la pérdida de poder adquisitivo pueda suponer, a pesar de la ausencia casi generalizada de mecanismos de indicación en los países de la UEM (véase recuadro 1), un incremento de las demandas de los trabajadores en las futuras negociaciones.

Los distintos indicadores de precios del área continúan mostrando la persistencia de las tensiones inflacionistas. El crecimiento interanual del IAPC (incluyendo a Grecia en el período base sobre el que se calcula la variación) fue del 2,6 % en el mes de marzo (véase la parte superior del gráfico 10). Aunque esta tasa coincide con la registrada en diciembre, desde entonces han repuntado al alza todos los componentes, con la excepción del de los bienes energéticos, a causa del descenso del precio del petróleo. Aunque este sigue mostrando una notable volatilidad, se encuentra muy alejado de los niveles máximos alcanzados en el tercer trimestre del 2000. Los precios del otro componente volátil del índice general —los alimentos no elaborados— se incrementaron notablemente en los primeros meses del año, lo que resulta, en gran parte, atribuible al impacto de las crisis sanitarias en el sector cárnico. La trayectoria ascendente de los precios más estables se ha reflejado en la evolución del IPSEBENE (índice que excluye los precios de los bienes energéticos y de los alimentos no elaborados), que repuntó entre diciembre y marzo en cuatro décimas, hasta el 1,9 %, como resultado de las elevaciones impositivas a principios de año, del incremento de algunos precios administrados y de la traslación gradual a los precios finales de la elevación de los precios de los *inputs* importados, experimentada en los últimos dos años. Por países, el diferencial registrado en marzo entre la tasa máxima del 5,1 %, correspondiente a Portugal, y la mínima del 1,4 %, en Francia, es 0,8 puntos porcentuales superior al que existía en diciembre.

Por lo que respecta al índice de precios industriales, el descenso de la tasa interanual, desde el nivel máximo alcanzado en octubre, hasta febrero, encubre una evolución divergente entre el componente de bienes intermedios y el de bienes de consumo. Mientras que el primero ha registrado una fuerte desaceleración, como consecuencia del mayor sostenimiento del tipo de cambio y de la disminución de los precios del petróleo, el ritmo de incremento de los precios de los bienes industriales de consumo se ha intensificado, hasta alcanzar en febrero el 1,9 % y 3,2 %, respectivamente, para los componentes de bienes de consumo duradero y no

Cláusulas de indicación salarial en la Unión Monetaria

El fuerte incremento del precio del petróleo desde 1999 ha supuesto un *shock* de oferta común a todos los países integrantes de la Unión Económica y Monetaria (UEM), que, sin embargo, parece estar teniendo efectos diferentes en términos de crecimiento e inflación en los distintos Estados miembros. Los factores que pueden justificar un impacto diferencial entre los países de la UEM de un encarecimiento de la energía son muy numerosos. Entre ellos, destacan la distinta intensidad en el uso del petróleo, la situación cíclica por la que atraviesa la economía y las características institucionales de los mercados de trabajo, en particular por lo que se refiere al grado de flexibilidad salarial.

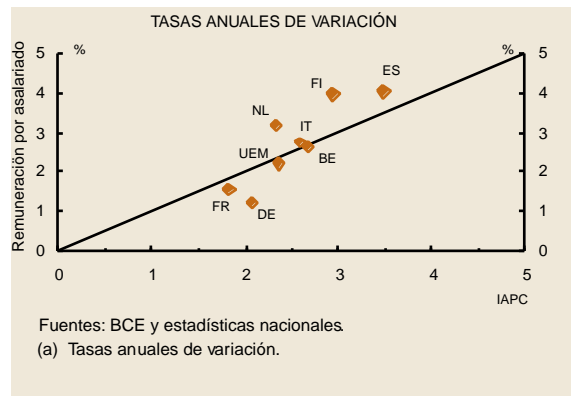
La adaptabilidad de los salarios ante cambios en la situación económica depende de un gran número de variables, relacionadas con el contenido y el grado de centralización de la negociación colectiva. De entre ellas, un factor muy relevante en el contexto actual es la extensión de las prácticas de indicación salarial, al incidir de forma notable en la intensidad y la duración del impacto del *shock* petrolífero sobre la inflación y la actividad.

Los mecanismos de indicación, sobre todo si son automáticos y generalizados, entorpecen el funcionamiento de los procesos de formación de precios y salarios de la economía, afectando negativamente a la inflación y produciendo pérdidas de competitividad. Así, ante cualquier perturbación transitoria que sufran los precios de consumo, la activación de las cláusulas de indicación implicará un incremento salarial generalizado. En los sectores más protegidos de la competencia internacional, este aumento de los costes laborales se traducirá, sobre todo, en subidas de precios, incrementando el efecto y la duración del *shock* inicial. En los sectores más expuestos al comercio internacional, el aumento de los salarios, si no va acompañado de un aumento de la productividad, al no poder trasladarse en la misma proporción a los precios, comprimirá, en primera instancia, los márgenes empresariales, dificultando la rentabilidad de las empresas y, por esta vía, reduciendo el ritmo de crecimiento de la economía y la creación de empleo.

La indicación salarial ha sido una práctica muy habitual en la segunda parte del siglo pasado en un gran número de países europeos. Su origen se circunscribe al período posterior a las guerras mundiales, cuando la inflación era muy elevada y presentaba un alto grado de variabilidad. A medida que se fueron reconociendo los efectos nocivos que generaba este sistema sobre el nivel y la persistencia de la inflación, la mayor parte de los países fueron abandonando o transformando este mecanismo, dotándolo de mayor racionalidad. En la actualidad, solo Bélgica, Luxemburgo y España mantienen algún tipo de práctica de indicación automática de los salarios, aunque existen diferencias notables en la forma en que cada país la hace efectiva. En Luxemburgo, los salarios están indicados con una media móvil de seis meses del índice de precios de consumo (IPC). En Bélgica, los salarios están ligados formalmente a un índice de precios equivalente al IPC, una vez excluidos del índice los componentes de alcohol, tabaco y gasolina. De hecho, en este país se decidió considerar este índice de precios para evitar los riesgos de que los aumentos del precio del petróleo pudieran iniciar una espiral precios-salarios, similar a la ocurrida a raíz de las crisis de los años setenta. Por último, en España, aunque no existe un sistema formal de indicación automático generalizado, la mayoría de los convenios que se firman (en torno a dos tercios del total) incorporan cláusulas de revisión salarial, que se hacen efectivas cuando el crecimiento registrado del IPC al final del año se sitúa por encima de la tasa que se ha tomado como referencia en la negociación colectiva, lo que se traduce en la consolidación de un crecimiento salarial en línea con la inflación observada.

En el gráfico adjunto se observa que solo tres países de la UEM han mostrado en el año 2000 aumentos de la remuneración por asalariado por encima del crecimiento medio del IAPC. Entre ellos, destaca Finlandia, donde el elevado crecimiento de la productividad registrado en dicho año —superior al 4%— ha evitado que el crecimiento de la remuneración por asalariado se haya transmitido a los costes laborales por unidad de producto. Por el contrario, este efecto no se ha producido en España y Holanda, ya que los incrementos de la productividad aparente se han situado en ambos países alrededor del 1%. En Holanda, la escasez de oferta en el mercado de trabajo, reflejada en una tasa de paro inferior al 3%, ha podido contribuir a este notable aumento salarial. En España, la corrección salarial provocada por las cláusulas de indicación ante el desajuste entre la inflación y el aumento salarial estipulado en el año 1999 ha repercutido en el incremento de la remuneración por asalariado. El mayor desfase entre la inflación prevista en los convenios y la observada a finales del año 2000 supondrá que las cláusulas de indicación tendrán un impacto mucho más significativo en los costes laborales del presente año. Por último, hay que resaltar que en la zona del euro en su conjunto, y especialmente en Alemania y Francia, los salarios reales experimentaron una tasa de avance negativa en el año 2000.

IAPC y remuneración por asalariado en 2000 (a)



CUADRO 1

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

	1996	1997	1998	1999	2000 (b)
Bélgica	-3,8	-1,9	-0,9	-0,7	0,0
Alemania	-3,4	-2,7	-2,1	-1,4	-1,0
Grecia	-7,8	-4,6	-3,2	-1,8	-0,9
España	-5,0	-3,2	-2,6	-1,2	-0,4
Francia	-4,1	-3,0	-2,7	-1,6	-1,3
Irlanda	-0,2	0,7	2,1	2,1	4,5
Italia	-7,1	-2,7	-2,8	-1,8	-1,5
Luxemburgo	2,6	3,6	3,2	4,7	5,3
Holanda	-1,8	-1,1	-0,7	1,0	1,3
Austria	-3,8	-1,7	-2,3	-2,1	-1,5
Portugal	-4,0	-2,7	-2,2	-2,0	-1,7
Finlandia	-3,2	-1,5	1,3	1,8	6,7
PRO MEMORIA:					
UEM					
Saldo primario	1,4	2,5	2,5	3,0	3,3
Saldo total	-4,3	-2,6	-2,1	-1,2	-0,7
Deuda pública	75,4	74,8	73,1	72,0	69,7

duradero. Este desarrollo afecta negativamente a las perspectivas inflacionarias del área del euro, dada su naturaleza de indicador adelantado de los precios finales de consumo.

Según los datos del BCE, el déficit de la balanza por cuenta corriente de los once miembros fundadores de la UEM ascendió, en el conjunto del año 2000, a 28,3 mm de euros, frente al saldo, también negativo, de 5,8 mm de euros registrado en 1999. Este importante deterioro es imputable, sobre todo, al fuerte descenso registrado por el superávit de la balanza de bienes, ya que el déficit de la balanza de rentas redujo su magnitud y los de las balanzas de servicios y de transferencias corrientes experimentaron un aumento modesto. La caída del superávit de la balanza de bienes es el resultado del empeoramiento de la relación real de intercambio del área, como consecuencia del aumento de precios del petróleo y de la depreciación cambiaria, lo que se tradujo en un crecimiento de las importaciones en términos nominales del 25,1 %, frente al 19,6 % correspondiente a las exportaciones. En el mes de enero del 2001, el déficit por cuenta corriente del área (incluida Grecia) descendió, sin embargo, hasta 8,5 mm de euros, frente a los 10,4 mm del mismo período del año anterior, debido a la mejora del saldo de transferencias corrientes.

En el terreno de las finanzas públicas, el déficit presupuestario agregado del conjunto del área fue en el año 2000 del 0,7 % del PIB, una

vez excluidos los ingresos obtenidos por la venta de licencias UMTS (véase cuadro 1). En 2001, este saldo negativo podría aumentar, por vez primera desde el año 1993. Aunque, de acuerdo con las previsiones disponibles, la magnitud del empeoramiento sería muy reducida en términos de los saldos observados, su tamaño sería mayor por lo que respecta al saldo ajustado por el ciclo, dado el contexto de relativa fortaleza en que previsiblemente se desenvolverá la actividad económica en el actual ejercicio. Esta evolución presupuestaria prevista responde a la introducción casi generalizada de rebajas —en ocasiones, ambiciosas— en los impuestos y las cotizaciones sociales. Si bien estas disposiciones merecen una valoración positiva en la medida en que favorezcan el aumento de la participación en el mercado de trabajo y el empleo, el momento elegido para su adopción podría no estar siendo en todos los casos el más adecuado, por dos tipos de razones diferentes. En primer lugar, porque suponen un estímulo a la demanda que podría agudizar las tensiones inflacionistas. En segundo lugar, porque varios de los países que han introducido rebajas impositivas presentan posiciones presupuestarias subyacentes aún relativamente alejadas del equilibrio.

3.2. Evolución monetaria y financiera

A lo largo del primer trimestre del año, el Consejo de Gobierno del SEBC mantuvo inalte-

rado, en el 4,75 %, el tipo mínimo de las subastas correspondientes a las operaciones principales de financiación (véase gráfico 11). Esta decisión ha sido el resultado de contrapesar, por un lado, la persistencia de presiones inflacionistas y, por otro, la moderada pérdida de vigor de la actividad, en un contexto de incertidumbre creciente en el contexto exterior del área. En todo caso, las condiciones monetarias y financieras, medidas por los niveles de los tipos de interés reales y del tipo de cambio del euro, y reflejadas en la evolución de los agregados monetarios y crediticios, continúan siendo favorables para el desarrollo de la actividad en el conjunto del área. Al igual que viene ocurriendo desde el inicio de la UEM, el grado de holgura de las condiciones monetarias y financieras es más elevado en el caso español, dada la mayor intensidad de las presiones inflacionistas, tal y como reflejan las elevadas tasas de expansión del crédito.

Entre el comienzo del año y finales de marzo se fueron acentuando las expectativas de descensos de los tipos de interés en el área del euro. Sin embargo, en el mes de abril esas expectativas se han ido moderando (véase gráfico 12). En la actualidad, la estructura temporal de los tipos implícitos *forward* a un mes descuenta una modesta disminución esperada de los tipos de intervención del BCE hasta el mes de septiembre y una estabilización posterior hasta el horizonte de un año.

Las rentabilidades de la deuda pública del área emitida a diez años han permanecido estables en torno al 5 % en la parte transcurrida de 2001, tras el considerable descenso experimentado en los meses finales del pasado año (véase cuadro 2). Esta evolución se explica por la moderación de las perspectivas de crecimiento económico y, previsiblemente, de inflación. Al mismo tiempo, la desaceleración de la economía de Estados Unidos ha favorecido un descenso de la rentabilidad del activo análogo de este país, con lo que su diferencial respecto al bono alemán ha ido reduciéndose hasta hacerse negativo a mediados de marzo.

Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito del área del euro a las operaciones de activo y de pasivo con sus clientes han seguido una pauta descendente desde diciembre del 2000, como reflejo de los menores tipos interbancarios en ese período (véase la parte inferior del gráfico 13). Entre los tipos del crédito, el descenso ha sido más pronunciado en el caso de la financiación concedida a las familias para la adquisición de vivienda que en el de la otorgada a las empresas. Así, en febrero —último mes para el que existe información— ambos tipos de interés se hallaban situados unos 40 y 20 puntos básicos, respectivamente, por

GRÁFICO 11

Tipos de interés del BCE y tipos de cambio del euro

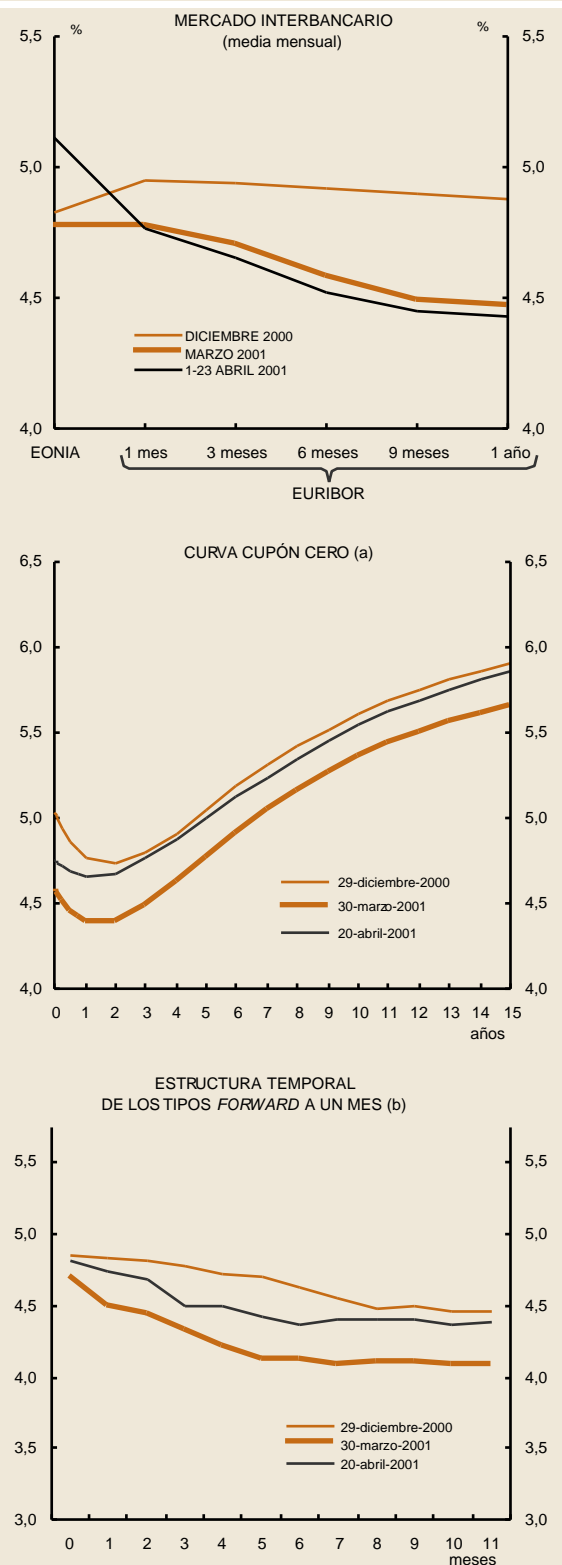


debajo de los niveles que prevalecían en noviembre del pasado año. Por su parte, los tipos de los depósitos a un plazo superior e inferior a dos años, respectivamente, habían caído en magnitudes aproximadas de 40 y 20 puntos básicos entre esas fechas. En España, la reducción del tipo sintético del activo entre noviembre del 2000 y marzo del 2001 fue de 30 puntos básicos (cuadro 2), mientras que las entidades no parecen haber trasladado todavía a sus pasivos los descensos de los tipos activos y los de los mercados monetarios, de manera que, en los cinco meses considerados, el tipo sintético del pasivo no experimentó variaciones apreciables.

En un contexto de elevada volatilidad, los mercados bursátiles del área continuaron mos-

GRÁFICO 12

Zona del euro
Curva de rendimiento por plazos



Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.
 (a) Estimación con datos del mercado de swaps.
 (b) Estimados con datos del Euribor.

trando una tendencia bajista hasta finales de marzo, seguida de una cierta recuperación posterior, acentuada a raíz del descenso de los tipos oficiales en Estados Unidos. Entre el nivel de cierre del pasado ejercicio y el 20 de abril, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio registró un retroceso acumulado algo inferior al 7 %, frente al descenso del 5,9 % mostrado en el conjunto del 2000. El comportamiento del mercado bursátil español, cuya caída había sido superior en el conjunto del pasado año, ha sido más favorable en el período transcurrido del año 2001, experimentando el Índice General de la Bolsa de Madrid un alza del 5,5 % respecto a la última cotización del 2000. La evolución —en general, negativa— de las bolsas europeas, como las del resto de los mercados bursátiles en las economías industrializadas, refleja el aumento del pesimismo acerca de la trayectoria de la economía mundial y el deterioro de las expectativas de beneficios empresariales, que han afectado especialmente a los sectores de nuevas tecnologías. Así, las cotizaciones de las empresas tecnológicas, agrupadas en el indicador sectorial del Dow Jones EURO STOXX amplio, han registrado unas pérdidas del 20 % desde el comienzo del año, mientras que, en el caso español, el IBEX Nuevo Mercado ha retrocedido casi un 9 % desde esa fecha y un 67 % desde su creación, en abril de 2000. Finalmente, en el mes de febrero se publicó el informe que recoge las sugerencias para la integración de los mercados financieros del área del denominado Comité de Sabios, cuyas líneas maestras se presentan en el recuadro 2.

El tipo de cambio del euro frente al dólar no ha consolidado los niveles alcanzados tras el fuerte movimiento apreciatorio registrado en el tramo final de 2000 (véase la parte inferior del gráfico 11), con lo que, en la parte transcurrida del año, el euro lleva acumulada una depreciación del 4,5 %, aproximadamente. Dadas las dificultades financieras por las que han atravesado algunos países con economías emergentes, la relativa fortaleza del dólar puede haberse correspondido con la condición de moneda refugio de la divisa norteamericana. La acentuación de las expectativas de desaceleración de la economía de Estados Unidos y el estrechamiento del diferencial positivo de tipos de interés a todos los plazos frente al área del euro —tendencia que se acentuó a raíz del recorte de los tipos de intervención practicado por la Reserva Federal el 18 de abril— han permitido que, en las últimas jornadas, el euro haya registrado una modesta apreciación frente a la moneda norteamericana. Por su parte, las oscilaciones del tipo de cambio del euro frente al yen han sido relativamente pequeñas desde el comienzo del año, hasta acumular la moneda europea una apreciación aproximada del 1,5 %.

El informe del Comité de Sabios sobre la regulación de los mercados de valores europeos

En comparación con el grado de integración alcanzado por los mercados monetarios del área del euro, el logrado por los mercados de valores europeos es, aún, insuficiente. En este contexto, se formó, por mandato del ECOFIN de 17 de julio de 2000 y bajo la presidencia de Alexander Lamfalussy, un Comité de Sabios (o «Notables») compuesto por siete personas independientes y de reconocido prestigio profesional, con objeto de analizar el problema y proponer soluciones. El pasado 15 de febrero de 2001, el Comité presentó su Informe Final sobre la Regulación de los Mercados de Valores Europeos.

El Informe comienza resaltando los beneficios que propiciaría una mayor integración de los mercados financieros europeos. Así, en el ámbito microeconómico, se destacan las ventajas asociadas a una asignación más eficiente del capital, a una mayor liquidez de los activos financieros —que beneficiaría a las empresas y especialmente a las PYMES—, y a la reducción del coste de capital y a la mayor remuneración a los inversores que resultaría de los menores costes de compensación y liquidación transfronterizos. En el ámbito macroeconómico, se enfatiza el incremento de la productividad del capital y del trabajo, así como el mayor crecimiento del producto potencial y del empleo.

El Informe describe, también, la situación actual y las tendencias más destacables de los mercados de valores europeos, concluyendo que su desarrollo es insuficiente, situándose muy por debajo del experimentado por los mercados de valores norteamericanos. Entre los aspectos que dificultan el crecimiento y la integración de los mercados financieros europeos se señalan las diferencias en los sistemas legales y en la fiscalidad de cada país, y la existencia de barreras comerciales, políticas y culturales entre ellos. Asimismo, se apuntan una serie de factores más específicos: la ausencia de un marco regulatorio que garantice interpretaciones homogéneas de la normativa comunitaria en los distintos países y de un proceso de toma de decisiones efectivo; la permanencia de un elevado número de sistemas de compensación y liquidación, que incrementan los costes de transacción; y la escasa expansión de los fondos de pensiones en la mayoría de los países de la UE. En todo caso, el Informe concluye que el principal problema que dificulta una mayor integración radica en la forma de producir y de llevar a la práctica la legislación sobre los mercados de valores en Europa. De hecho, se afirma que el sistema regulatorio en su conjunto «es demasiado lento, demasiado rígido, genera demasiada ambigüedad y fracasa en la distinción entre lo principal y los detalles».

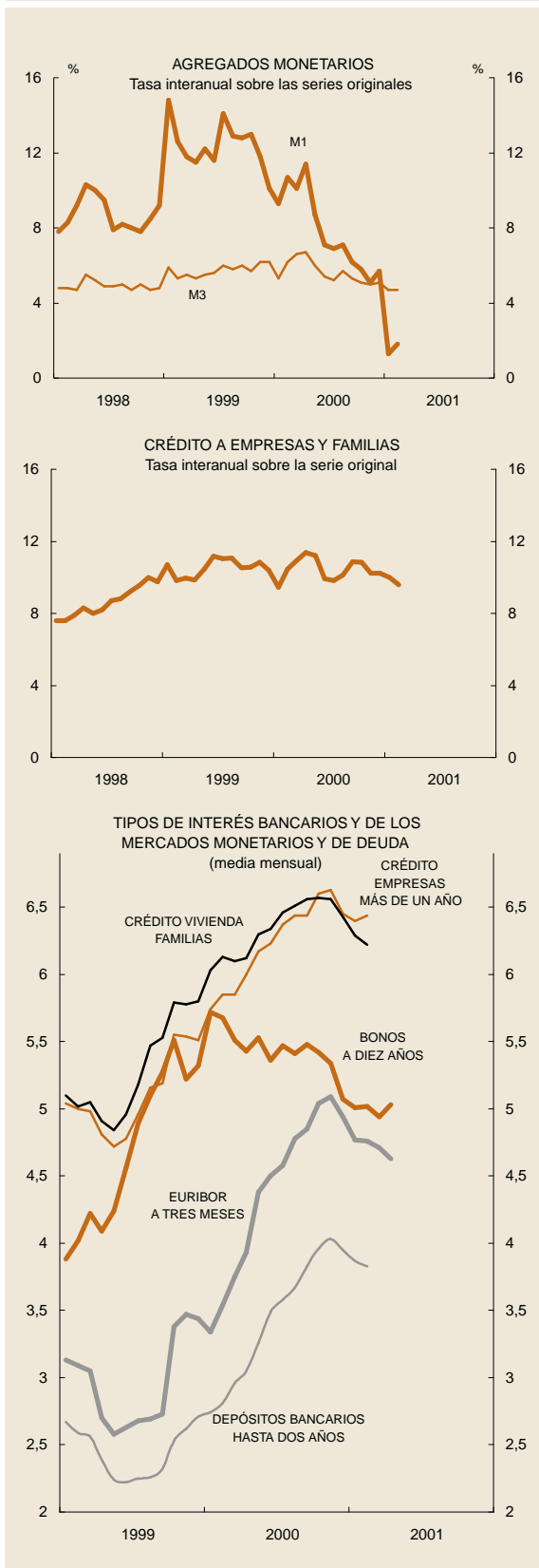
Identificados los problemas, el Informe expone una serie de recomendaciones para mejorar la integración de los mercados de valores de la UE, que pueden agruparse en dos grandes bloques. Por un lado, se recomienda acelerar los plazos de ejecución y establecer nuevas prioridades para el «Plan de Acción de Servicios Financieros» (PASF) de la Comisión Europea en los siguientes aspectos: folletos de emisión/admisión de valores únicos para los emisores, actualización del procedimiento de admisión a cotización, control por el país de origen de los grandes inversores y definición del perfil de los inversores profesionales, actualización de las normas de inversión de las instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones comunitarios, adopción de normas de contabilidad internacionales, y establecimiento del pasaporte único para los mercados bursátiles reconocidos.

Por otro lado, el Informe propone un nuevo marco para el establecimiento y la puesta en práctica de la normativa relativa a los mercados financieros europeos, basado en cuatro niveles. En el primer nivel, se diseñarían los principios básicos generales de las nuevas directivas de regulación sobre los mercados de valores, diseño que correspondería al Parlamento Europeo y al Consejo de Ministros, sobre propuestas de la Comisión. Estos principios básicos contendrían los aspectos más políticos y las orientaciones conceptuales de las nuevas normas. En este nivel, además, se recomienda establecer nuevos mecanismos de consulta abiertos y transparentes entre la Comisión Europea, el Parlamento Europeo, los Estados miembros y sus reguladores, los participantes en los mercados y los consumidores y usuarios. En el segundo nivel, se elaborarían las nuevas normas sobre la base de los principios generales establecidos en el nivel anterior. Para ello, se crearían dos nuevos Comités: el «Comité Europeo de Valores» y el «Comité Europeo de Reguladores de Valores». Ambos comités mantendrían informado en todo momento al Parlamento Europeo. En el tercer nivel, el Comité Europeo de Reguladores de Valores formularía directrices administrativas, elaboraría recomendaciones interpretativas y compararía y examinaría las prácticas nacionales en materia de regulación, todo ello, con el objetivo de asegurar la consistencia de la transposición a los sistemas nacionales de la legislación comunitaria y de su aplicación concreta en los distintos países. Finalmente, en el cuarto nivel se reforzaría la colaboración entre la Comisión Europea, los Estados miembros, y sus reguladores y el sector privado, con el objeto de asegurar un cumplimiento más escrupuloso de las normas comunitarias.

En opinión del Comité de Sabios, este nuevo marco debería estar en funcionamiento antes de finales de 2001, debiendo preverse mecanismos para la revisión periódica de su funcionamiento en la práctica.

GRÁFICO 13

Agregados monetarios y crediticios y tipos de interés en la zona del euro



Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.

Las tasas interanuales de crecimiento de los agregados monetarios del área siguieron moderándose hasta febrero, como consecuencia del aumento del coste de oportunidad de mantener activos muy líquidos, resultante de las subidas de los tipos de interés oficiales del área instrumentadas entre noviembre de 1999 y octubre del 2000. No obstante, el crecimiento interanual de M3 repuntó en marzo hasta el 5 %, lo que situó la media de las tasas de los tres meses más recientes para los que existe información —sobre la cual se evalúa el cumplimiento del valor de referencia— en el 4,8 %. Los componentes más líquidos de M3 han sido los que han experimentado una mayor desaceleración, al ser los más sensibles a la evolución de los tipos del área. De este modo, el incremento interanual de M1 en marzo fue del 2,1 %, frente a las tasas superiores al 10 % que se registraban un año antes.

En España, el ritmo de expansión de los activos financieros líquidos (AFL) ha venido repuntando desde el trimestre final del 2000, hasta situarse, en marzo, en el 4,7 % en tasa interanual. Esta aceleración es el resultado de la ralentización de la disminución interanual de las colocaciones en fondos de inversión del mercado monetario y de renta fija. Los denominados medios de pago, esto es, los activos financieros más líquidos incluidos dentro de la definición de los AFL, han continuado experimentando una moderación de su ritmo de crecimiento, que se situó en marzo en el 2 %, frente a las tasas superiores al 12 % observadas un año antes.

Por lo que respecta a las contrapartidas de los agregados monetarios, el ritmo de expansión del crédito al sector privado de la UEM ha seguido siendo muy elevado en los últimos meses, si bien ha presentado una ligera desaceleración, hasta situarse en el 9,2 %, en tasa interanual, en el mes de marzo. La moderación de la financiación captada ha podido ser consecuencia de la menor importancia de las operaciones específicas de gran envergadura, relacionadas con la financiación de empresas del sector de telefonía móvil, en tanto que la desfavorable evolución de las bolsas ha debido incidir negativamente en el recurso a los mercados primarios de renta variable por parte de las empresas del área. En todo caso, la desaceleración del pulso de la actividad económica ha tenido, por el momento, un escaso impacto sobre la financiación otorgada a las familias y empresas del área, lo cual podría ser consecuencia, en el caso del crédito bancario, del descenso ya comentado de los tipos de interés de las operaciones de activo de las entidades. En España, la desaceleración de la financiación otor-

CUADRO 2

Situación monetaria y financiera de la UEM y España

	1998	1999	2000		2001			
	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR	ABR (c)
MAGNITUDES MONETARIAS (a):								
UEM								
M3	4,8	6,2	5,0	5,1	4,7	4,7	5,0	
M1	9,2	10,1	5,1	5,7	1,3	2,0	2,1	
Crédito al sector privado	9,8	10,4	10,2	10,2	10,0	9,6	9,2	
ESPAÑA								
Activos financieros líquidos	3,8	1,5	1,9	2,6	3,0	4,0	4,7	
Medios de pago	12,1	12,7	4,4	4,5	3,3	2,9	2,0	
Financiación al sector privado	16,9	18,8	18,5	18,9	18,0	17,7	16,7	
MERCADOS FINANCIEROS (b):								
EONIA	3,25	3,04	4,83	4,83	4,76	4,99	4,78	5,12
EURIBOR a tres meses	3,25	3,44	5,09	4,94	4,77	4,76	4,71	4,65
Deuda pública								
Rendimiento bonos a diez años UEM	3,95	5,32	5,34	5,07	5,01	5,02	4,94	5,06
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,74	1,04	0,46	0,25	0,21	0,15	0,00	0,08
Diferencial bonos a diez años España-Alemania	0,21	0,22	0,30	0,31	0,28	0,34	0,37	0,32
Tipos de interés bancarios en España								
Tipo sintético pasivo	2,06	1,98	3,01	3,02	3,03	3,04	3,02	
Tipo sintético activo	5,15	5,03	6,39	6,35	6,27	6,22	6,08	
Tipo de cambio dólar/euro	1,172	1,011	0,856	0,897	0,938	0,922	0,910	0,890
Renta variable (d)								
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio	29,8	39,5	-2,9	-5,9	1,3	-7,7	-11,2	-7,3
Índice General Bolsa de Madrid	37,2	16,2	-12,0	-12,7	9,3	3,0	0,9	1,2

Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

(a) Tasa de variación interanual.

(b) Medias mensuales.

(c) Media del mes, hasta el día 23 de abril de 2001.

(d) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 20 de abril de 2001.

gada al sector privado ha sido más perceptible que en el conjunto del área del euro, aunque aún continúa expandiéndose a ritmos sustancialmente más elevados (del 16,7 % en marzo, frente al 18,9 % de diciembre). El crédito de en-

tidades residentes —principal componente de la financiación recibida por el sector privado no financiero— ha crecido a una tasa del 14,3 % en el mes de marzo, frente al 18 % del mes de diciembre del año pasado.

4. La economía española

Según el Instituto Nacional de Estadística (INE), el crecimiento del PIB real de la economía española en el año 2000 fue del 4,1 %, una décima más que en el ejercicio precedente. El incremento de la demanda nacional fue de una cuantía similar a la del producto, y la aportación del saldo neto exterior resultó prácticamente nula. A lo largo del año, el ritmo de aumento de la demanda nacional disminuyó de manera apreciable, a la vez que mejoraba la contribución de la demanda exterior neta, por lo que la desaceleración en la tasa de variación del producto fue mucho más moderada. En concreto, el crecimiento interanual del PIB real en el último trimestre del año 2000 fue del 3,8 % (cuatro décimas menos que en el primero); el de la demanda nacional, del 3,2 % (1,8 puntos porcentuales menos), y el saldo neto exterior pasó de restar ocho décimas porcentuales al crecimiento del producto a contribuir con medio punto porcentual en los tres meses finales del año.

Como ya se comentó en el primer apartado de este Informe, la información coyuntural disponible para los primeros meses del año 2001 apunta a que se mantienen estas mismas tendencias —desaceleración de la demanda y contribución positiva del saldo exterior—, aunque de forma más moderada. Así, se ha estimado que, en el primer trimestre del año en curso, el crecimiento de la demanda nacional y la contribución de la demanda exterior neta podrían encontrarse en torno al 3 %, la primera, y ligeramente por debajo del medio punto porcentual, la segunda, lo que daría lugar a una tasa de aumento del PIB real del orden del 3,5 %. La modesta reducción en el ritmo de avance de la demanda nacional, en comparación con los valores que se alcanzaron al final del pasado año, se extiende a la mayoría de sus componentes, mientras que los flujos de exportaciones e importaciones de bienes y servicios conservan un dinamismo notable, sin que los primeros hayan acusado aún significativamente la desaceleración de los mercados exteriores, ni los segundos pongan en evidencia un pulso de la demanda más débil que el estimado. Desde el punto de vista de la actividad, la totalidad de los sectores productivos han atenuado su tasa de aumento, con la única excepción de la agricultura, que se ha traducido en una mayor desaceleración del empleo, propiciando un ligero aumento de la productividad aparente del trabajo. Los indicadores disponibles acusan un repunte notable de la remuneración por asalariado, de mayor magnitud en la economía de mercado, que se plasmaría en una ligera aceleración de los costes laborales unitarios. En este contexto, el IPC ha mantenido tasas de crecimiento elevadas en los tres primeros meses del año, sin que se haya reducido el diferencial de inflación con los países de la UEM.

4.1. Demanda

Según las estimaciones de la CNTR (1), la desaceleración de la demanda nacional a lo largo del año 2000 fue particularmente intensa en el caso del consumo privado y en el de la inversión en bienes de equipo, conservando el consumo público y la inversión en construcción un tono más sostenido. La pérdida de dinamismo del gasto de los consumidores se extendió a casi todos sus componentes, si bien afectó, en mayor medida, a los bienes, y en particular a las compras de alimentos y de automóviles.

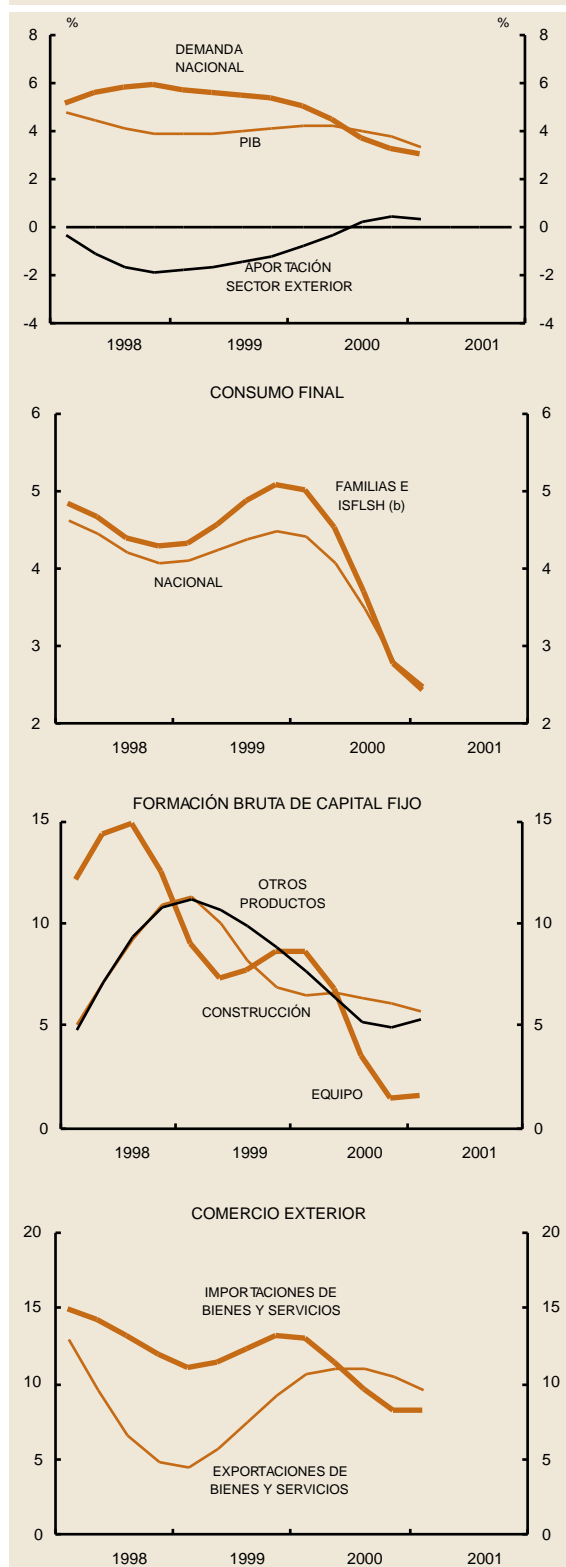
La información de los indicadores disponibles para el primer trimestre del año 2001, todavía incompleta, apunta hacia una clara contención en el perfil de desaceleración del consumo privado. El indicador de confianza de los consumidores ha experimentado una ligera mejora en marzo, de forma que, en el promedio de los tres primeros meses del año, permanece estable en relación con el último trimestre del año 2000, si bien la valoración de la situación económica general tiende a empeorar. El índice de disponibilidades de bienes, para el que se dispone tan solo de información fragmentaria, se ha recuperado parcialmente, tras las importantes caídas registradas en la segunda mitad del año pasado. Entre sus distintas rúbricas, el componente alimenticio ha tenido un comportamiento menos contractivo en el mes de febrero, mientras que las disponibilidades de bienes de consumo duradero han empeorado de forma notable en ese mismo mes, lo que contrasta con la reciente evolución de las matriculaciones de automóviles, que, tras el dato del mes de marzo, parecen recuperarse de las fuertes caídas experimentadas al final del año 2000. Por último, el índice de ventas del comercio al por menor experimentó un crecimiento real del 5 % en enero, pero con el dato de febrero ha retomado su tendencia ligeramente descendente, en línea con la evolución del indicador de confianza del comercio minorista.

El análisis de los determinantes del consumo privado tiende a respaldar la evolución que se aprecia en los indicadores disponibles. Así, el progresivo agotamiento del efecto expansivo de la revalorización de la riqueza financiera, en un entorno de mantenimiento de los tipos de interés y de tasas de inflación relativamente elevadas, se configura como uno de los factores que explican el menor dinamismo del gasto de los consumidores en los trimestres más recientes; en este mismo sentido estaría actuando la

(1) Los datos presentados en este artículo referentes a la Contabilidad Nacional Trimestral se encuentran definidos en términos de ciclo-tendencia, según la terminología utilizada por el INE.

GRÁFICO 14

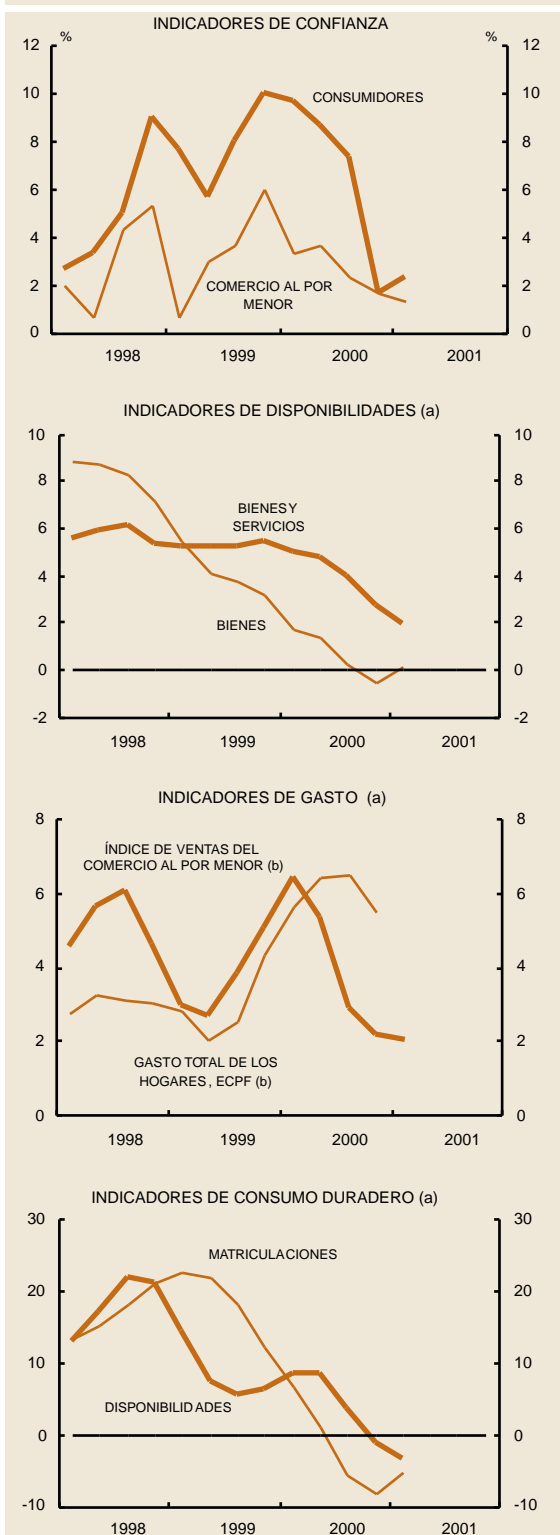
Principales agregados macroeconómicos (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España. (a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre componentes ciclo-tendencia. (b) Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

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.

desaceleración del empleo, que, aunque muy modesta, anticipa una corrección del paro menos intensa que la que ha tenido lugar en los últimos años. No obstante, la aplicación de las cláusulas de salvaguarda correspondientes a los convenios colectivos del año 2000, como consecuencia de la desviación de la inflación observada respecto a su previsión oficial, podría haber influido transitoriamente en un aumento de la renta disponible y, en consecuencia, en el sostenimiento del consumo privado en estos primeros meses del año.

Según las estimaciones de la CNTR, el gasto en consumo final de las Administraciones Públicas registró un incremento interanual del 2,9 %, en términos reales, en el cuarto trimestre del año 2000, con un perfil de progresiva aceleración a lo largo del ejercicio. La información disponible para los primeros meses del 2001 y los planes presupuestarios para el total del período llevan a estimar una corrección de esta tendencia, que se reflejará en los resultados del conjunto del año y podría estar viéndose recogida ya en las magnitudes del primer trimestre. Esta mayor moderación afectaría tanto a la remuneración de asalariados como a las restantes rúbricas del consumo final.

La desaceleración que se observa en la formación bruta de capital fijo desde el comienzo del año 1999 se prolongó a lo largo del pasado año, registrándose en el último trimestre una tasa de variación interanual del 4,4 %, inferior en casi tres puntos porcentuales a la del primer trimestre. Esta pérdida de dinamismo se corresponde, básicamente, con el comportamiento de la inversión en bienes de equipo, que terminó el año con una tasa de crecimiento interanual del 1,4 %, unos siete puntos porcentuales menos que a su inicio; la pérdida de empuje en el resto de los componentes —construcción y otros productos— ha sido mucho más moderada, dando muestras de una mayor estabilidad a lo largo del pasado año.

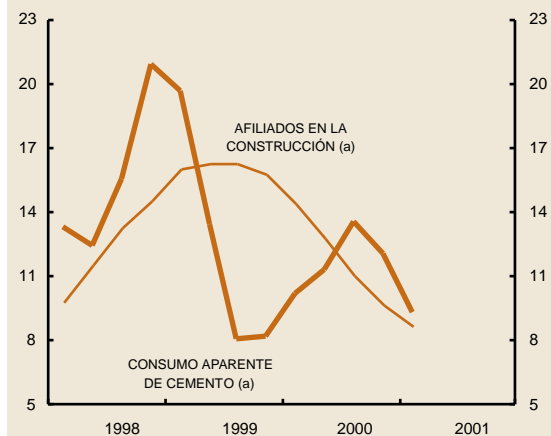
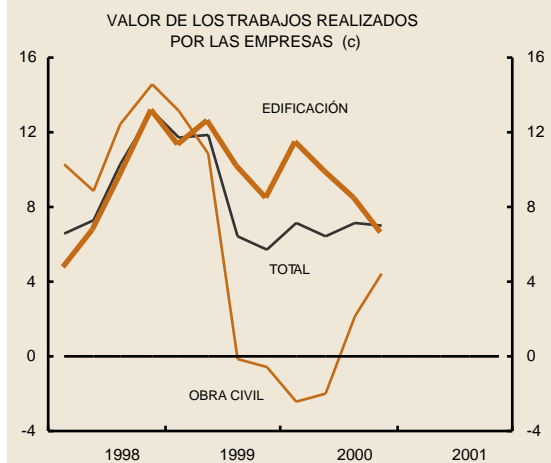
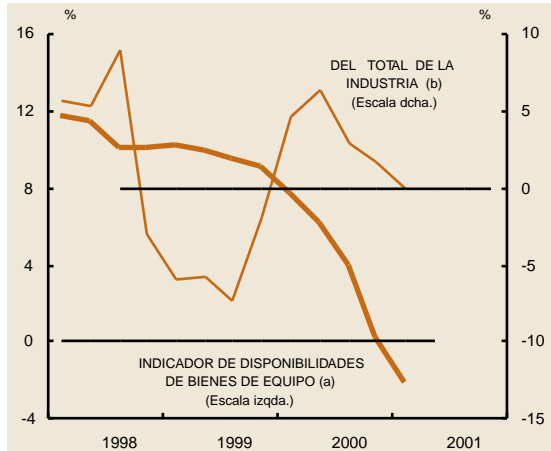
Los principales indicadores coyunturales referidos a la inversión en bienes de equipo prolongan este perfil descendente durante los primeros meses del año actual. En concreto, el índice de disponibilidades, con información hasta febrero, ha continuado su perfil de deterioro, habiéndose truncado, con los últimos datos recibidos, la mejora que parecía apreciarse en la producción interior de este tipo de bienes al final del año 2000. No obstante, sigue siendo la combinación del fuerte crecimiento de la exportación y el retroceso en la importación —asociadas, a su vez, en gran medida, a las importantes diferencias en las tasas de variación de los deflatores correspondientes— el principal factor que explica el fuerte descenso que se

observa en el indicador de disponibilidades de bienes de equipo. Por tipos de productos, destaca el empeoramiento experimentado por las disponibilidades de material de transporte, tras el avance observado en la primera parte del año 2000. Por otra parte, los indicadores de opinión proporcionados por la encuesta de coyuntura industrial elaborada por el Ministerio de Ciencia y Tecnología, con información hasta enero, mantuvieron en general un perfil descendente, especialmente los relativos a la evolución actual de la cartera de pedidos y a su tendencia futura. Por el contrario, el indicador de clima industrial de la industria productora de bienes de equipo, que resumiría el sentimiento del sector, se mantiene aún en niveles relativamente elevados. Finalmente, según los últimos datos de la encuesta semestral de inversiones en la industria, que elabora el Ministerio de Ciencia y Tecnología, las empresas encuestadas estiman un crecimiento nominal de la inversión en el año 2001 del 8 %, algo mayor que en 2000, siendo la ampliación de la capacidad productiva y las mejoras de rendimiento los fines principales que respaldan la realización de inversiones.

La evolución de los principales factores determinantes de la inversión en equipo apoyaría un desarrollo del proceso inversor más favorable que el apuntado por los indicadores de coyuntura y que ha sido recogido en las estimaciones de la CNTR. En efecto, si bien con un cierto perfil decreciente, la demanda interna mantiene un ritmo de crecimiento sustancial, las exportaciones continúan experimentando un notable vigor y el grado de utilización de la capacidad instalada es muy elevado, situándose en niveles superiores al 80 % en el primer trimestre del 2001, según datos de la Comisión Europea. La información procedente de la Central de Balances Trimestral del Banco de España permite constatar la saludable situación financiera de las empresas españolas. El análisis de las *ratios* de rentabilidad muestra que los resultados de explotación, tanto en relación con el activo neto como con los recursos propios, crecieron respecto de los altos niveles alcanzados en 1999, de forma que, a pesar del repunte de los gastos financieros —consecuencia del incremento de los tipos de interés y de la mayor apelación de las empresas a la financiación ajena—, el apalancamiento financiero volvió a aumentar en el año 2000, alcanzando un nuevo máximo histórico. Es posible que la incertidumbre que se deriva del contexto internacional haya retraído algunas decisiones de inversión de las empresas, que, por otra parte, están dedicando una importante proporción de sus recursos financieros a la inversión en los mercados internacionales. La valoración conjunta de todos estos factores anticiparía un mayor dina-

GRÁFICO 16

Indicadores de formación bruta de capital fijo

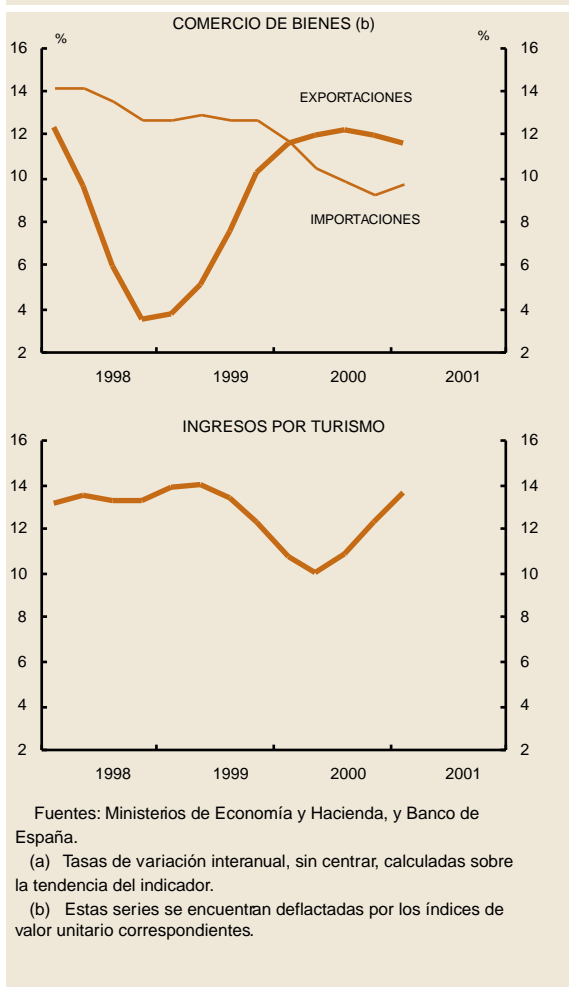


Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Instituto Nacional de Empleo y Banco de España.

- (a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.
- (b) Nivel, serie original.
- (c) Obtenido a partir de la encuesta coyuntural de la industria de la construcción y deflactado por el indicador de costes en la construcción. Tasas interanuales sobre la serie original.

GRÁFICO 17

Comercio exterior (a)



mismo de la inversión en bienes de equipo en los próximos trimestres, pero los indicadores disponibles hasta este momento no permiten estimar una recuperación de esta variable en el primer trimestre del año actual, aunque su tasa de variación interanual podría no diferenciarse significativamente de la que tuvo lugar en el cuarto trimestre del año 2000.

La información coyuntural sobre la evolución de la inversión en construcción sigue mostrando un tono firme, dentro de la tendencia a la desaceleración iniciada en la segunda mitad del pasado año. De acuerdo con la encuesta coyuntural del sector (ECIC), elaborada por el Ministerio de Fomento, el empuje de la construcción en el cuarto trimestre del año 2000 se apoyó en un mejor comportamiento de la obra civil, lo que permitió compensar, parcialmente, el menor dinamismo experimentado por la edificación residencial, mientras que el componente de edificación no residencial se mantuvo bastante estable. Estas pautas se mantienen, en

general, en los últimos datos conocidos, por lo que el crecimiento interanual de este agregado en el primer trimestre del año 2001 no diferirá de forma apreciable del registrado al final del año pasado.

El indicador de confianza en la construcción, tras el retroceso mostrado en el último trimestre del año 2000, ha experimentado una cierta mejora a lo largo de los tres primeros meses del año actual. Los indicadores contemporáneos de actividad en la industria de la construcción no muestran, sin embargo, un mensaje unívoco. En lo que se refiere a los indicadores de consumos intermedios, cabe señalar que, con información hasta el mes de febrero, el consumo aparente de cemento continuó su avance a lo largo de la senda decreciente iniciada en el segundo semestre del 2000, mientras que la producción de materiales para la construcción experimentó un notable impulso en el mes de enero. La evolución del empleo en el sector, según la estadística de afiliados a la Seguridad Social, muestra un estancamiento en los dos primeros meses del año, con tasas de variación todavía elevadas, próximas al 8,5 %, mientras que la estadística de paro registrado hasta el mes de marzo apunta una tendencia menos dinámica en el proceso de creación de empleo en el sector. Quizás el diagnóstico más significativo es el que proporcionan los indicadores adelantados (licitación oficial y visados de los colegios de arquitectos), que proyectan una continuidad del dinamismo de la obra civil para los próximos trimestres, mientras que las perspectivas para la edificación residencial son de una mayor moderación, y de mantenimiento para la edificación no residencial.

De acuerdo con los resultados de la CNTR, en el cuarto trimestre del año 2000 la inversión en existencias contribuyó en una décima al crecimiento del PIB, en contraste con la detracción de dos décimas ocurrida en el trimestre anterior. La información más actualizada, procedente de la Encuesta de Coyuntura Industrial, y correspondiente al mes de enero, refleja, para el conjunto de la industria, una adecuación del nivel de existencias a los niveles deseados. La desagregación por tipos de productos señala, sin embargo, un aumento en el nivel de existencias en la industria productora de bienes intermedios, mientras que en las productoras de bienes de consumo y de equipo se registran descensos.

Como ya se dijo al comienzo de este capítulo, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real cambió de signo a lo largo del pasado ejercicio, a medida que las exportaciones de mercancías, en un contexto de

notable expansión de los mercados exteriores y apoyadas por la depreciación del euro, mantenían un notable vigor, mientras que las importaciones iban moderando paulatinamente su ritmo de avance, a tenor del comportamiento de la demanda interna. La información correspondiente al primer trimestre del año actual apunta, en líneas generales, hacia una continuidad de estas tendencias, si bien la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB en dicho período habría sido algo inferior a la del final del pasado año.

De acuerdo con las cifras de Aduanas, correspondientes a los dos primeros meses del año, las exportaciones de bienes registraron una tasa de variación real del 12,3 %, ligeramente superior a la del cuarto trimestre del año 2000. El incremento de las importaciones, del 11,1 %, superó también, ampliamente, en este caso, los resultados —posiblemente sesgados a la baja— de los últimos meses del pasado año, destacando la recuperación de las compras de bienes de consumo y de productos intermedios no energéticos; las importaciones de bienes de equipo, sin embargo, conservan una acusada atonía, en parte, en su valoración en términos reales, por el sorprendente aumento que siguen registrando sus precios —valores unitarios— de importación. En cuanto al crecimiento de las exportaciones por grupos de productos, su dinamismo es bastante generalizado, lo mismo que en su distribución por áreas geográficas y económicas. En este último caso, el ritmo de crecimiento nominal en los mercados de la UE sigue siendo considerable, con tasas de variación superiores al 14 %, igual que en los mercados extracomunitarios, donde los aumentos alcanzan casi el 25 %; solo las ventas a Estados Unidos han disminuido drásticamente sus tasas de avance en los dos primeros meses de este año.

En los datos sobre el comercio exterior de estos primeros meses del año se aprecia también una notable desaceleración en las tasas de variación de los precios —valores unitarios— de las exportaciones e importaciones. En el primer caso, el crecimiento del promedio de los dos meses de enero y febrero —del 4,4 %— contrasta con la tasa del 6,9 % registrada en el último trimestre del año 2000. En cuanto a los precios de importación, su desaceleración ha sido más acusada, no solo por la que ha tenido lugar en los productos energéticos, sino, además, por el importante recorte en las tasas de aumento de los precios de los bienes no energéticos, cuyo ritmo de crecimiento ha pasado del 9,5 % con el que se cerró el año pasado, al 2,9 % que recogen los últimos datos publicados.

Por último, los indicadores sobre la evolución del turismo en términos reales correspondientes a los dos primeros meses del año actual —alojamientos en hoteles y pernoctaciones de extranjeros— apuntan a la continuidad del proceso de recuperación de los ingresos turísticos que ya se hizo patente al final del pasado ejercicio, y que confirman los datos de la balanza de pagos del mes de enero. El aumento de los pagos turísticos también fue elevado en dicho mes, y aunque no se disponga de información reciente sobre los ingresos y pagos del resto de servicios, la dinámica que han experimentado en los años precedentes debe mantenerse en el ejercicio actual.

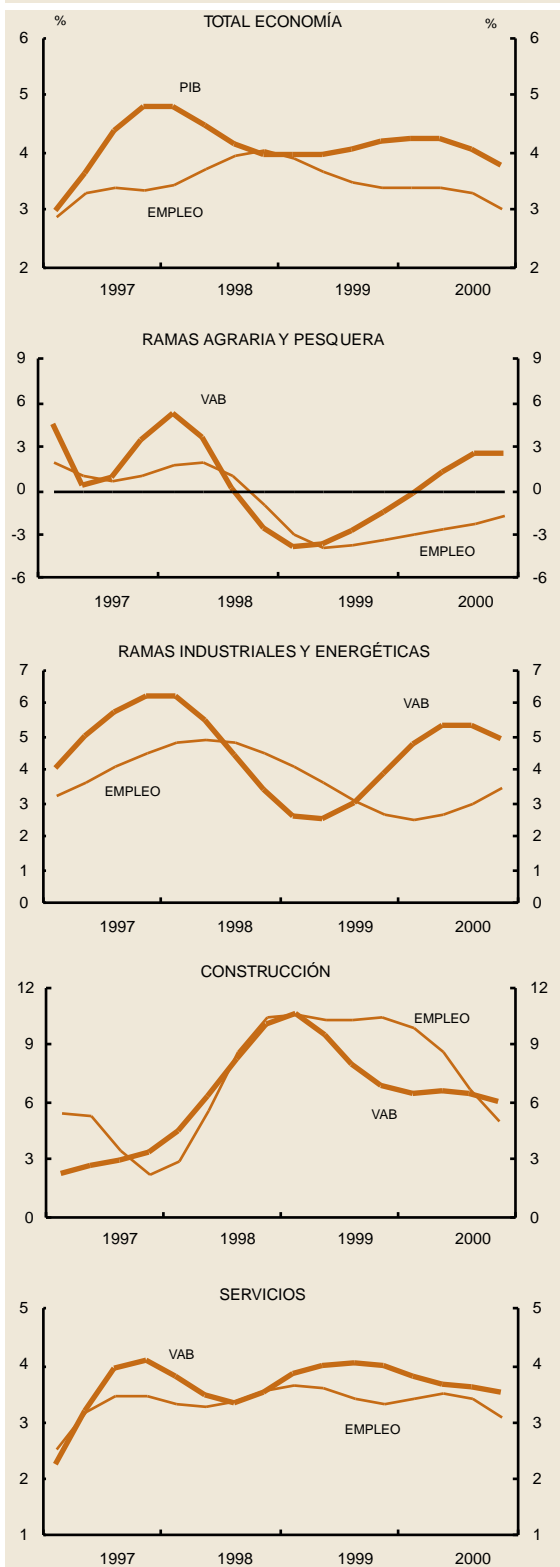
4.2. Producción y empleo

La desaceleración de la actividad económica en el último trimestre del año 2000 afectó a todas las ramas productivas, con la excepción de la agricultura, que se aceleró ligeramente, y de los servicios no destinados al mercado, que crecieron a un ritmo sostenido. Los datos disponibles para los primeros meses del año actual suponen, en líneas generales, una prolongación de estas tendencias, aunque se aprecia también una moderada pérdida de dinamismo en la rama de servicios no destinados al mercado, registrándose un crecimiento acelerado únicamente en el sector primario. La moderación de la actividad productiva a lo largo del pasado año se tradujo en una reducción del ritmo de crecimiento del empleo, que aumentó en un 3 % en términos interanuales en el último trimestre del año, tres décimas por debajo del incremento registrado en el trimestre anterior, tendencia que se podría haber prolongado a lo largo de los primeros meses del presente año. Esta evolución del producto y del empleo habría propiciado un ligero aumento de la productividad aparente del trabajo en el primer trimestre.

La actividad de las ramas primarias prolongó en el cuarto trimestre de 2000 el tono expansivo observado a lo largo del pasado año, hasta alcanzar una tasa de crecimiento interanual del 2,5 %, según las estimaciones de la CNTR. Tal y como venía ocurriendo en los trimestres anteriores, la mayor pujanza de esta rama tuvo su base en la producción agrícola, mientras que la producción animal continuó perdiendo pulso. Las expectativas de producción de la rama para el año 2001 configuran, en su conjunto, un panorama positivo. La copiosa pluviosidad de los pasados meses de invierno ha compensado holgadamente el mal inicio del presente año hidrológico y permite pronosticar una sensible expansión de la producción agraria en el año 2001. Por otra parte, el agrava-

GRÁFICO 18

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



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre las series ciclo-tendencia del INE. En el caso del empleo, se refiere a puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

miento de los problemas de la producción ganadera, con las consecuencias derivadas de la existencia de algunos casos de encefalopatía espongiforme bovina en España, así como el retroceso de la producción pesquera ocasionado por la ruptura de las negociaciones para la renovación del acuerdo pesquero entre Marruecos y la UE, son factores que restarán dinamismo al agregado de las actividades primarias.

El menor vigor de la demanda interna y las expectativas sobre una coyuntura internacional menos favorable son dos de los principales factores que explican la desaceleración de la actividad industrial en la segunda mitad del año 2000, que acabó con una tasa de crecimiento interanual del 4,9 %, según la CNTR. La producción energética sufrió una ralentización más aguda, aun cuando mantuvo un elevado dinamismo, destacando la desaceleración de la fabricación y distribución de gas. En el resto de ramas industriales, el comportamiento fue bastante diferenciado; por una parte, las industrias extractivas y químicas vieron quebrarse la incipiente recuperación producida en los primeros meses del año, mientras que, en sentido contrario, destacaba el perfil expansivo de la industria transformadora de los metales en el último trimestre del año, y en particular el fuerte avance de los productos con mayor contenido tecnológico (máquinas de oficina y material electrónico). La información coyuntural más reciente confirma que continúa la pérdida de pulso de la actividad industrial. El índice de producción industrial (IPI) experimentó una nueva flexión a la baja en el mes de febrero, situándose su tasa de crecimiento tendencial en el 0,9 % (1,7 % en diciembre de 2000), mientras que el indicador de clima industrial correspondiente al mes de febrero parece reflejar una mejora en la tendencia prevista de la producción.

La tendencia de ligera desaceleración que viene caracterizando la actividad en la construcción desde principios de 1999 se prolongó en los últimos meses del año 2000, período en que, de acuerdo con la CNTR, la tasa de crecimiento interanual se cifró en el 6 %, inferior en tres décimas a la observada en el trimestre precedente. La sensible aceleración registrada por la obra civil en los últimos meses del pasado año no permitió compensar la pérdida de pulso del componente de edificación, que había sido el más dinámico hasta ese momento. Tal y como se ha comentado al analizar la evolución de la inversión, los indicadores más actualizados de la actividad en el sector proyectan una continuidad de estas tendencias para el primer trimestre de 2001.

El menor empuje de la economía española en el cuarto trimestre del año 2000 tuvo tam-

bién su reflejo en los servicios, donde la pérdida de tono del consumo interno y los menores avances de la producción industrial provocaron una ligera caída en la tasa de crecimiento interanual de las actividades terciarias, que se situó en el 3,5 %, según la CNTR, prosiguiendo el perfil de suave desaceleración observado a lo largo de ese año. La ralentización afectó exclusivamente a los servicios de mercado, mientras que los servicios prestados por las Administraciones Públicas mantenían un ritmo de crecimiento estable. La información relativa a los primeros meses del año 2001 apunta a la continuidad de este proceso en la mayoría de las actividades de esta rama. En particular, tanto el indicador de clima del comercio minorista como las afiliaciones a la Seguridad Social muestran un menor vigor, en consonancia con la evolución del consumo privado. Por otra parte, la reducción en el ritmo de crecimiento de las afiliaciones a la Seguridad Social en los meses iniciales del año 2001 señala una flexión a la baja adicional en la rama de transporte, almacenamiento y comunicaciones. Destaca, en sentido contrario, la recuperación que podría estar experimentando la rama de hostelería, a tenor del comportamiento de los indicadores de ocupación hotelera, así como los indicadores de empleo en este sector durante los dos primeros meses del año.

Como se señaló al comienzo de este epígrafe, la moderación de la actividad productiva en el último trimestre de 2000 se tradujo en una ralentización del crecimiento del empleo de magnitud similar, lo que supuso un crecimiento estable de la productividad aparente del trabajo, en torno al 0,7 %. La tendencia a un aumento más pausado del empleo parece haberse prolongado en los primeros meses del año 2001, esperándose que se produzca una modesta recuperación en el crecimiento de la productividad. Entre los datos disponibles destaca el fuerte aumento en el número de afiliados a la Seguridad Social del pasado mes de marzo, que ha situado la tasa de crecimiento interanual del primer trimestre en un nivel similar al que se había registrado en el último trimestre del año 2000 (4,6 %), sin que pueda saberse si ese dato tan favorable podría estar afectado por los procesos de regulación que han tenido lugar recientemente de la situación laboral de algunos colectivos de inmigrantes. Por otra parte, las últimas cifras sobre el número de contratos registrados en el INEM reflejan una disminución en comparación con los resultados que se habían alcanzado en el mismo período del año precedente (del 1,1 %), y también el ritmo de descenso del paro registrado mostró menor intensidad en el primer trimestre de 2001, con un descenso interanual del 3,2 %, frente al recorte de 3,8 % en los tres últimos meses del año anterior.

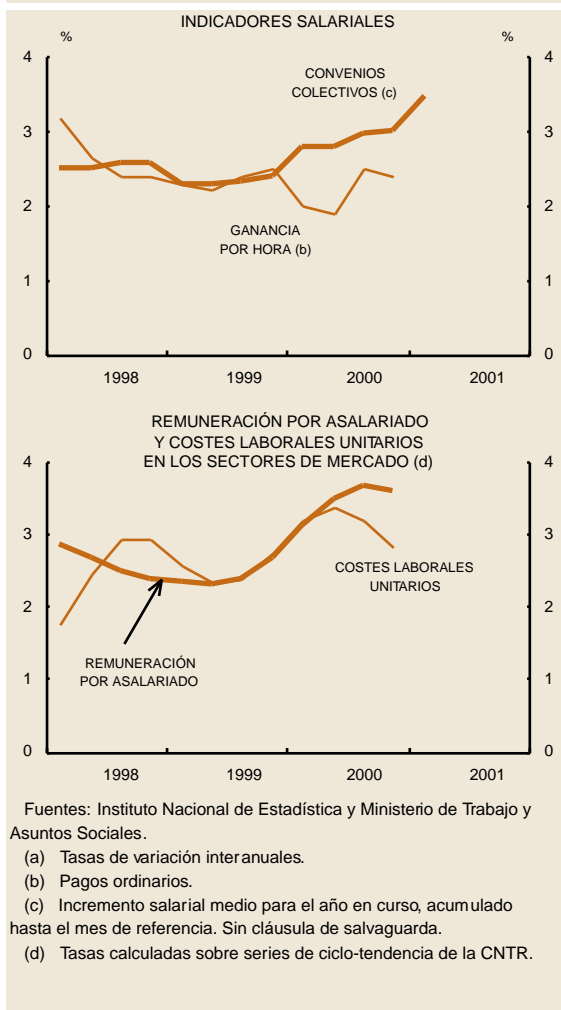
Según los datos de la CNTR, la desaceleración del empleo en el cuarto trimestre del año 2000 fue especialmente intensa en las ramas de la construcción y los servicios de mercado, que es donde, hasta ese momento, el proceso de creación de puestos de trabajo había adquirido mayor intensidad, terminando el año con tasas de variación interanuales del 5 % y el 3,9 %, respectivamente. En ambos casos, la desaceleración del empleo a lo largo del año revistió una intensidad superior a la experimentada por el VAB, por lo que la productividad aparente del trabajo se fue recuperando. En la industria, pese a la pérdida de pulso de la actividad, el empleo continuó acelerando su ritmo de crecimiento hasta el cuarto trimestre, en que la tasa interanual se elevó al 3,4 %, lo que quebró la senda de recuperación de la productividad que había venido produciéndose a lo largo de los meses anteriores. Los sectores que mostraron un resultado más desfavorable en el proceso de creación de empleo en el conjunto del año 2000 fueron la agricultura y los servicios prestados por las Administraciones Públicas; en el primer caso se produjo una destrucción neta de puestos de trabajo y en el segundo un estancamiento del nivel de empleo; sin embargo, el perfil de evolución en estas dos ramas fue de una mejora paulatina a lo largo del año, acorde con el tono más expansivo del VAB, tendencia que, como se ha visto, parece haberse prolongado a los primeros meses de 2001.

El análisis anterior, realizado a partir de las estimaciones de empleo equivalente a jornada completa de la CNTR, coincide, a grandes rasgos, con la información derivada de la Encuesta de Población Activa (EPA), una vez se toma en consideración el efecto de la renovación muestral aplicada en el primer trimestre (2). De acuerdo con la EPA, en los últimos meses de 2000 tanto los trabajadores con contrato indefinido como el colectivo de trabajadores temporales mostraron una pérdida de empuje, si bien, los primeros conservan un elevado ritmo de crecimiento (6,4 % en tasa interanual); en consecuencia, la *ratio* de temporalidad descendió apreciablemente, hasta quedar en el 31,7 %, un punto por debajo de la correspondiente a los meses finales de 1999. Atendiendo a la duración de la jornada laboral, en el último trimestre del año pasado se apreció una notable desaceleración de los ocupados a tiempo parcial, que aumentaron un 2,2 %, mientras que el colectivo de trabajadores a jornada completa experimentó un avance del 4,2 %, lo que representa una modesta pérdida de dinamismo en relación con el trimestre precedente.

(2) Véase el artículo «La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2000», *Boletín económico*, mayo de 2000.

GRÁFICO 19

Evolución de los salarios y costes laborales (a)



Desde el punto de vista de la oferta de trabajo, los datos de la EPA muestran un destacado avance de la tasa de participación a lo largo del año 2000, situándose en el 51,4 % de la población mayor de 16 años (65,4 %, si excluimos a los mayores de 65) en el cuarto trimestre. Si bien fue la tasa de actividad femenina la que aumentó en mayor medida, hasta el 39,8 %, es de destacar el avance de 0,6 puntos porcentuales en la tasa de participación masculina (63,9 % en el cuarto trimestre de 2000), en contraste con su estabilidad pasada. La fortaleza del proceso de creación de empleo a lo largo del año compensó holgadamente la incorporación de nuevos activos, por lo que la tasa de paro se redujo en casi dos puntos porcentuales, situándose en el 13,6 % al finalizar el año 2000. Por último, el paro de larga duración (parados que llevan más de un año en esa situación) continuó disminuyendo su peso sobre el total de desempleados, cifrándose en el 45,1 % en el cuarto trimestre.

4.3. Precios y costes

Los datos de la CNTR reflejaron, en el cuarto trimestre del año 2000, un incremento interanual del deflactor del PIB del 3,4 %, una décima menos que en el trimestre precedente. Esta ligera desaceleración fue compatible con una expansión del excedente bruto por unidad de producto, ya que el aumento del coste laboral unitario —del 3 %— fue inferior en tres décimas porcentuales al del trimestre precedente. El modesto recorte que experimentaron los costes laborales unitarios tuvo su origen en el registrado por la remuneración por ocupado (en términos de puestos de trabajo equivalentes), ya que la productividad aparente del trabajo no varió su ritmo de crecimiento.

Según la Encuesta de Salarios, durante el cuarto trimestre del año 2000 el crecimiento interanual de la ganancia media por persona y hora en concepto de pagos totales fue del 2,5 %, tasa similar a la registrada en el trimestre anterior. El aumento de la ganancia media por persona y mes fue menor (2,3 %), desacelerándose ligeramente respecto a los meses de verano. Para una adecuada valoración de estas cifras es necesario tener en cuenta que, a consecuencia de la renovación parcial de la encuesta efectuada a comienzos del pasado año, han ganado peso algunas ramas, en especial la construcción, donde los niveles salariales son más reducidos, lo que ha introducido un sesgo a la baja en el crecimiento agregado de los salarios. Cuando se analizan los datos homogéneos correspondientes a las distintas ramas, se tiene una perspectiva más adecuada de la dinámica salarial en el pasado año. Destaca, entonces, el elevado crecimiento de los salarios en la construcción, donde las ganancias por persona y hora registraron un incremento del 4,8 %, ocho décimas más que en el trimestre anterior, mientras que en los servicios se producía un aumento del 2,9 %, superando en dos décimas el crecimiento del tercer trimestre. En sentido contrario, es notoria la desaceleración de los salarios en la industria, donde las ganancias por persona y hora aumentaron un 2,5 %, ocho décimas menos que en el trimestre precedente.

La información disponible sobre la marcha de la negociación colectiva en el año 2001 recoge un rebrote significativo en los salarios durante el primer trimestre del año. El aumento de las tarifas negociadas en los convenios colectivos registrados hasta el 31 de marzo fue del 3,5 %, una cifra que supera ya significativamente el resultado de la negociación en el pasado año, antes de tener en cuenta el impacto de las cláusulas de salvaguarda que se han visto activadas como consecuencia de la desviación de la inflación en el año 2000, con res-

Medidas urgentes de reforma del mercado de trabajo contenidas en el Real Decreto-Ley 5/2001

El pasado 2 de marzo se aprobó el Real Decreto-Ley 5/2001, de medidas urgentes de reforma del mercado de trabajo para el incremento del empleo y la mejora de su calidad, que se encuentra pendiente de tramitación parlamentaria. El Real Decreto-Ley introduce medidas en el ámbito de las modalidades de contratación, quedando pendientes de revisión otros aspectos del mercado de trabajo, entre los que destaca la negociación colectiva.

En el ámbito de la contratación indefinida se da continuidad a la línea de actuación iniciada en 1997, prorrogándose indefinidamente el contrato fijo de fomento, que inicialmente se había articulado con carácter transitorio y cuyos efectos finalizaban el 16 de mayo de 2001. El nuevo contrato indefinido de fomento se dirige a un colectivo de trabajadores más amplio que el que se estableció inicialmente en 1997, destacando las mayores posibilidades de acceder a este tipo de contratación mediante la conversión de contratos temporales. En concreto, el contrato indefinido de fomento puede efectuarse con los jóvenes desempleados desde 16 a 30 años, las mujeres desempleadas en profesiones con menor índice de empleo femenino, los mayores de 45 años de edad, los parados que llevan al menos seis meses inscritos como demandantes de empleo, los minusválidos y los trabajadores que, en la fecha de celebración del contrato de fomento indefinido, estuvieran empleados en la misma empresa mediante un contrato temporal celebrado con anterioridad al 31 de diciembre de 2003. La inclusión de este último colectivo implica que prácticamente cualquier trabajador que previamente haya sido contratado por la empresa a través de un contrato temporal pueda acceder a un contrato indefinido de fomento. En todos estos casos, si el contrato se extingue por causas objetivas y se declara improcedente, la cuantía de la indemnización es de 33 días de salario por año trabajado, hasta un máximo de 24 mensualidades. Cuando el contrato se extingue por causas disciplinarias y es declarado improcedente —práctica que resulta relativamente habitual, debido a que persiste una interpretación muy restrictiva por parte de los jueces de las causas que justifican los despidos objetivos—, las indemnizaciones se mantienen en 45 días de salario por año trabajado, hasta un máximo de 42 mensualidades, como en el caso de los contratos indefinidos ordinarios.

Por otra parte, como continuación de la política de fomento de empleo para colectivos con mayores dificultades para encontrar trabajo, se amplían los incentivos, en forma de bonificaciones a las cuotas de la Seguridad Social, de los contratos indefinidos nuevos (a tiempo completo o parcial; ordinarios o de fomento) que se realicen durante 2001 con determinados colectivos. Los colectivos más favorecidos por estas bonificaciones son los mayores y las mujeres, mientras que su importe, en comparación con el que contenía el Plan de Fomento del Empleo indefinido del año 2000, se ha reducido muy significativamente para los jóvenes, hasta eliminarse en el caso de los varones.

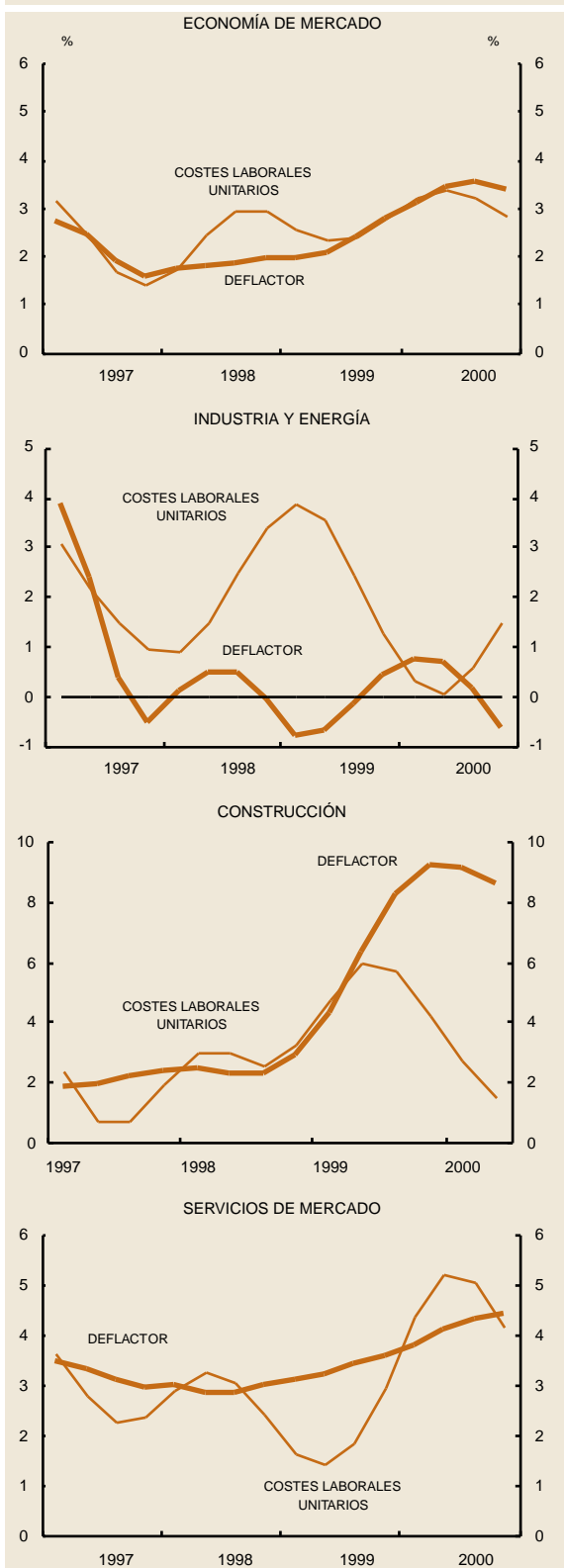
En el ámbito del empleo temporal se contempla la posibilidad de introducir límites a través de la negociación colectiva, con el fin de evitar la concatenación de contratos temporales o el abuso de la contratación temporal. Además, se establece una indemnización de ocho días por año trabajado al extinguirse el contrato temporal, excepto en los casos de interinidad, inserción y de los contratos formativos. Respecto a otras modalidades de contratación temporal, cabe destacar que se limita la duración máxima de los contratos eventuales a un año y se amplía el contrato de formación a trabajadores mayores de 21 años que pertenezcan a determinados colectivos. Además, se crea el contrato de inserción, que consiste en la contratación de un demandante de empleo por parte de la Administración Pública para realizar una obra o servicio de interés general. Por último, hay que mencionar otras actuaciones que se han dirigido a clarificar el contrato de fijos discontinuos y a permitir un mayor control de la subcontratación de obras y servicios.

Respecto al contrato a tiempo parcial, se introducen una serie de medidas de fomento de trabajo a tiempo parcial que incorporan una mayor flexibilidad en esta modalidad de contratación y que deberían permitir una recuperación de este tipo de contratación, de manera que se retome la senda ascendente que venía mostrando desde principios de los noventa. En particular, se elimina el límite máximo del 77 % de la jornada laboral en los contratos a tiempo parcial, se flexibiliza la distribución horaria de la jornada y se establece el cómputo de la misma sobre el total de horas trabajadas, independientemente de su distribución. Además, se simplifica la utilización de las horas complementarias. Junto a esta mayor flexibilidad se mantienen los principales elementos introducidos en la regulación de 1998 que tendían a hacer más atractiva para el trabajador esta modalidad de contratación. En particular, se garantizan mayores niveles de protección social, desaparecen las horas extraordinarias, y la realización de horas complementarias exige que hayan sido acordadas y detalladas en el contrato.

Las medidas adoptadas permiten seguir avanzando en el proceso de flexibilización del mercado de trabajo, tanto porque se facilita la contratación a tiempo parcial como porque con esta nueva Ley se amplía el colectivo de trabajadores que pueden acceder al contrato de fomento estable, que, al concluir el año 2000, representaba a cerca del 20 % de los asalariados con contrato indefinido. Con las modificaciones introducidas, el coste laboral del contrato indefinido de fomento durante su primer año de vigencia se aproxima al asociado a un contrato temporal de duración similar —especialmente, cuando el contrato se dirige al colectivo de edad avanzada—, pero persisten diferencias acusadas cuando la vigencia del contrato se amplía, sobre todo a partir de los dos años, cuando desaparecen las bonificaciones y aumentan las indemnizaciones. Por otra parte, aunque con la nueva regulación aumenta significativamente el colectivo que puede acceder al contrato de fomento, subsisten algunos problemas que pueden limitar el alcance de estas medidas; en particular, se mantiene un entramado relativamente complejo de incentivos que, además de su coste recaudatorio, reduce la transparencia en las condiciones de contratación y puede generar distorsiones en las decisiones de empleo.

GRÁFICO 20

Precios y costes por ramas de actividad (a)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre series de ciclo-tendencia de la CNTR.

pecto a las previsiones establecidas en las negociaciones de ese año. El incremento en los convenios plurianuales ha sido del 3,4 %, y la notable aceleración que se aprecia en estos datos a lo largo de estos primeros meses se debe, en parte, a que en ellos se recoge la incidencia de aquellas revisiones cuyo efecto, por no tener carácter retroactivo, se asigna al año 2001. Sin embargo, la mayoría de las cláusulas de salvaguarda tienen dicho carácter retroactivo, por lo que la estadística de convenios las contabiliza en el año 2000, aunque su impacto económico y su incidencia sobre la dinámica salarial se desarrollará en el presente ejercicio. De acuerdo con los datos hasta ahora publicados, el impacto de estas cláusulas es, hasta ahora, de 0,6 puntos porcentuales. Por último, el crecimiento de los salarios negociados en los convenios de nueva firma, todavía poco significativos, se situó en el 4,1 % al finalizar el mes de marzo.

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, en el cuarto trimestre del año 2000 el deflactor del valor añadido bruto de las ramas que constituyen la economía de mercado experimentó un crecimiento similar al observado para el conjunto de la economía, un 3,4 %, igual que en el trimestre anterior. La desaceleración del coste laboral unitario fue algo superior, situándose en el 2,8 % en el último trimestre de ese año, frente al 3,2 % registrado en el período anterior, ya que el efecto del menor aumento de la remuneración por asalariado se vio reforzado por un mayor dinamismo de la productividad en este agregado de economía de mercado. El desarrollo de la negociación colectiva durante el primer trimestre del año 2001 y la modesta recuperación que puede estar teniendo lugar en la productividad aparente auguran un nuevo rebrote de los costes laborales unitarios en el primer trimestre del año en curso.

Los datos disponibles hasta el cuarto trimestre del pasado año permiten comprobar que el comportamiento de precios y márgenes fue muy desigual entre las distintas ramas de actividad durante ese ejercicio. En la industria, el deflactor del valor añadido disminuyó apreciablemente, mientras que los costes laborales unitarios se aceleraron, principalmente como consecuencia de la intensa reducción en la productividad aparente del trabajo a la que antes se ha hecho referencia; en consecuencia, el margen bruto de explotación unitario se redujo. Ha de tenerse en cuenta que estas tendencias deben ser tomadas con cierta cautela, ya que los indicadores disponibles sobre la evolución de precios en la industria no reflejaron tasas de crecimiento tan negativas como las estimadas provisionalmente por la CNTR. Por su parte, el deflactor de los servicios de mercado se acele-

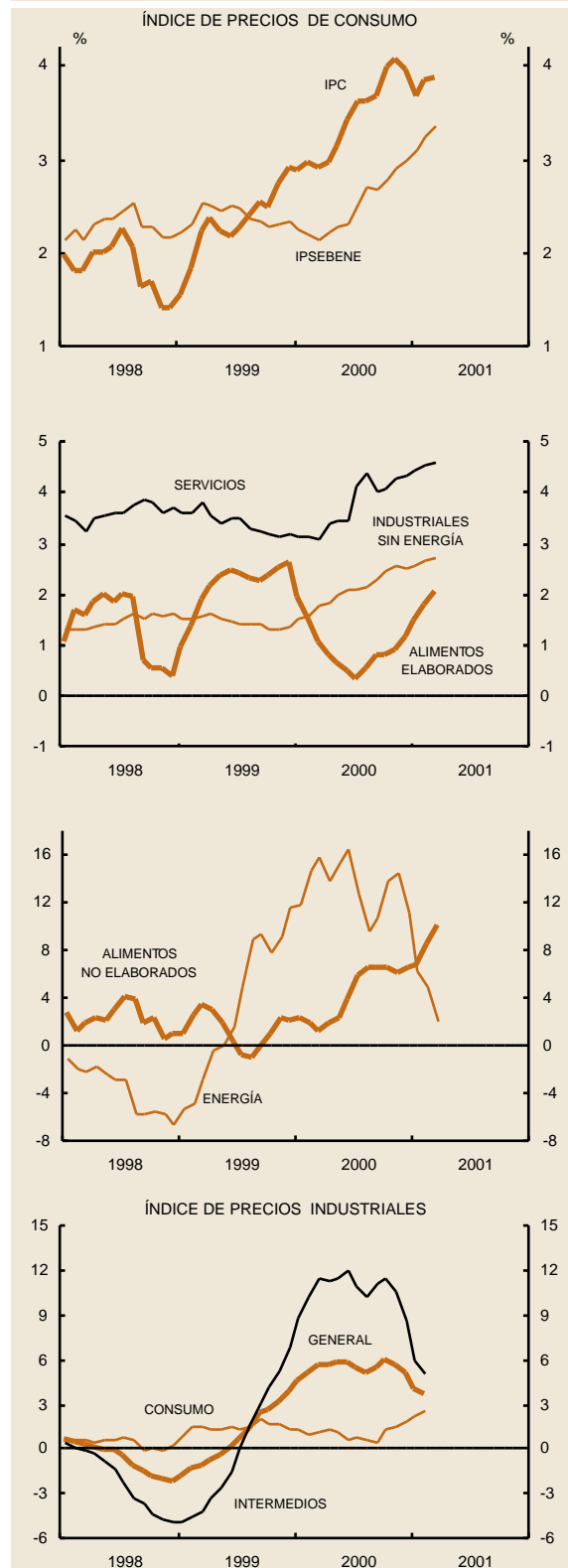
ró ligeramente en los meses finales del año, lo que se produjo de forma simultánea a una intensa reducción de los costes laborales unitarios, resultado, a su vez, de una cierta moderación de la remuneración por asalariado y de una caída menos intensa de la productividad; de esta forma se produjo una recuperación de márgenes unitarios, tras el deterioro observado en los trimestres anteriores. Por último, en la rama de construcción los costes laborales unitarios se han moderado de forma significativa, mientras que el deflactor ha mantenido crecimientos superiores al 8,5 %; de esta forma el excedente unitario continuó su proceso de ampliación durante todo el año.

Resulta aventurado anticipar cuál puede haber sido el comportamiento de los márgenes unitarios en las distintas ramas productivas durante el primer trimestre del año 2001. No obstante, los datos disponibles sobre la evolución de precios, salarios, producción y empleo sí permiten augurar una compresión de márgenes en el total de la economía, que puede haberse distribuido entre las distintas ramas con bastante desigualdad. En concreto, en la rama de servicios es donde el impacto de las cláusulas de salvaguardia suele ser menor, por lo que, dado el fuerte crecimiento de sus precios, es previsible esperar que no se hayan reducido los márgenes; lo contrario puede haber ocurrido en los sectores industriales.

El ligero recorte experimentado por el deflactor del PIB en el cuarto trimestre del año 2000 refleja el suave descenso que tuvo lugar en el deflactor de la demanda final, que, sin embargo, continuó experimentando un ritmo de crecimiento elevado (5 %), como consecuencia del todavía fuerte ritmo de avance de los precios de importación en los meses finales del año pasado. El deflactor de las importaciones de bienes y servicios alcanzó un incremento interanual del 10,2 %, quebrando la senda de aceleración que vino caracterizando su evolución a lo largo del año 2000, en buena parte determinada por el encarecimiento de las importaciones energéticas. Los resultados de los primeros meses del año actual recogen ya una importante desaceleración de los precios de los bienes importados; en concreto, utilizando los datos correspondientes al índice de valor unitario de las importaciones que estima el Ministerio de Economía, en el promedio de los meses de enero y febrero los precios de las importaciones totales aumentaron un 3,2 %, que contrasta con la tasa del 14,6 % que se alcanzó en el cuarto trimestre del año 2000. Como se analizó en el epígrafe primero de este capítulo, esta importante desaceleración de los precios de los bienes importados se extiende también a los productos no energéticos.

GRÁFICO 21

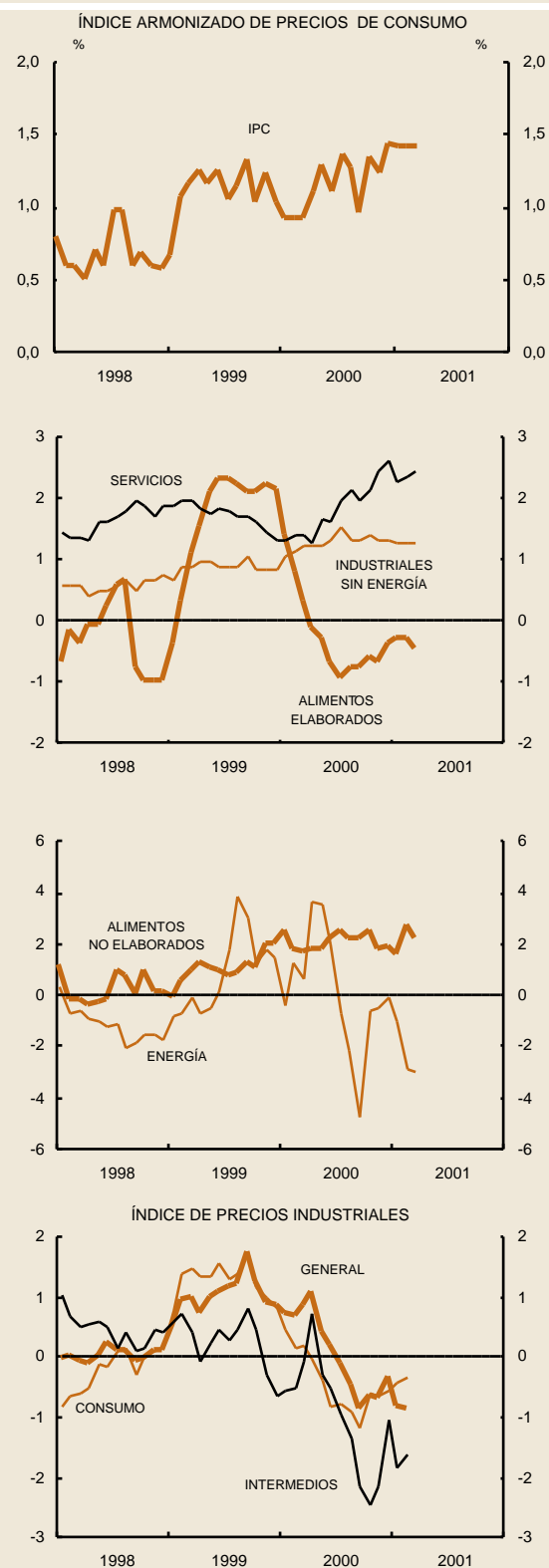
Indicadores de precios (a)
España



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.
(a) Tasas inter anuales 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.

Los otros factores que, junto a la moderación mostrada recientemente por los precios de importación, han determinado la evolución de los principales indicadores de precios de la economía española a lo largo del primer trimestre del año 2001 han sido la recuperación parcial del tipo de cambio del euro frente al dólar y la extensión de la crisis en el sector ganadero. La tasa interanual del IPC —principal indicador de precios finales— se situó en el 3,9 % en el pasado mes de marzo, tan solo una décima por debajo del registro de diciembre del pasado año (véase gráfico 21), mientras que la inflación subyacente, aproximada por el IPSEBENE, ha continuado acelerando su ritmo de crecimiento, de tal forma que, en el mes de marzo, su variación interanual alcanzaba el 3,3 %, superando en tres décimas el registro al cierre del ejercicio anterior.

La tasa de crecimiento interanual del componente energético descendió fuertemente, hasta situarse en el 2,1 % al final del primer trimestre, frente al 11,2 % de diciembre del año 2000, lo que vino determinado tanto por la reducción de la tarifa eléctrica a los consumidores domésticos como por el buen comportamiento de los carburantes de automoción y calefacción, contrarrestando ampliamente los intensos incrementos registrados por el gas butano y el gas natural. En cualquier caso, no ha terminado de despejarse totalmente la incertidumbre sobre el alcance que podrá tener la desaceleración de los precios de los productos petrolíferos importados. Los precios de los alimentos no elaborados han sido el componente del IPC que más ha intensificado su ritmo de avance en el último trimestre, período en que se alcanzó una tasa interanual del 10 % (6,5 % en diciembre de 2000) como consecuencia de la crisis que atraviesa el sector ganadero, lo que ha provocado fuertes incrementos en los precios de la mayoría de las carnes, con la excepción de la de vacuno, cuyos precios retrocedieron tan solo de forma moderada.

Dentro de los precios de consumo cuya evolución es generalmente más estable (IPSEBENE) se aprecia una continuidad de la tendencia alcista iniciada a mediados del pasado año. Destaca la aceleración de los alimentos elaborados, cuya tasa de crecimiento se cifraba en el 2 % en el mes de marzo (1,1 % en diciembre de 2000), ya que las caídas en los precios del aceite y del vino compensaron solo parcialmente los encarecimientos de la leche y de productos cárnicos. Los precios de los bienes industriales no energéticos incrementaron en dos décimas su ritmo de variación interanual desde diciembre, hasta situarse en el 2,7 % en el mes de marzo. Por último, los precios de los servicios continuaron acelerando su tasa de

variación, situándose en el 4,6 % en marzo, a lo que ha contribuido la subida en los transportes, seguros médicos y mantenimiento de la vivienda.

Durante los primeros meses del año, la evolución de los precios finales en España y en el conjunto de la UEM, medidos a partir del IAPC, ha sido bastante similar, de forma que el diferencial en el IAPC general se ha mantenido estable en 1,4 puntos porcentuales desde el pasado mes de diciembre. Sin embargo, en España se han producido ritmos de avance superiores a los del área del euro en los precios de los alimentos, especialmente de los no elaborados, que han sido compensados con mayores desaceleraciones en los precios de los bienes industriales, concretamente en los energéticos, por lo que el diferencial de los precios de los bienes se ha estabilizado en 0,8 puntos porcentuales. Por último, el diferencial de los precios de los servicios se ha reducido solo muy ligeramente, siendo de 2,5 puntos porcentuales en el mes de febrero.

Del resto de los indicadores de precios, ya se ha analizado la importante desaceleración que ha tenido lugar en los últimos meses en los precios de importación, que se corresponde con la que han experimentado los precios de los bienes exportados. En cuanto al índice de precios industriales (IPRI), también hay que destacar el recorte de su tasa de crecimiento, que se ha situado en el 3,6 %, en febrero, desde el 5,7 % registrado en noviembre del año 2000.

4.4. La actuación del Estado

La Actualización del Programa de Estabilidad y Crecimiento confirmó el objetivo, establecido en los Presupuestos Generales del Estado, de alcanzar el equilibrio de las cuentas públicas en el año 2001, frente al déficit del 0,3 % del PIB con el que se cerró el año 2000. El objetivo de equilibrio presupuestario para el conjunto de las AAPP en el año 2001 resulta de una previsión de déficit del 0,3 % del PIB en el Estado (0,6 % en el año 2000), que se compensaría con un superávit de igual magnitud en la Seguridad Social, en tanto que también se prevé equilibrar las cuentas de las Administraciones Territoriales.

Los primeros datos del año 2001 en el marco de la Contabilidad Nacional, disponibles hasta el mes de marzo, resultan favorables para el cumplimiento de dicho objetivo. En los tres primeros meses del año, el Estado acumuló un superávit de 107 mm de pesetas (0,1 % del PIB), frente al déficit de 54 mm de pesetas

(0,1 % del PIB) registrado en el mismo período del año anterior (véase cuadro 3). Los ingresos aumentaron un 6,5 %, debido, básicamente, a la fortaleza de los impuestos directos y a los mayores ingresos por beneficios ordinarios del Banco de España. También destaca el dinamismo del IVA, mientras que los otros impuestos sobre los productos sufrieron un ligero retroceso, debido a los menores ingresos por los impuestos sobre el tabaco (que en los primeros meses de 2000 experimentaron un fuerte aumento relacionado con la subida de precios de este producto) y sobre hidrocarburos. Por su parte, los gastos crecieron hasta marzo un 3,2 %, frente al 4,7 % en el conjunto del año 2000. El moderado ritmo de crecimiento del gasto en el primer trimestre de 2001 se debió, principalmente, a los gastos en consumo final y a los intereses devengados, mientras que la evolución de los gastos de capital no se puede considerar significativa. Por otro lado, cabe destacar el crecimiento del 6,1 % en las transferencias a otras Administraciones Públicas, frente al 15 % registrado en el conjunto del año 2000. Sin embargo, tanto la evolución de estas transferencias como la del gasto en consumo final vienen afectadas por el proceso de traslados de competencias a las CCAA.

La información disponible en términos de caja registra un déficit del Estado de 927 mm de pesetas hasta marzo de 2001, frente a los 1.000 mm de pesetas de déficit acumulado en el mismo período de 2000. La reducción del déficit de caja en el primer trimestre de 2001 se debió a un incremento del 6 % en los ingresos no financieros, muy superior al previsto en el Presupuesto y al 3,8 % de crecimiento de los pagos no financieros. A continuación se comenta el desglose de ingresos y gastos, utilizando la información de caja.

Dentro de los ingresos, la recaudación tributaria experimentó, globalmente, un aumento algo superior a la previsión presupuestaria. Sin embargo, este comportamiento agregado esconde evoluciones dispares de sus componentes: los impuestos directos registraron un ritmo de crecimiento notable, similar al observado en el conjunto del año 2000, frente a un incremento más moderado de la imposición indirecta, que en el primer trimestre se situó por debajo de lo previsto en el Presupuesto. Destaca el fuerte aumento de la recaudación por el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, debido, en parte, a los mayores ingresos por retenciones del trabajo procedentes de las CCAA y correspondientes a ejercicios anteriores. En cuanto al Impuesto sobre Sociedades, su evolución en el primer trimestre es escasamente significativa para el conjunto del año y podría venir determinada,

Estado. Ejecución presupuestaria

mm de pesetas y %

	Liquidación		Presupuesto		Liquidación		
	2000	Variación porcentual 2000/1999	2001	Variación porcentual 2001/2000	2000 ENE-MAR	2001 ENE-MAR	Variación porcentual
	1	2	3	4=3/1	5	6	7=6/5
1. Ingresos no financieros	19.749	7,5	20.421	3,4	4.866	5.159	6,0
Impuestos directos	8.557	9,5	9.013	5,3	1.738	1.893	8,9
<i>IRPF</i>	5.350	4,9	5.675	6,1	1.589	1.767	11,2
<i>Sociedades</i>	2.863	17,5	3.022	5,6	43	88	104,8
<i>Otros (a)</i>	345	21,8	316	-8,4	106	38	-64,5
Impuestos indirectos	8.532	7,3	9.117	6,9	2.505	2.649	5,7
<i>IVA</i>	5.557	8,7	6.022	8,4	1.777	1.928	8,5
<i>Especiales</i>	2.672	4,1	2.778	4,0	657	646	-1,7
<i>Otros (b)</i>	304	12,4	317	4,4	71	75	4,6
Otros ingresos	2.659	2,4	2.291	-13,8	622	617	-0,8
2. Pagos no financieros (c)	20.153	3,8	20.662	2,5	5.866	6.086	3,8
Personal	2.706	-9,2	2.770	2,4	628	644	2,6
Compras	395	-9,5	351	-11,1	133	116	-12,8
Intereses	2.948	-7,3	2.836	-3,8	1.564	1.495	-4,4
Transferencias corrientes	12.117	12,1	12.533	3,4	2.930	3.150	7,5
Inversiones reales	1.004	4,9	1.097	9,3	373	386	3,5
Transferencias de capital	985	-7,4	1.075	9,2	238	295	23,6
3. Saldo de caja (3 = 1 - 2)	-404	-61,7	-241	-40,5	-1.000	-927	-7,3
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL :							
Ingresos no financieros	19.835	7,6	—	—	4.842	5.157	6,5
Pagos no financieros	20.461	4,7	—	—	4.896	5.050	3,2
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (d)	-626	-43,3	-320	-48,9	-54	107	•

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) Incluye pagos sin clasificar.

(d) Las cifras anuales (columnas 1 y 3) proceden de la contestación del Ministerio de Hacienda al cuestionario de Protocolo sobre Déficit Excesivo.

principalmente, por unas devoluciones menores que las realizadas en el mismo período de 2000.

En cuanto a la imposición indirecta, su baja tasa de crecimiento hasta marzo se debió, sobre todo, a la reducción de los ingresos por impuestos especiales. Destaca, como ya se ha mencionado, la caída en la recaudación de los que gravan el tabaco y los hidrocarburos, aunque también disminuyeron los ingresos de los impuestos sobre la electricidad y sobre determinados medios de transporte. Por el contrario, el IVA experimentó en el primer trimestre un ritmo de crecimiento muy similar al registrado en el

conjunto del año anterior y en línea con la previsión presupuestaria.

Los ingresos no tributarios se redujeron ligeramente hasta marzo, debido a las menores transferencias de capital, que proceden en su mayoría de operaciones con la Unión Europea. Sin embargo, como consecuencia del incremento en los ingresos patrimoniales procedentes del Banco de España, la caída del conjunto de recursos no impositivos en el primer trimestre resultó muy inferior a la prevista en el Presupuesto.

En cuanto a los gastos no financieros, su crecimiento hasta marzo se situó por encima de

lo presupuestado, debido a los incrementos registrados en los capítulos de transferencias, tanto corrientes como de capital, mientras que los pagos por compras y por intereses se redujeron a un ritmo algo mayor que el establecido en el Presupuesto. Sin embargo, el crecimiento de los gastos en el primer trimestre coincidió con el registrado en el conjunto de 2000, al compensarse las mayores tasas de variación en los pagos de capital, intereses y personal con el menor crecimiento de las transferencias corrientes. La evolución de estos dos últimos capítulos se halla afectada por el mencionado proceso de traspaso de competencias a las CCAA. Los pagos a las CCAA por su participación en los ingresos estables aumentaron un 15 % hasta marzo (más de un 30 % en el año 2000), mientras que la aportación al INSALUD para financiar la asistencia sanitaria aumentó un 6,5 % en el primer trimestre del año 2001, ligeramente por encima de lo presupuestado.

Por último, se comentan brevemente los primeros datos referidos a la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social en 2001. Los ingresos por cotizaciones del Sistema (sin incluir recargos y multas) aumentaron un 9,1 % en enero, algo por encima de lo previsto en el Presupuesto. El crecimiento de estos ingresos continuó impulsado por el dinamismo del número de afiliados en alta. Por el lado del gasto, el destinado a pensiones contributivas creció un 6 % en enero, en línea con lo presupuestado, aunque cabría esperar una aceleración de esta partida si se contabilizara en el año 2001 el pago de la compensación por desviación de la inflación en 2000. El número de pensiones contributivas creció un 1,3 % hasta marzo, en línea con la previsión presupuestaria y el incremento registrado en 2000. Con respecto al gasto del INEM, el destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 8 % hasta febrero. El incremento del número de beneficiarios de prestaciones por desempleo total (un 3,1 % hasta febrero) y la disminución del número de desempleados registrados dieron lugar a un nuevo aumento de la tasa de cobertura, que se situó en el 68,3 % hasta febrero.

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

En el mes de enero de 2001, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 926 millones de euros, lo que supone una mejora de 132 millones en relación con el saldo observado en el mismo mes del año anterior. Este resultado refleja una evolución más favorable de la balanza por cuenta corriente en enero, que disminuyó su déficit en 344 millones de euros en relación con

CUADRO 4		
Balanza de pagos: resumen (a)		
Millones de euros		
	ENE-ENE	
	2000	2001
	Ingresos	Ingresos
Cuenta corriente	14.491	18.243
Mercancías	8.402	10.167
Servicios	3.446	4.443
<i>Turismo</i>	1.816	2.290
<i>Otros servicios</i>	1.630	2.153
Rentas	1.266	1.993
Transferencias corrientes	1.377	1.641
Cuenta de capital	717	505
	Pagos	Pagos
Cuenta corriente	16.177	19.585
Mercancías	10.606	12.395
Servicios	2.367	2.867
<i>Turismo</i>	353	468
<i>Otros servicios</i>	2.015	2.399
Rentas	1.868	3.122
Transferencias corrientes	1.335	1.201
Cuenta de capital	90	90
	Saldos	Saldos
Cuenta corriente	-1.686	-1.342
Mercancías	-2.204	-2.228
Servicios	1.079	1.576
<i>Turismo</i>	1.464	1.822
<i>Otros servicios</i>	-385	-246
Rentas	-602	-1.129
Transferencias corrientes	41	439
Cuenta de capital	627	415

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

el registrado en iguales fechas del ejercicio precedente, gracias al buen comportamiento que mostraron los saldos de turismo y de transferencias corrientes, así como al menor deterioro que experimentó el desequilibrio comercial, mientras que el déficit de rentas se amplió notablemente. El superávit de la cuenta de capital, sin embargo, evolucionó negativamente, situándose en 415 millones de euros en enero, lo que significa una reducción de 212 millones en relación con el mismo período del ejercicio anterior.

La drástica moderación en el ritmo de avance del déficit comercial, que se incrementó tan solo un 1,1 % en enero, frente al crecimiento del 30,3 % que había observado en el promedio del año anterior, fue consecuencia, funda-

mentalmente, de la mejora de la relación real de intercambio que ha tenido lugar a comienzos del ejercicio actual, derivada de la moderación en el crecimiento de los precios de los productos energéticos importados y, en menor medida, del avance más contenido de los precios de las compras no energéticas. Adicionalmente, las exportaciones reales de bienes siguieron registrando un elevado dinamismo en enero, aunque también el volumen de importaciones registró una aceleración en dicho mes. Por su parte, el superávit de turismo aumentó un 24,5 % en el primer mes del año, intensificando el perfil ascendente de los últimos meses, tras la moderación que había experimentado a mediados del ejercicio anterior. Los ingresos por turismo registraron un elevado vigor, con una tasa de crecimiento del 26,1 % en enero, en línea con el mejor comportamiento que han mostrado a comienzos del ejercicio actual los indicadores reales de turistas entrados por fronteras; por su parte, los pagos por turismo también registraron un elevado avance, del 32,8 %, continuando con el dinamismo que les caracterizaba. En cuanto al resto de servicios no turísticos, su déficit experimentó una ligera mejora, debido al mayor crecimiento de los ingresos que de los pagos.

Los datos sobre la evolución del comercio exterior en el mes de febrero, que han supuesto un aumento del déficit comercial muy moderado, en relación con los resultados que se alcanzaron en el pasado año, y la dinámica que se aprecia en los indicadores de turismo, permiten anticipar una nueva corrección del desequilibrio exterior en el comercio de bienes y servicios cuando se publiquen las cifras de la balanza de pagos del mes de febrero.

La balanza de rentas registró un empeoramiento de 527 millones de euros en enero, en

relación con el saldo observado en el mismo mes del año anterior. Los ingresos siguieron creciendo a un ritmo muy abultado (57,4 %), en sintonía con el fuerte proceso inversor en el exterior que viene teniendo lugar en los años recientes; los pagos, por su parte, crecieron a un ritmo superior, el 67,1 %, en línea con el fuerte avance de las inversiones exteriores en fondos de inversión y en bonos y obligaciones que ha tenido lugar a lo largo del ejercicio anterior y con el mayor dinamismo de las inversiones a corto plazo materializadas en depósitos.

El superávit de transferencias corrientes aumentó en 398 millones de euros en enero, en relación con el observado en igual mes del año precedente, como consecuencia del notable crecimiento de las transferencias destinadas al sector privado a través del FEOGA-Garantía, mientras que los flujos procedentes de la UE en concepto de Fondo Social Europeo disminuyeron ligeramente. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital reflejó un deterioro de 212 millones de euros en relación con el observado en enero de 2000, derivado del descenso de los fondos estructurales procedentes de la UE en concepto de FEDER y de Fondo de Cohesión, afectados por los retrasos en la percepción de estos flujos que tienen lugar a principios de ejercicio, hasta la presentación y aprobación definitiva de los proyectos a los cuales se destinan.

La menor necesidad de financiación de la nación que reflejan estos datos resultaría coherente con una mejora de los saldos sectoriales de hogares y empresas, consecuencia, a su vez, de la progresiva ralentización de las inversiones residenciales y de la inversión productiva privada que ha tenido lugar en los últimos meses, en un contexto de crecimiento de la economía más moderado.

5. Flujos financieros de la economía española

5.1. Los flujos financieros del conjunto de la economía

Durante el cuarto trimestre de 2000, el saldo de las operaciones financieras netas (3) de la nación fue, una vez más, negativo: $-0,4$ % del PIB. Por sectores institucionales, el ahorro financiero neto de las familias se mantuvo en niveles reducidos, al tiempo que el resto de sectores residentes mantuvieron la misma tónica de trimestres anteriores. En el conjunto del año, el saldo de las operaciones financieras de la nación se redujo hasta el $-2,2$ % del PIB, frente al $-1,1$ % de 1999 (véase cuadro 5), como consecuencia del deterioro del ahorro financiero neto de las familias y de las crecientes necesidades de financiación de las empresas no financieras, en un contexto en el que las AAPP redujeron notablemente sus necesidades de fondos y las instituciones financieras han incrementado ligeramente su ahorro.

La mayor dependencia del ahorro exterior para financiar la inversión nacional no fue, sin embargo, obstáculo para la continuación del proceso de internacionalización de los flujos financieros de la economía española, fenómeno al que no ha sido ajeno ningún sector residente. La evolución de los flujos intersectoriales (parte inferior del cuadro 5) muestra que las AAPP continuaron reduciendo, de forma intensa, la financiación recibida de los sectores residentes y sustituyéndola por financiación del resto del mundo. Este proceso, que comenzó en 1999, adquirió mayor importancia en el año 2000, en el que la financiación otorgada por los no residentes a las AAPP alcanzó niveles próximos al 6 % del PIB. Por su parte, los inversores institucionales continúan aumentando su cartera de activos financieros exteriores, con un volumen de operaciones que, en el año 2000, alcanzó el 5,5 % del PIB, en términos netos. Esta internacionalización de la cartera de los inversores institucionales es, en última instancia, la principal vía a través de la cual se está produciendo la canalización de una parte del ahorro de las familias españolas hacia el exterior.

Las entidades de crédito han continuado canalizando ahorro del exterior para financiar la brecha entre la inversión y el ahorro nacionales. A lo largo del pasado año, este sector reci-

(3) El saldo de la cuenta de operaciones financieras se denominaba *ahorro financiero neto*, de acuerdo con la nomenclatura utilizada en el SEC/79. En las cuentas financieras, según la metodología SEC/95, dicho saldo ha pasado a denominarse *operaciones financieras netas*. A lo largo de este Informe se utilizan ambas denominaciones de forma indistinta. Asimismo, se utiliza de forma indistinta la terminología de empresas no financieras y familias, que venía utilizándose en anteriores informes, y la que corresponde a estos sectores según la metodología SEC/95: sociedades no financieras y hogares e instituciones sin fines de lucro (ISFL).

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

 CUADRO 5
 Corregido 28/05/2001
 % PIB

	OPERACIONES FINANCIERAS NETAS								
	1995	1996	1997	1998	1999	2000			
						I TR	II TR	III TR	IV TR
Economía nacional	1,0	1,2	1,6	0,5	-1,1	-1,6	-1,9	-2,1	-2,2
Sociedades no financieras y hogares e ISFL	6,7	5,1	4,0	2,0	-0,5	-0,9	-2,1	-2,4	-2,5
Sociedades no financieras	0,5	-0,1	-0,4	-1,2	-1,8	-2,2	-2,5	-2,7	-2,7
Hogares e ISFL	6,2	5,3	4,5	3,2	1,3	1,3	0,3	0,3	0,1
Instituciones financieras	1,0	1,0	0,7	1,1	0,5	0,7	0,7	0,8	0,7
Administraciones públicas	-6,6	-4,9	-3,2	-2,6	-1,2	-1,5	-0,4	-0,5	-0,3
	FLUJOS INTERSECTORIALES (a)								
	1995	1996	1997	1998	1999	2000			
						I TR	II TR	III TR	IV TR
Hogares e ISFL	6,2	5,3	4,5	3,2	1,3	0,3	0,3	0,3	0,1
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	2,0	-2,6	-6,7	-4,4	0,3	2,2	1,5	1,6	-0,4
Inversores institucionales (c)	3,0	8,8	10,8	7,6	1,0	-0,9	-1,7	-1,3	0,0
Sociedades no financieras	0,5	-0,1	-0,4	-1,2	-1,8	-2,2	-2,5	-2,7	-2,7
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	-1,4	-0,4	-3,1	-4,2	-3,7	-5,1	-4,5	-5,4	-6,4
Resto del mundo	-0,3	0,4	1,7	0,5	-0,4	0,3	-0,7	-0,7	1,1
Administraciones públicas	-6,6	-4,9	-3,2	-2,6	-1,2	-1,5	-0,4	-0,5	-0,3
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	-3,1	-0,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,2	1,3	2,2
Inversores institucionales (c)	0,5	-5,9	-3,9	-2,6	1,7	1,7	3,3	3,5	3,5
Resto del mundo	-3,4	-0,2	-2,0	-1,1	-4,3	-3,8	-3,8	-4,5	-5,9
Resto del mundo	-1,0	-1,2	-1,6	-0,5	1,1	1,6	1,9	2,1	2,2
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	-2,8	0,9	2,8	7,2	2,2	3,8	3,8	3,3	5,2
Inversores institucionales (c)	-0,5	-0,9	-2,6	-6,3	-3,5	-3,6	-3,9	-4,2	-5,5
Sociedades no financieras	0,3	-0,4	-1,7	-0,5	0,4	-0,3	0,7	0,7	-1,1
Administraciones públicas	3,4	0,2	2,0	1,1	4,3	3,8	3,8	4,5	5,9

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 1ª Directiva bancaria.

(c) Empresas de seguro e Instituciones de inversión colectiva.

bió una financiación neta del exterior del 5,2 % del PIB, con la que atendió el fuerte crecimiento de la demanda de crédito de los sectores residentes, que en diciembre de 2000 se situó en torno al 18 % en tasa anual. Hay que señalar, no obstante, que los indicadores mensuales sobre las condiciones monetarias y financieras de la economía española (4) muestran una mode-

rada desaceleración de los ritmos de crecimiento del crédito concedido al sector privado durante los primeros meses del año 2001 (véase gráfico 23). En particular, la tasa de crecimiento anual de los préstamos concedidos por las entidades de crédito residentes al sector privado residente no financiero, el principal componente de la financiación de este sector, se ha reducido hasta el 14,3 % en el mes de marzo. Por su parte, la financiación captada por el sector privado no financiero mediante la emisión de valores de renta fija y fondos de titulización continúa siendo muy pequeña y notablemente volátil.

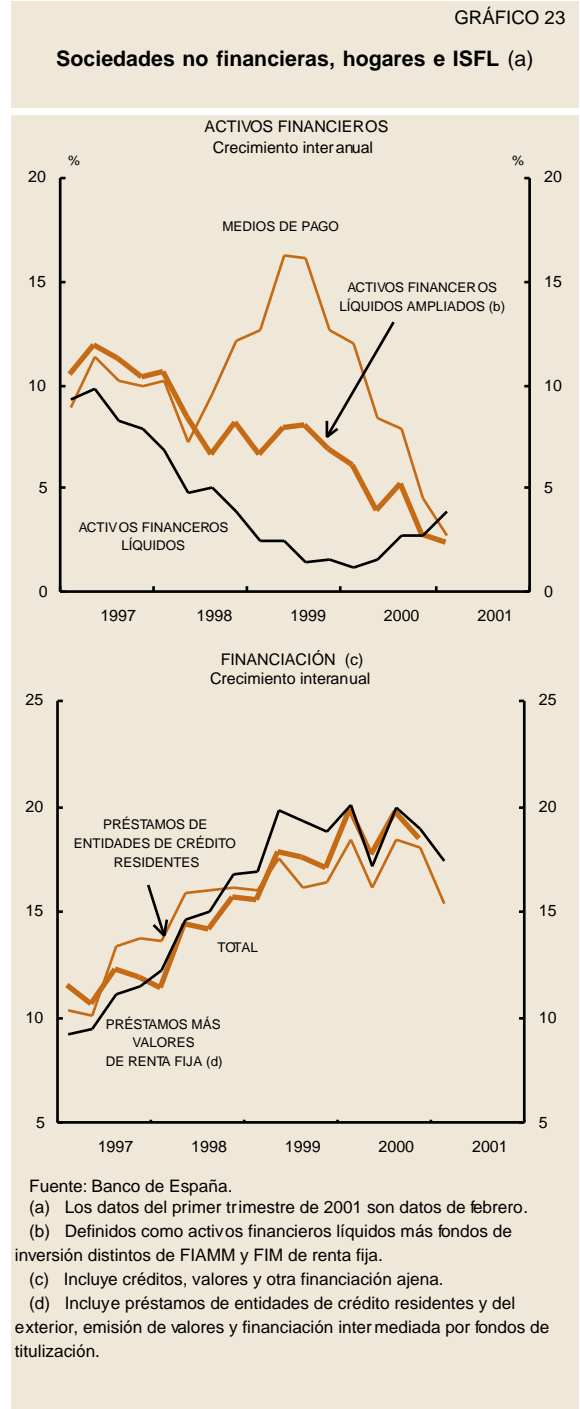
(4) Para una definición precisa de estos indicadores conforme a la metodología del SEC/95, véase el recuadro «Aplicación de la metodología SEC/95 a los indicadores monetarios y crediticios mensuales» en *Boletín económico*, septiembre de 2000.

La información del cuarto trimestre del año pasado muestra, asimismo, que podría haberse detenido el proceso de reintermediación bancaria de las operaciones financieras de los hogares que se había venido registrando a lo largo de 2000, ya que disminuyó la financiación neta de las familias a las entidades de crédito y se moderó, al mismo tiempo, la intensidad con la que, a lo largo del año, se había venido reduciendo el ahorro canalizado hacia los inversores institucionales. De hecho, las ventas de participaciones de fondos de inversión fueron menores que en trimestres anteriores y la adquisición de activos a través de fondos de pensiones y empresas de seguro siguió siendo elevada.

5.2. Los flujos financieros de los hogares

Durante el cuarto trimestre de 2000, el ahorro financiero neto de los hogares e ISFL fue del 0,8 % del PIB. No obstante, hay que tener presente que el cuarto trimestre es, tradicionalmente, un período de aumento del ahorro de este sector. De hecho, en términos acumulados para el conjunto del año, el ahorro financiero de las familias se situó en el 0,1 % del PIB, frente al 1,3 % registrado en el año 1999. Esta tendencia descendente del ahorro, observada desde mediados de los años noventa, se enmarca en un contexto de mejora de las condiciones de financiación, de elevado dinamismo de la actividad económica —acompañado de una fuerte creación de empleo—, de mayor estabilidad macroeconómica, de revalorización de los activos reales y financieros y de tipos de interés reales bajos, en términos históricos. De esta forma, las familias han podido mantener decisiones de gasto relativamente expansivas e incrementar su endeudamiento sin reducir, por ello, su patrimonio neto por debajo del nivel deseado. Sin embargo, desde el inicio del año 2000 se vienen registrando una serie de hechos que podrían terminar provocando un cambio de tendencia en la evolución del ahorro financiero de las familias. Entre ellos figuran la pérdida de impulso de la fase expansiva del ciclo económico, la disminución de la riqueza asociada a la evolución reciente de los precios de los activos bursátiles —especialmente acusada a partir del segundo trimestre de 2000 (véase gráfico 24)— y el aumento del coste de la financiación asociado al cambio en el tono de la política monetaria única. La información actualmente disponible, todavía provisional, no da muestras, sin embargo, de que estos factores hayan empezado a afectar de modo significativo a las decisiones de ahorro de las familias.

El análisis del ahorro financiero neto por componentes muestra que la adquisición de ac-



tivos financieros por parte de las familias (véanse gráfico 24 y cuadro 6) fue menos intensa en el último trimestre del año. En particular, se produjo una desinversión importante (en términos desestacionalizados) en los activos financieros más líquidos o *medios de pago* —que incluyen efectivo, depósitos a la vista y depósito de ahorro—, que se enmarca en la tendencia descendente de la demanda de estos activos iniciada tras el aumento de los tipos de interés a corto plazo a partir de mediados de 1999. También se moderó la inversión en los *otros*

CUADRO 6
Corregido 28/05/2001

Activos financieros y pasivos de los hogares, ISFL y sociedades no financieras (a)

% PIB

	1998	1999	2000	2000		
				II TR	III TR	IV TR
HOGARES E ISFL:						
Operaciones financieras (activos)	10,3	9,8	8,0	1,6	2,2	1,5
Medios de pago	3,3	4,4	0,8	0,0	0,6	-0,6
Otros depósitos y valores de renta fija (b)	-1,7	2,6	5,9	1,8	1,3	1,1
Acciones y otras participaciones	5,3	-2,0	-3,0	-0,8	-0,8	0,0
Resto	3,4	4,9	4,2	0,6	1,0	1,0
Operaciones financieras (pasivos)	7,0	8,6	8,0	2,1	2,2	1,8
Créditos de entidades de crédito residentes	5,9	6,4	6,9	1,5	1,9	2,0
Resto	1,1	2,2	1,1	0,6	0,3	-0,2
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	14,3	18,0	28,8	7,0	10,3	6,6
Medios de pago	1,5	0,7	0,8	0,3	0,3	-0,2
Otros depósitos y valores de renta fija (b)	0,2	-0,2	1,1	0,4	1,0	-0,6
Acciones y otras participaciones	3,0	7,9	13,6	3,1	4,9	4,9
Resto	9,7	9,5	13,3	3,2	4,2	2,6
Operaciones financieras (pasivos)	15,5	19,8	31,6	7,9	11,4	6,6
Créditos de entidades de crédito residentes	4,7	4,9	6,7	1,8	1,9	1,1
Préstamos exteriores, valores de renta fija y fondos de titulización (b)	1,7	3,9	3,0	0,9	1,7	0,2
Resto	9,2	11,1	21,8	5,1	7,8	5,3
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Activos financieros líquidos	3,8	1,5		1,5	2,6	2,6
Hogares e ISFL	4,0	0,7		0,0	0,7	0,9
Sociedades no financieras	2,5	5,8		9,1	13,1	11,7
Financiación (c)	16,9	18,8		17,2	19,9	19,0
Hogares e ISFL	19,3	19,6		17,4	17,5	17,3
Sociedades no financieras	15,1	18,3		17,1	21,8	20,2

Fuente: Banco de España.

(a) Datos desestacionalizados. Para obtener los datos en % PIB se ha utilizado el PIB anual.

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

(c) Incluye crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

depósitos y valores de renta fija —que incluye los depósitos a plazo y las cesiones temporales—, que, sin embargo, en el conjunto del año, alcanzó el 5,9 % del PIB, frente al 2,6 % de 1999. Por último, las aportaciones a planes de pensiones y seguros (incluidas dentro de la partida *resto*) continuaron siendo elevadas, al tiempo que la inversión neta en *acciones y otras participaciones* dejó de ser negativa como consecuencia de la moderación de las ventas de participaciones de fondos de inversión, especialmente de aquellos con menores niveles de riesgo (fondos monetarios y fondos de renta fija nacionales).

Los indicadores mensuales provisionales disponibles sobre las condiciones monetarias y financieras de la economía española apuntan una posible continuidad de las tendencias anteriormente señaladas durante los primeros meses de 2001 (5) (véase gráfico 23). Así, de acuerdo con la última información correspondiente al mes de marzo, los activos financieros

(5) Si bien hay que hacer la salvedad de que estos indicadores no permiten identificar separadamente los componentes de familias y empresas no financieras, por lo que las conclusiones sobre la evolución de las operaciones de las familias han de interpretarse con las debidas cautelas.

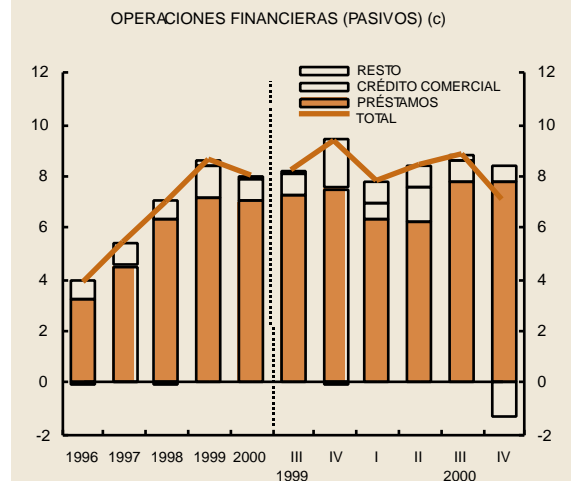
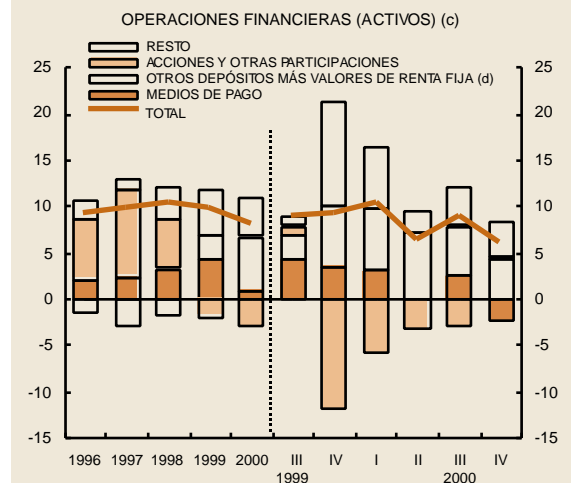
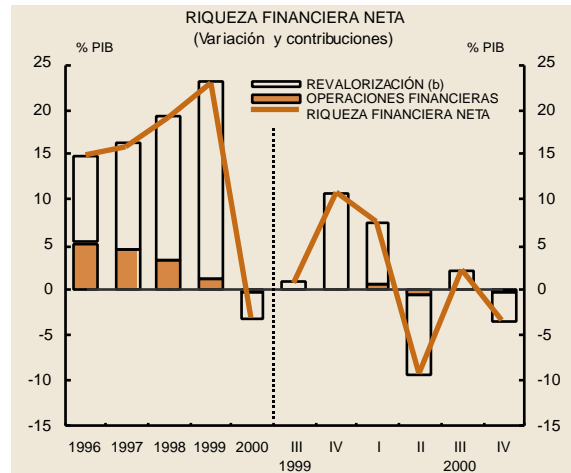
líquidos (AFL) se han acelerado hasta alcanzar una tasa de crecimiento del 4,7 % como resultado de una evolución dispar en las tasas de crecimiento de sus dos componentes: *medios de pago* y *otros activos líquidos*. Los *medios de pago* continúan reduciendo su tasa de crecimiento, que se ha situado en el 2 % en el mes de marzo, desaceleración que se manifiesta en todos sus componentes. Por el contrario, los *otros activos financieros* continúan acelerándose, con una tasa de crecimiento que se ha situado en el 7,2 % en el mes de marzo, frente al 1 % de diciembre de 2000. Dentro de estos activos, se mantiene el crecimiento de los depósitos a plazo y las cesiones temporales y se registran menores pérdidas de patrimonio de los fondos de inversión monetarios y de renta fija nacionales. El resto de los fondos de inversión —fondos internacionales y de renta variable— han experimentado una reducción del patrimonio importante, que explica la desaceleración del agregado monetario más amplio *activos financieros líquidos ampliados*.

La financiación total recibida por las familias durante el cuarto trimestre de 2000 fue también más moderada, en términos desestacionalizados, que en los trimestres anteriores (véase parte inferior del gráfico 23). Sin embargo, hay que destacar que la financiación recibida a través de créditos de entidades residentes volvió a crecer (en términos desestacionalizados), situándose en un 2 % del PIB en el cuarto trimestre, frente al 1,9 % del trimestre anterior. De acuerdo con la información disponible sobre la distribución del crédito por finalidades, el principal destino de esta financiación siguió siendo la adquisición de vivienda. Sin embargo, en el cuarto trimestre de 2000 el crédito al consumo también experimentó un cierto repunte, rompiendo, así, la tendencia descendente que mantenía desde comienzos de año.

Durante el cuarto trimestre de 2000, la posición patrimonial de las familias, medida a través de sus *ratios* de endeudamiento (véase gráfico 25), empeoró. La deuda de este sector —aproximada por la suma de crédito bancario y la financiación intermediada por fondos de titulización— mantuvo una tendencia creciente, hasta alcanzar el 45 % del PIB. Aunque, como se ha comentado, este crecimiento sostenido del endeudamiento de las familias en los últimos años viene, en parte, explicado por la mayor estabilidad macroeconómica y la coyuntura cíclica favorable, ha supuesto un incremento rápido e intenso del grado de exposición del sector a los riesgos asociados a la evolución futura de los precios de los activos financieros y reales.

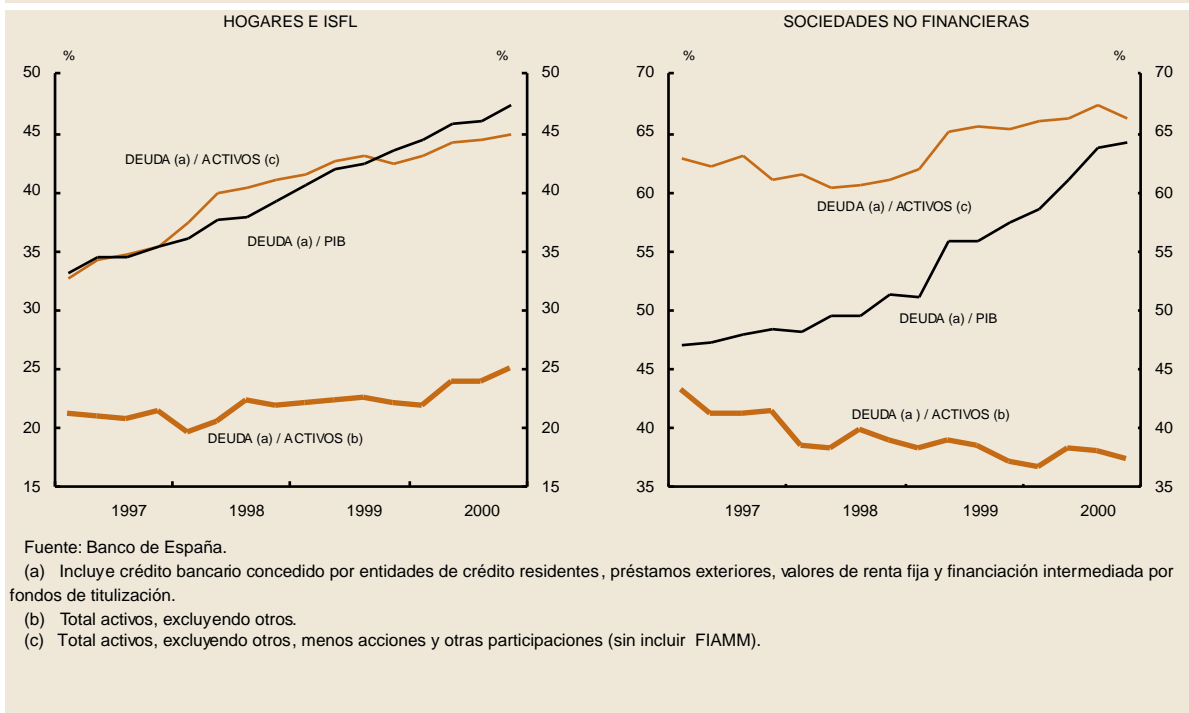
GRÁFICO 24

Hogares e ISFL (a)



Fuente: Banco de España.
 (a) Datos desestacionalizados.
 (b) Variaciones en el saldo que no se explican ni por operaciones financieras ni por variaciones en volumen.
 (c) Los datos trimestrales están anualizados.
 (d) No incorpora a los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.

Ratios de endeudamiento



5.3. Los flujos financieros de las sociedades no financieras

En el cuarto trimestre de 2000, el ahorro financiero neto de las sociedades no financieras fue del 0,1 %, si bien en términos acumulados de cuatro trimestres se mantuvo el nivel de necesidades de financiación de trimestres anteriores (véase cuadro 5). En el conjunto del año, la financiación neta recibida por este sector ascendió al 2,7 % del PIB, frente al 1,8 % de 1999. Fruto de la creciente internacionalización de este sector, los fondos necesarios para financiar la formación bruta de capital (inversión doméstica) y la adquisición de acciones en el exterior se vieron, sin embargo, incrementados durante el cuarto trimestre, tal y como venía ocurriendo en los trimestres anteriores (véanse cuadro 6 y gráfico 26). En esta ocasión, una parte significativa de la adquisición de acciones emitidas por no residentes estuvo relacionada con una operación de intercambio accionarial entre una empresa residente y una empresa extranjera, que no supuso, por tanto, un mayor endeudamiento del sector residente.

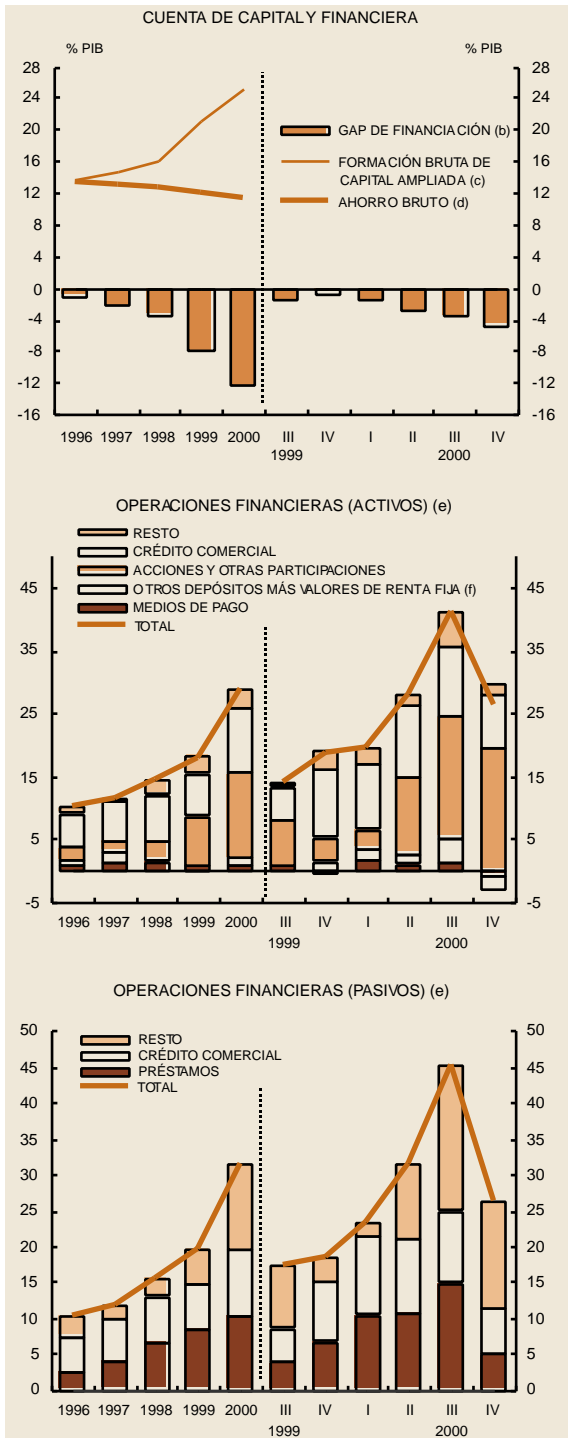
Por componentes, hay que comenzar señalando que, aunque el volumen de pasivos y activos financieros adquiridos fue inferior al del trimestre anterior (véase cuadro 6), estos volúmenes siguen siendo elevados y dependientes

de decisiones financieras singulares de algunas grandes empresas residentes. Durante el último trimestre del año, el aumento neto de pasivos se materializó, de forma importante, en emisión de acciones que, en esta ocasión, han sido mayoritariamente (más de un 80 %) acciones no cotizadas (6). La financiación obtenida a través de préstamos bancarios fue más moderada que en los trimestres anteriores, aunque hay que recordar que el flujo de financiación del trimestre anterior estaba influido por las inversiones en licencias de telefonía móvil UMTS. En conjunto, el crecimiento interanual de la financiación obtenida a través de los préstamos bancarios, emisión de valores de renta fija y la financiación intermediada por fondos de titulización se situó en el 20,2 %, frente al 21,8 % del trimestre anterior (véase cuadro 6). De acuerdo con la información disponible sobre la distribución del crédito por finalidades correspondiente al último trimestre del año, el destino principal de la financiación bancaria a empresas continúa siendo el sector servicios.

(6) Los datos tanto del tercer como del cuarto trimestre de 2000 incluyen una operación significativa de traspaso de la cartera industrial de una entidad de crédito a un *holding* no financiero. La creación de esta empresa *holding* se registra en las cuentas financieras como un aumento de las acciones no cotizadas emitidas por las sociedades no financieras.

GRÁFICO 26

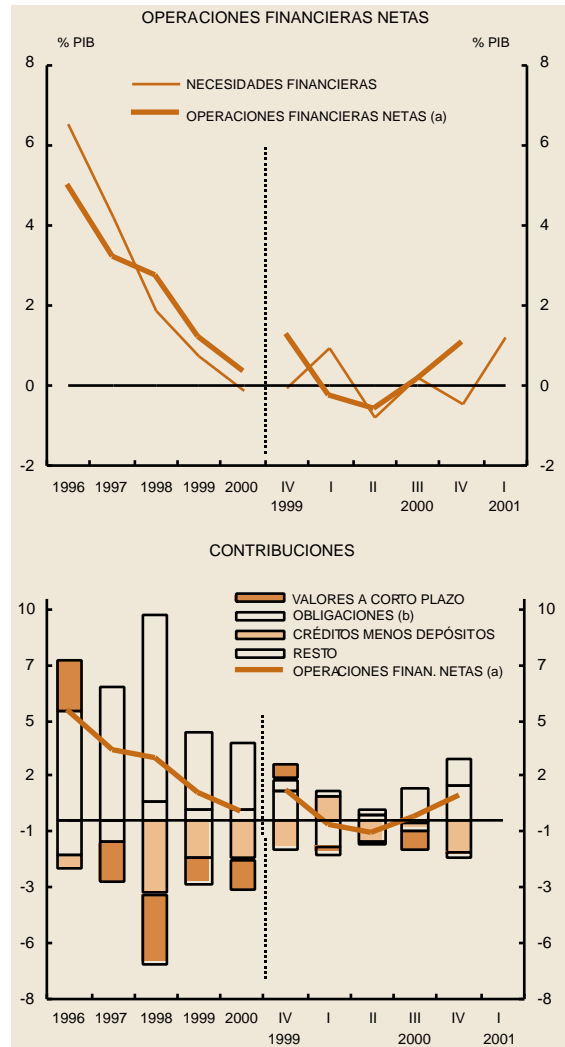
Sociedades no financieras (a)



Fuente: Banco de España.
 (a) Datos desestacionalizados.
 (b) Recursos financieros que cubren la brecha entre la inversión real y financiera permanente y el ahorro bruto.
 (c) Incluye la variación de existencias y la renta variable en el exterior.
 (d) Incluye las transferencias de capital.
 (e) Los datos trimestrales están anualizados.
 (f) No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.

GRÁFICO 27

Administraciones Públicas



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

Los primeros datos disponibles, aún provisionales, en relación con la evolución de la financiación recibida por las sociedades no financieras de las entidades de crédito residentes en los primeros meses de 2001 parecen confirmar la moderada desaceleración registrada en el último trimestre de 2000.

La *ratio* de endeudamiento de las empresas no financieras en términos del PIB volvió a aumentar durante el cuarto trimestre de 2000, alcanzando niveles cercanos al 65 % (véase gráfico 25). Aunque este nivel de endeudamiento es similar al alcanzado por otros países eu-

Operaciones financieras de la nación (a)

CUADRO 7

Corregido 28/05/2001

% PIB

	1998	1999	2000	2000		
				II TR	III TR	IV TR
Operaciones financieras netas	0,5	-1,1	-2,2	-0,5	-0,6	-0,4
Operaciones financieras (activos)	12,8	14,9	25,0	4,3	8,9	8,1
Oro y DEG	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	3,2	1,8	2,6	-1,0	2,6	0,2
Sistema Crediticio	0,0	3,7	2,6	-1,0	2,6	0,9
Otros sectores residentes	3,2	-1,9	0,0	0,0	0,0	-0,7
Valores distintos de acciones	3,4	2,8	3,6	1,3	1,3	1,4
Sistema Crediticio	-1,4	-0,9	-0,3	-0,2	0,4	-0,1
Otros sectores residentes	4,8	3,7	3,9	1,5	0,9	1,5
Acciones y otras participaciones	4,4	8,8	14,8	3,3	3,4	5,7
Sistema Crediticio	0,4	0,5	2,0	0,5	0,6	0,4
Otros sectores residentes	4,0	8,3	12,8	2,7	2,8	5,3
Del cual:						
Sociedades no financieras	2,2	6,1	9,7	2,1	2,4	4,8
Créditos	1,9	1,7	4,0	0,8	1,6	0,8
Sistema Crediticio	0,2	-0,1	0,5	0,1	0,1	0,3
Otros sectores residentes	1,7	1,8	3,4	0,7	1,5	0,6
Operaciones financieras (pasivos)	12,3	16,1	27,3	4,9	9,5	8,5
Depósitos	6,0	4,2	7,4	1,5	1,7	2,7
Del cual:						
Sistema Crediticio	5,9	4,1	7,3	1,5	1,7	2,7
Valores distintos de acciones	1,0	5,5	6,8	1,0	2,3	2,2
Sistema Crediticio	0,2	0,9	0,8	0,3	0,2	0,0
Administraciones Públicas	1,0	4,3	5,6	0,6	2,0	2,1
Otros sectores residentes	-0,2	0,3	0,4	0,1	0,0	0,1
Acciones y otras participaciones	2,9	2,9	8,9	1,8	2,9	3,5
Sistema Crediticio	0,1	0,3	1,6	0,5	0,7	0,1
Otros sectores residentes	2,8	2,7	7,4	1,4	2,2	3,4
Créditos	3,0	4,9	5,1	1,2	2,4	0,6
Administraciones Públicas	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,0
Otros sectores residentes	2,9	4,8	5,0	1,2	2,5	0,6
Otros neto (b)	-0,6	-1,5	-0,9	-0,6	0,2	-0,4

Fuente: Banco de España.

(a) Para obtener los datos en %PIB se ha utilizado el PIB anual.

(b) Incluye la rubrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro.

ropeos, resulta, sin embargo, elevado en términos históricos.

5.4. Los flujos financieros de las Administraciones Públicas

Durante el año 2000, las operaciones financieras netas de las AAPP mantuvieron la tendencia descendente de los últimos años. Así, el saldo de estas operaciones se situó en el -0,3 % del PIB, frente al -1,2 % del año 1999.

Las necesidades de financiación, que incluyen los recursos netos obtenidos a través de la apelación a los mercados mediante la emisión de valores, la obtención de crédito y la utilización de saldos mantenidos en depósitos, fueron negativas durante el cuarto trimestre de 2000 (véase gráfico 27). Las emisiones de bonos y obligaciones volvieron a ser muy elevadas, alcanzando un volumen de alrededor de 10 mm de euros. Estas emisiones permitieron a las AAPP conseguir recursos para continuar con la amortización de valores a corto plazo, que se cifró en alrededor de 1,2 mm de euros en térmi-

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

CUADRO 8

Corregido 28/05/2001

% PIB

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Economía nacional	-19,5	-19,7	-20,7	-21,7	-23,3	-24,8
Sociedades no financieras y hogares e ISFL	-13,9	-13,3	-10,9	-9,0	-9,1	-4,8
Sociedades no financieras	-17,9	-18,3	-17,3	-15,3	-16,5	-12,8
Hogares e ISFL	4,0	5,0	6,4	6,3	7,3	8,0
Instituciones financieras	9,2	8,8	7,2	5,2	6,5	4,9
Instituciones de crédito (b)	8,0	6,7	2,4	-5,4	-7,9	-12,6
Inversores institucionales (c)	1,3	2,2	4,9	11,0	15,0	18,3
Resto de instituciones financieras	0,0	-0,1	-0,1	-0,4	-0,6	-0,8
Administraciones públicas	-14,9	-15,2	-17,0	-17,9	-20,6	-24,8

Fuente: Banco de España.

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

(b) Definido según la 1ª Directiva bancaria.

(c) Empresas de seguro e Instituciones de inversión colectiva.

nos netos durante el último trimestre del año. Los recursos obtenidos también se tradujeron en un aumento de los depósitos por un importe superior a los 8 mm de euros.

Uno de los fenómenos más destacados durante los dos últimos años, que se ha intensificado en los últimos trimestres del año 2000, ha sido la sustitución de financiación recibida de sectores residentes por financiación del resto del mundo. Durante el cuarto trimestre de 2000, el valor de las obligaciones que pasaron a manos de no residentes ascendió a más de 13 mm de euros, en términos netos. Haciendo balance del año, la emisión neta de obligaciones fue algo superior a los 18 mm de euros y la adquisición de obligaciones por los no residentes ascendió a 33 mm de euros.

La información provisional correspondiente al primer trimestre de 2001 indica unas necesidades financieras de las AAPP prácticamente nulas. Durante dicho trimestre se ha producido una amortización neta de valores a largo plazo, mientras que la emisión neta de valores a corto plazo ha sido casi nula. Estas amortizaciones netas y el mayor pago de intereses durante el primer trimestre se han financiado mediante una reducción de los depósitos.

5.5. Los flujos financieros de la economía española con el resto del mundo

Como ya se ha señalado, el saldo de las operaciones financieras netas de la nación se situó en el año 2000 en un -2,2 % del PIB, fren-

te al -1,1 % en el año 1999 (véase cuadro 7). La información del cuarto trimestre no revela, pues, cambios en las tendencias que vienen observándose durante el transcurso del año. Los volúmenes de adquisición de activos financieros y pasivos en el exterior fueron elevados, reflejando la creciente internacionalización de la economía española. Así, durante el año 2000 el incremento neto de activos financieros del exterior en manos de los sectores residentes alcanzó el 25 % del PIB, frente al 14,8 % de 1999. Por su parte, el aumento neto de pasivos de la nación frente al resto del mundo fue del 27,3 % del PIB, frente al 16,1 % de 1999.

La adquisición de activos financieros se materializó, de forma especial en este trimestre, en *acciones y otras participaciones* (5,7 % del PIB). Está inversión fue realizada mayoritariamente por empresas no financieras (4,8 %), aunque detrás de ellas pueden encontrarse las entidades de crédito, que, en ocasiones, realizan inversiones en el exterior a través de empresas *holding* no financieras.

El volumen de pasivos acumulado frente al exterior fue, al igual que en el trimestre anterior, muy elevado: 8,5 % del PIB. Esta adquisición de pasivos fue también especialmente abultada en el caso de las sociedades no financieras. Durante el cuarto trimestre, el resto del mundo adquirió acciones de este sector por un valor de, aproximadamente, el 3 % del PIB. Por su parte, el sector AAPP acumuló pasivos netos frente al exterior por valor de un 2,1 % del PIB. Por último, la financiación captada en el exterior por las entidades de crédito residentes au-

mentó notablemente, especialmente en forma de depósitos, siendo estos recursos los que han permitido, en definitiva, financiar el exceso de la inversión doméstica sobre el ahorro nacional.

Fruto de estas operaciones, en el último trimestre del año 2000 las AAPP y, sobre todo, las instituciones de crédito aumentaron su posición deudora frente al resto del mundo, tal y como hicieron en los trimestres anteriores (véase cuadro 8). No obstante, los inversores institucionales siguieron aumentando sus activos netos exteriores y las sociedades no financieras disminuyeron su posición deudora.

19.4.2001.