

---

# Informe trimestral de la economía española

## 1. Rasgos básicos

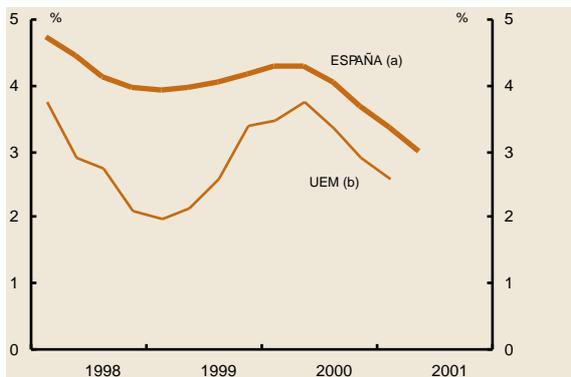
El panorama económico internacional ha seguido empeorando a medida que transcurre el año 2001. Solo el descenso de la tensión en el mercado de productos petrolíferos, que parece consolidarse, anticipa una futura corrección en las tasas de crecimiento de los precios de numerosas economías y tiende a aliviar las tendencias contractivas. En este contexto, la economía española ha reducido su ritmo de crecimiento, pero las tasas de variación interanual de su producto interior bruto (PIB) real superan apreciablemente a las que registran la mayoría de los países de su entorno.

En concreto, se estima que el crecimiento del PIB real de la economía española en el segundo trimestre de 2001 ha sido del 3 % —cuatro décimas porcentuales menos que la cifra provisional avanzada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) para los tres primeros meses del año—, sin que se hayan producido cambios importantes en las pautas que determinan su evolución: paulatina desaceleración de la demanda interna, con tendencia a estabilizarse en tasas reales del orden del 2,5 %, y aportación positiva de la demanda exterior neta al aumento del producto. El crecimiento del empleo se está ralentizando, pero continúa siendo notable, y no se ha producido todavía el esperado, y previsible, descenso de la tasa de inflación, cuyo diferencial con los países de la Unión Económica y Monetaria (UEM) fluctúa ligeramente por encima del 1 %. Este tono más contenido en la actividad económica, que afecta sobre todo a los sectores industriales y a las decisiones de inversión en bienes de equipo, no parece que vaya a comprometer el objetivo previsto de equilibrio en las cuentas públicas al final del año.

Los indicadores recientes sobre la economía de Estados Unidos no anticipan una rápida recuperación. Tras el descenso de 25 puntos básicos en el tipo objetivo de los bonos federales el pasado mes de junio —hasta situarlo en el 3,75 %—, los mercados esperan que se produzcan nuevos recortes en los tipos de interés en los próximos meses. Ello, unido a las medidas fiscales programadas —algunas de ellas de carácter retroactivo—, se espera que aporten el estímulo necesario para un cambio de giro en la actividad económica, cuya atonía, por el momento, se basa más en la inversión y las exportaciones que en el consumo, que ha mantenido un mayor dinamismo. La continuidad del estancamiento en Japón ha alentado el efecto contractivo que ejerce la situación americana sobre otras áreas de la economía mundial. Las perspectivas de crecimiento se han visto también negativamente influidas por el impacto de la crisis argentina en Latinoamérica y la vulnerabilidad de otras economías del sudeste asiático.

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.

co y del este de Europa a la mayor inestabilidad de los mercados financieros.

Las economías europeas se han visto afectadas por este entorno desfavorable, con cierta desigualdad, en función de su exposición inicial a la evolución de los mercados en crisis. Se espera que el crecimiento del PIB real del conjunto de la zona del euro durante el segundo trimestre de este año sea inferior al del primero (2,6 %), cuando la debilidad de la demanda interna —en la que concurren algunos factores excepcionales, como la fuerte caída del sector de la construcción en Alemania— se vio parcialmente compensada por la mejora en la contribución del saldo neto exterior, sobre todo por la desaceleración de las importaciones. Los últimos indicadores disponibles muestran un tono algo más deprimido del consumo privado, la variable que está mostrando una mayor resistencia a la desaceleración.

El Banco Central Europeo ha ido realizando un análisis cauteloso de las condiciones en que se desenvuelven las economías de la zona del euro, prestando una atención especial a las expectativas sobre la evolución futura del ritmo de crecimiento de los precios y a las variables que la determinan. En función de este análisis, en el pasado mes de mayo redujo sus tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos, quedando establecido el tipo central en el 4,5 %. Los últimos datos conocidos sobre la evolución de los agregados monetarios muestran un repunte en el ritmo de crecimiento del agregado M3, mientras que el crédito al sector privado, pese a su desaceleración, mantiene una tasa de crecimiento

GRÁFICO 2

Índices armonizados de precios de consumo



Fuentes: Eurostat y Banco Central Europeo.

relativamente alta, del 8,4 %; el tipo de cambio del euro, por su parte, volvió a registrar episodios de notable debilidad, en unos momentos en los que la incertidumbre sobre la evolución de los mercados financieros fortalece el papel del dólar como moneda de refugio. No obstante, en las últimas semanas su cotización se ha recuperado.

En junio, la tasa de aumento del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) del conjunto de países de la zona se situó alrededor del 3 %, corrigiendo, en parte, el rebrote experimentado el mes precedente, que estuvo asociado, a su vez, con el comportamiento de los precios de la energía y los alimentos; el agregado que excluye estos dos componentes parece haber estabilizado su ritmo de avance en tasas ligeramente por encima del 2 % desde el comienzo de 2001 —frente al 1,4 % que se registraba en el promedio del último trimestre del pasado año—, y su evolución futura dependerá, entre otros factores, de que los aumentos transitorios de los otros dos componentes no se trasladen al resto de la economía, a través de las negociaciones salariales en curso.

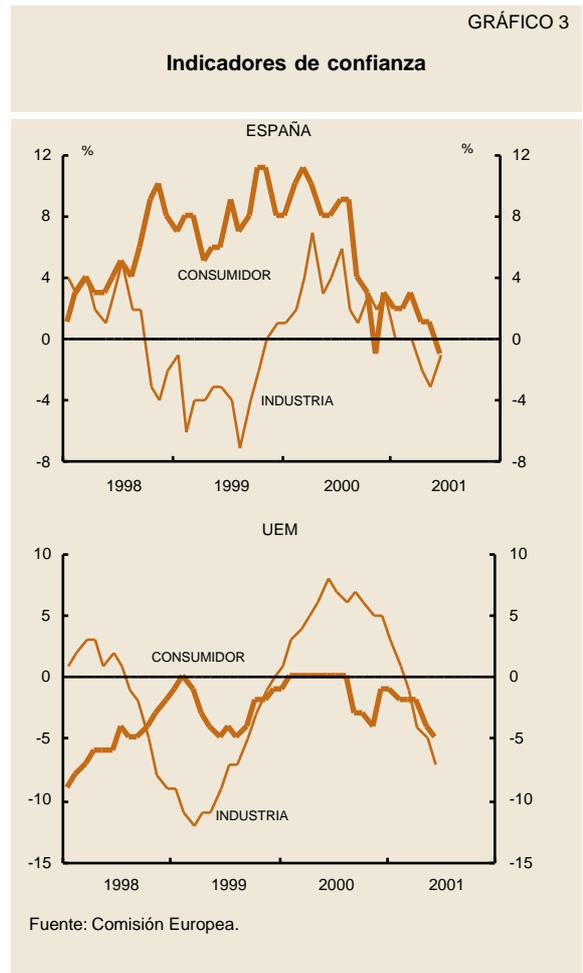
Por último, no parece que, como se ha repetido desde numerosas instancias comunitarias, los estímulos fiscales que están teniendo lugar en algunas de estas economías sean la vía más adecuada para impulsar los ritmos de crecimiento actuales, sobre todo si con ello se comprometen los objetivos previstos en los Programas de Estabilidad y Crecimiento. Las economías europeas deben concentrar sus esfuerzos en restaurar los niveles de confianza de los agentes económicos y flexibilizar el funcionamiento de sus mercados e instituciones, y aumentar decididamente la tasa de inversión, el camino más sólido para reducir sus todavía elevados niveles de desempleo.

Las condiciones monetarias que prevalecen en la UEM resultan más expansivas en la economía española, ya que, como se ha dicho, su ritmo de crecimiento sigue siendo superior al del promedio del área, y su tasa de inflación, más elevada. En los últimos meses, se ha producido un descenso de los tipos bancarios, que, unido al rebrote de los precios, ha determinado una caída adicional de los tipos de interés reales; esto, unido al comportamiento del tipo de cambio del euro, ha supuesto que los índices que tratan de medir las condiciones monetarias de la economía hayan vuelto a reducirse, lo que resulta ilustrativo de una situación más holgada. El crédito al sector privado, por su parte, se ha desacelerado modestamente, ya que la demanda de financiación dirigida a la vivienda presenta una notable inercia.

En cuanto a la política fiscal, los resultados de la actividad presupuestaria en el primer semestre muestran una desaceleración en la recaudación de algunas figuras impositivas, acorde con la evolución de la economía, pero que reflejan también, en algunos casos, factores específicos que se irán corrigiendo en los próximos meses, como es el caso de la anticipación del ritmo de devoluciones en el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF). Los pagos se comportan, en líneas generales, como estaba previsto y se espera que las previsiones presupuestarias puedan alcanzarse al final del ejercicio, contando, además, con los resultados muy positivos de las cuentas de la Seguridad Social.

En el contexto exterior que se ha comentado y en el marco establecido por las políticas macroeconómicas, la economía española ha mantenido durante la primera mitad del año actual un ritmo de crecimiento real elevado, aunque decreciente, impulsada, básicamente, por las exportaciones y la inversión en el sector de la construcción. El gasto de los consumidores ha moderado su desaceleración y conserva, relativamente, un tono más sostenido, mientras que la inversión en bienes de equipo ha sido la que más ha acusado el cambio en las expectativas.

Los indicadores disponibles sobre la evolución del gasto de los consumidores en el segundo trimestre de 2001 confirman, en general, el diagnóstico realizado: su tasa de variación interanual, aunque puede ser ligeramente inferior a la de los tres primeros meses del año, tiende a estabilizarse. Es destacable la recuperación de las compras de automóviles —no las de otros bienes de consumo duradero—, así como la de productos alimenticios. El aumento del empleo es el principal elemento que sostiene el crecimiento de la renta disponible de los hogares, compensando, al menos en parte, el

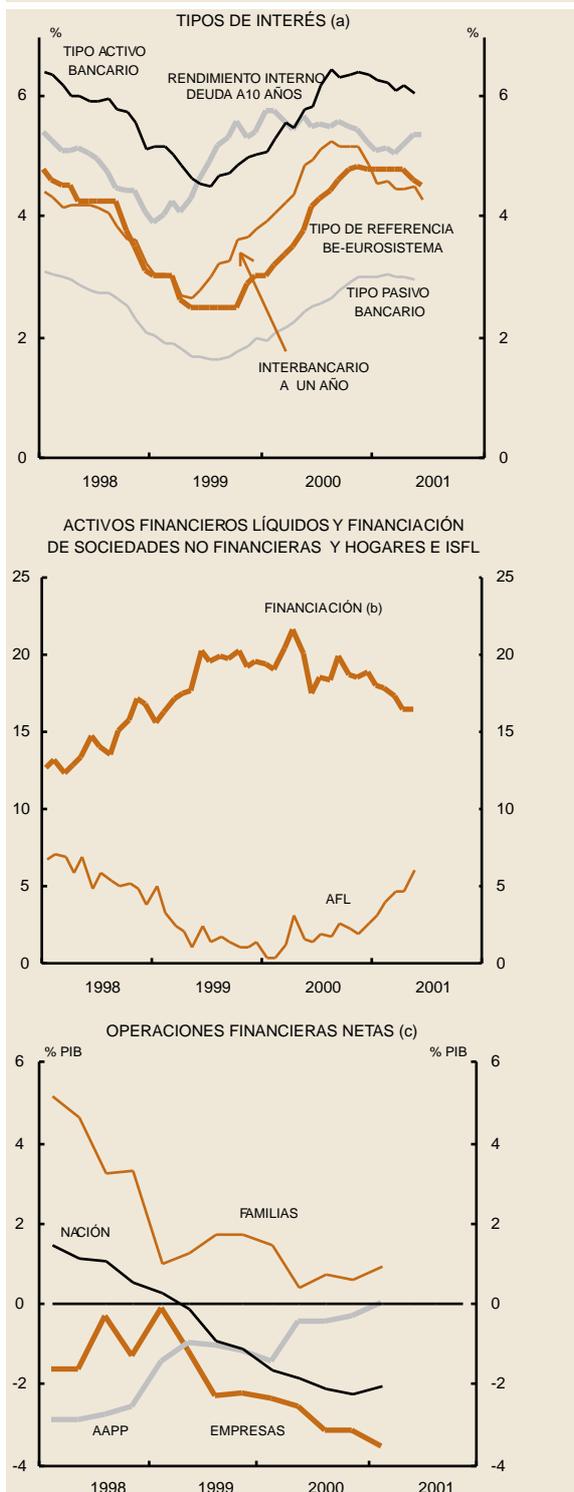


efecto contractivo sobre la renta real derivado de la aceleración de los precios de consumo. Otros factores más pasajeros —que actúan en uno u otro sentido—, como pueden ser las revisiones de rentas que han tenido lugar en los primeros meses del año o los movimientos erráticos de los precios de algunos productos alimenticios, no afectan de igual forma al sostenimiento de la capacidad de gasto de las familias, cuyas expectativas a medio plazo se encuentran asociadas, básicamente, al mantenimiento de un ritmo de crecimiento del empleo elevado y estable y a la contención de los precios. La continuidad en el proceso de creación de nuevos puestos de trabajo y el consiguiente descenso de las tasas de paro explican, al menos en parte, que los índices de confianza de los consumidores, aunque han disminuido, continúen siendo positivos.

La desaceleración que está produciéndose en la renta real de las familias y la caída en su riqueza financiera han afectado a la inversión en viviendas. Sin embargo, el incremento experimentado por sus precios y el descenso en la rentabilidad de otros activos financieros alternativos han alimentado la demanda residencial

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.

por motivos de inversión, aunque los últimos indicadores publicados parecen dar síntomas de un agotamiento en este proceso.

Como consecuencia de todos estos factores, referidos al comportamiento de los hogares, se aprecia, a lo largo del año actual, una tendencia a la mejora —o cuanto menos al fin del deterioro observado— en la tasa de ahorro y en la capacidad de financiación de las familias. La recomposición de los balances de las familias, a través de un aumento de sus activos financieros y de una desaceleración de sus pasivos, tiende a impulsar al alza su ahorro financiero neto, de acuerdo con los últimos datos provisionales disponibles.

Los indicios de desaceleración que se aprecian en la inversión en vivienda discurren paralelos a la recuperación de la obra civil, por lo que la tasa interanual estimada para la inversión en el sector de la construcción durante el segundo trimestre del año 2001 no difiere, prácticamente, de la del período precedente.

No parece que esta misma estabilidad se aprecie en los indicadores sobre la evolución de la inversión en bienes de equipo, que continúan deteriorándose. Así lo recoge, al menos, el índice de disponibilidades. La recuperación que se esperaba para esta variable a medida que avanzara el año no termina de producirse, a pesar de las condiciones financieras favorables en las que se encuentran las empresas. Es posible que el empeoramiento del panorama internacional, sobre todo en algunas áreas especialmente sensibles para las empresas españolas, esté determinando un compás de espera para el inicio de este proceso.

No se aprecian cambios importantes en la evolución del consumo público ni en el proceso de formación de existencias, que mantienen las tendencias ya observadas, por lo que se estima que el crecimiento interanual de la demanda nacional de la economía española durante el segundo trimestre del año actual ha sido del orden del 2,6 %, una décima porcentual menos que en los tres meses precedentes. Dado que la tasa estimada para el PIB real es del 3 %, se espera que la aportación de la demanda exterior neta al incremento del producto sea positiva, pero inferior a la del primer trimestre.

Las exportaciones de mercancías han seguido desacelerando su tasa de crecimiento real durante el segundo trimestre del año. En el mercado de la UE mantienen un tono sostenido, pero su descenso en las áreas extracomunitarias ha sido notable, de forma especial en América Latina, a pesar de que la depreciación del euro hace que se hayan seguido registran-

do ganancias de competitividad en casi todas ellas. El crecimiento de las exportaciones en los mercados europeos en el conjunto de los cinco primeros meses del año —período cubierto por los datos disponibles— se debe, en parte, al sector del automóvil, cuyas ventas, en términos nominales, aumentaron un 17 %. No obstante, en las últimas cifras se aprecia una pérdida de dinamismo de este renglón exportador, sobre todo en algunos países de la UEM, como Alemania. Los indicadores del sector turístico comparten la misma pauta de comportamiento que las exportaciones de bienes: tasas de crecimiento elevadas, pero descendentes.

En cuanto a las importaciones, su ritmo de aumento real tiende a estabilizarse —tras el recorte experimentado en los trimestres precedentes—, en línea con las pautas observadas en la demanda nacional. En cualquier caso, el menor dinamismo importador, junto con la notable desaceleración de sus precios, asociada esta última —aunque no exclusivamente— a la evolución del mercado del crudo de petróleo, ha permitido una importante corrección en el desequilibrio exterior energético y no energético, habiéndose reducido el déficit comercial en un 3 % durante el período enero-mayo, según los datos del departamento de Aduanas (aumento del 46 % en igual período del año pasado).

La economía española ha seguido ajustando, por tanto, su ritmo de crecimiento real al tono que marca el contexto exterior, pero conservando un dinamismo que, favorecido por unas condiciones monetarias relativamente laxas, se sustenta, también, en gran medida, en el aumento del empleo. En esta situación, se han empezado a corregir algunos de los desequilibrios derivados de la larga etapa de expansión cíclica —déficit exterior, descenso de la tasa de ahorro de las familias— y se han ido consolidando otros avances, asociados tanto a factores de carácter cíclico como a las políticas instrumentadas; este es el caso de la reducción de la tasa de paro y del avance hacia unas cuentas públicas saneadas.

La tasa de inflación, aproximada por el comportamiento del índice de precios de consumo (IPC) o por el índice armonizado (IAPC), muestra, sin embargo, una mayor resistencia a la desaceleración, en parte, porque se han prolongado más de lo previsto las tensiones en los mercados de productos petrolíferos y por el rebrote que han experimentado los precios de algunos bienes alimenticios. Pero esta inercia se debe también al embalsamiento de presiones inflacionistas en ciertos sectores productivos a lo largo de los últimos años, como consecuencia de la persistencia de ritmos de crecimiento

de la demanda elevados y de las imperfecciones de algunos mercados. De hecho, los componentes del IPC con una evolución menos variable, como son los servicios y los bienes industriales no energéticos, mantienen tasas de crecimiento elevadas y diferenciales persistentes con los países de la UEM. Los incrementos de precios de carácter transitorio ya han empezado a descontarse —es el caso de los productos energéticos—, pero es necesario que este proceso se extienda al resto de los componentes del IPC, de forma que la economía española vuelva a encontrarse en una senda de estabilidad.

Para ello es necesario que se contenga la dinámica de crecimiento de los costes laborales y que se mejore la eficiencia en el funcionamiento de algunos mercados, en los que los crecimientos de los márgenes empresariales son considerables. El incremento de los salarios a lo largo del año actual es elevado, como consecuencia de la combinación de las cláusulas de salvaguardia con unas negociaciones salariales en las que se incorporan los aumentos pasados —temporales— de los precios; este comportamiento interrumpe la dinámica de moderación salarial que ha caracterizado el reciente ciclo expansivo de la economía española, que ha sido un elemento fundamental en el aumento de la capacidad de generación de puestos de trabajo de los años recientes.

Este proceso se desarrolla con notables desigualdades entre las distintas ramas productivas, ya que los sectores menos competitivos pueden repercutir en los precios los incrementos en los costes laborales, preservando, o incluso aumentando, sus márgenes de explotación. En cambio, los sectores más abiertos a la competencia no pueden hacerlo, ya que las pérdidas de competitividad que ello supondría terminarían anulando su capacidad de crecimiento. De hecho, el aumento en los excedentes empresariales del conjunto de la economía que se aprecia en los últimos datos disponibles se concentra, básicamente, en el sector de la construcción, en el de la energía y en algunas ramas de servicios, pero no en gran parte de las actividades industriales.

La conveniencia de mejorar el funcionamiento de los mercados y contener el crecimiento de los costes laborales se basa, por tanto, en la necesidad de preservar un patrón generador de empleo que favorezca el crecimiento y la inversión de los sectores más dinámicos y eficientes, y que, a través de las ganancias de competitividad, permita que la economía española prosiga su proceso de convergencia real, incluso en las condiciones menos favorables del actual entorno internacional.

## 2. El entorno exterior del área del euro

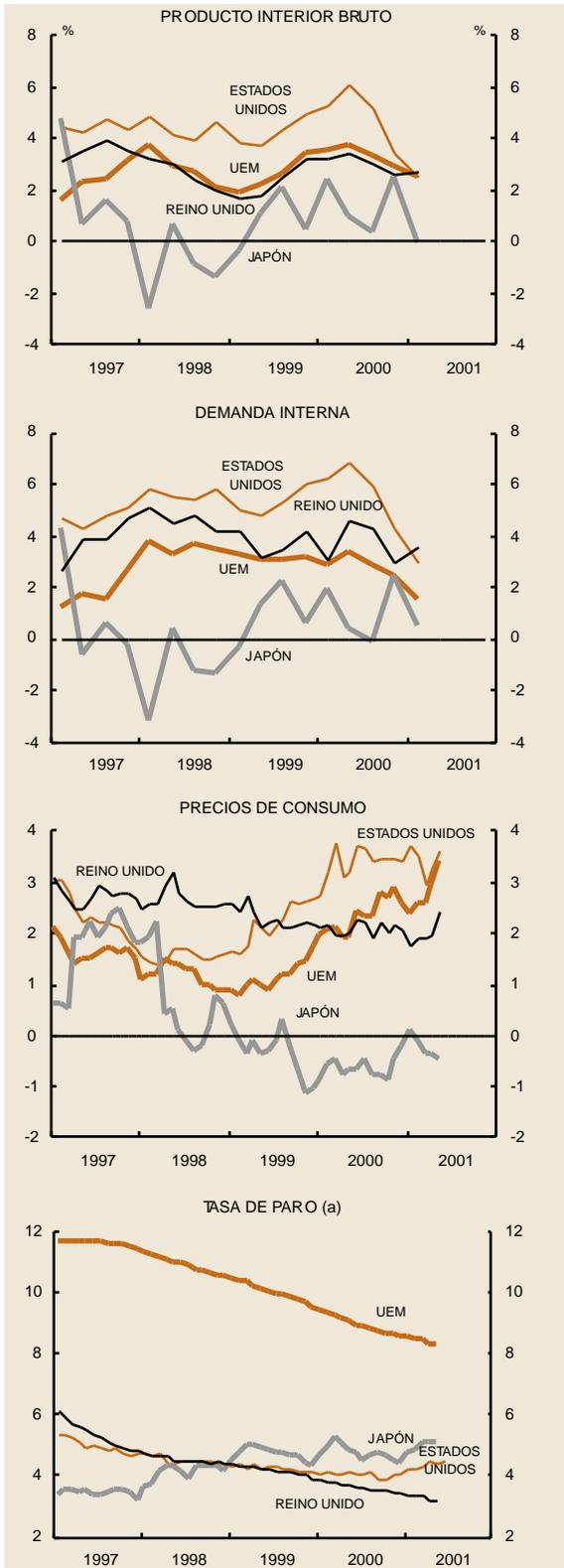
La información más reciente del entorno exterior del área del euro muestra, para el segundo trimestre de 2001, una reducción del crecimiento de la economía mundial, al consolidarse la desaceleración en EE.UU, profundizarse el estancamiento económico en Japón y reducirse drásticamente el crecimiento de muchas economías emergentes (especialmente en el sudeste asiático y, en menor medida, en América Latina). Así, las previsiones de crecimiento para 2001 se han reducido de manera generalizada, y, aunque la incertidumbre sobre dichas previsiones sigue siendo alta, parecen existir más riesgos a la baja que al alza.

La inflación se moderó ligeramente en la mayoría de los países, ayudada por la reciente estabilización de los precios de la energía. En EEUU, la Reserva Federal realizó tres nuevas reducciones de tipos oficiales durante el segundo trimestre (que elevan a seis las registradas desde principios de año), hasta alcanzar el tipo de los fondos federales el nivel de 3,75 %. En Japón, la política monetaria se ha hecho aún más expansiva, tras al cambio de estrategia hacia un objetivo de reservas bancarias iniciado en marzo.

Los datos revisados de la Contabilidad Nacional del primer trimestre de Estados Unidos registraron un crecimiento trimestral anualizado del PIB del 0,3 % y mostraron un comportamiento menos desfavorable que el inicialmente esperado de la demanda interna, gracias a la resistencia del consumo privado (cuyo crecimiento trimestral se revisó al alza una décima, hasta el 0,8 %). La mayor debilidad se constató en la inversión privada —especialmente en la de los sectores de bienes de equipo y nuevas tecnologías— y en las exportaciones. Los indicadores del segundo trimestre muestran, en general, la persistencia de la debilidad en la actividad económica, aunque hay señales de diverso signo. Pese a que la producción industrial registró nuevos descensos interanuales a lo largo del segundo trimestre, el índice de directores de compras (NAPM) mejoró ligeramente en términos intertrimestrales. El consumo privado ha seguido bastante firme, a tenor de la evolución positiva interanual de las ventas al por menor durante todo el trimestre, de la reducción de la tasa de ahorro personal en porcentaje de la renta disponible hasta el mes de mayo y de la mejora en el indicador de confianza de los consumidores en mayo y junio. Sin embargo, prosiguió el deterioro del mercado de trabajo, tal como se desprende de la caída intertrimestral del empleo no agrícola y del aumento de la tasa de paro hasta el 4,5 % en junio. La demanda de inversión mostró una ligera mejora en el mes de mayo, aunque siguió registrando una evolución interanual muy negativa. En cuanto a los distintos

GRÁFICO 5

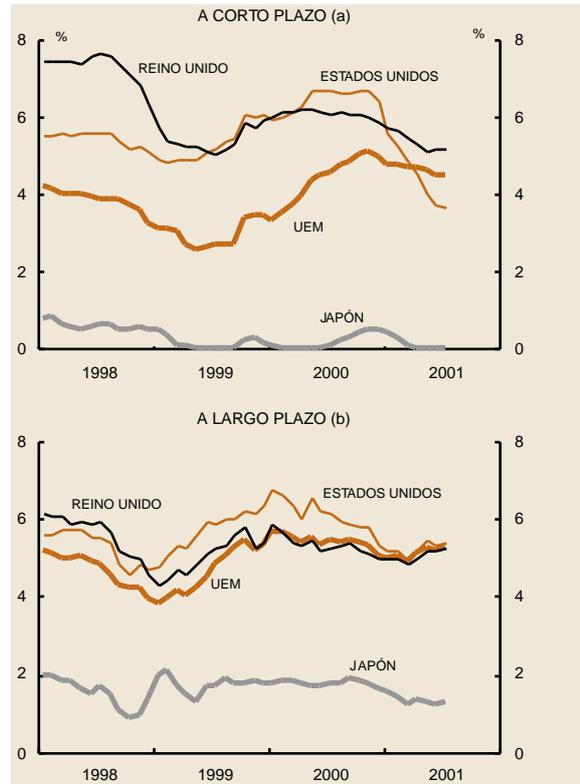
**Principales indicadores macroeconómicos**  
**Tasas de variaciones interanuales**



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.

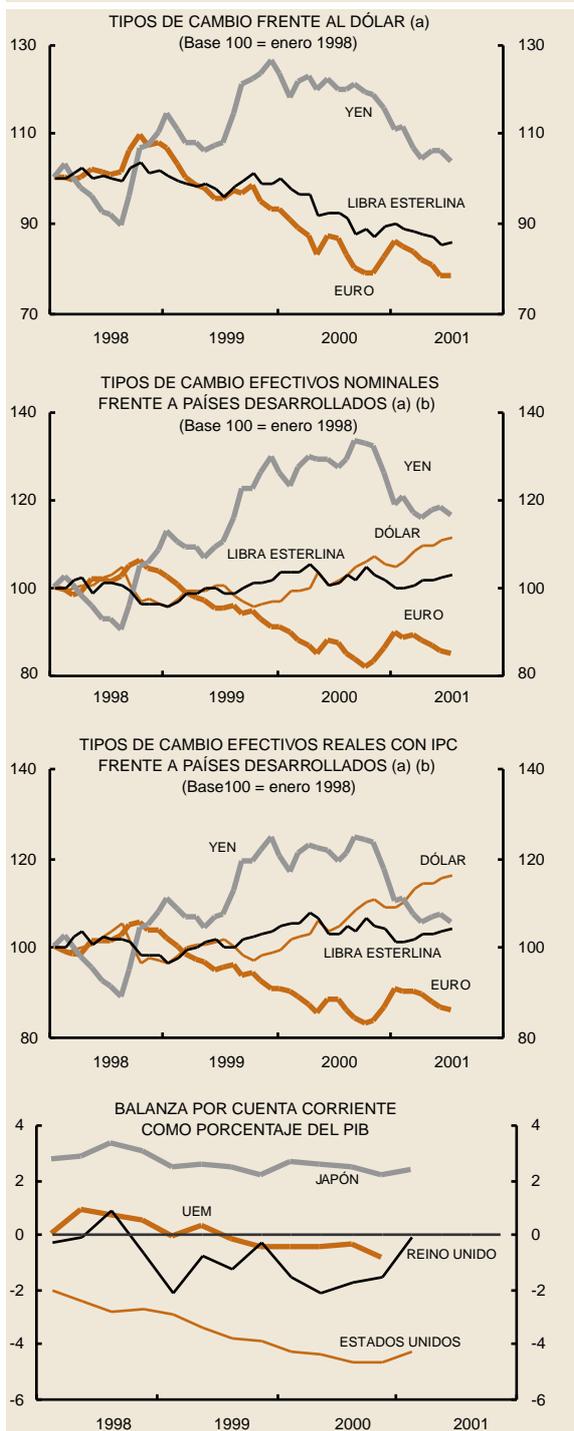
(b) Rendimientos de la deuda pública a diez años. Unión Monetaria: hasta diciembre de 1998, media ponderada de los once países.

sectores, el de nuevas tecnologías continuó sufriendo fuertes recortes en sus carteras de pedidos y expectativas desfavorables de beneficios, mientras los indicadores del sector de construcción mostraron una evolución positiva en abril y mayo.

La inflación, a pesar del aumento del índice general, mostró una tendencia relativamente menos preocupante, si se tienen en cuenta la evolución del precio de la energía y el proceso de contención de márgenes empresariales en diferentes sectores. Los precios de producción se desaceleraron un punto porcentual desde abril a junio, hasta alcanzar el mínimo del año (un 2,5 % interanual). También la inflación subyacente, según los precios de consumo sin alimentos ni energía, se redujo hasta el 2,4 % en mayo, su nivel más bajo del año. Aun así, el repunte de los precios de la energía y de los salarios (hasta el 4,2 % interanual en junio) ha producido una aceleración del índice general de

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.

precios de consumo en abril y mayo, hasta una tasa de crecimiento interanual de 3,6 %.

Los tres recortes adicionales efectuados por la Reserva Federal en el último trimestre, por un total de 125 puntos básicos (pb), se han trasladado casi íntegramente a los plazos cortos de los tipos de interés de mercado (el tipo interbancario a tres meses se ha reducido en 115 puntos básicos entre marzo y junio), pero no a las rentabilidades de la deuda a 10 años en el mercado secundario, que continuaron en un nivel de en torno al 5,3 % en el promedio del segundo trimestre y subieron a 5,4 % en la primera quincena de julio. Los mercados de renta variable reaccionaron positivamente a los recortes en un principio, pero su evolución ha sido más negativa recientemente. El índice Dow Jones subió entre marzo y mayo, pero volvió a caer en junio y prácticamente se estabilizó en la primera quincena de julio. El índice NASDAQ tuvo una evolución similar, aunque más volátil.

El dólar continuó apreciándose respecto al yen y al euro, a pesar de la debilidad de la economía americana. Aunque la creciente apreciación del dólar no ayuda a la corrección de los desequilibrios macroeconómicos de EEUU, parece denotar confianza por parte de los inversores extranjeros en una pronta recuperación de la economía americana, lo que también se ha reflejado en el aumento de las entradas de capital en EEUU en este trimestre.

En Japón, el PIB real cayó, en términos intertrimestrales, un 0,2 % en el primer trimestre del año, con un crecimiento nulo de la demanda interna y una aportación negativa de la demanda externa. El consumo privado registró un crecimiento nulo, pero fueron las caídas de la inversión privada y de las exportaciones —del 1,8 % y 3,6 %, respectivamente— las que agudizaron el deterioro registrado en las Cuentas Nacionales, al haber sido ambos los únicos motores del modesto crecimiento económico registrado el pasado año. También el deflactor del PIB registró una nueva caída interanual, aunque inferior a la de los trimestres anteriores.

La evolución de los indicadores de actividad económica disponibles del segundo trimestre del año muestra un empeoramiento adicional, que probablemente llevará a una nueva caída del PIB. Por el lado de la oferta, el indicador sintético de actividad registró una leve mejoría en abril y mayo, pero se mantiene dentro de la franja de situación negativa de la actividad. También la producción industrial cayó en abril y mayo en términos interanuales a niveles desconocidos en los últimos dos años, coherentes con el empeoramiento del clima de actividad industrial mostrado por la encuesta Tankan del

segundo trimestre del año. Por el lado de la demanda, las caídas adicionales, en términos interanuales, de las ventas al por menor y del gasto de las familias en abril y mayo muestran el anquilosamiento del consumo privado en el segundo trimestre, asociado al deterioro del mercado de trabajo. De hecho, el empleo registró en abril y mayo descensos interanuales por primera vez en el año, aunque la tasa de paro se estabilizó en el 5,1 %. La caída de la actividad alimentó presiones deflacionistas, de forma que los precios de consumo volvieron a crecer a una tasa interanual negativa del 0,5 % en mayo, y la subyacente se redujo aún más, con una caída interanual del 0,7 %. Aunque los precios de producción crecieron en el segundo trimestre, por efecto del impacto de los precios de importación, su componente de precios interiores también cayó en términos interanuales.

A pesar de la tendencia depreciatoria del yen frente al dólar —solo interrumpida en mayo, y que se acentuó en la primera quincena de julio, hasta alcanzar mínimos anuales—, las exportaciones siguieron cayendo en el segundo trimestre, por la debilidad de la demanda externa. Se han reducido sustancialmente los superávits comercial y por cuenta corriente durante los meses transcurridos del año, hasta mayo.

En cuanto a la política monetaria, la estrategia de expansión de la base monetaria introducida en marzo por el Banco de Japón mantuvo en niveles muy cercanos a cero los tipos de interés de mercado a corto plazo y elevó ligeramente el crecimiento interanual de la oferta monetaria (hasta el 3,1 % en junio, desde el 2,6 % en marzo), pero no ha conseguido hacer salir a Japón de la deflación, que era su objetivo implícito, y la rentabilidad de la deuda a diez años en el mercado secundario tampoco se ha recuperado, sino que se estabilizó en torno al 1,3 %. Tampoco ha evitado una mayor caída interanual del crédito al sector privado, del 2,7 % en mayo. Por su parte, el mercado de renta variable registró un repunte del índice Nikkei del 11 % en abril, después de la introducción de la nueva política monetaria cuantitativa, pero volvió a ser claramente descendente a partir de mayo, al confirmarse el empeoramiento de la evolución económica.

En los países de la UE no pertenecientes al área del euro cabe destacar que el Reino Unido, tras registrar un crecimiento interanual del 2,7 % en el primer trimestre de 2001, mostró una sensible desaceleración de la actividad económica durante el segundo trimestre. En particular, el sector industrial registró sendas caídas interanuales de la producción en abril y mayo. Desde junio, la moderación de la actividad se extendió a los servicios, a juzgar por la

reducción del crecimiento interanual de las ventas al por menor y de las carteras de pedidos en dicho sector. La tasa de paro se estabilizó en el 3,2 % en abril y mayo. Asimismo, en dichos meses se constató una aceleración de la inflación, pues el índice relevante de la evolución de precios de consumo elevó su tasa interanual de crecimiento hasta el 2,4 % en mayo (desde el 1,9 % de marzo). Ello contribuyó a que el Banco de Inglaterra no redujera tipos, a pesar de la desaceleración económica. Los tipos de interés de mercado se mantuvieron básicamente estables a corto plazo, mientras que la rentabilidad de la deuda a 10 años en el mercado secundario registró un moderado repunte. El mercado de renta variable siguió una evolución descendente desde abril.

Las economías del sudeste de Asia —salvo China— se mostraron particularmente vulnerables a la desaceleración del crecimiento de su demanda externa desde comienzos del año (en especial del sector de altas tecnologías, en las que muchos de estos países se han especializado), proceso que se aceleró sustancialmente a lo largo del segundo trimestre. El ritmo de actividad —tras la progresiva caída de las exportaciones en la mayor parte de los países, y pese a la depreciación de sus divisas frente al dólar en casi todos ellos—, se redujo continuamente, lo que ha dado lugar a una acentuada revisión general a la baja de sus previsiones de crecimiento para el año actual. Por el contrario, en China el crecimiento económico durante el conjunto del primer semestre —pese a una moderación del aumento de las exportaciones— alcanzó una tasa interanual de casi el 8 %, similar a la registrada en el segundo semestre del pasado año. En este contexto, la mayor parte de los países tendió a adoptar políticas monetarias y, sobre todo, fiscales más expansivas, para tratar de contrarrestar las reducciones de sus ritmos de crecimiento.

En Latinoamérica, la desaceleración de la actividad económica produjo un crecimiento ligeramente negativo, en términos trimestrales, del PIB del conjunto del área, y esta evolución pareció acelerarse durante el segundo trimestre, a tenor de los datos disponibles de la práctica totalidad de las economías del área. Dentro de este panorama destaca el agravamiento de la crisis financiera de Argentina —tras tres años de recesión—, donde se ha producido un sensible deterioro de la situación financiera del sector público y una creciente fragilidad externa a lo largo del segundo trimestre. Los efectos de esta perturbación financiera se han extendido perceptiblemente a buena parte de las economías del subcontinente, pese a la situación diferenciada en el plano general y en el ámbito financiero de cada una de ellas. Brasil ha sido la

economía más afectada por la crisis argentina, lo que se ha reflejado en una acusada depreciación del tipo de cambio (21 % frente al dólar en lo que va de año, hasta finales de julio), ante lo que las autoridades han reaccionado con elevaciones de los tipos de interés e intervenciones en los mercados de cambios. También Chile —pese a la anterior solidez de sus equilibrios macroeconómicos— se encuentra en una situación de crecimiento débil, si bien conserva importantes márgenes de actuación para sus

políticas económicas a corto plazo. Méjico, finalmente, presentó una acusada dicotomía entre la actual debilidad de su actividad económica interna —más afectada que las anteriores economías por la desaceleración de Estados Unidos— y la pujanza de las inversiones extranjeras recibidas en los meses recientes, que han producido —a diferencia de lo sucedido en la mayor parte de los restantes países del área— una apreciación de su divisa a lo largo de los meses transcurridos del año actual.

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

Los datos más recientes sobre la evolución económica en el área del euro señalan una ligera reducción del ritmo de avance del PIB en el segundo trimestre del año 2001, con lo que se prolongaría la tendencia apuntada en los trimestres precedentes. La desaceleración de la actividad ha sido consecuencia, básicamente, de la debilidad de la demanda exterior y de los efectos reales negativos de la concatenación de los dos *shocks* de oferta derivados del aumento del precio del petróleo y de la crisis del sector alimentario. La situación inflacionista, por su parte, se ha visto afectada por la coincidencia de estas perturbaciones, así como por la elevada depreciación acumulada por el euro. En este contexto, el BCE ha mantenido una actitud prudente, basada en la evaluación cuidadosa de la situación real y monetaria y, especialmente, de las perspectivas inflacionistas de la economía. La evaluación de estos factores le ha llevado a instrumentar un recorte moderado —de 25 puntos básicos— de los tipos de interés oficiales a mediados del mes de mayo, situándolos en el 4,5 %.

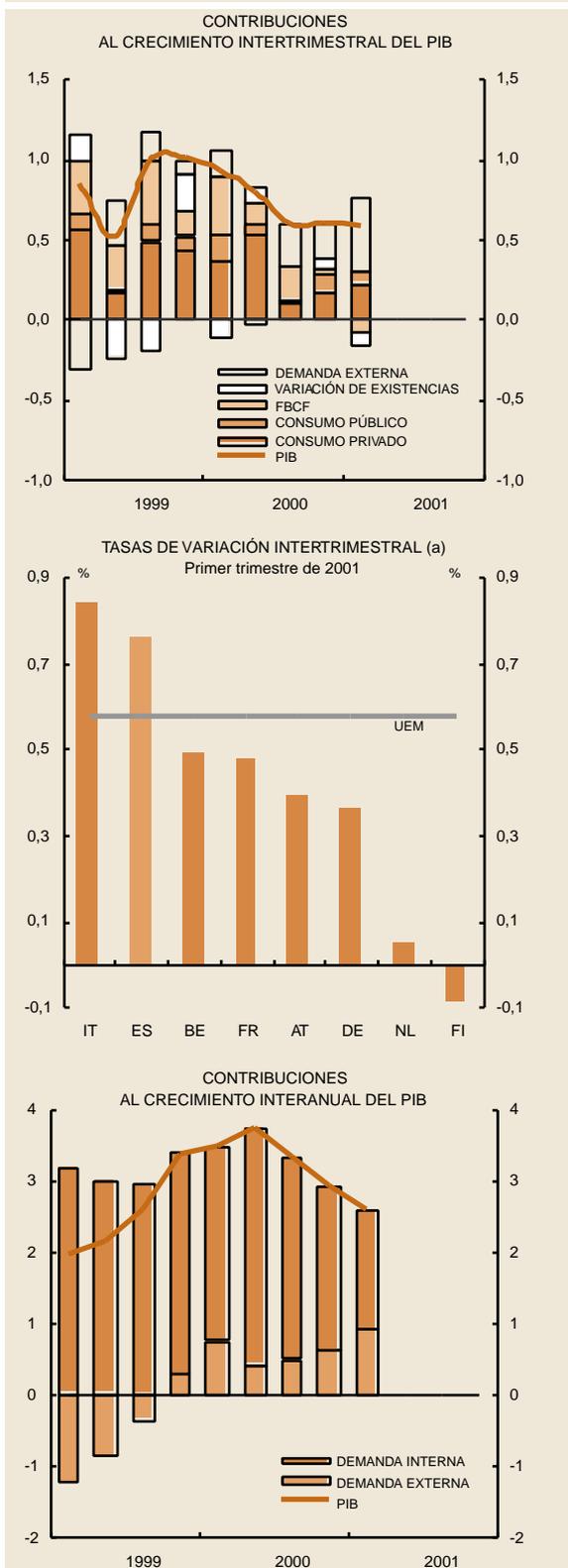
#### 3.1. Evolución económica

Según la segunda estimación de la contabilidad nacional del área del euro, el PIB registró en el primer trimestre de 2001 una tasa de crecimiento intertrimestral del 0,6 %, similar a la del trimestre anterior. Desde una perspectiva un poco más larga, se observa que, tras un crecimiento interanual medio en torno al 3,5 % durante la primera parte de 2000, el ritmo de expansión de la actividad ha ido cediendo, hasta situarse en el 2,6 % en el primer trimestre de 2001, tasa similar a la registrada en los meses centrales de 1999 (véase gráfico 8).

Tras la estabilidad en el ritmo de variación intertrimestral del producto se esconde, sin embargo, una importante desaceleración de la demanda final, derivada tanto de la debilidad de la demanda interna como de las exportaciones, siendo, por lo tanto, la notable contención de las importaciones el principal factor impulsor del crecimiento del PIB. La pérdida de pulso de la demanda final se ha producido como consecuencia de la erosión de la renta real ocasionada por los incrementos de precios y de la atonía de la demanda exterior, factores que no han podido ser contrarrestados por la relativa holgura que mantienen las condiciones monetarias y financieras —como se analizará con más detalle en el siguiente apartado— y por los efectos expansivos de las reformas fiscales puestas en marcha en algunos países. Así, en el primer trimestre del presente año el consumo privado creció un 0,4 %, una décima por encima de la tasa del trimestre anterior, aunque de

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.

forma menos vigorosa que en la primera mitad del año 2000. El consumo público siguió siendo el componente más dinámico de la demanda interna, si bien en este primer trimestre mostró una menor pujanza, perfilando una trayectoria de ligera desaceleración desde la segunda mitad de 2000. Por su parte, la formación bruta de capital fijo sufrió una notable contracción —de casi medio punto intertrimestral—, originada, en gran medida, por la atonía de la demanda y por el desfavorable comportamiento de la inversión en construcción en Alemania (véase recuadro 1). Finalmente, la pronunciada caída de las importaciones, del 1,2 % con respecto al cuarto trimestre, supuso que, a pesar de la debilidad de las exportaciones, que experimentaron un avance casi nulo, la demanda exterior neta aportara cinco décimas al crecimiento intertrimestral del PIB, muy por encima de la contribución de la demanda interna, que fue de una décima.

Por sectores económicos, se observa que, en el primer trimestre del año 2001, el valor añadido bruto de la industria manufacturera aumentó más que en períodos anteriores, con una tasa de variación intertrimestral del 1,4 %, frente al 0,6 % del cuarto trimestre de 2000. No obstante, este incremento se vio prácticamente neutralizado por la fuerte contracción registrada en el valor añadido del sector de la construcción. El sector servicios, por su parte, mantuvo una trayectoria relativamente estable en relación con trimestres precedentes.

La información coyuntural más reciente apunta a una pérdida adicional de dinamismo de la actividad en el segundo trimestre (véase gráfico 9). Así, en el período comprendido entre abril y junio los índices de confianza industrial y de directores de compras de la industria manufacturera disminuyeron en relación con la media de los tres meses anteriores. Por su parte, el índice de producción industrial se ha ralentizado progresivamente a lo largo de los meses transcurridos del año, alcanzando en mayo una tasa interanual del -0,1 %, muy por debajo del 8,2 % de diciembre de 2000. También los indicadores de actividad del sector servicios provenientes de las encuestas cualitativas registraron una pérdida de ritmo en el segundo trimestre en relación con el primero. Por último, el indicador de confianza de la construcción mostró entre marzo y junio un empeoramiento adicional.

Desde la óptica de la demanda, los indicadores de consumo reflejaron, en general, un tono menos dinámico en el segundo trimestre del año. Así, los niveles tanto del indicador de confianza de los consumidores como de comercio al por menor, aunque se mantuvieron relati-

RECUADRO 1

**Crecimiento económico e inversión en construcción en la UEM**

La desaceleración del PIB en el primer trimestre de 2001 se debió, entre otros factores, a la atonía que mostró la formación bruta de capital fijo (FBCF), particularmente en Alemania, donde se registró una notable contracción, del -2,5 % en términos intertrimestrales. Detrás de esta se encuentra el fuerte retroceso de la inversión en construcción, que alcanzó en ese país una tasa de crecimiento negativa del 5,7 % intertrimestral y del 8,2 % interanual. Esta observación invita a analizar la evolución de la inversión en construcción en la UEM en los últimos años, con el fin de detectar paralelismos y semejanzas entre los principales países y valorar su contribución al crecimiento.

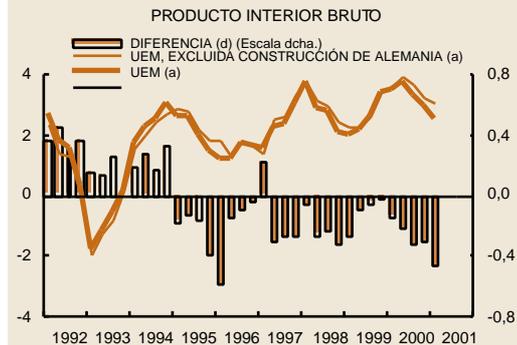
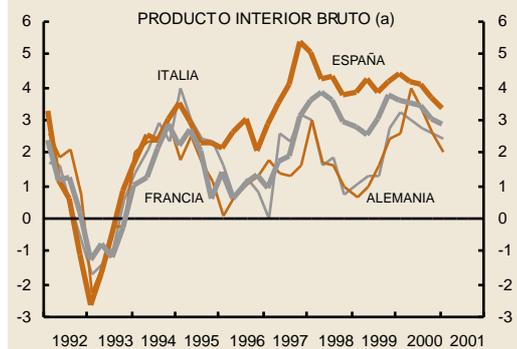
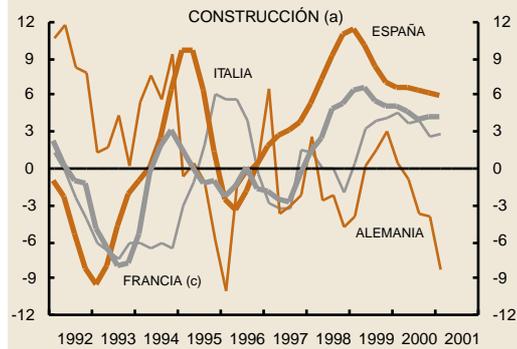
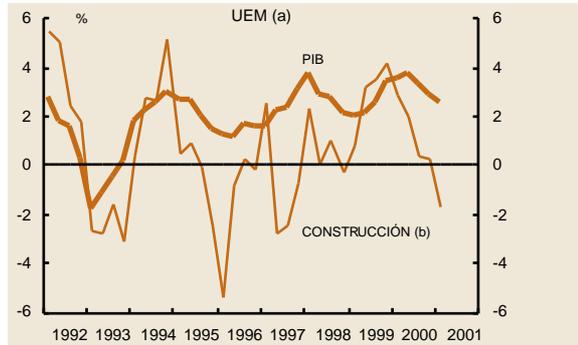
Debido a la carencia en varios países de la UEM del desglose de la formación bruta de capital fijo por finalidades, la Agencia Estadística Europea EUROSTAT no proporciona una serie de inversión en construcción para el conjunto del área. Por ello, en este recuadro se ha aproximado este concepto utilizando la información existente para los cuatro países de mayor peso —Alemania, Francia(1), Italia y España—, que representan en torno al 80 % del PIB de la UEM. Con estos datos se han analizado las pautas de la evolución de la inversión en construcción en estos países en relación con el ciclo económico general.

En los gráficos adjuntos, puede comprobarse que el crecimiento de la inversión en construcción en la UEM muestra oscilaciones mucho más pronunciadas que el crecimiento del PIB, dado que, al contrario que otras decisiones de gasto, es muy sensible a los cambios en las expectativas de los agentes. Además, mientras que el aumento del producto en el grupo de cuatro países antes mencionado revela una notable sincronía cíclica, las pautas de crecimiento de la inversión en construcción en los países considerados han sido dispares.

En este sentido, la evolución de la construcción en Francia, Italia y España presenta rasgos comunes que no son, en general, compartidos por Alemania. Destaca en este primer grupo la contracción de la inversión en construcción a comienzos de la década provocada por la fuerte recesión económica europea. También se ven tendencias semejantes a finales de la década, como el retorno a tasas positivas de crecimiento, alimentadas por la caída de los tipos de interés a largo plazo y por el mayor crecimiento económico. Concretamente, en Francia y España la construcción de vivienda ha sido particularmente intensa en años recientes. Por otra parte, en estos países la inversión en construcción presenta una sincronía cíclica elevada con el PIB, hecho que no se produce de forma tan clara en la economía alemana, donde las tasas de crecimiento de la construcción presentan una mayor variabilidad y una caída tendencial a lo largo de toda la década. Esto sugiere que son factores especiales los que explican la situación de la construcción en Alemania.

La fortaleza de la inversión en construcción en Alemania a comienzos de los años noventa coincidió con el auge que siguió a la reunificación, en el que el proceso inversor en los *Länder* del Este se impulsó mediante subsidios estatales a la inversión. Esto produjo una sobreacumulación de capital y un consiguiente exceso de oferta. En el conjunto de Alemania, a mediados de la década, se alcanzó un máximo histórico de 600.000 terminaciones de viviendas en construcción. La existencia en la actualidad de un *stock* significativo de viviendas desocupadas en el Este (más del 10 % del total) está suponiendo un importante desincentivo a la inversión residencial, de manera que, en el año 2000, el número de viviendas terminadas en Alemania se redujo hasta las 425.000. Adicionalmente, al deterioro reciente de la evolución de la inversión residencial en Alemania también ha podido contribuir la entrada en vigor de medidas fiscales a comienzos de los años 1999 y 2000, que han reducido las ayudas públicas a la vivienda. Este proceso de ajuste de la demanda a la sobreacumulación de edificios implica un importante freno al crecimiento económico, no solo en Alemania, sino también para la UEM en su conjunto, hasta tal punto que, en el primer trimestre de 2001, la contracción de la construcción en Alemania detrajo casi medio punto porcentual, en términos interanuales, del aumento del producto de la UEM (y dos décimas de la tasa intertrimestral) (véase la parte inferior del gráfico). En la última década, la magnitud de esa contribución negativa solo ha sido superada en una ocasión, en el primer trimestre de 1996.

(1) Para Francia, como no se dispone trimestralmente de la FBCF en construcción, sino solo de la FBCF total y del componente de maquinaria y bienes de equipo, se ha aproximado la primera como la diferencia entre el total y la inversión en maquinaria y bienes de equipo. Ello supone que la aproximación realizada de la inversión en construcción en Francia también incluye el componente de la FBCF denominado «otra inversión».

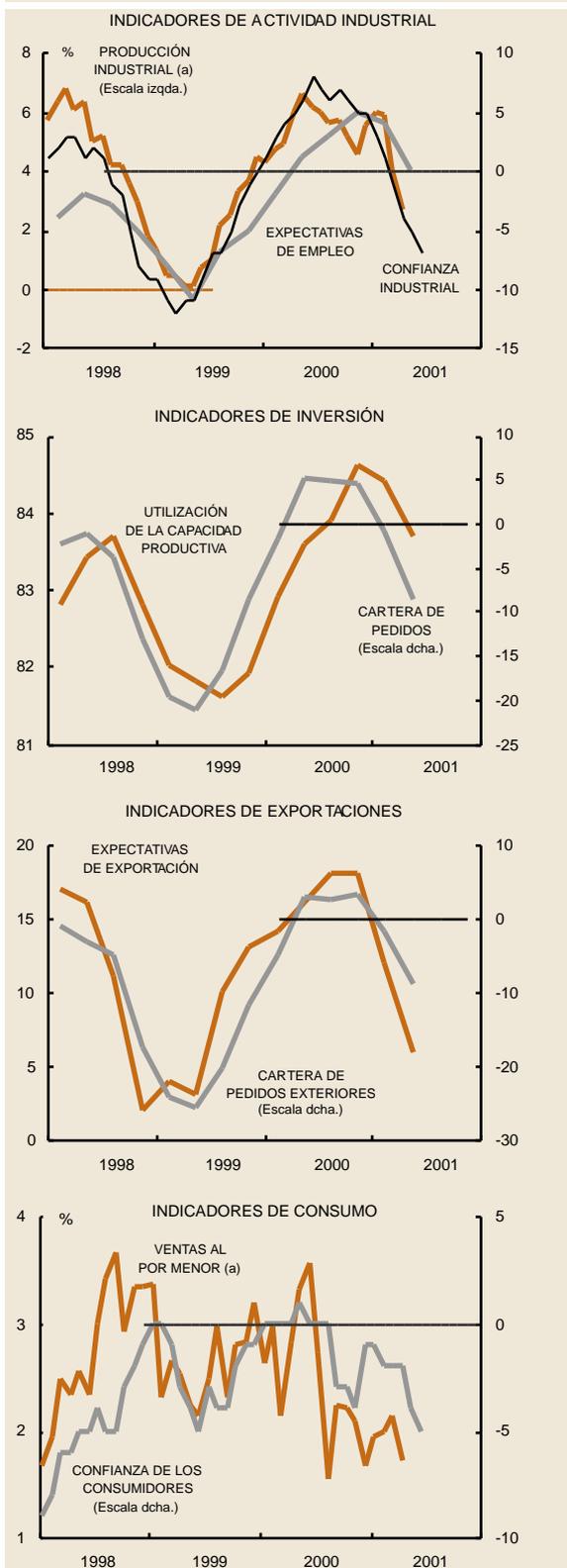


Fuentes: Eurostat y estadísticas nacionales.

- (a) Tasas de variación interanuales.
- (b) Agregación de los cuatro países considerados.
- (c) Aproximada por la diferencia entre la formación bruta de capital fijo total y la inversión en bienes de equipo.
- (d) Tasa de variación interanual de la UEM menos tasa de variación interanual de la UEM, excluida la construcción de Alemania.

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.

vamente elevados, disminuyeron entre el primer y segundo trimestre del año, en tanto que el indicador de ventas al por menor alcanzó en abril una tasa de incremento interanual inferior a la media de los tres meses anteriores del año. Con respecto a los indicadores de bienes de consumo duradero, su deterioro en la primera parte del año ha sido más pronunciado que en el caso de los referidos al consumo total, lo que resulta coherente con el hecho de que habitualmente estos bienes muestran un comportamiento cíclico más acentuado; sin embargo, a lo largo del segundo trimestre han exhibido una evolución algo más favorable. Así, el indicador de matriculación de automóviles presentó una ligera mejora en el segundo trimestre y la disposición para realizar compras de este tipo de bienes de la encuesta de confianza del consumidor registró un deterioro menor que el índice compuesto.

Por su parte, la información disponible de la inversión en capital fijo anticipa una moderación adicional de este componente en el segundo trimestre. En este período, los indicadores de opinión relativos a la industria más estrechamente relacionados con la adquisición de bienes de equipo mostraron una notable desaceleración (véase gráfico 9). No obstante, según los datos de la encuesta semestral de inversiones de la Comisión Europea, de la primavera de 2001, las empresas manufactureras examinadas han mantenido sus expectativas, expresadas en la pasada encuesta de otoño, de que la inversión podía alcanzar en el año 2001 un crecimiento del 5 %. Por último, los indicadores de exportaciones también apuntan a una moderación adicional de la trayectoria de este componente en el período analizado.

A pesar de la debilidad de la actividad en la primera parte del año, resulta todavía probable una cierta aceleración del crecimiento del producto en el segundo semestre, que sería coherente con un contexto internacional algo más favorable —en particular, en Estados Unidos— y con la consolidación de una tendencia a la baja de la inflación, que impulsaría la renta y el gasto real, todo ello, además, en un entorno de condiciones holgadas de financiación.

Según los indicadores relativos al mercado de trabajo, durante el segundo trimestre del año el empleo mantuvo un comportamiento relativamente favorable, aunque menos vigoroso que en períodos anteriores. De este modo, la tasa de paro registró una ligera disminución, situándose en el mes de mayo en el 8,3 %, una décima menos que en marzo. Adicionalmente, las expectativas de empleo presentaron un cierto deterioro en los meses de abril a junio, aunque tanto en el sector manufacturero como

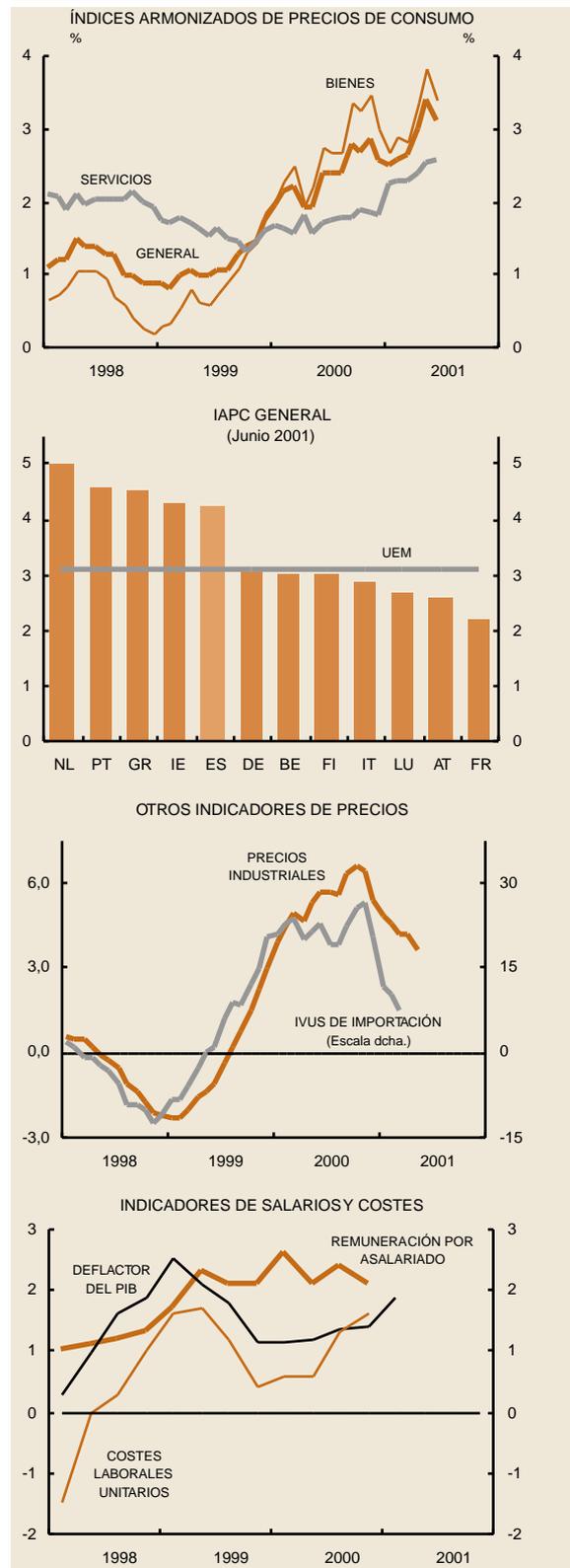
en el de servicios continúan situadas por encima de su media de los últimos años.

Los principales indicadores de precios de la economía del área del euro han mostrado una tendencia alcista en la primera parte del año 2001, como consecuencia, principalmente, de la desfavorable evolución del precio del petróleo y de algunos alimentos, y de los efectos retrasados de los pasados incrementos de los precios de importación. En este sentido, el deflactor del PIB, que aproxima el componente interno de la inflación, aumentó en el primer trimestre de 2001 hasta el 1,9 %. Respecto a los principales integrantes de este deflactor, la información sobre los costes laborales unitarios solo está disponible hasta el cuarto trimestre de 2000, cuando su tasa de variación interanual avanzó hasta el 1,6 %, como consecuencia del importante descenso de la productividad de la economía, ya que la remuneración por asalariado cedió ligeramente (véase la parte inferior del gráfico 10). Con respecto a la primera parte del año en curso, la información sobre salarios, aunque todavía incompleta, parece confirmar cierta estabilidad en las tasas de incremento de la remuneración por asalariado, tal y como señalan los datos disponibles para algunos países y la evolución del indicador de costes laborales por hora para la zona del euro en el primer trimestre del año.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios de consumo, en el período que va de abril a junio la tasa de inflación del área, medida por el IAPC que incluye a Grecia en el año 2000, aumentó en 0,5 puntos, hasta situarse en el 3,1 % (véase gráfico 10). Casi la totalidad de los componentes del IAPC registraron una evolución desfavorable, siendo los relacionados con los alimentos —elaborados y no elaborados— los que más acentuaron sus ritmos de avance durante ese período. En particular, el componente energético experimentó una notable corrección en junio, que le permitió alcanzar en dicho mes una tasa interanual del 5,5 %, una décima inferior a la de marzo. Por su parte, la definición del índice que excluye los alimentos no elaborados y los bienes energéticos, denominada IPSEBENE, también mostró un deterioro significativo en esos meses, situando su tasa interanual en junio en el 2,2 %, lo que supone un repunte de tres décimas en relación con el crecimiento registrado en marzo. Por países, el empeoramiento del comportamiento de los precios ha sido generalizado. El diferencial de inflación dentro del área se ha cerrado en nueve décimas entre marzo y junio, como resultado de la elevación más acusada de la inflación en Francia que en Holanda, países que presentan la tasa de variación del IAPC más reducida y más elevada, respectivamente.

GRÁFICO 10

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

|                | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001                                      |   |
|----------------|------|------|------|------|---|---|
|                |      |      |      |      | Objetivos de los programas de estabilidad | Previsiones de primavera de la Comisión Europea |
| Bélgica        | -1,9 | -0,9 | -0,7 | 0,0  | 0,2                                       | 0,5   |
| Alemania       | -2,7 | -2,1 | -1,4 | -1,0 | -1,5                                      | -1,7  |
| Grecia         | -4,7 | -3,1 | -1,8 | -0,9 | 0,5                                       | 0,0   |
| España         | -3,2 | -2,6 | -1,2 | -0,4 | 0,0                                       | 0,1   |
| Francia        | -3,0 | -2,7 | -1,6 | -1,4 | -1,0                                      | -1,1  |
| Irlanda        | 0,7  | 2,1  | 2,1  | 4,5  | 4,3                                       | 3,9   |
| Italia         | -2,7 | -2,8 | -1,8 | -1,5 | -0,8                                      | -1,3  |
| Luxemburgo     | 3,6  | 3,2  | 4,7  | 4,7  | 2,6                                       | 4,0   |
| Holanda        | -1,1 | -0,7 | 1,0  | 1,3  | 0,7                                       | 0,8   |
| Austria        | -1,7 | -2,2 | -2,1 | -1,5 | -0,8                                      | -0,7  |
| Portugal       | -2,7 | -2,3 | -2,1 | -1,7 | -1,1                                      | -1,5  |
| Finlandia      | -1,5 | 1,3  | 1,8  | 6,7  | 4,7                                       | 5,3   |
| PRO MEMORIA:   |      |      |      |      |   |   |
| UEM            |      |      |      |      |   |   |
| Saldo primario | 2,5  | 2,6  | 3,0  | 3,3  | 3,3                                       | 3,1   |
| Saldo total    | -2,6 | -2,1 | -1,2 | -0,7 | -0,6                                      | -0,8  |
| Deuda pública  | 74,7 | 73,1 | 72,1 | 69,8 | 67,7                                      | 67,7  |

Fuente: Comisión Europea.

(a) No se incluyen los ingresos obtenidos por la venta de licencias UMTS. Déficit (-) / superávit (+).

Del resto de indicadores sobre la situación inflacionista, sobresale el recorte observado en la tasa de crecimiento del índice de precios industriales (IPRI) a lo largo de abril y mayo, hasta situarse en el 3,6 % en este último mes, frente al 4,2 % de marzo. Esto ha sido el resultado de la desaceleración del componente de bienes intermedios y de una gran estabilidad de las restantes agrupaciones. En este sentido, la interrupción en el proceso de avance de los precios de los bienes industriales de consumo permite anticipar unas menores tasas de aumento de los precios finales de consumo en el medio plazo, dado el carácter de indicador adelantado del primero. Por otra parte, la evolución reciente de los principales determinantes a corto plazo de los precios de la UEM —con una reducción del precio del petróleo, relativa estabilidad del tipo de cambio del euro y posible superación de los episodios de crisis alimentarias— sugiere también que la inflación podría desacelerarse en el corto plazo. Sin embargo, desde una perspectiva de medio plazo, existen riesgos de que los trabajadores traten de recuperar la pérdida de poder adquisitivo, exigiendo aumentos más elevados de sus remuneraciones, lo que pondría en peligro la contención de la inflación (véase recuadro 2).

De acuerdo con las estimaciones del BCE, la balanza por cuenta corriente del área del euro experimentó un déficit acumulado en el primer cuatrimestre del año de 12,5 mm de eu-

ros, lo que supone una mejora en comparación con los 18,5 mm euros de déficit registrados en el mismo período del año anterior. Este resultado se debió al buen comportamiento de la balanza de bienes, consecuencia, a su vez, de la mayor pujanza de las exportaciones en comparación con las importaciones en el período de referencia.

Según la información disponible acerca de la ejecución presupuestaria en los primeros meses del año, es muy probable que en algunos países del área no se alcancen en el año actual los objetivos de saldo presupuestario establecidos en los programas de estabilidad respectivos (véase cuadro 1). Esto supone una interrupción de la tendencia observada en años recientes, caracterizada por el logro de resultados mejores que los previstos inicialmente, debido a la pujanza de los ingresos. Ahora estos están creciendo menos, como consecuencia de las disminuciones de impuestos introducidas en muchos países y de la menor fortaleza de la actividad. En aquellos Estados miembros que han alcanzado ya una posición presupuestaria próxima al equilibrio o en superávit, esta desviación podría no constituir un grave motivo de preocupación, en la medida en que sea la consecuencia de la actuación de los estabilizadores automáticos. Sin embargo, en los países que continúan presentando déficit estructurales o elevadas *ratios* de deuda pública, sería deseable la adopción de medidas discrecionales que

**Encuesta de opinión y expectativas inflacionistas en la UEM**

El diferencial positivo entre el ritmo de crecimiento del IAPC de la zona del euro y el límite superior de la definición de estabilidad de precios (2 %) ha aumentado progresivamente desde el primer semestre de 2000 y alcanza en la actualidad un punto porcentual. Aunque las causas del aumento de la inflación son fundamentalmente transitorias, la persistencia de este diferencial podría provocar una revisión de las expectativas inflacionistas, que, de consolidarse, obstaculizarían el proceso de desinflación que se espera tenga lugar en los próximos meses. En este recuadro se analiza la evolución reciente de las expectativas inflacionistas de la UEM, tal y como se refleja en las principales encuestas disponibles.

La formación de expectativas por parte de los agentes económicos no responde a un patrón homogéneo, lo que se debe, entre otros motivos, a la diversidad de conjuntos de información manejados por unos y otros, y a cómo estos se interpretan. Para la medición de las expectativas se han desarrollado diversas metodologías, que pueden clasificarse como indirectas y directas. Las primeras, asumiendo ciertos supuestos teóricos, intentan extraer la información contenida en los precios de los activos financieros. Las segundas se basan en encuestas, en las que se pregunta directamente a una muestra representativa de agentes sobre sus expectativas. Estas encuestas pueden ser cualitativas o cuantitativas, dependiendo, respectivamente, de si proporcionan una opinión sobre la dirección del cambio esperado en la variable o, por el contrario, un dato concreto que cuantifica dicho cambio.

Los dos gráficos superiores presentan la evolución de las medidas cuantitativas de expectativas inflacionistas correspondientes a 2001 y 2002 elaboradas por especialistas. Entre febrero de 2000 y mayo del año actual, se ha producido un deterioro generalizado de las previsiones de la inflación promedio de la zona del euro correspondiente a 2001. Si se admite que la amplitud del rango de expectativas constituye una aproximación razonable al grado de incertidumbre asociado con la expectativa media, puede concluirse que, en el mes de mayo, los agentes profesionales asignaban una elevada probabilidad a que la tasa de inflación media del 2001 será del 2,3 %. En lo que concierne al 2002, las encuestas de mayo anticipaban una notable moderación de la inflación, pues se esperaba que la tasa media de incremento de los precios se situaría entre el 1,7% y el 1,8 %, es decir, entre cinco y seis décimas por debajo de la expectativa de 2001. Con posterioridad se han publicado los resultados de la encuesta de *Consensus* de junio, que muestran un empeoramiento de las expectativas de inflación, hasta el 2,5 % en 2001 y el 1,9 % en 2002.

Con respecto a las encuestas cualitativas de la Comisión Europea (CE), en el período más reciente se observa una evolución divergente entre las expectativas de los hogares sobre los precios de consumo en los próximos doce meses y de las empresas sobre precios de venta de las manufacturas para los meses siguientes, que, no obstante, se ha reducido ligeramente en junio. Conviene subrayar que, en la coyuntura actual de inflexión de la tendencia inflacionista, esa disparidad puede dar lugar a fricciones en los procesos de negociación salarial. En efecto, desde finales de 1999 el ritmo de revisión de las expectativas por parte de los consumidores ha sido más lento que el observado en los sectores manufactureros. A mediados de 2000 se produjo una estabilización de las expectativas de precios de venta de las manufacturas, seguida de una revisión a la baja a partir de finales de dicho año. Por el contrario, los consumidores han continuado manteniendo expectativas inflacionistas al alza a lo largo del período más reciente que contrasta con la simultaneidad en el cambio de rumbo de ambas series desde principios de 1999 (véase gráfico inferior). Este hecho refleja un mayor peso relativo del componente retrospectivo en la determinación de las expectativas de precios de los hogares en comparación con los empresarios manufactureros (1). Por otro lado, dado que la industria es un sector muy expuesto a la competencia, sus expectativas de precios reflejan el carácter mayoritariamente «precio-aceptante» de las empresas que lo forman y que, en el momento actual, deben incorporar los efectos de los progresos en la integración comercial del área, la debilidad de la demanda mundial y, posiblemente, la transparencia de precios que traerá consigo la efectiva implantación del euro como única moneda de transacciones dentro de la zona.

En conclusión, la información analizada en este recuadro revela un predominio de las expectativas de desinflación en 2002 en la UEM. Sin embargo, también se ha observado que los mecanismos de formación de expectativas no son uniformes, sino que parecen diferir en función del tipo de agente que se considere. Así, mientras que los consumidores tienden a dar más peso a la evolución pasada de los precios, los empresarios y los analistas profesionales incorporan en mayor medida consideraciones con respecto al futuro. Esta característica implica que, en el contexto actual, en el que, tras un retraso mayor que el inicialmente esperado, la tasa de inflación de la UEM parece estar comenzando una fase de desaceleración, podrían producirse fricciones en los procesos de determinación de los salarios que amenazarían el mantenimiento de la estabilidad de precios.

(1) En «The information content of survey data on expected price developments for monetary policy», Deutsche Bundesbank (2001), Monthly Report, enero, se aporta evidencia cuantitativa de la importancia relativa del componente retrospectivo (o *backward-looking*) dentro de la estructura de expectativas de los consumidores.

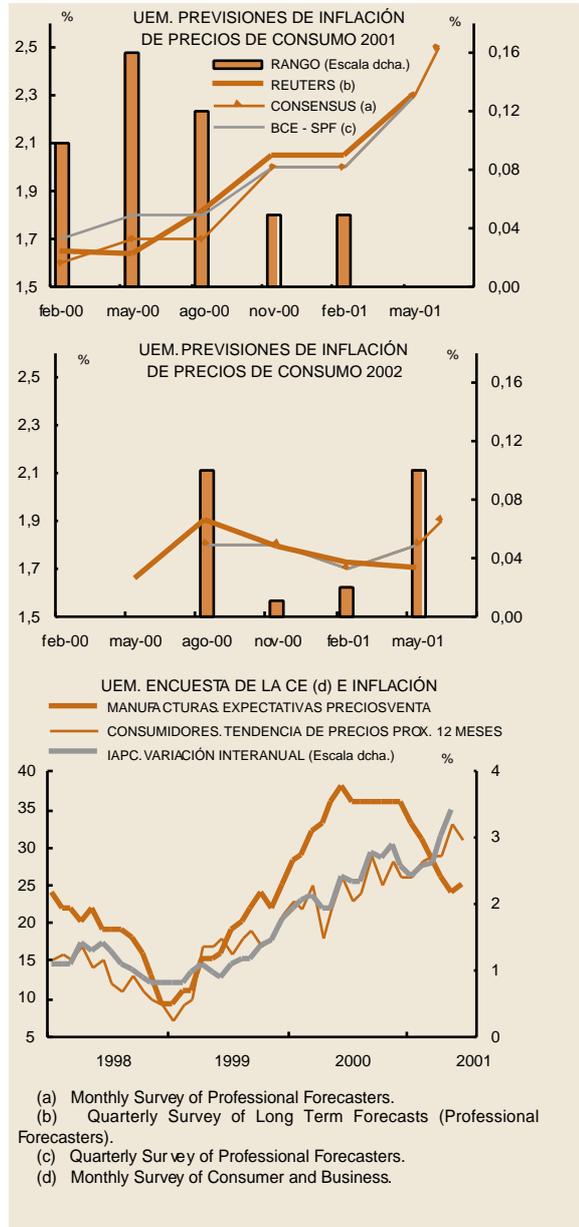


GRÁFICO 11

**Tipos de interés del BCE y tipos de cambio del euro**



eviten el incumplimiento de los objetivos contenidos en los planes de estabilidad, con el fin de garantizar la continuidad del proceso de consolidación fiscal.

En los últimos meses, varios países han aprobado —o están a punto de hacerlo— medidas presupuestarias de distinta índole. Así, en Bélgica se acordaron en el mes de mayo los detalles finales de la reforma de la imposición directa sobre las familias, orientada a la disminución de la presión fiscal sobre el factor trabajo. En los Países Bajos, el gobierno ha acordado, para el ejercicio actual y para el próximo, incrementos sustanciales del gasto en los capítulos de sanidad, educación y seguridad pública, que serán compensados parcialmente a través de

recortes del gasto en otras áreas. En la dirección opuesta, el gobierno portugués presentó en el mes de junio un programa de reforma del gasto que incluye medidas que reducirán el correspondiente a 2001 en un 0,3 % del PIB, compensando así, aunque posiblemente no por completo, la desviación respecto al objetivo inicial provocada por la debilidad de los ingresos y por el desbordamiento de algunos capítulos de gasto (en particular, en sanidad pública). Además, el programa presentado fija un objetivo de crecimiento del conjunto del gasto corriente primario del 4 % en términos anuales en el período 2002-2004, frente al 5,9 % implícito en el programa de estabilidad vigente. Finalmente, Austria está culminando la preparación de la legislación relativa al denominado Pacto de Estabilidad Nacional, cuyo objeto es asegurar que los niveles inferiores del gobierno se impliquen en mayor medida en el logro de las metas presupuestarias fijadas para el conjunto de las Administraciones Públicas de este país.

**3.2. Evolución monetaria y financiera**

El contexto económico descrito en la sección anterior, caracterizado por el debilitamiento de la actividad económica y por la persistencia de tasas de inflación relativamente elevadas, ha determinado que el Consejo de Gobierno del BCE haya sido especialmente prudente en la toma de decisiones de política monetaria en el período más reciente. Tras el moderado recorte de 25 puntos básicos decidido el día 10 de mayo, en las reuniones quincenales posteriores los tipos de interés oficiales se han mantenido inalterados. Actualmente, el tipo de las operaciones principales de financiación se encuentra en el 4,5 %, y en el 3,5 % y 5,5 % los de la facilidad de depósito y crédito, respectivamente (véase el gráfico 11).

La desaceleración de la actividad económica ha hecho que los agentes hayan descontado bajadas de los tipos oficiales desde los primeros meses del año. Esto ha favorecido una cierta disminución de los tipos bancarios, lo que ha contribuido a sostener el crecimiento del crédito concedido por las entidades. Por otra parte, el agregado monetario M3 siguió expandiéndose por encima del valor de referencia del 4,5 %. Además, la depreciación del euro y el aumento de la inflación han amplificado el carácter holgado de las condiciones monetarias y financieras, a pesar de la evolución de las cotizaciones bursátiles, que han experimentado una notable caída en el período transcurrido de 2001. Por su parte, las condiciones monetarias y financieras han sido más holgadas en nuestro país, tal y como se refleja, por ejemplo, en el mayor ritmo de expansión del crédito.

CUADRO 2

## Situación monetaria y financiera de la UEM y España

|   | 1999  | 2000  | 2001  |       |       |       |       | JUL (c) |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
|   | DIC   | DIC   | FEB   | MAR   | ABR   | MAY   | JUN   |         |
| MAGNITUDES MONETARIAS (a):                    |       |       |       |       |       |       |       |         |
| UEM   |       |       |       |       |       |       |       |         |
| M3  | 6,1   | 4,9   | 4,4   | 4,6   | 4,7   | 5,3   | 6,3   |         |
| M1  | 10,0  | 5,7   | 2,0   | 2,1   | 1,6   | 3,2   | 4,2   |         |
| Crédito al sector privado                     | 10,3  | 10,2  | 9,7   | 9,3   | 9,1   | 8,6   | 8,4   |         |
| ESPAÑA  |       |       |       |       |       |       |       |         |
| Activos financieros líquidos                  | 1,4   | 2,6   | 3,9   | 4,6   | 4,7   | 6,1   | 6,9   |         |
| Medios de pago                                | 12,7  | 4,4   | 3,1   | 2,5   | 2,5   | 3,9   | 4,8   |         |
| Financiación al sector privado                | 19,4  | 18,8  | 17,7  | 17,2  | 16,6  | 16,8  | 16,7  |         |
| MERCADOS FINANCIEROS (b):                     |       |       |       |       |       |       |       |         |
| EONIA   | 3,04  | 4,83  | 4,99  | 4,78  | 5,04  | 4,65  | 4,54  | 4,53    |
| EURIBOR a tres meses                          | 3,44  | 4,94  | 4,76  | 4,71  | 4,68  | 4,64  | 4,45  | 4,47    |
| Deuda pública                                 |       |       |       |       |       |       |       |         |
| Rendimiento bonos a diez años UEM             | 5,32  | 5,07  | 5,02  | 4,94  | 5,10  | 5,26  | 5,21  | 5,29    |
| Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM        | 1,04  | 0,25  | 0,15  | 0,00  | 0,09  | 0,18  | 0,12  | 0,14    |
| Diferencial bonos a diez años España-Alemania | 0,22  | 0,31  | 0,34  | 0,37  | 0,35  | 0,31  | 0,33  | 0,32    |
| Tipos de interés bancarios en España          |       |       |       |       |       |       |       |         |
| Tipo sintético pasivo                         | 1,98  | 3,02  | 3,04  | 3,03  | 3,00  | 2,98  |       |         |
| Tipo sintético activo                         | 5,03  | 6,35  | 6,22  | 6,08  | 6,16  | 6,04  |       |         |
| Tipo de cambio dólar/euro                     | 1,011 | 0,897 | 0,922 | 0,910 | 0,892 | 0,874 | 0,853 | 0,849   |
| Renta variable (d)                            |       |       |       |       |       |       |       |         |
| Índice Dow Jones EURO STOXX amplio            | 39,5  | -5,9  | -7,7  | -11,2 | -5,7  | -6,5  | -10,4 | -14,6   |
| Índice General Bolsa de Madrid                | 16,2  | -12,7 | 3,0   | 0,9   | 6,3   | 3,8   | -2,2  | -8,0    |

Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

(a) Tasa de variación interanual.

(b) Medias mensuales.

(c) Media del mes hasta el día 13 de julio de 2001.

(d) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 12 de julio de 2001.

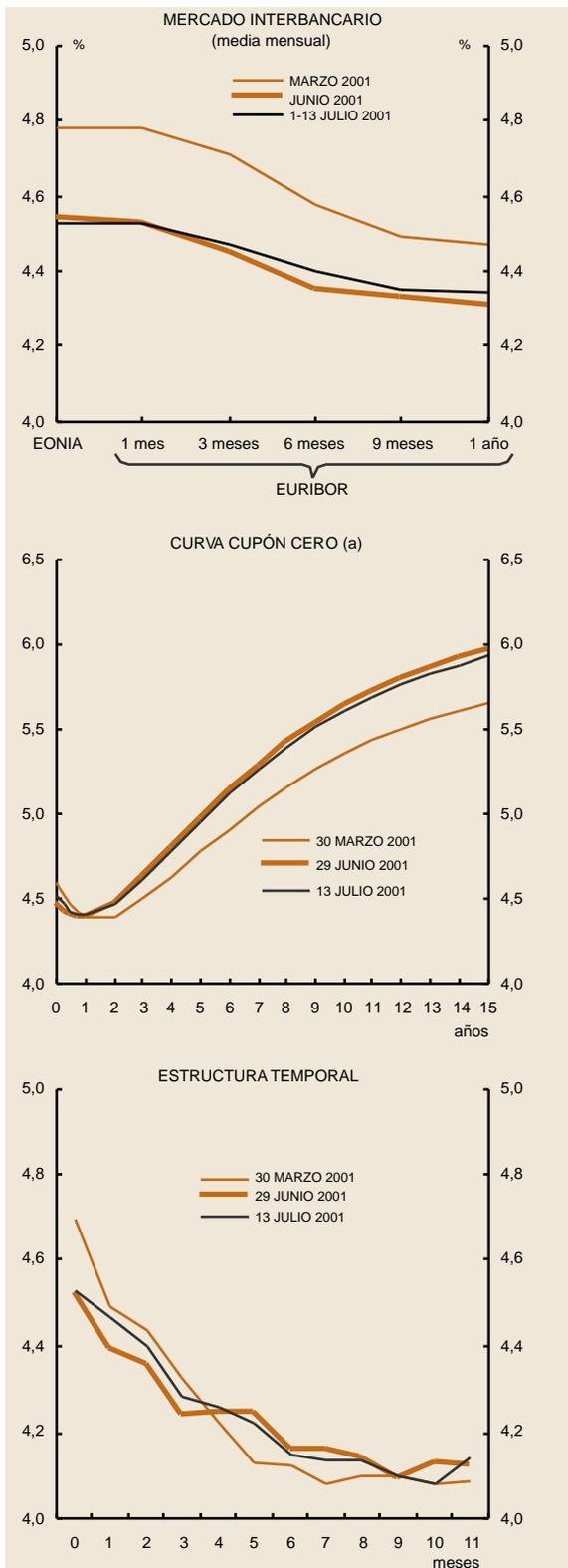
A lo largo del segundo trimestre, los tipos de interés de los mercados monetarios se han caracterizado por una tónica general de estabilidad, disminuyendo suavemente a partir de la última bajada de los tipos oficiales (véanse cuadro 2 y gráfico 11). Asimismo, el tipo Euribor a tres y seis meses ha oscilado, en junio y las primeras semanas de julio, alrededor del 4,4 %, esto es, unos 25 puntos básicos por debajo del nivel de marzo. En cualquier caso, tras la decisión de política monetaria del día 10 de mayo, los mercados han continuado descontando un recorte adicional de un cuarto de punto antes de que finalice el año. En cuanto a los tipos de interés a largo plazo, el rendimiento del bono a diez años en la UEM se ha situado, en los días transcurridos del mes de julio, en el 5,3 %, aproximadamente 35 puntos básicos por encima del nivel registrado en marzo, aunque este incremento fue inferior al registrado por la deuda norteamericana (véase gráfico 13). Por su parte, el diferencial entre el bono alemán y el

español se mantiene en el entorno de los 30 puntos básicos.

Los tipos de interés del crédito bancario en la zona del euro —que son los más directamente relacionados con las decisiones de gasto de los agentes— se han mantenido muy estables a lo largo del período, recogiendo tan solo de forma parcial los movimientos en los mercados monetarios, dados los retardos existentes en el proceso de transmisión. Así, los tipos de interés de las operaciones de préstamo hipotecario y a empresas a más de un año se redujeron a lo largo del período que va de enero a mayo de 2001 en 25 y 10 puntos básicos, respectivamente, mientras que el nivel de los tipos de interés de los préstamos al consumo no se modificó. En el caso de España, el tipo de las operaciones bancarias de activo ha disminuido con algo más de intensidad, con un descenso entre enero y mayo de 30 puntos básicos (véase cuadro 2).

GRÁFICO 12

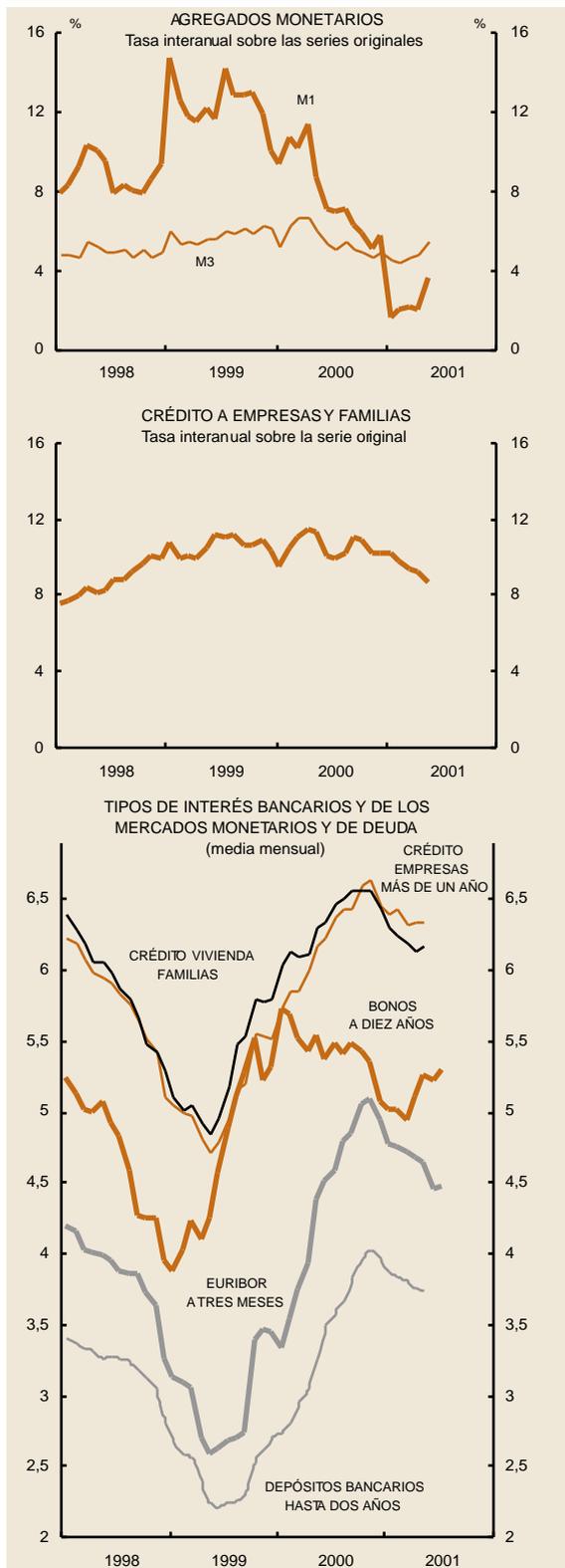
**Zona del euro  
Curva de rendimiento por plazos**



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

GRÁFICO 13

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



Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.

Durante el período transcurrido entre marzo y la fecha de cierre de este Boletín, el euro volvió a depreciarse frente al dólar, aunque en las últimas semanas ha mejorado su cotización. A mediados de julio, el tipo de cambio se situaba alrededor de los 0,85 dólares por euro, lo que supone una pérdida de valor aproximada del 7 % respecto al nivel del mes de marzo (véase gráfico 11). Frente al yen, la divisa europea también perdió terreno —en torno a un 5 %— durante el período analizado. A finales de junio, el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a los países desarrollados se situaba un 2,3 % por debajo del nivel del mes de marzo, mientras que en España el componente nominal del índice de competitividad ha permanecido prácticamente invariable en ese mismo período.

En cuanto a los mercados bursátiles, los mercados europeos han tenido un comportamiento irregular dentro de una tendencia a la baja, arrastrados por la evolución del sector de nuevas tecnologías. Los anuncios de menores perspectivas de beneficios de algunas de las principales empresas del sector en Estados Unidos y de varias empresas europeas de gran tamaño han acrecentado la incertidumbre y la falta de confianza, lo que se ha traducido en un retroceso del Dow Jones EURO STOXX, que acumula, al cierre de este Boletín, un descenso de casi el 15 % desde principios de año. En el caso de España, esta tendencia bajista se ha agudizado recientemente por la incertidumbre por la que atraviesa el área iberoamericana y, en particular, la economía argentina. Esto ha provocado que la recuperación bursátil que se había observado hasta el mes de mayo en los mercados se haya revertido a partir de junio, acumulando en la actualidad el Índice General de la Bolsa de Madrid un 8 % de pérdidas a lo largo del año en curso. En general, este entorno de incertidumbre que rodea a los mercados de renta variable ha podido inducir desplazamientos en las carteras de los agentes hacia valores de renta fija.

Las tasas de crecimiento de los agregados monetarios del área del euro han registrado un repunte a lo largo del segundo trimestre del año, con lo que se ha interrumpido la senda de progresiva moderación que venía observándose desde el tercer trimestre del año 2000 (véase gráfico 13). La variación interanual del agre-

gado M3 se aceleró en el mes de junio hasta el 6,3 % (en tasa calculada sobre la serie original), situándose la media de los tres últimos meses por encima del 5 %. Conviene destacar que, en este período, el BCE ha revisado la serie oficial del agregado de referencia M3, eliminando de su cálculo las tenencias de no residentes de fondos del mercado monetario. A pesar de la importancia que esta rúbrica había ido adquiriendo desde el inicio de la UEM, no había sido posible realizar el ajuste antes, al no disponerse de suficiente información estadística para aislar este efecto. Al margen de este hecho, la evolución reciente de los agregados monetarios ha venido dominada por un relativo dinamismo de los activos menos líquidos y una trayectoria más moderada de los componentes que constituyen el agregado estrecho M1. En España, la liquidez ha evolucionado en línea con la del resto de la UEM, de forma que los Activos Financieros Líquidos (AFL) han acelerado su tasa de crecimiento medio en el segundo trimestre hasta el 5,9 %, frente al 3,9 % del primero. Una valoración más detallada sobre la evolución reciente de los activos líquidos en España se encuentra en la sección 5 de este Informe.

Por lo que respecta a las contrapartidas de los agregados monetarios, la financiación concedida en la zona del euro al sector privado ha continuado perdiendo dinamismo, hasta alcanzar una tasa interanual del 8,4 % en junio, casi un punto por debajo de la tasa de variación de marzo, aunque, en términos históricos, es un ritmo de expansión todavía relativamente elevado. En cuanto al destino de la financiación bancaria, la información disponible del primer trimestre señala que han sido los hogares los que más han contribuido a la moderación del crédito, que ha resultado intensa en el destinado al consumo. En cualquier caso, debe considerarse que hay otras fuentes de financiación distintas del crédito bancario, como la financiación empresarial a través de la emisión de valores de renta fija, que están adquiriendo una notable importancia. En el caso de España, se observa una cierta contención del crecimiento de la financiación a las empresas no financieras y hogares e ISFL, si bien las tasas de expansión interanual son todavía altas, cercanas al 16 %. En el epígrafe 5 se realiza una valoración más exhaustiva de la financiación de esos sectores económicos.

## 4. La economía española

Según la CNTR, en el primer trimestre de 2001 el PIB mantuvo la trayectoria de desaceleración iniciada el segundo semestre del año anterior, alcanzando una tasa interanual de crecimiento real del 3,4 % (1), tres décimas menos que en el período precedente, como se recoge en el gráfico 14. Este perfil vino determinado por la desaceleración de los principales componentes de la demanda nacional, tanto del consumo privado como de la formación bruta de capital fijo, que situaron la tasa de variación interanual de este agregado en el 2,7 %, mientras que la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB se mantuvo en el elevado nivel alcanzado el trimestre anterior (0,6 puntos porcentuales). La información coyuntural disponible para el segundo trimestre del año apunta hacia una moderada desaceleración adicional de la demanda nacional, cuya tasa de variación se habría situado en torno al 2,5 %, y una contribución del sector exterior algo menos positiva, fruto del debilitamiento de las exportaciones. En conjunto, se estima que el producto se mantuvo en la senda de desaceleración en el segundo trimestre de 2001, reduciendo su tasa de aumento interanual hasta el 3 %.

Todas las ramas productivas experimentaron un menor ritmo de avance de la actividad durante el primer trimestre, en consonancia con la demanda final. La pérdida de dinamismo fue más intensa en las ramas industriales y energéticas, afectadas por un contexto internacional menos favorable y por el debilitamiento del clima inversor, trayectoria que han prolongado en el segundo trimestre. Salvo en los servicios de mercado, la desaceleración de la actividad no se trasladó completamente al empleo, dando lugar a un nuevo descenso en el ritmo de aumento de la productividad aparente del trabajo. Por su parte, la remuneración por asalariado en la economía de mercado registró un incremento similar al de finales del año anterior (un 3,7 %), contribuyendo a un ligero repunte de los costes laborales unitarios en este conjunto de actividades.

Ya en el año 2000, el incremento de los salarios comenzó a incorporar, parcialmente, los efectos alcistas sobre la tasa de inflación derivados de los aumentos en los precios del petróleo y de las sucesivas crisis vividas por el sector agroalimentario, proceso que se ha mantenido en el año actual. En este contexto, en el que se han combinado nuevos impactos alcistas directos sobre los precios —procedentes de las alteraciones en los mercados de algunos productos cárnicos— con los efectos derivados

(1) Salvo indicación en contrario, las tasas de variación de las series de la CNTR que se mencionan en este epígrafe se refieren a las series de ciclo-tendencia.

de los mayores costes salariales e intermedios, la tasa de variación interanual del IPC ha registrado un nuevo repunte y se ha situado en niveles que no se observaban desde mediados de los años noventa. No obstante, dado que algunos de estos elementos han sido comunes a otros países de la zona euro, el diferencial de inflación con la UEM se ha mantenido oscilando en torno a un punto porcentual.

#### 4.1. Demanda

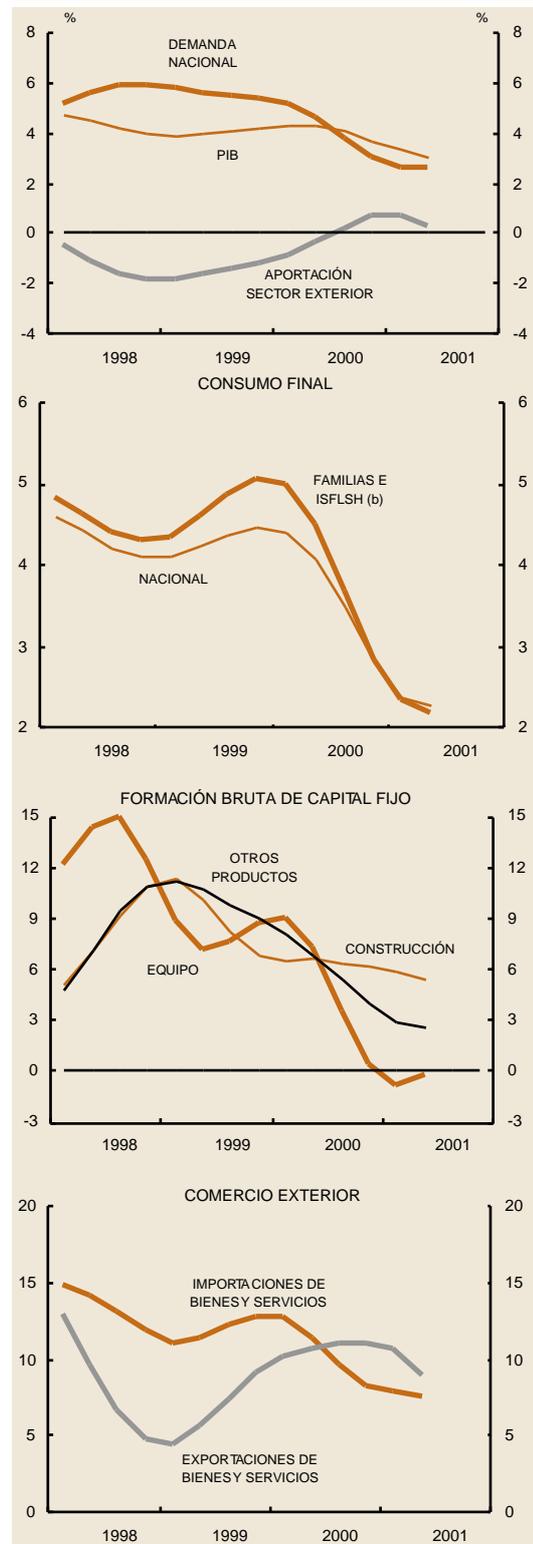
De acuerdo con los últimos datos de la CNTR, el consumo final de los hogares se desaceleró cinco décimas en el primer trimestre del año 2001, hasta situar su ritmo de avance en el 2,3 %, en términos reales, contribuyendo de forma significativa al menor empuje de la demanda nacional en dicho período. Esta pérdida de dinamismo afectó con mayor intensidad al gasto en servicios y en bienes duraderos distintos de los automóviles.

La información disponible sobre el comportamiento del consumo en el segundo trimestre muestra la continuidad de la desaceleración, aunque con menor intensidad que en los trimestres precedentes. De acuerdo con las encuestas de opinión de los consumidores, al final del segundo trimestre el indicador de confianza de los hogares se situaba en niveles inferiores a los observados el trimestre anterior (véase gráfico 15), registrándose caídas en todas las series que lo componen, especialmente en la valoración de la situación actual y futura del país; además, los consumidores esperaban una evolución al alza de la inflación y del paro. Entre los indicadores más directamente relacionados con el gasto, el indicador de disponibilidades de bienes y servicios continuó desacelerándose en el segundo trimestre, destacando el menor ritmo de avance del componente de servicios, mientras que el de bienes frenó su deterioro. Dentro de este último, las disponibilidades de alimentos han mostrado un comportamiento ligeramente expansivo, tras las caídas registradas el año anterior, mientras que las de bienes duraderos distintos de los automóviles continuaron disminuyendo. Las matriculaciones de automóviles hasta el mes de junio, por su parte, han reafirmado la recuperación que se observa desde el inicio del año. Por último, el índice general de ventas del comercio al por menor se ha mantenido en una senda de crecimiento en torno al 2,5 % en los meses más recientes, destacando también en este caso el crecimiento de las ventas de productos alimenticios, mientras que las ventas de otros productos reflejan un menor dinamismo.

La desaceleración del consumo en la primera mitad del año 2001 está relacionada, en pri-

GRÁFICO 14

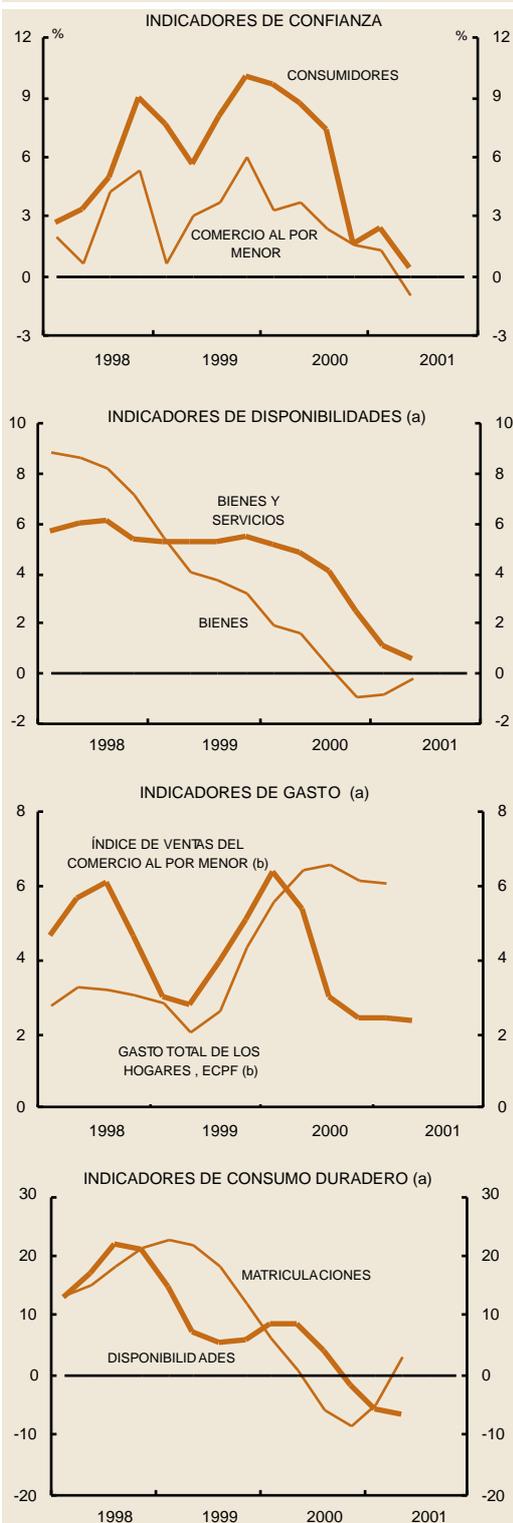
#### Principales agregados macroeconómicos (a)



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.

mer lugar, con el menor crecimiento de la renta real de las familias, en comparación con el año anterior. Este resultado refleja, a su vez, un ritmo más bajo de creación de empleo, así como los efectos del aumento en la tasa de inflación sobre el poder adquisitivo de la renta. El comportamiento globalmente negativo de la riqueza financiera y el deterioro de la confianza de los consumidores —factores relacionados entre sí, que impulsaron la fuerte expansión del consumo en el pasado— también ayudan a explicar el menor dinamismo del gasto. Este estaría creciendo a tasas similares a las de la renta real, marcando un punto de inflexión en el proceso de compresión de la tasa de ahorro, que alcanzó niveles mínimos en el año 2000.

En el primer trimestre de 2001, el gasto en consumo final de las Administraciones Públicas registró un crecimiento interanual, en términos reales, del 2,6 %, una décima menos que en el período anterior. La desaceleración ha sido más acusada en términos nominales debido al recorte en la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado de este sector, que se trasladó al deflactor. La información disponible para el segundo trimestre apunta hacia una estabilización del crecimiento del gasto en consumo final de las Administraciones Públicas acorde con la evolución del empleo en este sector.

Por su parte, la formación bruta de capital fijo prolongó en los primeros meses de 2001 la trayectoria descendente que mostró durante el año 2000, hasta alcanzar un incremento interanual del 3,2 %, casi un punto porcentual menos que en el cuarto trimestre de 2000. La pérdida de dinamismo fue común a los tres componentes de la inversión, aunque volvió a ser especialmente intensa en el caso de la formación bruta de capital fijo en bienes de equipo, que registró una caída interanual del 0,8 % en el primer trimestre (véase gráfico 14). La inversión en construcción y en otros productos también creció a ritmos inferiores a los del cuarto trimestre, aunque conservó un mayor empuje, especialmente la construcción, que experimentó un avance del 5,8 %, en tasa interanual, solo ligeramente por debajo del crecimiento alcanzado en el año 2000.

La información relativa a la inversión en bienes de equipo indica un mantenimiento de este agregado en tasas de variación negativas en el segundo trimestre de 2001, aunque su deterioro ha tendido a frenarse, según se deduce del indicador de disponibilidades, elaborado con datos hasta el mes de mayo (véase gráfico 16). Las opiniones de los productores de este tipo de bienes, resumidas por la encuesta de coyuntura industrial, sufrieron un deterioro muy significativo en el segundo trimestre, con nota-

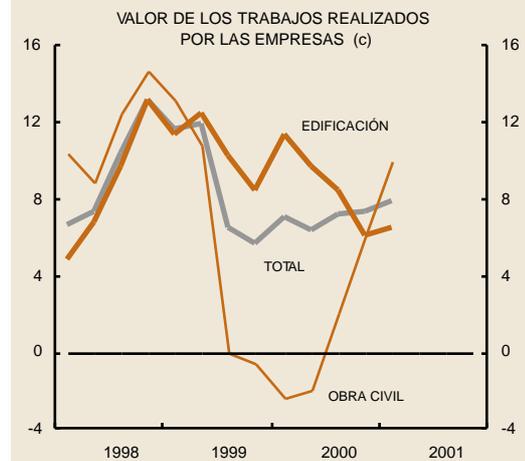
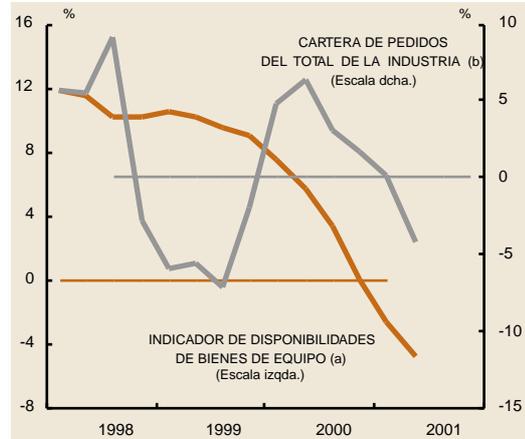
bles descensos en la valoración actual de la producción y de la cartera de pedidos; no obstante, los empresarios se mostraron algo más optimistas en las previsiones sobre la evolución futura de esas dos variables.

Los principales determinantes de la inversión productiva permiten explicar el menor empuje de este agregado en los últimos trimestres, aunque la intensidad con la que se está produciendo la desaceleración, con ritmos de caída no observados desde el año 1994, es más difícil de justificar. La demanda final ha mostrado un perfil de marcada desaceleración desde el segundo semestre del año 2000, aunque continúa registrando tasas de crecimiento relativamente elevadas, sostenida por la construcción, las ventas al exterior y, en menor medida, el consumo privado. La moderación de la demanda se ha trasladado a la cartera de pedidos actual y prevista de la industria, y también se ha reflejado en los resultados de la encuesta semestral de inversiones, elaborada por el Ministerio de Ciencia y Tecnología. Según esta encuesta, los empresarios industriales —en especial, los que producen bienes de equipo— consideran que en el año 2001 la demanda está siendo un factor bastante menos favorable a las decisiones de inversión que en el año 2000. La Central de Balances Trimestral (CBT) ha recogido la desaceleración de la actividad empresarial en el primer trimestre, que ha llevado a una disminución del grado de utilización de la capacidad instalada en la industria de hasta el 79,7 %. Por otra parte, según las opiniones que recoge la encuesta semestral, la situación financiera también ha perdido peso como factor impulsor de la inversión, al menos en la industria. No obstante, los tipos de interés reales se mantienen en niveles bajos y la información más reciente de la CBT, referida al primer trimestre de 2001, muestra que la rentabilidad ordinaria conserva niveles elevados —ligera-mente superiores a los alcanzados en el mismo periodo del año anterior—, de forma que la *ratio* de apalancamiento sigue siendo ampliamente positiva, a pesar del repunte del coste de la financiación. En estas circunstancias, la creciente incertidumbre derivada del contexto internacional y la intensidad de los flujos de inversión dirigidos a los mercados internacionales parecen estar afectando al proceso inversor en España.

La inversión en construcción continúa siendo el componente más dinámico de la demanda nacional —aumentó un 5,8 %, en tasa interanual, en el primer trimestre— y el que menos síntomas de agotamiento presenta. De acuerdo con la encuesta coyuntural del Ministerio de Fomento (ECIC), disponible hasta el primer trimestre, este dinamismo se ha sus-

GRÁFICO 16

Indicadores de formación bruta de capital fijo



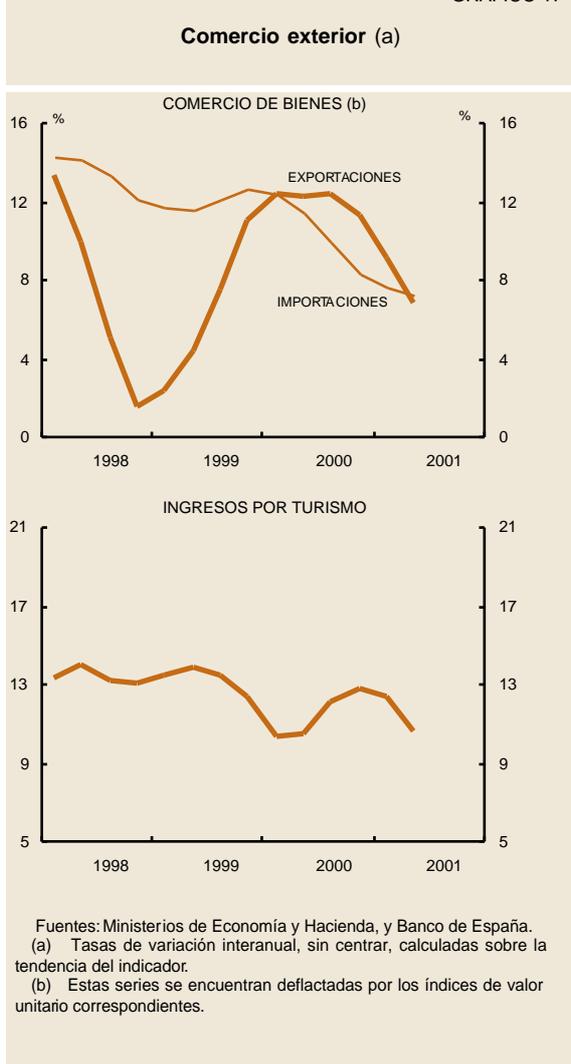
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Instituto Nacional de Empleo y Banco de España.

(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



tentado en una fuerte recuperación de la obra civil, que ha permitido compensar la desaceleración experimentada por la edificación, en particular, por la edificación residencial (véase gráfico 16).

Los indicadores de construcción más actualizados confirman su avance sostenido. Así, los indicadores de consumos intermedios, de uso más intensivo en ingeniería civil, reflejaron un relativo fortalecimiento en el segundo trimestre, cuando el consumo aparente de cemento modificó la tendencia descendente que mantenía desde el segundo semestre del año anterior, y el IPI de materiales para la construcción abandonó la zona de tasas de variación negativas observadas el trimestre anterior. Los indicadores de empleo también evolucionaron favorablemente (los afiliados a la Seguridad Social avanzaron en torno al 8,3 % en abril y mayo), y el indicador de confianza en la construcción se mantiene en niveles próximos a la media del año 2000.

En cuanto a los indicadores adelantados, la superficie a construir de edificios residenciales, según los visados del colegio de arquitectos, registró una caída significativa a principios de este año, que apunta hacia una ralentización adicional de la inversión residencial, en línea con el menor crecimiento de la renta real y con el alza de los precios de la vivienda. Respecto a la obra civil, los descensos registrados por la licitación oficial a principios de año anticiparían un menor empuje de este componente, aunque la magnitud de los proyectos de infraestructuras que permanecen en cartera permite esperar un comportamiento favorable en los próximos trimestres.

La inversión en existencias contribuyó con una décima de punto porcentual al crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2001, tras hacerlo negativamente, y por similar cuantía, en el trimestre anterior. La encuesta de coyuntura industrial ha mostrado un incremento del nivel de existencias, en relación con los niveles deseados, en abril y mayo, que podría sustentar una nueva contribución positiva en el segundo trimestre. Este aumento fue especialmente intenso entre los productores de bienes de equipo y de bienes intermedios.

En el primer trimestre del año, la demanda exterior neta, en términos reales, tuvo una aportación positiva de 0,6 puntos porcentuales al crecimiento del producto, similar a la registrada desde el segundo trimestre del ejercicio anterior. Las exportaciones de bienes y servicios crecieron un 10,7 % en términos reales, siguiendo el perfil de suave ralentización que iniciaron en el último trimestre de 2000, afectadas por la desaceleración del comercio mundial y por la recuperación del euro durante el primer trimestre de este año. El comportamiento de las exportaciones estuvo determinado por el componente de bienes, ya que el de servicios continuó la aceleración iniciada el segundo semestre del año anterior. Por su parte, las importaciones crecieron a una tasa del 8 % durante el primer trimestre de 2001, desacelerándose en línea con la evolución de la demanda interna y el menor empuje de la actividad industrial, aunque de forma menos intensa que en la segunda mitad de 2000. La información de flujos comerciales correspondiente a abril y mayo, y la relativa a los principales determinantes de la demanda exterior, indica que las exportaciones continuaron perdiendo vigor en el segundo trimestre, como consecuencia del debilitamiento del comercio mundial, solo parcialmente compensado por las ganancias de competitividad derivadas de la depreciación del euro. A pesar de ello, las exportaciones han mantenido todavía un tono relativamente elevado, apoyadas en los mercados europeos, en los que la desa-

celeración de la actividad está siendo menos acusada que en los países ligados al dólar. Asimismo, las importaciones han seguido desacelerándose suavemente, en sintonía con el menor ritmo de crecimiento de la demanda final, y en un contexto de moderación de sus precios. En conjunto, se estima que en el segundo trimestre la aportación positiva de la demanda exterior neta al crecimiento del producto ha debido de ser inferior a la de los trimestres anteriores.

De acuerdo con las últimas cifras de Aduanas, en el período enero-mayo las exportaciones de bienes prolongaron el perfil de ralentización observado desde finales del ejercicio anterior, creciendo un 8,4 %, en términos reales, en el conjunto del período, y un 6,1 % en abril y mayo. La desaceleración se ha centrado en las ventas realizadas fuera de Europa. Las exportaciones a la UE mantuvieron un tono elevado en abril y mayo, al crecer un 10,2 %, en términos reales, registrando un buen comportamiento en la mayoría de mercados que componen esta área, con la excepción de Alemania. Por el contrario, las exportaciones extracomunitarias intensificaron su desaceleración, al caer un 2,8 %, en tasa real interanual, en los dos últimos meses, tras incrementarse un 12,1 % en el primer trimestre y cerrar el año 2000 con un aumento del 19 %. Cabe destacar la atonía de las ventas dirigidas a Estados Unidos, la intensa moderación de las destinadas a los NIC y, en el mes de mayo, el drástico recorte de las dirigidas a Japón y a Latinoamérica; por el contrario, las exportaciones a la Europa del este siguieron creciendo a tasas elevadas. Por grupos de productos, la desaceleración ha sido generalizada, con la excepción de las ventas de bienes de consumo alimenticio, que registraron un crecimiento real del 7,6 % hasta mayo; entre los grupos más dinámicos, las exportaciones de bienes intermedios no energéticos aumentaron un 10,4 %, en dicho período, y las de bienes de consumo no alimenticio un 10 %, apoyadas en el buen comportamiento que todavía muestran las ventas de automóviles en algunos mercados.

El cuanto a las exportaciones de servicios, aunque en el primer trimestre de 2001 los ingresos nominales por turismo acentuaron el perfil de recuperación que ya mostraron a finales del ejercicio anterior, el dato de abril ha truncado esa trayectoria de aceleración, dejando el incremento acumulado en los cuatro primeros meses en el 14,9 %, en un contexto de creciente dinamismo de los precios de estos servicios. De igual modo, los indicadores reales (turistas entrados por fronteras y viajeros extranjeros alojados en hoteles), tras acelerarse en los tres primeros meses, han tendido a mo-

derar su crecimiento posteriormente. Así, los turistas entrados por fronteras redujeron su tasa de avance hasta el 2,5 % en mayo, frente al 4,9 % registrado en el primer trimestre. Cabe mencionar aquí también el retroceso en el número de turistas procedentes de Alemania.

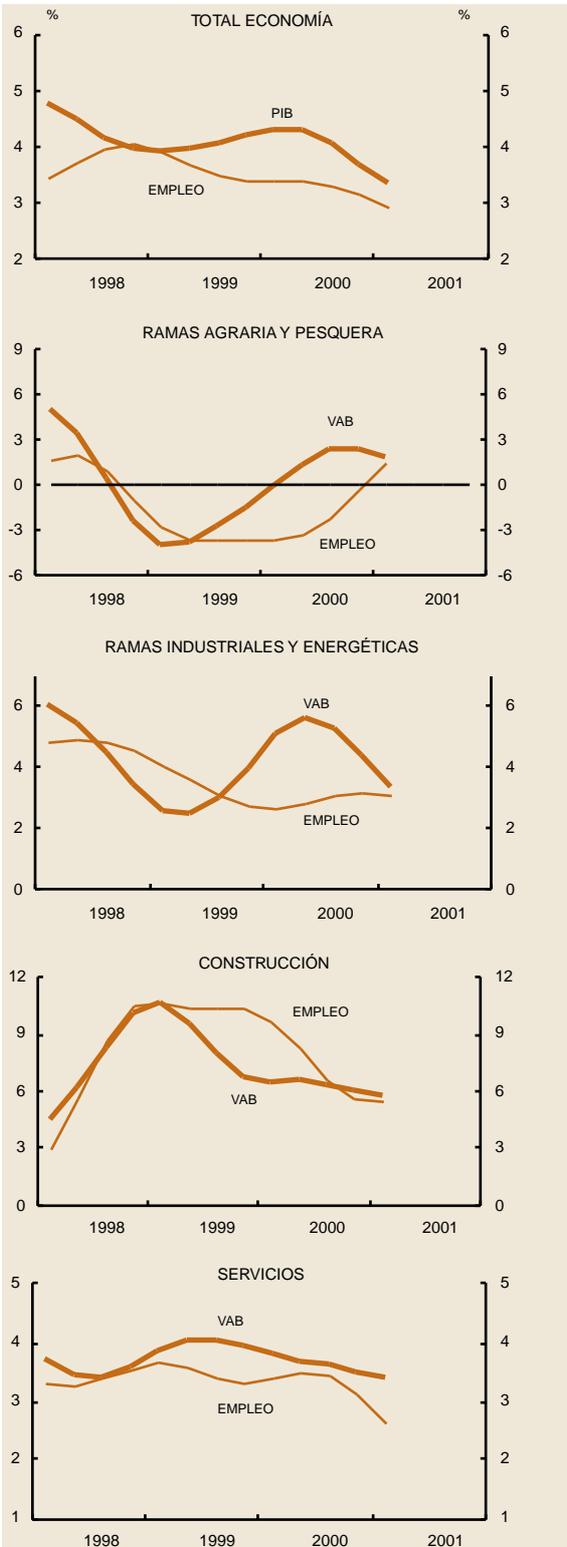
Tras la notable moderación observada en mayo, el incremento de las importaciones de bienes en los cinco primeros meses de 2001 se ha situado en el 6,7 %, en términos reales, todavía por encima de la tasa registrada a finales de 2000, pero en una senda de progresiva desaceleración (véase gráfico 17). Los factores determinantes de las importaciones justifican plenamente esta ligera ralentización en el segundo trimestre, ligada a la pérdida de empuje de la demanda final y de la actividad industrial, a pesar de la desaceleración de los precios de importación.

Por grupos de productos, destaca el abultado avance de las compras de bienes de consumo alimenticio, en términos reales (27 %, en el período enero-mayo), influidas por los bajos niveles observados en el mismo período del año anterior, al haberse contabilizado en el mes de julio de 2000 la totalidad de las importaciones de tabaco correspondientes a esos meses. Por otra parte, el dato de mayo ha moderado la notable recuperación que habían registrado hasta entonces las compras de bienes intermedios no energéticos, en un contexto de crecimiento muy moderado de sus precios. Sin embargo, las compras de bienes de consumo no alimenticio mantuvieron su elevado dinamismo en mayo, y se incrementaron un 7,9 % en los cinco primeros meses de 2001, a lo que contribuyó el trasvase al mes de enero de ciertas compras de material de transporte correspondientes a diciembre de 2000. Las importaciones de bienes de equipo siguieron mostrando un tono muy bajo en todo este período, dando lugar a una caída del 2,4 %, en términos reales. En cuanto a las compras energéticas, los bienes intermedios crecieron, en términos reales, un 4,3 % en los primeros cinco meses del año, recortando nuevamente su ritmo de avance en relación con el ejercicio anterior, a pesar de la intensa reducción en el ritmo de crecimiento de sus precios.

Por último, las importaciones de servicios, en términos reales, elevaron ligeramente su crecimiento en el primer trimestre de 2001, hasta situarse en el 10,3 %. Sin embargo, igual que en el caso de los ingresos, los pagos nominales por turismo truncaron su proceso de recuperación en abril; aun así, se incrementaron un 22,4 % hasta ese mes. Los restantes servicios no turísticos han seguido manteniendo un ritmo de crecimiento sostenido, destacando el

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.

avance de los pagos asociados a servicios de transporte de viajeros y el de los ligados a servicios financieros, coherente con el dinamismo de las inversiones españolas en el exterior.

**4.2. Producción y empleo**

Como se mencionó al comienzo de este capítulo, en el primer trimestre de 2001 el ritmo de crecimiento del VAB se redujo en todas las ramas productivas (véase gráfico 18). En el caso de las ramas primarias, el ritmo de crecimiento retrocedió hasta el 1,7 %, en tasa interanual, truncando la tendencia a la recuperación mostrada por esta actividad en el año 2000. La pérdida de vigor se concentró en el componente agrícola, mientras que tanto la ganadería como la pesca registraron tasas de descenso de su actividad similares a las de los meses finales del año 2000. Paradójicamente, la abundante pluviosidad —factor que determinó la recuperación del sector en el pasado ejercicio— ha sido la causa del menor dinamismo de la producción agrícola a comienzos de este año, al obstaculizar el desarrollo normal de determinados cultivos, como los cereales de invierno, para los que se estima una caída del 20 % en su producción. A pesar de ello, existen otros cultivos para los que la elevada pluviosidad resultará beneficiosa, por lo que cabe esperar un comportamiento positivo de la rama en el conjunto del año 2001. En todo caso, estas perspectivas favorables se encuentran condicionadas por la evolución futura del sector ganadero, ya que el agravamiento de los problemas sanitarios en el sector del porcino podría contrarrestar la superación de los que afectaron previamente a la producción de vacuno.

La evolución de la actividad industrial en los primeros meses del año 2001 ha seguido condicionada por la pérdida de vigor de la demanda interna —en especial, de la inversión en bienes de equipo— y por una coyuntura económica internacional cada vez menos favorable. Según los datos de la CNTR, en el primer trimestre de 2001 la actividad en las ramas de industria y energía redujo su ritmo de crecimiento en un punto porcentual, hasta el 3,3 %. Como en el trimestre anterior, la producción energética registró una mayor desaceleración, aunque se mantuvo como la actividad más dinámica. La industria también presentó un comportamiento desacelerado, que, según la información más reciente, se ha prolongado en el segundo trimestre. El índice de producción industrial experimentó un deterioro adicional en abril y mayo, afianzándose en la zona de tasas de variación negativas, y el indicador de confianza industrial retrocedió en el segundo trimestre, debido a la peor valoración de los empresarios sobre su

cartera de pedidos y al incremento no deseado de las existencias. A nivel desagregado, la desaceleración ha afectado tanto a las industrias extractivas y química como, de forma más acusada, a la transformación de metales, donde se detectan problemas en relación con los productos de mayor contenido tecnológico, como el material electrónico y las máquinas de oficina. Por su parte, la producción manufacturera ha continuado estancada en tasas de variación negativas.

La actividad constructora continuó siendo la más dinámica en el primer trimestre, con la excepción de la energía, a pesar de haberse moderado un trimestre más: según la CNTR, la tasa de crecimiento interanual del valor añadido en la construcción fue del 5,7 %, tres décimas menos que el trimestre anterior. Como ya se comentó al hablar de la inversión en construcción, la información coyuntural disponible apunta a un mantenimiento de esta moderada desaceleración en el segundo trimestre.

La actividad en las ramas terciarias no ha sido ajena al tono general de menor crecimiento. La CNTR estima que en el primer trimestre del año 2001 el valor añadido bruto de la rama de servicios se desaceleró en una décima, hasta situar su crecimiento interanual en el 3,4 %. Esta ralentización afectó tanto a los servicios de mercado como a los servicios prestados por las Administraciones Públicas, que quebraron el proceso de suave aceleración registrado en el año 2000. La información relativa al segundo trimestre del año no muestra cambios en relación con estas tendencias. Las actividades de comercio y reparación presentan reducciones en su ritmo de crecimiento, en línea con el menor tono del consumo privado, según se deduce de las afiliaciones a la Seguridad Social y del indicador de confianza del comercio al por menor, muy afectado por una mala valoración de la situación actual del negocio. La hostelería, por su parte, se mueve en los mismos términos y tanto los indicadores de actividad (pernoctaciones y viajeros en hoteles) como los afiliados a la Seguridad Social apuntan a una desaceleración en el segundo trimestre del año en curso. Los afiliados presentan también un perfil de continua pérdida de ritmo en el transporte, el almacenamiento y las comunicaciones.

Según los últimos datos de la CNTR, el empleo (2) experimentó un aumento del 2,9 %, en tasa de variación interanual, en el primer trimestre del presente año y continuó aminorando

su ritmo de crecimiento, como viene observándose desde hace un año. No obstante, la desaceleración del empleo fue menos intensa que la experimentada por la actividad, de forma que la productividad aparente del trabajo avanzó a un ritmo menor que en el trimestre anterior, de solo el 0,5 %, frente a un crecimiento del 0,8 % en el año 2000 (véase gráfico 18). La EPA también mostró un avance interanual de los ocupados del 2,8 % en el primer trimestre de 2001, similar al de la CNTR; sin embargo, el perfil de desaceleración ha sido más acentuado en este caso, lo que puede ser debido a que la cifra correspondiente al cuarto trimestre de 2000 aún estaba afectada por las modificaciones introducidas en la encuesta en los dos años anteriores (3). Los indicadores disponibles para el segundo trimestre señalan que el proceso de creación de empleo ha seguido perdiendo empuje de forma moderada: los afiliados a la Seguridad Social crecieron un 4,3 % en ese trimestre, frente al 4,6 % en los tres primeros meses del año, y el paro registrado dio asimismo muestras de una evolución ligeramente menos favorable, al disminuir un 3 % entre abril y junio, frente a la caída del 3,2 % del primer trimestre. Por último, los contratos firmados en primavera experimentaron una cierta recuperación, tras descender a principios de año, aumentando un 1,7 %, en tasa interanual.

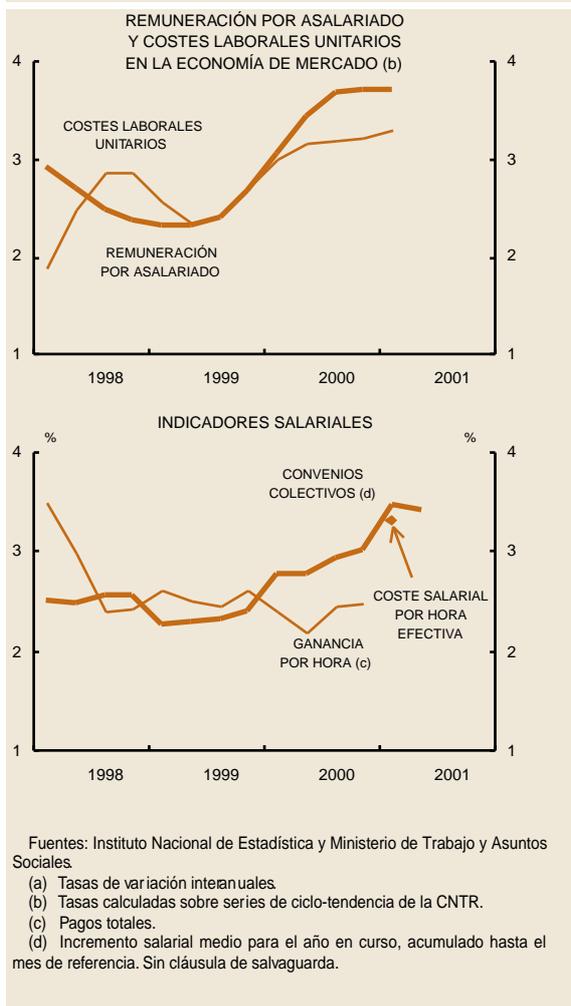
Por ramas de actividad, fueron aquellas que generaron más puestos de trabajo, en términos netos, durante el año anterior las que determinaron el perfil de desaceleración del agregado en el primer trimestre, especialmente las ramas terciarias. Según la CNTR, los puestos de trabajo en los servicios crecieron un 2,6 %, en términos interanuales, medio punto menos que a finales de 2000, con una desaceleración en las actividades orientadas al mercado, donde creció un 3,1 % (recortado en 0,8 puntos porcentuales su tasa de variación) y una paulatina recuperación en las no destinadas al mercado. En la construcción, el empleo aumentó un 5,4 % respecto al primer trimestre de 2000, dos décimas menos que a finales del año anterior, incrementando ligeramente las ganancias de la productividad, lo que podría estar relacionado con el mayor impulso de la obra civil. Los efectivos laborales en la industria presentaron una tasa de crecimiento estable, del 3,1 %, que contrasta con la ralentización de la actividad —dando lugar a pérdidas sustanciales en la productividad aparente— y con la información proporcionada por otros indicadores, como la EPA y los afiliados a la Seguridad Social. Según esta última estadística, la creación de em-

(2) El concepto utilizado es el de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, que resulta más adecuado para ponerlo en relación con la actividad.

(3) 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)**



pleo en la industria se debilitó en el segundo trimestre. En la agricultura, el empleo se recuperó, aumentando un 1,5 %, produciéndose un cierto desfase respecto a la producción (véase gráfico 18).

Atendiendo a la composición de empleo generado, la menor creación de puestos de trabajo en los primeros meses de 2001 afectó principalmente al colectivo de asalariados, cuya tasa de variación, según la CNTR, fue del 3,2 %, cuatro décimas menos que en el último trimestre de 2000, mientras que el número de autónomos mostró una tendencia ascendente, incrementándose un 1,3 % en el primer trimestre. Según datos de la EPA, la desaceleración del empleo asalariado solo afectó a los trabajadores con contrato indefinido, que redujeron su ritmo de avance hasta el 3,6 %, en términos interanuales, mientras que los temporales incrementaron su número un 2,8 %, por encima del

aumento con que finalizaron el año anterior; no obstante, la *ratio* de temporalidad se redujo en dos décimas, en relación con el primer trimestre de 2000, hasta el 31,5 %. En línea con esta evolución, el número de contratos indefinidos registrados en el INEM se redujo en el primer trimestre, aunque en el segundo, tras las medidas de reforma (4) introducidas en marzo, su número experimentó un avance sustancial, especialmente en los contratos convertidos en indefinidos. Atendiendo a la duración de la jornada, la EPA indica que los ocupados a jornada completa y los que trabajan a tiempo parcial registraron una desaceleración similar en el primer trimestre, situándose la *ratio* de parcialidad en el 8,2 %, porcentaje idéntico al de un año antes.

Desde la óptica de la oferta de trabajo, cabe señalar que en el primer trimestre de 2001 el proceso de incorporación de la población en edad de trabajar al mercado laboral volvió a ralentizarse, al registrar la población activa un avance interanual del 1 %, según datos de la EPA. La tasa de participación se redujo ligeramente hasta el 51,3 % para la población mayor de 16 años, manteniéndose en el 65,4 % si se excluye a los mayores de 65 años. El menor dinamismo de la población activa y la continuidad del proceso de generación de empleo, a pesar de su desaceleración, permitieron un recorte adicional del número de parados y de la tasa de paro, que se situó en el 13,4 %, dos décimas menos que a finales del año anterior. El paro de larga duración continuó su trayectoria descendente, afectando a un 44,5 % del total de parados en el primer trimestre; la reducción se concentró entre los jóvenes, mientras que la incidencia del paro de larga duración en el grupo de entre 45 y 65 años volvió a aumentar.

**4.3. Costes y precios**

En el epígrafe anterior se ha descrito cómo la desaceleración de la actividad y del empleo en el primer trimestre de 2001 dio lugar también a una ligera desaceleración de la productividad aparente del trabajo. Por su parte, la remuneración por asalariado, calculada en términos de puestos de trabajo equivalentes, aumentó un 3,8 %, frente al 4 % en el trimestre anterior y en el conjunto del año 2000, dando lugar a una evolución estable del coste laboral por unidad de producto (CLU), que creció un 3,4 % en tasa interanual. En el conjunto de ramas que componen la economía de mercado, la productividad tuvo una evolución similar a la

(4) Véase recuadro 3 del anterior «Informe trimestral de la economía española», *Boletín económico*, abril de 2001.

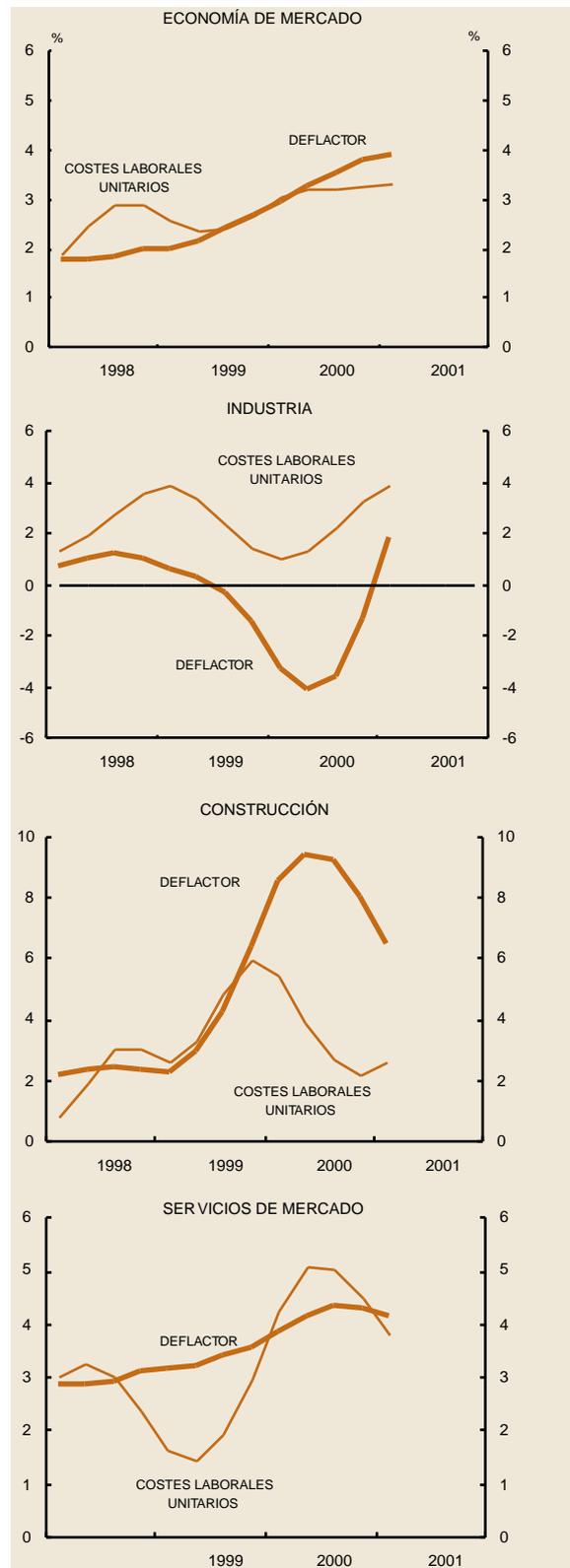
del total de la economía; sin embargo la remuneración por asalariado experimentó un crecimiento similar al del período precedente (del 3,7 %), y el CLU se aceleró ligeramente, hasta crecer un 3,3 % (véase gráfico 19).

Entre la información disponible en torno a la evolución de las remuneraciones en los primeros meses de 2001 cabe mencionar el nuevo índice de costes laborales (ICL), elaborado por el INE con objeto de sustituir a la anterior Encuesta de Salarios. En el primer trimestre del año, el ICL por hora efectiva trabajada registró un incremento interanual del 4,2 % —por encima del aumento estimado por la CNTR para la remuneración por asalariado— como resultado de un aumento del 3,3 % en el coste salarial, y del 6,7 % en otros costes. Por su parte, el aumento de las tarifas salariales negociadas en los convenios colectivos registrados hasta el 30 de junio fue del 3,4 %, tres décimas superior al incremento observado en el año 2000, antes de incluir la cláusula de salvaguarda. Las tarifas de los convenios revisados se incrementaron un 3,4 %, mientras que en los convenios de nueva firma el incremento pactado fue de un 4 %, si bien su representatividad aún es reducida. Además, el efecto de las cláusulas de salvaguarda, que se hicieron efectivas como consecuencia de la desviación de la inflación en el año 2000 respecto a la previsión oficial, se estima en seis décimas de punto porcentual, que incrementarán los salarios efectivamente percibidos en el año 2001.

Desde el punto de vista de la formación de precios en la economía de mercado, la ligera aceleración experimentada por los CLU en el primer trimestre de 2001 habría venido acompañada por el mantenimiento de la trayectoria alcista del excedente unitario, dando lugar a un incremento del deflactor del valor añadido bruto del 3,9 %, una décima más que en el trimestre anterior y medio punto por encima de su crecimiento medio en el año 2000 (véase gráfico 20). Estos datos reflejan las presiones inflacionistas internas a las que ha estado sometida la economía en la primera parte del año. Según las estimaciones de la CNTR, el comportamiento de precios y márgenes por ramas de actividad ha sido desigual. En la industria, el deflactor del valor añadido mostró una tasa de variación interanual positiva en el primer trimestre (1,8 %), tras los fuertes descensos del año anterior, mientras que los costes laborales unitarios se aceleraron de forma intensa, debido al incremento de la remuneración por asalariado y, sobre todo, a las pérdidas de productividad aparente estimadas; en consecuencia, los márgenes en la industria siguieron contrayéndose, aunque a un ritmo menor que en trimestres precedentes. Por su parte, el deflactor de los servi-

GRÁFICO 20

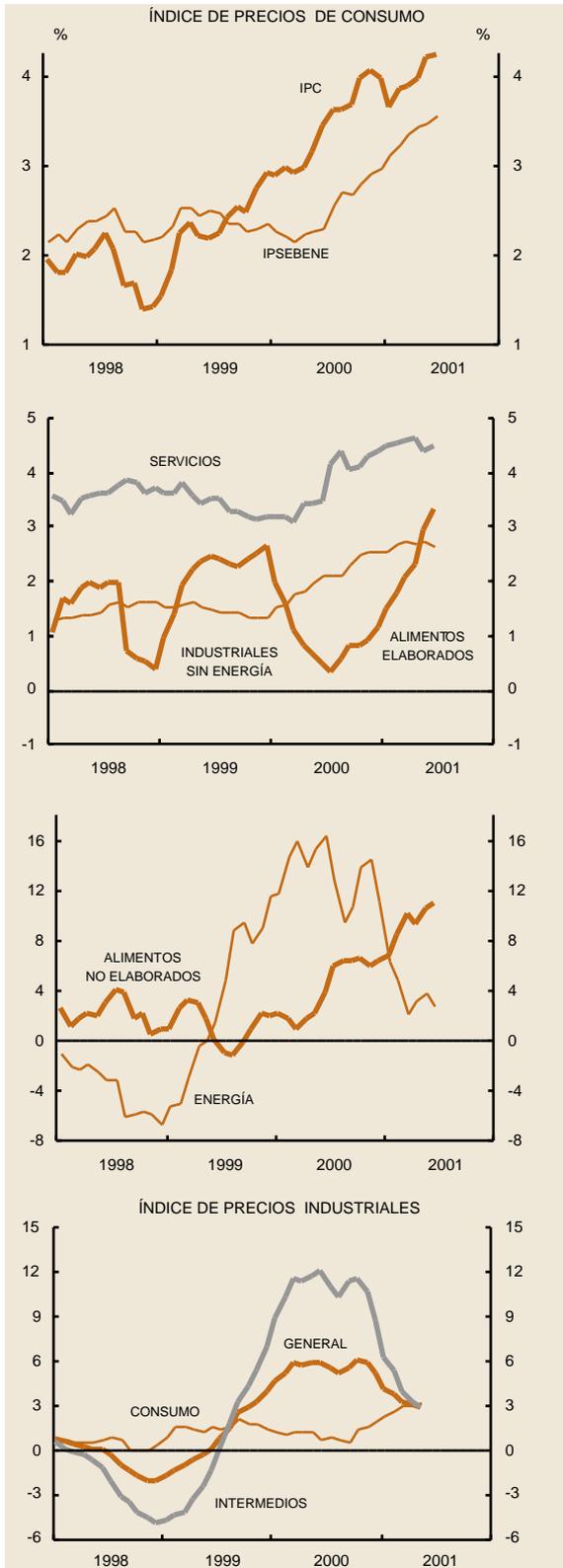
Precios y costes por ramas de actividad (a)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.  
(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre series de ciclo-tendencia de la CNTR.

GRÁFICO 21

Indicadores de precios (a)  
España



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

cios de mercado redujo ligeramente su ritmo de avance respecto al trimestre anterior, mientras que los costes laborales unitarios experimentaron una desaceleración sustancial, como resultado de la mejora de la productividad; en este contexto, los márgenes unitarios tendieron a recuperarse, tras el deterioro observado en el año 2000. Por último, en la construcción, el notable crecimiento de la remuneración por asalariado dio lugar a una aceleración de los costes laborales unitarios; al tiempo, el deflactor siguió registrando tasas de crecimiento elevadas, de forma que el proceso de ampliación de márgenes en este sector continuó, aunque a un ritmo inferior.

Siguiendo la evolución del deflactor del valor añadido bruto, el deflactor del PIB para el conjunto de la economía creció un 3,9 % en el primer trimestre de 2001, superando en dos décimas el incremento del trimestre anterior. No obstante, esta evolución del componente interno de los precios vino acompañada de una notable desaceleración del deflactor de las importaciones de bienes y servicios, que se incrementó un 5,8 %, de forma que la tasa interanual del deflactor de la demanda final descendió hasta el 4,3 %, seis décimas menos que la registrada en el período precedente. La evolución del índice de valor unitario (IVU) de las importaciones de bienes en los cinco primeros meses del año, período en el que aumentó un 2,1 %, apuntaría a un mantenimiento de la desaceleración en el segundo trimestre. No obstante, la depreciación del euro podría suponer un freno a esa tendencia.

El IPC, el principal indicador de precios finales de la economía, mostró un perfil acorde con el deflactor de la demanda final en el primer trimestre de 2001, reduciendo su tasa de incremento interanual en ese período; no obstante, los datos del segundo trimestre han mostrado una aceleración de este indicador, cuya tasa interanual se situó en el 4,2 % en junio (véase gráfico 21). Asimismo, la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE mantuvo una trayectoria alcista, creciendo en junio a una tasa interanual del 3,6 %. Los precios energéticos contribuyeron a la aceleración del IPC en el conjunto del trimestre, debido al aumento del precio del gas butano, en abril, y, sobre todo, al encarecimiento de los carburantes de automoción y calefacción, favorecido por la senda alcista del crudo en los mercados internacionales, en abril y mayo, y por la cotización del euro. No obstante, en los meses de junio y, especialmente, julio se han registrado descensos sustanciales del precio de la gasolina, que anuncian un cambio en la tendencia alcista de los precios energéticos. En relación con la evolución de los restantes componentes del IPC en el período más re-

ciente, cabe destacar los fuertes —y crecientes— aumentos de los precios de los alimentos, tanto no elaborados como, especialmente, los no elaborados; la estabilidad en el ritmo de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos, en torno al 2,7 %; y, por último, las elevadas tasas de crecimiento alcanzadas por el componente de servicios (4,5 % en junio).

La aceleración de precios de consumo en España —medidos por el índice armonizado (IAPC)— en el segundo trimestre del año ha sido menor que en el conjunto de la UEM, de forma que el diferencial de inflación con la zona se ha reducido ligeramente hasta situarse en un punto porcentual, en el conjunto del trimestre (1,2 puntos porcentuales en junio). Esta reducción ha sido común a los precios de los bienes y de los servicios. No obstante, este último sigue siendo el componente con un diferencial más amplio, que se aproximaba todavía a los dos puntos porcentuales en junio (véase gráfico 22).

Al contrario que el IPC, y más en consonancia con la evolución de los precios de importación, el índice de precios industriales mostró una trayectoria descendente en los cinco primeros meses de 2001, y su tasa de crecimiento interanual se situó en el 2,7 % en mayo (véase gráfico 21). Cabe destacar la moderación experimentada por los precios de los bienes intermedios en el conjunto del período.

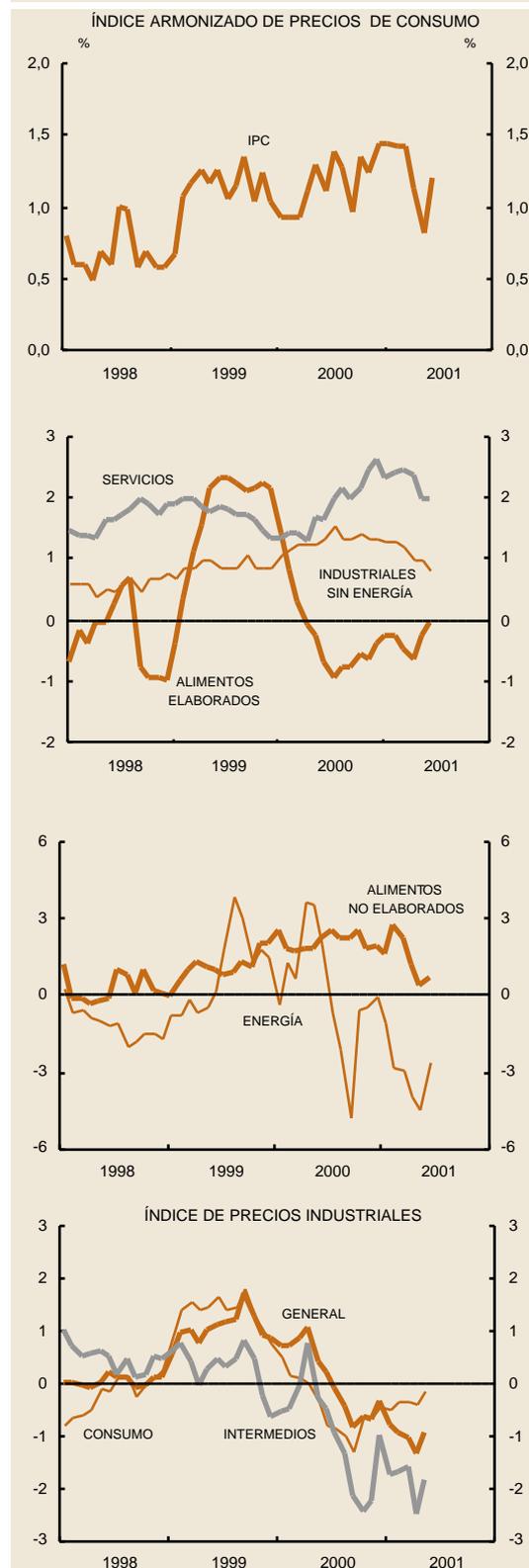
#### 4.4. La actuación del Estado

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado acumuló hasta junio un déficit de 642 mm de pesetas (0,6 % del PIB) en el saldo de sus operaciones no financieras, frente al déficit de 191 mm registrado en el primer trimestre del año 2000 (véase cuadro 3). En relación con el primer trimestre de 2001, los ingresos se desaceleraron notablemente, mientras que los gastos intensificaron su ritmo de crecimiento. Este empeoramiento de la ejecución presupuestaria del Estado, determinado, en gran parte, por el aumento de las devoluciones impositivas, parece compatible con el objetivo de alcanzar el equilibrio de las cuentas públicas en el presente año, teniendo en cuenta la evolución favorable de la Seguridad Social.

El conjunto de ingresos del Estado aumentó un 0,3 % hasta junio, frente a un 6,5 % en el primer trimestre, debido, básicamente, a la fuerte desaceleración de los recursos fiscales. Los impuestos sobre la renta y el patrimonio disminuyeron un 0,1 % en el primer semestre, debido a la agilización de las devoluciones du-

GRÁFICO 22

### Indicadores de precios Diferenciales con la UEM (a)



Fuentes: Eurostat y Banco de España.  
(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

CUADRO 3

## Estado. Ejecución presupuestaria

mm de pesetas y %

|  | Liquidación   | Variación               | Presupuesto   | Variación               | Liquidación                                     | Liquidación     |                 |                         |
|--|---------------|-------------------------|---------------|-------------------------|---|-----------------|-----------------|-------------------------|
|  | 2000          | porcentual<br>2000/1999 | 2001          | porcentual<br>2001/2000 | ENE-MAR<br>Variación<br>porcentual<br>2001/2000 | 2000<br>ENE-JUN | 2001<br>ENE-JUN | Variación<br>porcentual |
|  | 1             | 2                       | 3             | 4=3/1                   | 5   | 6               | 7               | 8=7/6                   |
| <b>1. Ingresos no financieros</b>                            | <b>19.749</b> | <b>7,5</b>              | <b>20.421</b> | <b>3,4</b>              | <b>6,0</b>                                      | <b>9.561</b>    | <b>9.531</b>    | <b>-0,3</b>             |
| Impuestos directos   | 8.557         | 9,5                     | 9.013         | 5,3                     | 8,9   | 3.984           | 3.967           | -0,4                    |
| <i>IRPF</i>  | 5.350         | 4,9                     | 5.675         | 6,1                     | 11,2  | 3.172           | 3.154           | -0,6                    |
| <i>Sociedades</i>  | 2.863         | 17,5                    | 3.022         | 5,6                     | 104,8   | 606             | 636             | 4,8                     |
| <i>Otros (a)</i>   | 345           | 21,8                    | 316           | -8,4                    | -64,5   | 205             | 177             | -13,8                   |
| Impuestos indirectos   | 8.532         | 7,3                     | 9.117         | 6,9                     | 5,7   | 4.480           | 4.546           | 1,5                     |
| <i>IVA</i>   | 5.557         | 8,7                     | 6.022         | 8,4                     | 8,5   | 3.026           | 3.063           | 1,2                     |
| <i>Especiales</i>  | 2.672         | 4,1                     | 2.778         | 4,0                     | -1,7  | 1.306           | 1.330           | 1,8                     |
| <i>Otros (b)</i>   | 304           | 12,4                    | 317           | 4,4                     | 4,6   | 148             | 154             | 4,0                     |
| Otros ingresos   | 2.659         | 2,4                     | 2.291         | -13,8                   | -0,8  | 1.097           | 1.017           | -7,2                    |
| <b>2. Pagos no financieros(c)</b>                            | <b>20.153</b> | <b>3,8</b>              | <b>20.662</b> | <b>2,5</b>              | <b>3,8</b>                                      | <b>10.550</b>   | <b>10.865</b>   | <b>3,0</b>              |
| Personal   | 2.706         | -9,2                    | 2.770         | 2,4                     | 2,6   | 1.369           | 1.405           | 2,6                     |
| Compras  | 395           | -9,5                    | 351           | -11,1                   | -12,8   | 202             | 205             | 1,7                     |
| Intereses  | 2.948         | -7,3                    | 2.836         | -3,8                    | -4,4  | 2.035           | 1.953           | -4,0                    |
| Transferencias corrientes                                    | 12.117        | 12,1                    | 12.533        | 3,4                     | 7,5   | 5.962           | 6.258           | 5,0                     |
| Inversiones reales   | 1.004         | 4,9                     | 1.097         | 9,3                     | 3,5   | 531             | 536             | 0,9                     |
| Transferencias de capital                                    | 985           | -7,4                    | 1.075         | 9,2                     | 23,6  | 450             | 506             | 12,6                    |
| <b>3. Saldo de caja (3=1-2)</b>                              | <b>-404</b>   | <b>-61,7</b>            | <b>-241</b>   | <b>-40,5</b>            | <b>-7,3</b>                                     | <b>-989</b>     | <b>-1.334</b>   | <b>34,9</b>             |
| PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL:                          |               |                         |               |                         |   |                 |                 |                         |
| Ingresos no financieros                                      | 19.835        | 7,6                     | —             | —                       | 6,5   | 9.646           | 9.674           | 0,3                     |
| Pagos no financieros   | 20.461        | 4,7                     | —             | —                       | 3,2   | 9.837           | 10.316          | 4,9                     |
| <b>Capacidad (+) o necesidad (-)<br/>de financiación (d)</b> | <b>-626</b>   | <b>-43</b>              | <b>-320</b>   | <b>-48,9</b>            | <b>—</b>  | <b>-191</b>     | <b>-642</b>     | <b>236,3</b>            |

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.

rante la última campaña del IRPF; mientras que los ingresos por IVA, afectados por un incremento de devoluciones, solo crecieron un 0,7 % hasta junio, frente al 9 % en el primer trimestre. Por el contrario, los otros impuestos sobre los productos registraron una cierta recuperación en su ritmo de crecimiento (hasta el 2,7 %). Los otros ingresos corrientes mantuvieron un dinamismo elevado (con un aumento del 31,9 %), que refleja el importante crecimiento

de los ingresos por beneficios ordinarios del Banco de España, contabilizados en febrero.

Por su parte, los gastos aumentaron su ritmo de crecimiento hasta el 4,9 % en el primer trimestre, por encima del 3,2 % registrado hasta marzo y del 4,7 % obtenido en el conjunto del año 2000. Tanto los gastos corrientes como los de capital se aceleraron. Así, los gastos en consumo final mostraron un aumento del 1,3 %, frente a la caída del 6,3 % hasta

**Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social**

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 1.032 mm de pesetas hasta abril de 2001, superior en 215 mm de pesetas (un 26,3 %) al registrado durante el mismo período del año precedente (véase cuadro adjunto). Esta evolución se debió a un crecimiento de los ingresos no financieros del 9,1 %, por encima del 7,9 % previsto en el Presupuesto y del incremento de los pagos no financieros (6%).

Los ingresos por cotizaciones sociales aumentaron un 10,6 % hasta abril, muy por encima del 8,7% previsto en el Presupuesto. El crecimiento de estos ingresos continuó impulsado por el dinamismo del número de afiliados en alta, que creció un 4,4 % hasta junio (un 5 % a lo largo de 2000). La otra fuente importante de ingresos, las transferencias corrientes procedentes del Estado, registró un incremento del 6,8 %, en línea con lo presupuestado.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas experimentó un incremento del 3,7 % hasta abril, tasa que podría venir distorsionada por un distinto criterio de contabilización de la paga extraordinaria por desviación de la inflación, ya que la abonada en febrero de 2000, por la desviación producida en 1999, se registró coincidiendo con la fecha de abono, lo que no parece haber ocurrido con la pagada en enero de 2001, por la desviación producida en 2000. Si se descuenta del gasto en pensiones hasta abril de 2000 el importe correspondiente a dicha paga, el crecimiento de este gasto en los cuatro primeros meses de 2001 pasaría a ser el 6,6 %, algo superior al presupuestado. El número de pensiones contributivas aumentó un 1,2 % en el primer trimestre de 2001, en línea con lo previsto y con el crecimiento registrado en 2000.

Con respecto al gasto del INEM, el destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 9,9 % hasta junio de 2001, frente a un incremento del 3,1 % en 2000. Esta evolución estuvo determinada por el comportamiento del número de beneficiarios, que aumentó un 4,5% hasta abril, frente al 2,7 % de reducción media en 2000. El incremento del número de beneficiarios y la disminución del número de desempleados registrados (un 1,3 % hasta junio, frente al 4,5 % en el conjunto de 2000) dieron lugar a un nuevo aumento de la tasa de cobertura, que se situó en el 68 % hasta abril (64,7 % en 2000).

Por otra parte, las cotizaciones percibidas por el INEM se incrementaron un 9,5 % hasta febrero, frente al 6,2 % previsto en el Presupuesto, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo se redujeron un 10 % hasta marzo, en contraste con la previsión presupuestaria de incremento del 3 %.

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

mm de pesetas y %

|                                   | Presupuesto   |               |                      | Liquidación ENE-ABR |              |                      |
|-----------------------------------|---------------|---------------|----------------------|---------------------|--------------|----------------------|
|                                   | 2000 (c)<br>1 | 2001<br>2     | % variación<br>3=2/1 | 2000<br>4           | 2001<br>5    | % variación<br>6=5/4 |
| <b>1. Ingresos no financieros</b> | <b>14.583</b> | <b>15.736</b> | <b>7,9</b>           | <b>5.309</b>        | <b>5.794</b> | <b>9,1</b>           |
| Cotizaciones sociales (d)         | 9.589         | 10.419        | 8,7                  | 3.277               | 3.624        | 10,6                 |
| Transferencias corrientes         | 4.825         | 5.124         | 6,2                  | 1.966               | 2.100        | 6,8                  |
| Otros (e)                         | 169           | 193           | 14,3                 | 66                  | 70           | 6,5                  |
| <b>2. Pagos no financieros</b>    | <b>14.432</b> | <b>15.352</b> | <b>6,4</b>           | <b>4.492</b>        | <b>4.762</b> | <b>6,0</b>           |
| Personal                          | 2.247         | 2.388         | 6,3                  | 801                 | 855          | 6,8                  |
| Gastos en bienes y Servicios      | 1.388         | 1.492         | 7,5                  | 462                 | 506          | 9,4                  |
| Transferencias corrientes         | 10.579        | 11.233        | 6,2                  | 3.184               | 3.350        | 5,2                  |
| Prestaciones                      | 10.509        | 11.158        | 6,2                  | 3.172               | 3.319        | 4,6                  |
| Pensiones contributivas           | 8.342         | 8.826         | 5,8                  | 2.412               | 2.502        | 3,7                  |
| Incapacidad temporal              | 525           | 592           | 12,6                 | 162                 | 192          | 18,8                 |
| Resto                             | 1.641         | 1.740         | 6,1                  | 598                 | 625          | 4,5                  |
| Resto transferencias corrientes   | 71            | 75            | 6,4                  | 12                  | 31           | 149,7                |
| Otros (f)                         | 217           | 238           | 9,6                  | 46                  | 52           | 13,8                 |
| <b>3. Saldo no financiero</b>     | <b>151</b>    | <b>384</b>    | <b>154,5</b>         | <b>817</b>          | <b>1.032</b> | <b>26,3</b>          |

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

(a) Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues no se hallan disponibles los correspondientes a las Otras Administraciones de Seguridad Social para el año 2001.

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

(c) La referencia presupuestaria toma como base para la comparación el Presupuesto para 2000, ya que aún no se dispone de la liquidación completa para dicho año.

(d) Incluye recargos y multas.

(e) Excluye recargos y multas.

(f) Minorados por la enajenación de inversiones.

CUADRO 4

**Balanza de pagos: resumen (a)**

Millones de euros

|                           | ENE-ABR       |               |
|---------------------------|---------------|---------------|
|                           | 2000          | 2001          |
|                           | Ingresos      | Ingresos      |
| <b>Cuenta corriente</b>   | <b>64.824</b> | <b>76.983</b> |
| Mercancías                | 38.641        | 44.561        |
| Servicios                 | 15.643        | 18.014        |
| <i>Turismo</i>            | 8.444         | 9.698         |
| <i>Otros servicios</i>    | 7.199         | 8.315         |
| Rentas                    | 4.832         | 7.724         |
| Transferencias corrientes | 5.707         | 6.685         |
| <b>Cuenta de capital</b>  | <b>2.603</b>  | <b>3.154</b>  |
|                           | Pagos         | Pagos         |
| <b>Cuenta corriente</b>   | <b>69.748</b> | <b>80.663</b> |
| Mercancías                | 48.829        | 54.181        |
| Servicios                 | 10.175        | 11.497        |
| <i>Turismo</i>            | 1.587         | 1.943         |
| <i>Otros servicios</i>    | 8.588         | 9.554         |
| Rentas                    | 7.041         | 10.936        |
| Transferencias corrientes | 3.703         | 4.049         |
| <b>Cuenta de capital</b>  | <b>347</b>    | <b>284</b>    |
|                           | Saldos        | Saldos        |
| <b>Cuenta corriente</b>   | <b>-4.924</b> | <b>-3.679</b> |
| Mercancías                | -10.188       | -9.620        |
| Servicios                 | 5.468         | 6.517         |
| <i>Turismo</i>            | 6.857         | 7.755         |
| <i>Otros servicios</i>    | -1.388        | -1.238        |
| Rentas                    | -2.209        | -3.212        |
| Transferencias corrientes | 2.005         | 2.636         |
| <b>Cuenta de capital</b>  | <b>2.257</b>  | <b>2.870</b>  |

Fuente: Banco de España.

(a) Avance provisional.

marzo, debido a que la remuneración de asalariados pasó a crecer un 0,3 %, frente a la caída del 2,3 % en el primer trimestre, y a que el resto de gastos en consumo final se incrementó un 7,5 %, en contraste con su fuerte reducción hasta marzo. Las transferencias a otras Administraciones Públicas crecieron un 5,3 %, frente al 15 % registrado en el año 2000. No obstante, tanto estas transferencias como los gastos en consumo final están afectados por el proceso de traspaso de competencias a las Comunidades Autónomas. Por último, la tasa de crecimiento de los gastos de capital no puede considerarse significativa, dada la baja ejecución de estos gastos en el primer semestre.

En términos de caja, el Estado registró un déficit de 1.334 mm de pesetas hasta junio de 2001, superior en un 34,9 % al registrado en el mismo período del año anterior. El incremento

en el déficit de caja en el primer semestre se debió al descenso del 0,3 % en los ingresos no financieros, frente al crecimiento previsto en el Presupuesto, y al aumento de los pagos no financieros en un 3 %.

Según la información de caja, en el período enero-junio tanto los impuestos directos como los indirectos registraron tasas de variación inferiores a las observadas en el conjunto del año 2000 y a la previsión presupuestaria. Destaca, en particular, el descenso de la recaudación por el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, como consecuencia de la agilización —ya mencionada— de las devoluciones durante la última campaña de declaraciones, correspondientes al ejercicio 2000. El fenómeno transitorio que afecta al IRPF, junto con el moderado aumento en la recaudación por el impuesto de sociedades y a la fuerte reducción de los ingresos por el IRNR, determinaron una tasa de crecimiento de los impuestos directos que, hasta junio, resultó ser muy inferior a la prevista para todo el año.

En cuanto a la imposición indirecta, su tasa de crecimiento hasta junio, según los datos de caja, se encuentra también lejos de la previsión presupuestaria, destacando sobre todo el bajo ritmo de crecimiento del IVA (1,2 %), que contrasta con el 8,4 % previsto en el Presupuesto y con el 8,5 % del primer trimestre. En cuanto al resto de impuestos indirectos, la recaudación por impuestos especiales se aceleró en el segundo trimestre del año, aunque la tasa de crecimiento hasta junio (1,8 %) permanece por debajo de la previsión para el conjunto del año (4 %).

Los ingresos no tributarios contabilizados por caja se redujeron hasta junio, 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 semestre fue inferior a la prevista en el Presupuesto.

En cuanto a los gastos no financieros, su crecimiento en el segundo trimestre se desaceleró en relación con el primer trimestre del año, aunque su tasa de crecimiento hasta junio continuó por encima de lo presupuestado. Esto fue consecuencia de los pagos corrientes, ya que todos sus componentes, excepto los pagos por intereses, mostraron tasas de crecimiento superiores a las presupuestadas, destacando, en este sentido, la evolución del capítulo de compras. Por el contrario, los pagos de capital han mantenido tasas de crecimiento muy por debajo de las presupuestadas, debido a la evolución

de las inversiones reales ya que las transferencias de capital se han situado por encima de la previsión.

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

En el período acumulado de enero a abril de 2001, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 809 millones de euros, 1.859 millones de euros menos que el registrado en las mismas fechas del año anterior. Esta mejora se explica por la evolución favorable del saldo por cuenta corriente, que en el primer cuatrimestre redujo su déficit en 1.245 millones de euros en relación con el del mismo período del ejercicio precedente, y por el buen comportamiento de la balanza de capital, que aumentó en 613 millones de euros el superávit alcanzado en igual período del año anterior (véase cuadro 4).

El déficit acumulado de la balanza comercial registró una mejora de 569 millones de euros entre enero y abril, sobre el nivel alcanzado en los cuatro primeros meses de 2000; en tasas interanuales, el saldo negativo se redujo un 5,6 %, lo que contrasta con el aumento del 30,3 % observado en el promedio del pasado año. El comportamiento de los flujos nominales de exportaciones e importaciones de mercancías, que crecieron un 15,3 % y un 11 %, respectivamente, vino determinado, principalmente, por la mejora de la relación real de intercambio desde comienzos del ejercicio, derivada de una moderación en el crecimiento de los precios de los productos importados, tanto energéticos como no energéticos. Adicionalmente, como se ha comentado en el epígrafe 4.1, las exportaciones de bienes también mostraron un mayor dinamismo que las importaciones, en términos reales.

El saldo positivo acumulado por la balanza de servicios hasta abril ascendió a 6.517 millones de euros, frente a los 5.468 millones contabilizados en el primer cuatrimestre del año anterior: este avance se explica por el crecimiento del saldo de turismo y viajes, un 13,1 %, y por la disminución del déficit de los otros servicios en un 10,8 %. La rúbrica de turismo y viajes experimentó un comportamiento expansivo tanto en los ingresos (14,9 %) como, especialmente, en los pagos (22,4 %). No obstante, los ingresos

por turismo, que habían mostrado un comportamiento muy dinámico durante el primer trimestre de 2001, empezaron a ralentizarse en el mes de abril, en línea con la moderación observada en los indicadores reales de turistas entrados por frontera, moderación que se ha prolongado en el mes de mayo.

En el período enero-abril de 2001 la balanza de rentas incrementó su déficit en 1.003 millones de euros sobre el saldo negativo de iguales fechas del año anterior. Los ingresos siguieron creciendo a un ritmo importante (59,8 %), reflejando el fuerte proceso inversor en el exterior que ha tenido lugar en los años recientes. Los pagos también crecieron un 55,3 %, destacando el fuerte avance registrado en las rentas pagadas por el sector privado, en sintonía con el dinamismo que vienen mostrando las inversiones extranjeras de cartera, materializadas en fondos de inversión y en bonos y obligaciones.

En el conjunto de los cuatro primeros meses de 2001, el saldo positivo de la balanza de transferencias ascendió a 2.636 millones de euros, un aumento de 631 millones en relación con igual período del año precedente. Este incremento fue común a los flujos procedentes de la UE y destinados al sector privado, en concepto de FEOGA-Garantía, y a los destinados al sector público, en concepto de Fondo Social Europeo. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital aumentó en 613 millones de euros, en relación con el primer cuatrimestre del año 2000. Este crecimiento, que en tasas interanuales se cifró en el 27,2 %, se explica por la recuperación de los fondos estructurales procedentes de la UE, en especial los relativos al FEDER, aunque también aumentaron las transferencias recibidas por FEOGA-Orientación. Presumiblemente, el avance observado en las transferencias corrientes y de capital está incorporando retrasos originados en el ejercicio anterior.

La menor necesidad de financiación de la nación que reflejan estos datos, es coherente con los avances realizados en la corrección del déficit público y con la ralentización de la actividad económica en los últimos trimestres. Ello explicaría la mejora experimentada por el saldo sectorial de las empresas, derivada de la desaceleración de la inversión productiva privada. Asimismo, se estima que la capacidad de financiación de las familias ha frenado su proceso de deterioro, como consecuencia, por un lado, de la moderación del consumo privado, que ha permitido cambiar la tendencia descendente de la tasa de ahorro y, por otro, de la ralentización de la inversión residencial.

## 5. Los flujos financieros de la economía española

### 5.1. Los flujos financieros del conjunto de la economía

Las cifras de la contabilidad nacional y las cuentas financieras correspondientes al primer trimestre de 2001 indican una ligera recuperación del ahorro financiero neto de la nación, por primera vez en los tres últimos años. El saldo neto de las operaciones financieras de la economía española con el resto del mundo se situó en el -2 % del PIB al finalizar el primer trimestre de 2001 (en términos acumulados de cuatro trimestres), tras haber alcanzado el -2,2 % del PIB al cierre del año 2000 (véase cuadro 5). Este descenso de las necesidades financieras de la nación fue el resultado de la recuperación del ahorro financiero de los hogares y de la disminución continuada de las necesidades de financiación de las AAPP. Las sociedades no financieras, en cambio, experimentaron una nueva caída de sus operaciones financieras netas con el resto de sectores, incidiendo, en este mismo sentido, el ligero descenso del saldo acreedor de las operaciones financieras del sector de instituciones financieras. En todo caso, el ritmo de avance del crédito obtenido por las familias y las empresas no financieras ha continuado siendo elevado, particularmente aquel cuyo destino es la adquisición de vivienda y la financiación de actividades inmobiliarias. La información provisional disponible indica que el crecimiento interanual del crédito de entidades domésticas al sector privado no financiero fue del 14,5 % en junio de 2001.

### 5.2. Los flujos financieros de los hogares e ISFL

El ahorro financiero neto de las familias dio síntomas de recuperación en el primer trimestre del año 2001, situándose en el 1 % del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres (véase cuadro 5). El notable descenso de los flujos de financiación en los primeros meses del año y la reducción más moderada de la adquisición de activos financieros explican esta recuperación. Hay una serie de circunstancias que permitirían esperar que esta evolución implique un cambio de tendencia del ahorro, que ha venido reduciéndose de forma continuada desde mediados de los años noventa. Por un lado, la desaceleración de la actividad en los trimestres recientes ha podido llevar a revisar a la baja las perspectivas de renta futura de las familias, fomentando, con ello, el ahorro como un medio de garantizar un determinado nivel de gasto en el futuro. Igualmente, la pérdida de valor de la riqueza financiera que tuvo lugar en el año 2000 debe haber contribuido a empeorar dichas perspectivas, al tiempo que ha acrecentado la necesidad de compensar esa disminución

CUADRO 5

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

% PIB

|   | OPERACIONES FINANCIERAS NETAS |             |             |             |             |             |             |             |             |
|---|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|   | 1996                          | 1997        | 1998        | 1999        | 2000        |             |             |             | 2001        |
|   |                               |             |             |             | I TR        | II TR       | III TR      | IV TR       | I TR        |
| <b>Economía nacional</b>                          | <b>1,2</b>                    | <b>1,6</b>  | <b>0,5</b>  | <b>-1,1</b> | <b>-1,6</b> | <b>-1,9</b> | <b>-2,1</b> | <b>-2,2</b> | <b>-2,0</b> |
| <b>Sociedades no financieras y hogares e ISFL</b> | <b>5,1</b>                    | <b>4,0</b>  | <b>2,0</b>  | <b>-0,5</b> | <b>-0,9</b> | <b>-2,1</b> | <b>-2,4</b> | <b>-2,5</b> | <b>-2,6</b> |
| Sociedades no financieras                         | -0,1                          | -0,5        | -1,3        | -2,3        | -2,4        | -2,6        | -3,2        | -3,2        | -3,6        |
| Hogares e ISFL                                    | 5,3                           | 4,6         | 3,3         | 1,8         | 1,4         | 0,4         | 0,8         | 0,6         | 1,0         |
| <b>Instituciones financieras</b>                  | <b>1,0</b>                    | <b>0,7</b>  | <b>1,1</b>  | <b>0,5</b>  | <b>0,7</b>  | <b>0,7</b>  | <b>0,8</b>  | <b>0,7</b>  | <b>0,6</b>  |
| <b>Administraciones Públicas</b>                  | <b>-4,9</b>                   | <b>-3,2</b> | <b>-2,6</b> | <b>-1,2</b> | <b>-1,5</b> | <b>-0,4</b> | <b>-0,5</b> | <b>-0,3</b> | <b>0,0</b>  |
|   | FLUJOS INTERSECTORIALES (a)   |             |             |             |             |             |             |             |             |
|   | 1996                          | 1997        | 1998        | 1999        | 2000        |             |             |             | 2001        |
|   |                               |             |             |             | I TR        | II TR       | III TR      | IV TR       | I TR        |
| <b>Hogares e ISFL</b>                             | <b>5,3</b>                    | <b>4,6</b>  | <b>3,3</b>  | <b>1,8</b>  | <b>1,4</b>  | <b>0,4</b>  | <b>0,8</b>  | <b>0,6</b>  | <b>1,0</b>  |
| Frente a:   |                               |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Instituciones de crédito (b)                      | -2,7                          | -6,7        | -4,5        | 0,3         | 2,1         | 1,4         | 1,4         | -0,6        | -0,4        |
| Inversores institucionales (c)                    | 8,8                           | 10,9        | 7,7         | 1,1         | -0,8        | -1,4        | -1,0        | 0,3         | 0,6         |
| <b>Sociedades no financieras</b>                  | <b>-0,1</b>                   | <b>-0,5</b> | <b>-1,3</b> | <b>-2,3</b> | <b>-2,4</b> | <b>-2,6</b> | <b>-3,2</b> | <b>-3,2</b> | <b>-3,6</b> |
| Frente a:   |                               |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Instituciones de crédito (b)                      | -0,3                          | -3,2        | -4,3        | -3,8        | -5,1        | -4,4        | -5,3        | -6,2        | -5,7        |
| Resto del mundo                                   | 0,4                           | 1,7         | 0,5         | -0,5        | 0,5         | -0,5        | -1,1        | 0,7         | 0,2         |
| <b>Administraciones Públicas</b>                  | <b>-4,9</b>                   | <b>-3,2</b> | <b>-2,6</b> | <b>-1,2</b> | <b>-1,5</b> | <b>-0,4</b> | <b>-0,5</b> | <b>-0,3</b> | <b>0,0</b>  |
| Frente a:   |                               |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Instituciones de crédito (b)                      | -0,4                          | 1,4         | 1,4         | 1,4         | 1,3         | 1,3         | 1,3         | 2,2         | 0,3         |
| Inversores institucionales (c)                    | -5,9                          | -3,9        | -2,6        | 1,7         | 1,7         | 3,3         | 3,5         | 3,5         | 3,5         |
| Resto del mundo                                   | -0,2                          | -2,0        | -1,1        | -4,3        | -3,9        | -3,9        | -4,6        | -6,0        | -4,9        |
| <b>Resto del mundo</b>                            | <b>-1,2</b>                   | <b>-1,6</b> | <b>-0,5</b> | <b>1,1</b>  | <b>1,6</b>  | <b>1,9</b>  | <b>2,1</b>  | <b>2,2</b>  | <b>2,0</b>  |
| Frente a:   |                               |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Instituciones de crédito (b)                      | 0,9                           | 2,8         | 7,2         | 2,3         | 3,9         | 3,9         | 3,4         | 5,1         | 5,4         |
| Inversores institucionales (c)                    | -0,9                          | -2,6        | -6,3        | -3,5        | -3,7        | -4,1        | -4,4        | -5,6        | -5,5        |
| Sociedades no financieras                         | -0,4                          | -1,7        | -0,5        | 0,5         | -0,5        | 0,5         | 1,1         | -0,7        | -0,2        |
| Administraciones Públicas                         | 0,2                           | 2,0         | 1,1         | 4,3         | 3,9         | 3,9         | 4,6         | 6,0         | 4,9         |

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.

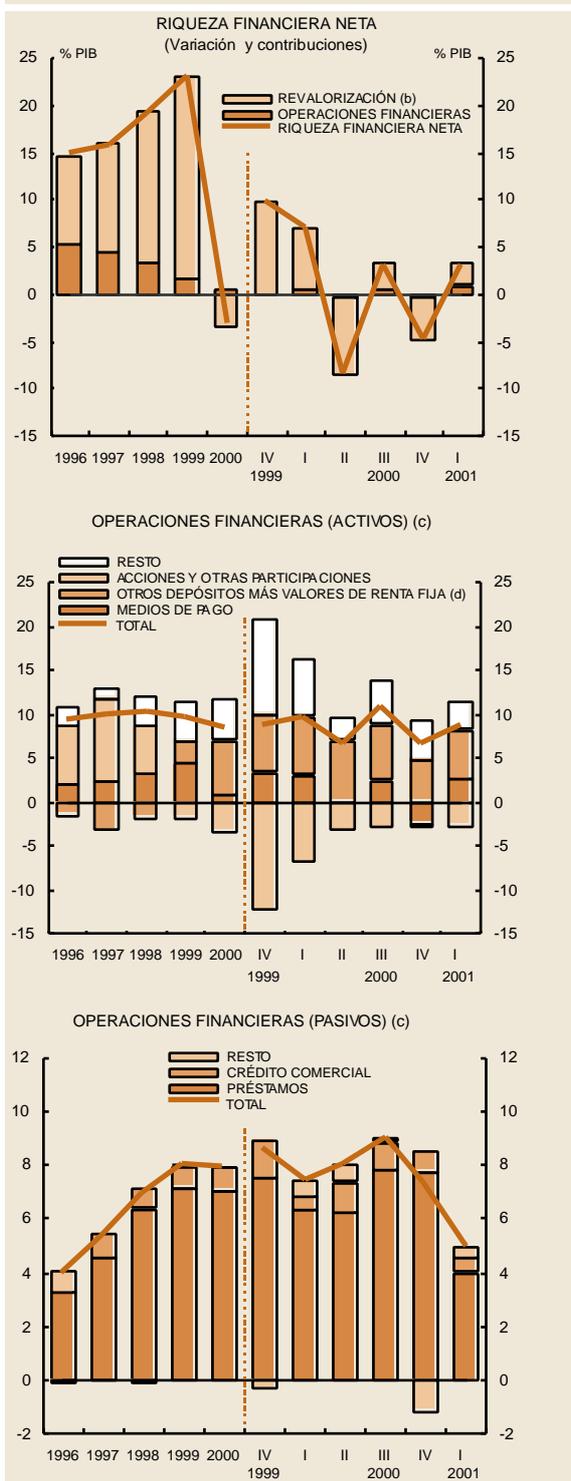
del patrimonio neto de los hogares mediante un incremento del ahorro.

Durante el primer trimestre de 2001 ha aumentado el ritmo de adquisición de activos financieros, en relación con el del trimestre anterior, debido, fundamentalmente, a la evolución de los medios de pago (véanse gráfico 23 y cuadro 6). En el mismo sentido contribuyeron los depósitos a plazo y los valores de renta fija. En cambio, el descenso más intenso de la cartera de acciones y otras participaciones —debido a las desinversiones en fondos de renta variable e internacionales— incidió en sentido contrario. La evolución de las suscripciones netas en fon-

dos de inversión resultó, por otra parte, poco homogénea durante este trimestre, pues, si bien los partícipes en fondos de renta variable e internacionales continuaron realizando reembolsos por una cuantía elevada, por primera vez en los dos últimos años se produjeron suscripciones netas positivas en fondos del mercado monetario (FIAMM). Esta recuperación de las participaciones en FIAMM responde, en parte, a la recuperación de su rentabilidad, que se situó en valores similares a la de los depósitos a plazo, y, también, en cierta medida, a una mayor preferencia de los inversores por activos más seguros, habida cuenta de la pérdida de valor que habían experimentado los fondos con

GRÁFICO 23

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

una vocación de invertir en activos de mayor riesgo. Por último, las aportaciones a planes de pensiones y seguros —incluidos en la rúbrica resto, en el cuadro y en el gráfico mencionados— se situaron por debajo del valor medio que habían alcanzado en el año 2000, período en el que se produjeron importantes trasvases de ahorro hacia la modalidad de seguros de vida conocida como *unit linked*.

La información procedente de los indicadores mensuales disponibles correspondiente al segundo trimestre de 2001 indica que la adquisición de activos financieros ha seguido incrementándose. La incertidumbre que pesa sobre las perspectivas de las economías americana y europea ha introducido dudas sobre el curso futuro de los tipos de interés en la zona euro, impulsando el avance de los medios de pago (gráfico 24) y el de los activos de menor riesgo. Así, se ha mantenido el elevado ritmo de crecimiento de los depósitos a plazo, al tiempo que siguió aumentando la suscripción de participaciones en fondos monetarios y comenzaron a ser positivas las suscripciones netas de los FIM de renta fija. Asimismo, el patrimonio de estos fondos ha empezado a incrementarse, tras un período de algo más de un año de continuo descenso.

Por el lado de la financiación, las familias obtuvieron durante el primer trimestre de 2001 un volumen de fondos que, en términos desestacionalizados, está por debajo de la pauta de los últimos años (véase parte inferior del gráfico 23). La evolución de los préstamos concedidos por entidades de crédito residentes, que constituyen la principal fuente de financiación de este sector, explican esta reducción de la adquisición de pasivos. En términos de tasa interanual, la financiación a hogares e ISFL creció un 15,3 % en el primer trimestre del año, 2 puntos porcentuales por debajo del crecimiento observado a finales del año 2000 (véase cuadro 6). La desaceleración del gasto en consumo y la menor confianza en la capacidad de los hogares para afrontar pagos futuros son algunas de las razones que han debido influir en la demanda de financiación por parte de este sector. Así parece corroborarlo la información referida a la distribución del crédito por finalidades, que indica que la financiación a personas físicas con finalidad distinta de la adquisición de vivienda siguió desacelerándose en el primer trimestre de 2001. El destino fundamental de la financiación a hogares continuó siendo la adquisición de vivienda, que mantuvo un ritmo de avance muy elevado (23 %, en tasa interanual).

Los datos disponibles sobre la financiación de las familias en el segundo trimestre de 2001 indican que esta continuó desacelerándose, en

CUADRO 6

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

% PIB

|  | 1998        | 1999        | 2000        | 2000        |             | 2001        |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|  |             |             |             | III TR      | IV TR       | I TR        |
| <b>HOGARES E ISFL:</b>   |             |             |             |             |             |             |
| <b>Operaciones financieras (activos)</b>                                 | <b>10,3</b> | <b>9,7</b>  | <b>8,4</b>  | <b>2,7</b>  | <b>1,6</b>  | <b>2,2</b>  |
| Medios de pago   | 3,3         | 4,4         | 0,8         | 0,6         | -0,6        | 0,7         |
| Otros depósitos y valores de renta fija (b)                              | -1,8        | 2,6         | 6,3         | 1,6         | 1,2         | 1,4         |
| Acciones y otras participaciones   | 5,3         | -1,8        | -3,3        | -0,7        | -0,1        | -0,7        |
| Resto  | 3,4         | 4,5         | 4,7         | 1,2         | 1,1         | 0,8         |
| <b>Operaciones financieras (pasivos)</b>                                 | <b>6,9</b>  | <b>8,0</b>  | <b>8,0</b>  | <b>2,3</b>  | <b>1,8</b>  | <b>1,2</b>  |
| Créditos de entidades de crédito residentes                              | 5,9         | 6,4         | 6,9         | 1,9         | 2,0         | 0,9         |
| Resto  | 1,0         | 1,6         | 1,1         | 0,3         | -0,1        | 0,4         |
| <b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>  |             |             |             |             |             |             |
| <b>Operaciones financieras (activos)</b>                                 | <b>14,2</b> | <b>18,5</b> | <b>27,8</b> | <b>10,1</b> | <b>6,8</b>  | <b>3,4</b>  |
| Medios de pago   | 1,5         | 0,7         | 0,8         | 0,3         | -0,2        | -0,1        |
| Otros depósitos y valores de renta fija (b)                              | 0,3         | -0,1        | 0,8         | 0,7         | -0,8        | 0,7         |
| Acciones y otras participaciones   | 3,0         | 8,6         | 14,2        | 4,9         | 5,0         | 0,6         |
| Resto  | 9,5         | 9,3         | 12,0        | 4,2         | 2,7         | 2,1         |
| <b>Operaciones financieras (pasivos)</b>                                 | <b>15,5</b> | <b>20,8</b> | <b>31,1</b> | <b>11,6</b> | <b>6,8</b>  | <b>4,4</b>  |
| Créditos de entidades de crédito residentes                              | 4,6         | 4,8         | 6,7         | 1,9         | 1,1         | 0,7         |
| Préstamos exteriores, valores de renta fija y fondos de titulización (b) | 1,8         | 4,0         | 3,9         | 2,0         | 0,4         | 1,4         |
| Resto  | 9,1         | 11,9        | 20,5        | 7,8         | 5,4         | 2,2         |
| <b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>                 |             |             |             |             |             |             |
| <b>Activos financieros líquidos</b>                                      | <b>3,7</b>  | <b>1,4</b>  |             | <b>2,6</b>  | <b>2,6</b>  | <b>4,6</b>  |
| Hogares e ISFL   | 4,0         | 0,7         |             | 0,8         | 1,1         | 4,2         |
| Sociedades no financieras  | 2,5         | 5,8         |             | 12,6        | 10,6        | 6,4         |
| <b>Financiación (c)</b>  | <b>16,7</b> | <b>19,4</b> |             | <b>19,9</b> | <b>18,8</b> | <b>17,2</b> |
| Hogares e ISFL   | 19,3        | 19,6        |             | 17,5        | 17,3        | 15,3        |
| Sociedades no financieras  | 14,7        | 19,3        |             | 21,7        | 20,0        | 18,6        |

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.

términos interanuales, aunque a un ritmo menor que en el primer trimestre del año.

La evolución de los activos y pasivos financieros que se prevé para el segundo trimestre de 2001, con la información parcial disponible (5), parece confirmar un nuevo aumento del

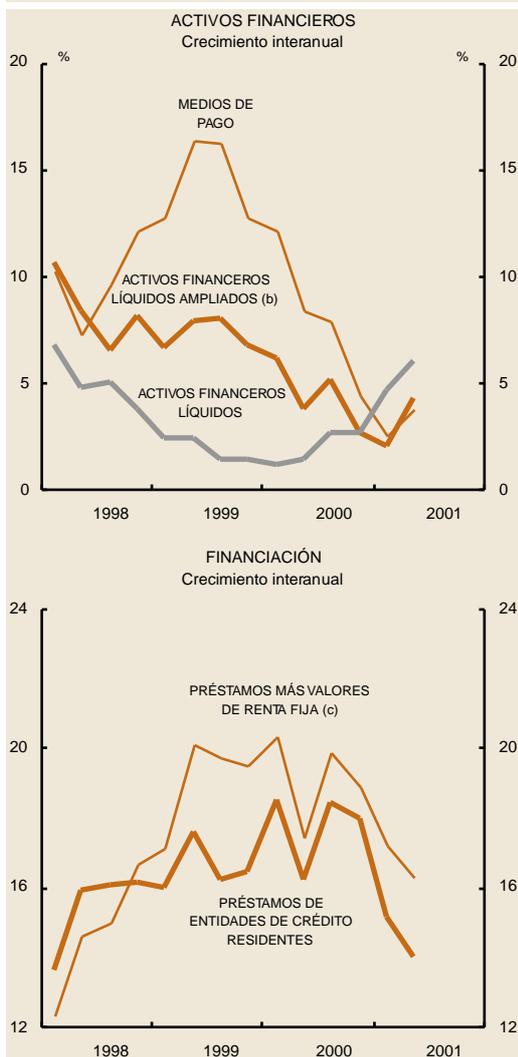
ahorro financiero neto de los hogares, en términos acumulados de cuatro trimestres. Esta evolución de las operaciones financieras netas puede resultar, no obstante, insuficiente para compensar el descenso del precio de los activos financieros que se ha producido en el segundo trimestre del año. Con ello, el valor de la

(5) Conviene recordar que los indicadores mensuales recogen información agregada que no permite identificar, de forma precisa, los componentes correspondientes a familias y a

empresas no financieras, por lo que las conclusiones sobre la evolución de las operaciones financieras de cada uno de estos sectores han de interpretarse con las debidas cautelas.

GRÁFICO 24

Sociedades no financieras, hogares e ISFL (a)



Fuente: Banco de España.

- (a) Los datos del segundo trimestre de 2001 son datos de mayo.
- (b) Definidos como activos financieros líquidos más fondos de inversión distintos de FIAMM y FIM de renta fija.
- (c) Incluye préstamos de entidades de crédito residentes y del exterior, emisión de valores y financiación intermediada por fondos de titulización.

riqueza financiera ha debido experimentar cierto retroceso, tras el pequeño incremento que se produjo en el primer trimestre (véase la parte superior del gráfico 23).

Otro aspecto relevante de la situación patrimonial de los hogares, como es su nivel de endeudamiento, experimentó un incremento moderado durante los tres primeros meses de 2001, situándose la *ratio* deuda/PIB cercana al 48 % (véase gráfico 25), aunque en términos de la riqueza financiera el nivel de endeu-

damiento de las familias permaneció estabilizado.

5.3. Los flujos financieros de las sociedades no financieras

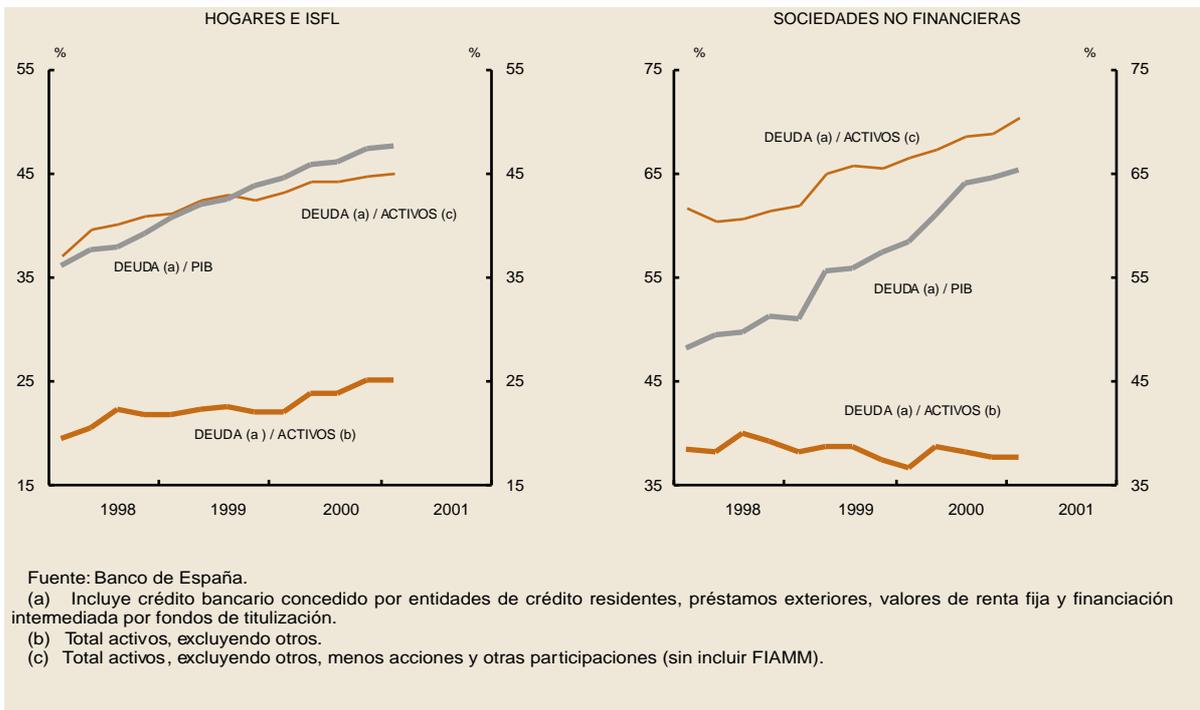
El ahorro financiero neto de las sociedades no financieras continuó disminuyendo en el primer trimestre del año 2001, hasta situarse en el -3,6 % del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres (véase cuadro 5). Esta evolución, que contrasta con el perfil que se ha descrito para el sector de hogares e ISFL, se explica por un descenso de las operaciones financieras de activo y pasivo, que fue más intenso en el caso de las primeras. Los datos del primer trimestre suponen una moderación de las pautas de adquisición de activos financieros y pasivos, tras los valores extraordinarios que se alcanzaron en el año 2000 y una parte de 1999, influidos por la acumulación de operaciones específicas que involucraban a grandes empresas españolas (véase gráfico 26). No obstante, esta vuelta a la normalidad sigue caracterizándose por una elevada acumulación de pasivos por parte de las sociedades no financieras, por encima del valor alcanzado en 1998, que es un período escasamente influido por operaciones de grandes empresas.

Durante el primer trimestre de 2001, la adquisición de activos financieros por parte de las sociedades no financieras disminuyó notoriamente, situándose por debajo del valor medio del año 1998 (véanse cuadro 6 y gráfico 26). Esta reducción tuvo un carácter relativamente generalizado, con las excepciones de los depósitos en el resto del mundo y la financiación a filiales extranjeras.

La financiación obtenida por las sociedades no financieras experimentó un significativo descenso en el primer trimestre de 2001, situándose muy por debajo del valor medio de los dos últimos años (véase gráfico 26). Esta disminución se explica, fundamentalmente, por la menor cuantía de ampliaciones de capital y fondos involucrados en las reorganizaciones de grupos empresariales y por el menor volumen de recursos procedentes de las entidades de crédito residente (véase cuadro 6), ya que el flujo de financiación intermediado por fondos de titulización y el proveniente del resto del mundo, incrementó su aportación a la cobertura de las necesidades financieras del sector. Como resultado de ello, los recursos obtenidos por las empresas, excluyendo la emisión de acciones y participaciones, experimentaron un descenso menos pronunciado que los procedentes del crédito bancario. Así, el crecimiento interanual de la financiación obtenida mediante préstamos

GRÁFICO 25

**Ratios de endeudamiento**



bancarios, emisión de valores de renta fija, fondos de titulización y préstamos exteriores se situó en el 18,6 % al finalizar el primer trimestre del año; 1,5 puntos porcentuales por debajo del valor alcanzado a finales del año 2000 (cuadro 6). En cambio, durante el mismo período, el crédito bancario a las empresas se desaceleró 3,5 puntos, hasta situarse en el 14,8 % en marzo de 2001.

En cuanto al destino de la financiación por sectores productivos, la información relativa al primer trimestre de 2001 indica que el crédito otorgado por bancos y cajas de ahorros al sector servicios siguió creciendo a un ritmo elevado (17 %, en tasa interanual), aunque inferior al de finales del año 2000, mientras que la construcción experimentó una clara desaceleración. No obstante, ambos sectores continúan siendo los principales destinos de la financiación bancaria a actividades productivas. Los préstamos a la industria —excluida la construcción—, se desaceleraron de forma más intensa, con lo que su aportación al crecimiento del crédito bancario fue reducida.

La información disponible de los indicadores mensuales indica que la financiación procedente de entidades de crédito residentes ha seguido moderándose durante el segundo trimestre de 2001, si bien ha aumentado la proveniente de fondos de titulización y ha tendido a mantener-

se en niveles elevados el flujo de fondos procedente del resto del mundo.

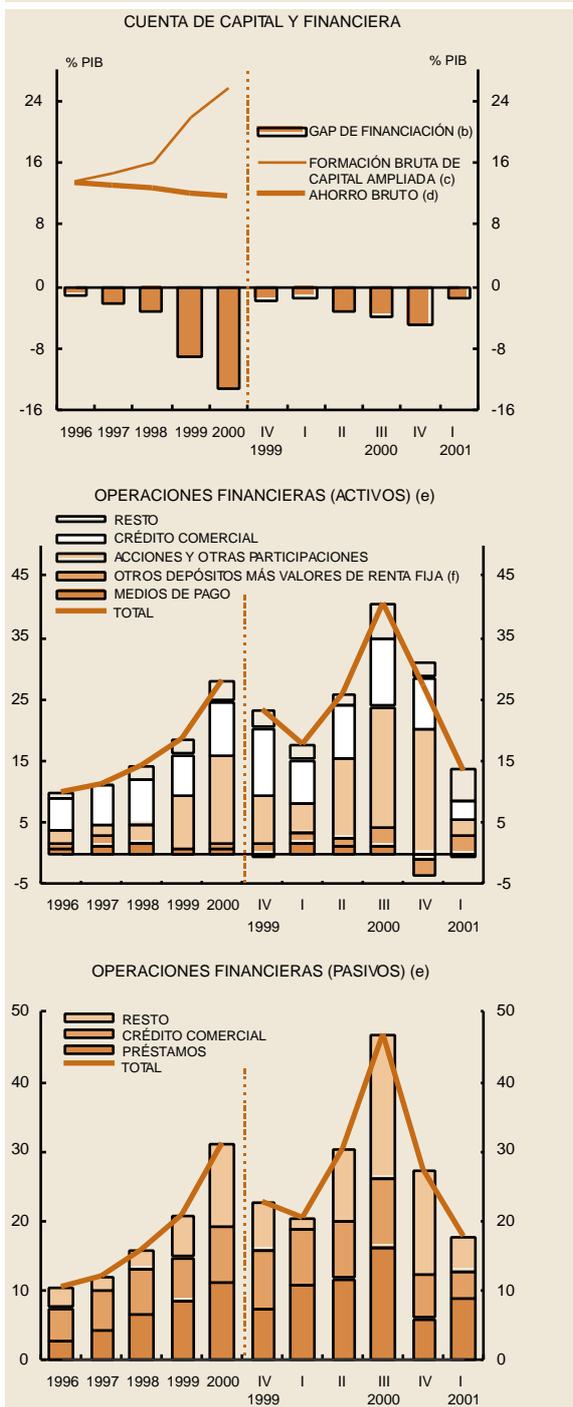
Uno de los aspectos más relevantes de la posición patrimonial de las sociedades no financieras ha sido el rápido crecimiento de su endeudamiento en los tres últimos años, habiéndose situado la relación deuda/PIB próxima al 65 %, al finalizar el primer trimestre de 2001 (véase el gráfico 25). Asimismo, el crédito bancario procedente de entidades residentes representaba un 43 % del PIB a finales del año 2000, por encima del valor medio en los países de la UEM. A este incremento han contribuido, de manera importante, las necesidades financieras de algunas grandes empresas españolas, que han aumentado su endeudamiento como una de las vías para financiar sus estrategias de expansión internacional.

**5.4. Los flujos financieros de las Administraciones Públicas**

Durante el primer trimestre del año 2001, el ahorro financiero neto de las AAPP pasó a ser positivo (véase gráfico 27), con lo que la cifra acumulada en los últimos cuatro trimestres se situó en el punto de equilibrio presupuestario (0,0 % del PIB). La información procedente del indicador de *necesidades financieras*, que recoge la apelación de las AAPP a los mercados finan-

GRÁFICO 26

Sociedades no financieras (a)

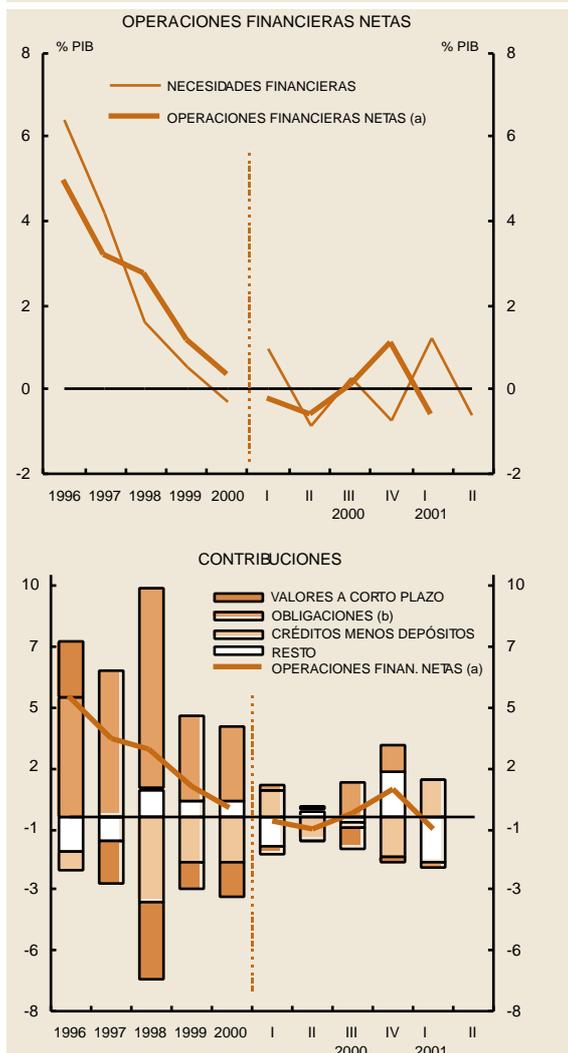


Fuente: Banco de España.

- (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.

cieros y constituye una aproximación del ahorro financiero del sector, indica que dicha apelación fue negativa en el segundo trimestre de 2001 y, por tanto, cabe esperar que el ahorro financiero del sector sea nuevamente positivo (6).

Durante el primer trimestre de 2001, la emisión neta de valores negociables fue negativa debido al elevado volumen de amortizaciones de bonos y obligaciones (14 mm de euros), que

(6) La discrepancia entre el ahorro financiero neto y las necesidades financieras de las AAPP en el cuarto trimestre de 2000 y el primero de 2001 se deben a la distinta imputación temporal de los intereses en estas dos variables.

**Las subastas de liquidez del Tesoro y la demanda de fondos líquidos de las entidades de crédito españolas**

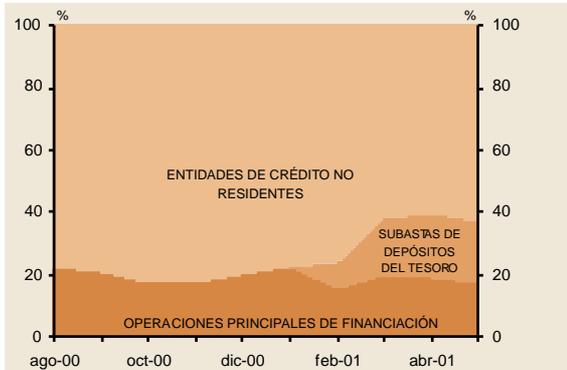
Las entidades de crédito que operan en España demandan fondos líquidos para cubrir las necesidades que se derivan, por un lado, de la existencia de un coeficiente de caja que deben cumplir y, por otro, de la evolución de los llamados factores autónomos, partidas del balance del Banco de España (BE) que, como los depósitos del Tesoro, no están directamente bajo el control del Eurosistema pero que modifican igualmente la liquidez disponible en el sistema. Estas demandas pueden ser satisfechas, básicamente, por una doble vía: las operaciones principales de financiación (OPF) que realiza el BE en el marco de la política monetaria única y el recurso a otras entidades de crédito que, para el conjunto de las instituciones residentes, solo podrá ser atendido por entidades no residentes. Los préstamos obtenidos del BE deben asegurarse mediante la presentación de los adecuados activos de garantía (no así, necesariamente, los procedentes de otras entidades de crédito).

En este contexto, el pasado mes de febrero se habilitaron los mecanismos necesarios para que el Tesoro pueda transferir diariamente, al cierre de operaciones, a las entidades de crédito residentes la mayor parte de sus depósitos en el Banco de España(1). Así, una vez al mes, se lleva a cabo una subasta en la que las entidades de crédito pujan por un porcentaje de los fondos que, al final de cada día del llamado período de vigencia de la subasta (un mes, aproximadamente), serán transferidos, por un día, desde la cuenta del Tesoro en el BE a las entidades cuyas ofertas sean, finalmente, aceptadas. La puja ha de contener, también, el tipo de interés que se pagará por estos fondos, expresado en términos del diferencial con respecto al tipo de interés EONIA que estará vigente en el momento de realizar el traspaso de depósitos. El traspaso se instrumenta mediante una operación de compraventa simultánea a un día de valores del Estado, de modo que, como en el caso del recurso al BE, las entidades aseguran los fondos que obtienen del Tesoro.

El gráfico adjunto muestra la evolución de los fondos líquidos obtenidos por las entidades a través de las subastas de liquidez del Tesoro (2), junto con los procedentes de las entidades de crédito no residentes y de las OPF. En principio, cabría esperar que puesto que tanto los préstamos del Banco de España como los fondos obtenidos del Tesoro deben ser colateralizados, las nuevas subastas de liquidez deberían implicar, fundamentalmente, un menor recurso al banco central, no afectando en exceso a la posición interbancaria. Sin embargo, aunque es aún pronto para que los resultados sean concluyentes, parece observarse que los nuevos fondos están sustituyendo liquidez procedente tanto del BE como, sobre todo, de las entidades no residentes. El cuadro adjunto ofrece una posible explicación del porqué de este comportamiento.

De acuerdo con los resultados de las subastas de liquidez realizadas entre febrero y mayo, la sustitución de financiación interbancaria —al tipo de interés EONIA— por los depósitos del Tesoro ha supuesto para las entidades una reducción media de costes de 13 puntos básicos (15, si se consideran los tipos marginales de las subastas), aunque no debe olvidarse que, en este caso, la nueva fuente de liquidez comporta un coste adicional derivado de la necesidad de garantizar los fondos con deuda pública. El ahorro esperado por la sustitución de los fondos procedentes de las OPF no es directamente observable, pero puede estimarse a partir de una evaluación de las expectativas de las entidades sobre la evolución futura tanto del EONIA(3) como del tipo de interés de las OPF. Si los tipos EONIA futuros se aproximan por el valor medio de este tipo de interés en los cinco días previos a la subasta de depósitos; y los tipos esperados de las OPF, por los de la última operación principal de financiación realizada, el ahorro (esperado) medio por la sustitución del recurso al Banco de España por depósitos del Tesoro se habría situado, en los días en los que estos fueron subastados, alrededor de 8 puntos básicos (10, si se consideran tipos marginales). Este ahorro podría considerarse neto, en la medida en la que estas dos fuentes alternativas de liquidez requieren el uso de activos de garantía(4). Sin embargo, del análisis presentado, parece deducirse que los márgenes obtenidos por las entidades adjudicatarias en las nuevas subastas compensa el coste de movilizar el colateral no utilizado en las operaciones con el Eurosistema, de modo que les resulta rentable mantener el grueso de su recurso al Banco de España y reducir significativamente, en cambio, sus préstamos del exterior.

**Fuentes de liquidez: composición porcentual**



Fuente: Banco de España.

**Coste relativo de los fondos procedentes de las subastas de liquidez del Tesoro**

| Fecha         | Diferenciales frente a |              |              |              |
|---------------|------------------------|--------------|--------------|--------------|
|               | EONIA(a)               |              | OPF(b)       |              |
|               | Marginal               | Medio        | Marginal     | Medio        |
| 8-02-01       | -20                    | -16          | -19          | -16          |
| 5-03-01       | -14                    | -13          | -6           | -6           |
| 3-04-01       | -10                    | -8           | -6           | -4           |
| 4-05-01       | -15                    | -13          | -8           | -7           |
| <b>Medias</b> | <b>-14,75</b>          | <b>-12,5</b> | <b>-9,75</b> | <b>-8,25</b> |

(a) Diferencial marginal o medio de cada subasta.  
 (b) Diferencia entre la suma del EONIA medio de los cinco días anteriores a la subasta de liquidez y el diferencial marginal (o medio) de dicha subasta, por un lado, y el tipo marginal (o medio) de la última OPF, por otro.

(1) Para un mayor detalle sobre este nuevo procedimiento de gestión de la tesorería del Tesoro puede consultarse el artículo de Regulación Financiera del Boletín económico correspondiente al mes de abril de 2001.

(2) Técnicamente, el traspaso de fondos desde la cuenta del Tesoro en el Banco de España a las entidades supone una contracción de los factores autónomos que reducen la liquidez disponible en el sistema. Disminuyen, así, las necesidades de liquidez de las entidades y, por tanto, su recurso al BE y/o a las entidades no residentes.

(3) La suma del tipo EONIA medio esperado durante el período de vigencia de la subasta y el diferencial —medio o marginal— de la subasta de liquidez del Tesoro permite estimar el coste esperado —medio o marginal— para las entidades de los depósitos del Tesoro transferidos.

(4) Conviene señalar, no obstante, que el conjunto de activos de garantía admisible es, en el caso del recurso al BE, más amplio.

CUADRO 7

## Operaciones financieras de la nación (a)

% PIB

|  | 1998        | 1999        | 2000        | 2000        |             | 2001        |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|  |             |             |             | III TR      | IV TR       | I TR        |
| <b>Operaciones financieras netas</b>     | <b>0,5</b>  | <b>-1,1</b> | <b>-2,2</b> | <b>-0,6</b> | <b>-0,4</b> | <b>-0,5</b> |
| <b>Operaciones financieras (activos)</b> | <b>12,8</b> | <b>15,1</b> | <b>24,9</b> | <b>8,8</b>  | <b>8,1</b>  | <b>4,7</b>  |
| <b>Oro y DEG</b>                         | <b>0,0</b>  | <b>-0,2</b> | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b>  |
| <b>Efectivo y depósitos</b>              | <b>3,2</b>  | <b>1,8</b>  | <b>2,7</b>  | <b>2,7</b>  | <b>0,1</b>  | <b>1,7</b>  |
| Sistema crediticio                       | 0,0         | 3,7         | 2,6         | 2,6         | 0,9         | 0,5         |
| Otros sectores residentes                | 3,2         | -1,9        | 0,1         | 0,1         | -0,8        | 1,2         |
| <b>Valores distintos de acciones</b>     | <b>3,4</b>  | <b>2,8</b>  | <b>3,8</b>  | <b>1,3</b>  | <b>1,5</b>  | <b>1,2</b>  |
| Sistema crediticio                       | -1,4        | -0,9        | -0,3        | 0,4         | -0,1        | 0,3         |
| Otros sectores residentes                | 4,8         | 3,7         | 4,1         | 0,9         | 1,5         | 0,9         |
| <b>Acciones y otras participaciones</b>  | <b>4,4</b>  | <b>9,8</b>  | <b>15,1</b> | <b>3,4</b>  | <b>5,7</b>  | <b>0,9</b>  |
| Sistema crediticio                       | 0,4         | 0,5         | 2,0         | 0,6         | 0,4         | 0,2         |
| Otros sectores residentes                | 4,0         | 9,4         | 13,1        | 2,8         | 5,3         | 0,7         |
| Del cual:                                |             |             |             |             |             |             |
| Sociedades no financieras                | 2,2         | 6,9         | 10,2        | 2,4         | 4,9         | 0,5         |
| <b>Créditos</b>                          | <b>1,9</b>  | <b>0,8</b>  | <b>3,2</b>  | <b>1,3</b>  | <b>0,9</b>  | <b>0,8</b>  |
| Sistema crediticio                       | 0,2         | -0,2        | 0,5         | 0,0         | 0,3         | 0,2         |
| Otros sectores residentes                | 1,7         | 1,0         | 2,7         | 1,2         | 0,6         | 0,6         |
| <b>Operaciones financieras (pasivos)</b> | <b>12,3</b> | <b>16,2</b> | <b>27,1</b> | <b>9,3</b>  | <b>8,5</b>  | <b>5,2</b>  |
| <b>Depósitos</b>                         | <b>6,0</b>  | <b>4,2</b>  | <b>7,3</b>  | <b>1,7</b>  | <b>2,7</b>  | <b>2,9</b>  |
| Del cual:                                |             |             |             |             |             |             |
| Sistema crediticio                       | 5,9         | 4,1         | 7,3         | 1,7         | 2,7         | 2,9         |
| <b>Valores distintos de acciones</b>     | <b>1,0</b>  | <b>5,5</b>  | <b>7,0</b>  | <b>2,4</b>  | <b>2,1</b>  | <b>0,6</b>  |
| Sistema crediticio                       | 0,2         | 0,9         | 0,8         | 0,2         | 0,0         | 0,2         |
| Administraciones Públicas                | 1,0         | 4,3         | 5,7         | 2,0         | 2,1         | 0,2         |
| Otros sectores residentes                | -0,2        | 0,2         | 0,5         | 0,1         | 0,1         | 0,1         |
| <b>Acciones y otras participaciones</b>  | <b>2,9</b>  | <b>3,9</b>  | <b>9,0</b>  | <b>2,9</b>  | <b>3,5</b>  | <b>0,8</b>  |
| Sistema crediticio                       | 0,1         | 0,3         | 1,6         | 0,7         | 0,1         | 0,2         |
| Otros sectores residentes                | 2,8         | 3,6         | 7,4         | 2,2         | 3,4         | 0,6         |
| <b>Créditos</b>                          | <b>3,0</b>  | <b>4,1</b>  | <b>4,9</b>  | <b>2,5</b>  | <b>0,6</b>  | <b>1,3</b>  |
| Administraciones Públicas                | 0,1         | 0,0         | 0,1         | -0,1        | 0,0         | 0,0         |
| Otros sectores residentes                | 2,9         | 4,1         | 4,9         | 2,6         | 0,5         | 1,3         |
| <b>Otros neto (b)</b>                    | <b>-0,6</b> | <b>-1,4</b> | <b>-1,1</b> | <b>-0,1</b> | <b>-0,4</b> | <b>-0,3</b> |

Fuente: Banco de España.

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

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

superó la cuantía de la emisión bruta de estos títulos (11,9 mm de euros). La emisión neta de valores a corto plazo fue, por su parte, casi nula. En este contexto, los recursos necesarios para cubrir las necesidades financieras de las AAPP provinieron de una importante reducción de los depósitos en las entidades de crédito, que experimentaron una variación de -18,3 mm de euros. Durante este trimestre, el Estado comenzó a realizar un nuevo tipo de operaciones con el fin de optimizar su gestión de tesorería.

Así, desde el mes de febrero, el Estado cede a las entidades de crédito, al final de cada día, una parte del saldo que mantiene en el Banco de España, obteniendo con ello una remuneración. A la mañana siguiente, las entidades de crédito devuelven estos fondos, de modo que el Estado pueda atender sus pagos corrientes (véase el recuadro 4).

Como consecuencia del importante volumen de amortizaciones de bonos y obligaciones del

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

CUADRO 8

% PIB

|   | 1996         | 1997         | 1998         | 1999         | 2000         | 2001 (b)     |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Economía nacional</b>                          | <b>-19,7</b> | <b>-20,6</b> | <b>-21,7</b> | <b>-22,7</b> | <b>-22,7</b> | <b>-23,2</b> |
| <b>Sociedades no financieras y hogares e ISFL</b> | <b>-13,3</b> | <b>-10,8</b> | <b>-8,9</b>  | <b>-9,1</b>  | <b>-3,1</b>  | <b>-1,9</b>  |
| Sociedades no financieras                         | -18,3        | -17,2        | -15,2        | -16,9        | -11,1        | -9,8         |
| Hogares e ISFL                                    | 5,0          | 6,4          | 6,3          | 7,8          | 8,0          | 7,9          |
| <b>Instituciones financieras</b>                  | <b>8,8</b>   | <b>7,2</b>   | <b>5,1</b>   | <b>7,1</b>   | <b>5,2</b>   | <b>3,5</b>   |
| Instituciones de crédito (c)                      | 6,7          | 2,4          | -5,4         | -7,5         | -12,6        | -14,5        |
| Inversores institucionales (d)                    | 2,2          | 4,9          | 10,9         | 15,2         | 18,5         | 18,9         |
| Resto de instituciones financieras                | -0,1         | -0,1         | -0,4         | -0,6         | -0,8         | -0,9         |
| <b>Administraciones Públicas</b>                  | <b>-15,3</b> | <b>-17,0</b> | <b>-18,0</b> | <b>-20,6</b> | <b>-24,8</b> | <b>-24,8</b> |

Fuente: Banco de España.

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

(b) Datos del I trimestre.

(c) Definido según la 1ª Directiva bancaria.

(d) Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

Estado, se redujeron las tenencias de estos títulos en todos los sectores, excepto las de los inversores extranjeros, que experimentaron una variación neto positiva. En cambio, las instituciones financieras residentes —entidades de crédito e inversores institucionales— fueron las que disminuyeron su cartera de títulos públicos en mayor cuantía.

La información parcial disponible respecto al volumen de fondos captados por las AAPP en los mercados durante el segundo trimestre del año indica una recuperación de las emisiones netas de valores a largo plazo realizadas por el Estado, que han vuelto a ser positivas (8,3 mm de euros), mientras que el saldo de letras del Tesoro volvió a reducirse como consecuencia de las emisiones netas negativas. Finalmente, los depósitos en el sistema crediticio se incrementaron durante este trimestre en 6,4 mm de euros, en contraposición a lo ocurrido en el trimestre anterior. Con ello, *las necesidades financieras* de las AAPP, indicador que incluye la emisión de valores, los créditos bancarios y la utilización de depósitos, se redujeron en el segundo trimestre de 2001, haciéndose nuevamente negativas (véase gráfico 27).

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

En el primer trimestre de 2001 se redujo el saldo neto negativo de las operaciones finan-

cieras de la economía española con el resto del mundo, situándose este en el -2 % del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres. El saldo neto correspondiente al primer trimestre del año fue del -0,5 % del PIB, como resultado de un importante descenso de la adquisición de activos financieros frente al exterior y de la acumulación de pasivos (véase cuadro 7). Tras el crecimiento sostenido, en los tres últimos años, del volumen de activos y pasivos frente al exterior, motivado por la internacionalización de las grandes empresas españolas y por el proceso de diversificación de la cartera de los inversores institucionales, el primer trimestre de 2001 apenas estuvo influido por operaciones relacionadas con la expansión internacional de las empresas españolas.

Por el lado de los activos financieros exteriores destaca el aumento de los depósitos de empresas españolas en el exterior en el primer trimestre de 2001. La inversión materializada en valores de renta fija se mantuvo en un nivel similar al de los últimos trimestres, como resultado de la continuidad del proceso de diversificación internacional de la cartera de los sectores residentes —principalmente, entidades de crédito e inversores institucionales—. La adquisición de acciones y participaciones en sociedades extranjeras mostró, en cambio, un importante retroceso en relación con los valores alcanzados en el año 2000. Este descenso afectó, en menor medida, a la financiación a empresas filiales, cuyo cuantía

fue similar a la media trimestral de dicho año (véase cuadro 7).

Como ya se ha señalado, durante el primer trimestre de 2001 el volumen de pasivos exteriores acumulado por la economía española se redujo sustancialmente. Así, la adquisición neta de valores emitidos por las AAPP por parte de no residentes disminuyó, debido al importante volumen de amortizaciones que se produjeron en este trimestre. Del mismo modo, la adquisición de acciones y participaciones en empresas españolas experimentó también una disminución. Las entidades de crédito, en cambio, continuaron captando recursos en el exterior en forma de depósitos por una cuantía elevada, al tiempo que el sector privado no financiero obtenía un volumen importante de financiación procedente del resto del mundo.

Respecto al segundo trimestre de 2000, solo se dispone de la información de la balanza de pagos correspondiente al mes de abril. De acuerdo con esta, las sociedades no financieras recibieron un volumen de financiación elevado durante este mes, una parte del cual procedía de matrices extranjeras. Por su parte, la inversión directa en el exterior materializada en acciones dio síntomas de reactivación.

El mantenimiento de un saldo negativo en las operaciones financieras netas de la economía española con el resto del mundo contribuyó a incrementar la posición deudora neta frente al exterior durante el primer trimestre del año (véase cuadro 8). Si se desagrega por sectores, las entidades de crédito residentes fueron las que aumentaron su posición deudora neta (casi 2 puntos del PIB), mientras que los activos netos exteriores de las sociedades no financieras y los inversores institucionales continuaron aumentando. Por su parte, las AAPP apenas variaron su posición deudora neta frente al resto del mundo. La evolución de los activos netos exteriores de las sociedades no financieras, en los últimos trimestres, se ha visto afectada por las variaciones del tipo de cambio, que han tendido a incrementar el valor en euros de las inversiones en el extranjero. Este efecto fue muy importante durante el año 2000, debido al rápido aumento de la adquisición de activos exteriores en ese año. Esta revalorización no fue compensada por variaciones similares en el valor en euros de los pasivos frente al resto del mundo, ya que, entre otros factores, las acciones de empresas nacionales en poder de no residentes redujeron su valor de mercado en el último año.

30.7.2001.