
Informe trimestral de la economía española

1. Rasgos básicos

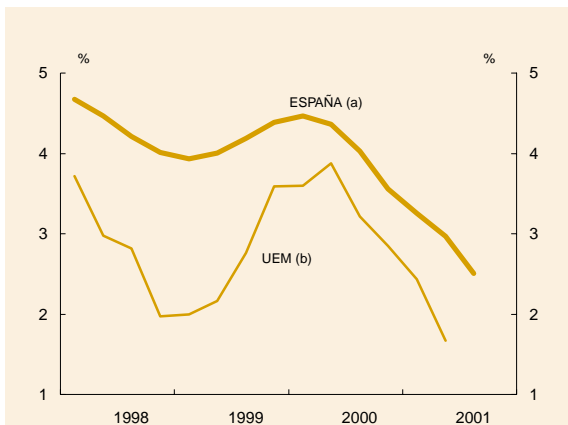
En un contexto de creciente incertidumbre, se estima que la economía española redujo la tasa de crecimiento interanual de su producto interior bruto (PIB) real durante el tercer trimestre del año 2001 hasta valores próximos al 2,5%, tras el 3% alcanzado en el trimestre precedente y el 4% que se registraba, por esas mismas fechas, hace un año. Estos resultados se enmarcan dentro del proceso de desaceleración de la actividad económica mundial que se inició a partir de la crisis de la economía de Estados Unidos y que se fue propagando a través de los diferentes mercados —de bienes y financieros—, poniendo en serias dificultades a numerosas economías emergentes y agudizando la crítica situación de la economía japonesa. La zona del euro ha acusado también este deterioro del entorno exterior, mostrando una capacidad menor de la esperada para desarrollar un proceso de crecimiento autónomo y diferenciado de Estados Unidos.

Los dramáticos acontecimientos del pasado 11 de septiembre han incidido, por tanto, sobre una situación económica internacional que se encontraba ya considerablemente deprimida, agudizando aún más la incertidumbre sobre la intensidad y duración de la desaceleración y, en general, sobre las condiciones en que se desenvolverá el contexto económico internacional y la economía española en los próximos trimestres. Aunque el *shock* causado por los atentados terroristas tendrá efectos transitorios sobre la actividad, el comienzo y la intensidad de la recuperación dependerán, en cierta medida, de la duración y el desarrollo de la respuesta bélica al ataque terrorista, así como de la reacción de los agentes económicos —consumidores y empresas— a esta situación de incertidumbre. La rápida respuesta de las autoridades económicas ha contribuido a superar los momentos iniciales de mayor tensión y, desde una perspectiva a medio plazo, la caída experimentada por los precios de los productos petrolíferos y de otras materias primas y la mejora consiguiente en las expectativas inflacionistas son una nota positiva en esta tesitura.

La reacción de las autoridades monetarias estuvo encaminada, en un primer momento, a asegurar el buen funcionamiento de los mercados financieros, ofreciendo toda la liquidez que fuera necesaria para ello. En este sentido, el día 12 el Eurosistema convocó una operación de ajuste para la inyección de liquidez en los mercados monetarios a muy corto plazo, operación que tuvo continuidad al día siguiente. Además, el Banco Central Europeo (BCE) realizó una operación *swap* con la Reserva Federal por importe de 50 mm de dólares para asegurar la disponibilidad de esta moneda en los mercados financieros europeos, que en todo momen-

GRÁFICO 1

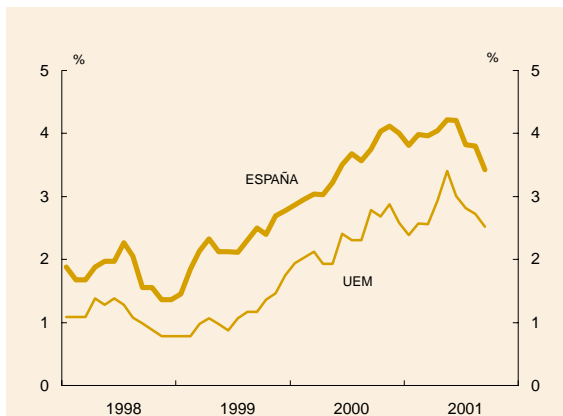
Producto interior bruto



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

GRÁFICO 2

Índices armonizados de precios de consumo



Fuentes: Eurostat y Banco Central Europeo.

to siguieron funcionando con plena normalidad. Unos días después, el 17 de septiembre, un Consejo de Gobierno extraordinario del BCE acordó, en coherencia con una acción similar de la Reserva Federal, una reducción de los tipos oficiales de medio punto porcentual, hasta el 3,75%, donde se encuentran situados en este momento. Esta decisión tuvo un carácter excepcional, encaminada a proporcionar un entorno de seguridad que mitigara, en la medida de lo posible, el deterioro en las expectativas de los agentes económicos. Se encuadra, por tanto, dentro de la aplicación, en una coyuntura tan singular, de los criterios de estabilidad a medio plazo que rigen las decisiones de política monetaria del Eurosistema.

Por lo que se refiere a la política fiscal, la reacción de las autoridades americanas fue también rápida, proporcionando un apoyo complementario a la economía a través de un incremento del gasto público, que ha reforzado la acción de la Reserva Federal, que recortó de nuevo el tipo de interés objetivo de los bonos federales el pasado 2 de octubre, hasta situarlo en el 2,5%. En Europa, con unas finanzas públicas menos saneadas en algunos países, los márgenes de actuación de que dispone la política fiscal se encuadran dentro de los postulados establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que permiten el juego de los estabilizadores automáticos en aquellas economías que han alcanzado un saldo presupuestario, al menos, cercano al equilibrio, mientras que en los demás casos, se deberán manejar las finanzas públicas de manera que se asegure la continuidad en el proceso de consolidación fiscal.

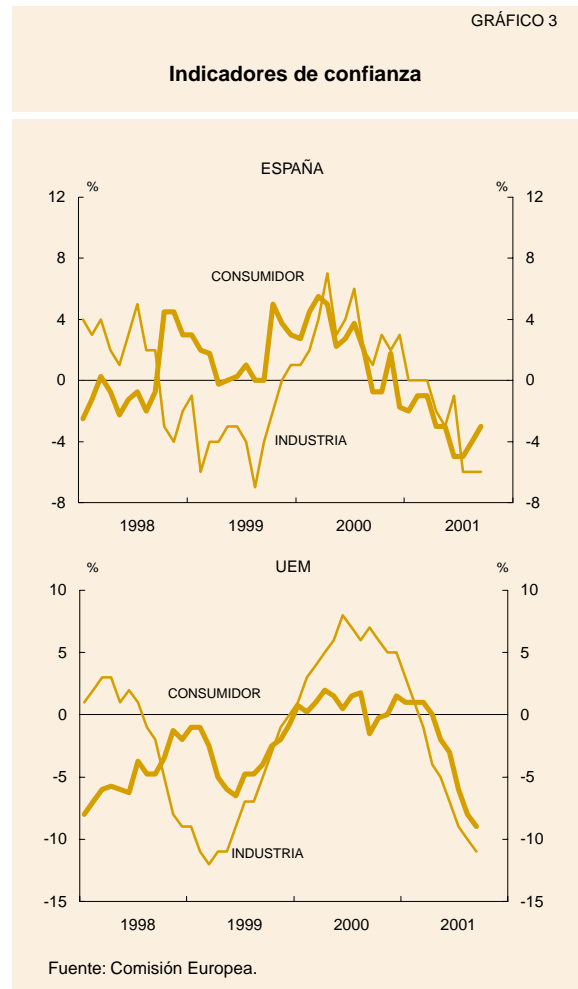
En el momento actual no se dispone aún de las cifras de cierre del tercer trimestre para las distintas economías y es escasa la información sobre indicadores posteriores al ataque del 11 de septiembre. En Estados Unidos, los datos publicados sobre los índices de confianza avanzan una drástica desaceleración del gasto de los consumidores en los próximos meses; este era el único componente de la demanda que mantenía —junto con el gasto público y la compra de viviendas— ritmos de crecimiento positivos, aunque descendentes, compatibles con un aumento en las tasas de ahorro. La previsible caída de este agregado, junto con el prolongado deterioro de la inversión privada y de las exportaciones —y, en general, de toda la actividad industrial—, acentúa los riesgos depresivos de la economía norteamericana. En cuanto al conjunto de las economías de la zona del euro, la mayoría de los indicadores muestran que se alcanzó un máximo cíclico a mediados del pasado año. Desde entonces, y de acuerdo con la información de las cuentas nacionales, ha sido el consumo privado —junto con el consumo público— la variable que ha mantenido un ritmo de crecimiento relativamente más sostenido, frente al progresivo empeoramiento de la inversión privada y las exportaciones; un patrón, por tanto, similar al de la economía norteamericana, aunque se ha desarrollado, lógicamente, con algún retraso y menor intensidad. Los primeros datos que empiezan a conocerse sobre opiniones de consumidores y clima empresarial en alguna de las grandes economías del área, tras los ataques terroristas, auguran una continuidad, al menos a corto plazo, de estas tendencias.

La tasa de crecimiento del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) en el conjunto de la zona euro se ha desacelerado en seis

décimas porcentuales a lo largo del tercer trimestre del año, quedando situada, el pasado mes de septiembre, en el 2,5%. Aunque esta desaceleración se ha concentrado, por el momento, en los componentes energético y de alimentos elaborados —sin que hayan flexionado todavía las tasas de los servicios y de los bienes industriales no energéticos—, el cambio en el panorama económico interno y la favorable evolución de los mercados de materias primas permiten pronosticar una progresiva aproximación a las cotas de estabilidad establecidas para el conjunto de la zona. En esta situación, y en un contexto de desaceleración en el ritmo de crecimiento de los agregados crediticios significativo, el tono de la política monetaria del Eurosistema fue haciéndose paulatinamente más laxo, con independencia de las acciones en respuesta al *shock* provocado por las acciones terroristas, ya mencionadas. De hecho, con anterioridad a esas acciones, el Consejo de Gobierno del BCE había acordado descensos de los tipos de interés de referencia de 25 puntos básicos en los meses de mayo y agosto pasados.

La economía española comparte las mismas tendencias en cuanto a desaceleración del crecimiento e inflexión de la tasa de inflación que la zona del euro, pero mantiene diferencias de nivel positivas en ambas tasas de variación. De esta forma, su ritmo de crecimiento sigue siendo superior al de la UEM, avanzando en el proceso de convergencia real, incluso en esta fase de desaceleración. El mantenimiento de un diferencial de crecimiento positivo con Europa es un hecho que no había tenido lugar en otras fases de desaceleración cíclica más recientes, que se caracterizaban, como es bien conocido, por drásticos ajustes a la baja para restaurar los desequilibrios que se habían generado durante la fase de auge. Este hecho diferencial hay que atribuirlo, en gran medida, a la integración en la Unión Monetaria, que ha protegido a la economía de ciertos elementos —aumentos de las primas de riesgo a largo plazo y movimientos de tipo de cambio— que hubieran contribuido a intensificar la desaceleración. Pero el hecho de pertenencia a un área monetaria común tiene también sus exigencias y, en este sentido, la persistencia de diferenciales de inflación positivos con los países de la zona puede terminar representando riesgos para la competitividad, para la creación de empleo y, en fin, para el propio proceso de convergencia.

Las exportaciones y la inversión en bienes de equipo son los dos agregados macroeconómicos que, como en otras áreas ya analizadas, han mostrado una mayor sensibilidad al deterioro del panorama económico general. Las exportaciones mantuvieron tasas de crecimiento

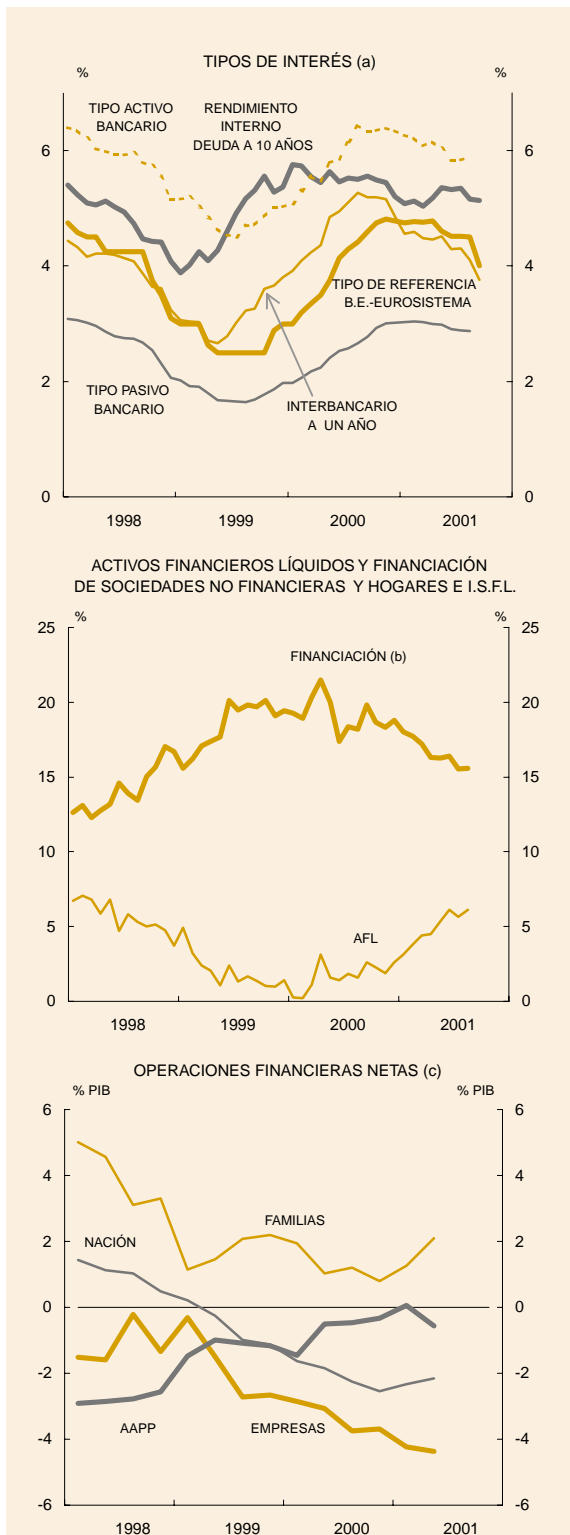


relativamente elevadas hasta que la desaceleración de los mercados abarcó el área comunitaria, después han registrado una creciente debilidad, que se extiende, aunque con menor intensidad, por el momento, al sector turístico. Se ha estimado que la tasa de crecimiento interanual de las exportaciones de bienes y servicios durante el tercer trimestre se encontrará ligeramente por encima del 3%. En cuanto a la inversión en equipo, su pérdida de dinamismo comenzó mucho antes, y se agravó tan pronto como el cambio en el contexto internacional afectó a las expectativas empresariales. Es previsible que durante el tercer trimestre sigan registrándose tasas de variación negativas en este componente de la demanda.

El consumo y la inversión en construcción son, por tanto, las dos variables que sustentan, básicamente, el crecimiento de la economía española en el momento actual, pero mientras la primera está atenuando también su ritmo de aumento interanual, la segunda no, ya que el menor dinamismo de la demanda de viviendas se está viendo compensado por la fortaleza de la obra civil. En el promedio del tercer trimestre es posible que la tasa de crecimiento del con-

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.

sumo privado se encuentre ligeramente por debajo del 2,5%, mientras que la de la inversión en construcción no diferirá, significativamente, de la del trimestre precedente (5,8%); tampoco se esperan cambios importantes en la modesta tasa de aumento que registró el consumo de las Administraciones Públicas en la primera mitad del año.

Los factores que determinan las decisiones de gasto de las familias —de consumo y de inversión— están teniendo un comportamiento diferenciado. La variable más relevante, la renta disponible, registra tasas de crecimiento real notables, aunque con tendencia a la desaceleración. Otros factores, como las pérdidas de riqueza o el empeoramiento en los niveles de confianza de los hogares, han incidido negativamente en la evolución del consumo real, mientras que la compra de viviendas se ha visto impulsada por su alta rentabilidad frente a otras inversiones, de carácter financiero, alternativas; y todo ello en un contexto de bajos tipos de interés reales que favorece el endeudamiento.

Como es bien sabido, el principal componente de la renta disponible de las familias es la remuneración de los asalariados y, dentro de ella, cobra una relevancia especial el aumento del empleo. El mantenimiento de un ritmo de crecimiento elevado de creación de nuevos puestos de trabajo ha sido, por tanto, un elemento fundamental en el sostenimiento de las rentas de los hogares, que tiende a ir moderándose a medida que se va atenuando el dinamismo del empleo. Pero, adicionalmente, los consumidores están tratando de recomponer sus tasas de ahorro, ante el descenso del valor de su riqueza financiera y la mayor incertidumbre sobre el comportamiento de sus ingresos en el futuro; este hecho, unido al comienzo de un cierto retraimiento en la inversión en viviendas, ha determinado una mejora de la capacidad de financiación de las familias, que había alcanzado valores particularmente reducidos durante el pasado año. Los datos de avance de las Cuentas Financieras Trimestrales del segundo trimestre de 2001 muestran un aumento en el ahorro financiero de las familias que confirma estas apreciaciones y que, junto con la tendencia creciente del ahorro de las Administraciones Públicas, hacen que disminuyan las necesidades de financiación de la nación (véase gráfico 4).

Como resultado de todos estos factores, la economía española ha seguido moderando su ritmo de crecimiento real durante el tercer trimestre del año actual. Se estima que la tasa de aumento de la demanda nacional se habrá situado en valores del orden del 2,6%, siendo de mayor entidad la desaceleración de la deman-

da final —como consecuencia de la evolución de las exportaciones—, lo que, a su vez, explica el menor dinamismo de la importación, cuya tasa de aumento real puede que supere solo muy ligeramente el 3,5%. Se habría producido, por tanto, un cambio en el patrón de crecimiento de la economía española con respecto al de los trimestres precedentes, ya que la demanda exterior neta dejaría de ser un factor impulsor del crecimiento y restaría un par de décimas porcentuales al aumento interanual del PIB real, cuya tasa de variación, como ya se anticipó, se habrá aproximado al 2,5%. No se dispone en el momento actual, prácticamente, de datos que recojan información posterior al 11 de septiembre, por lo que es aventurado anticipar las consecuencias que pueden haber tenido esos acontecimientos sobre el comportamiento de los agentes económicos; parece razonable esperar que, igual que en otras economías, se resientan los niveles de confianza de consumidores y empresarios; sin embargo, el comportamiento relativamente favorable de los mercados de valores en estas últimas semanas podría ser el indicio de una cierta serenidad, dentro de la inevitable incertidumbre en las decisiones de los mencionados agentes.

Los datos disponibles sobre la evolución del empleo en los meses del verano se corresponden con el comportamiento de las distintas ramas productivas, que prolongan las tendencias observadas en los dos trimestres precedentes: persistencia de la desaceleración de la actividad (y el empleo) en la industria y en los servicios y mayor firmeza en el sector de la construcción. Se aprecia una ligera recuperación en la productividad aparente del trabajo, que es especialmente relevante en la rama industrial.

Es importante, para que los efectos desaceleradores procedentes del exterior no se acentúen, que la economía española mantenga la intensidad relativa en la generación de empleo que ha puesto de manifiesto a lo largo de la reciente etapa expansiva, aunque esta se vaya acomodando, lógicamente, a una coyuntura menos favorable. Para ello, los salarios deben ajustar su ritmo de crecimiento a la situación de las empresas y dejar de incorporar aumentos transitorios de la tasa de inflación, pauta de comportamiento que tiende a ampliar los diferenciales de costes y precios de la economía española con respecto a los de los países de nuestro entorno, con la consiguiente contracción de márgenes en los sectores más expuestos a la competencia. La desaceleración que está teniendo lugar en la tasa de variación del índice de precios de consumo (IPC) y el cambio que se aprecia en las expectativas inflacionistas deben reflejarse, por tanto, en las negociaciones salariales, que han de enmarcarse en los niveles de estabilidad de precios a los que se

encaminan de nuevo las economías de la zona euro.

En el mes de septiembre, la tasa de crecimiento interanual del IPC se situó en el 3,4%, que contrasta con el 4,2% que se registraba en junio, al finalizar el trimestre precedente. La desaceleración abarca a la mayoría de los grupos, con las excepciones de los alimentos elaborados —que han acentuado su tasa de avance— y de los bienes industriales no energéticos —que no han variado su ritmo de crecimiento entre los meses de referencia—. La desaceleración experimentada por el índice energético es la de mayor entidad y está previsto, además, que continúe; pero es igualmente reseñable la que ha tenido lugar en los servicios, donde los cambios metodológicos en la cobertura de algunas de las partidas que lo componen hacen que haya aumentado su variabilidad. El diferencial entre las tasas de crecimiento de los precios de consumo en España y en el conjunto de la UEM fluctúa, desde hace más de dos años, en torno al punto porcentual, con cambios entre sus distintos componentes. En los últimos datos se aprecia que el diferencial tiende a reducirse en el componente de servicios, mientras que aumenta, ligeramente, en los bienes.

En cualquier caso, el hecho más relevante es que se ha producido un giro favorable en las expectativas inflacionistas mundiales que se encuentra asociado, en parte, a la evolución de los precios del petróleo y de otras materias primas, pero al que también contribuye la desaceleración de las tasas de crecimiento de las distintas economías. Ya se ha visto cómo las autoridades monetarias han reaccionado a este cambio de escenario a través del establecimiento de unas condiciones monetarias más holgadas, sobre todo tras el desencadenamiento de los dramáticos acontecimientos, cuya influencia todavía persiste. La economía española participa de esta situación, pero manteniendo diferenciales positivos en su ritmo de crecimiento y en su tasa de inflación con los países de nuestro entorno. Eso hace que las condiciones monetarias vigentes para los países de la zona del euro puedan seguir siendo holgadas para la economía española, donde el ritmo de crecimiento de los agregados crediticios, aunque tiende a flexionar claramente, sigue siendo relativamente elevado. Aunque los riesgos que suscita la holgura monetaria son menores en un contexto de desaceleración de la demanda y de reducción de la inflación, sigue siendo necesario que las restantes políticas económicas contribuyan a crear el entorno adecuado para el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica y de la competitividad de la economía.

En este sentido, los datos más recientes sobre la evolución de las cuentas públicas —que

cubren ya tres trimestres del año— confirman que se alcanzará el equilibrio presupuestario programado para el cierre del ejercicio, aunque con algunas diferencias en su distribución por agentes: mayor déficit en las cuentas del Estado, donde el cambio en el entorno macroeconómico ha afectado a algunas figuras tributarias, y mayor superávit de la Seguridad Social.

Los Presupuestos Generales del Estado para el año 2002 prolongan la estrategia de política fiscal desarrollada en los últimos años, que ha permitido situar las finanzas públicas en la posición de equilibrio a medio plazo, tal como se entiende en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y recuperar el margen de maniobra necesario para que puedan actuar los estabiliza-

dores automáticos, ante un eventual deterioro de la situación económica. Pero todo ello preservando el tono neutral de la política fiscal, sin adoptar medidas discrecionales que aumenten el déficit estructural y que vendrían a sumarse al impulso monetario expansivo que se deriva de los últimos descensos de los tipos de interés. Esta pauta de comportamiento cobra una relevancia especial en el caso de la economía española, dada la elevada inercia que han mostrado en el pasado determinadas partidas del gasto público en momentos de desaceleración económica y el elevado coste que supone recuperar posteriormente una posición fiscal saneada, que resulta imprescindible para preservar un entorno de estabilidad macroeconómica y de crecimiento sostenido.

2. El entorno exterior del área del euro

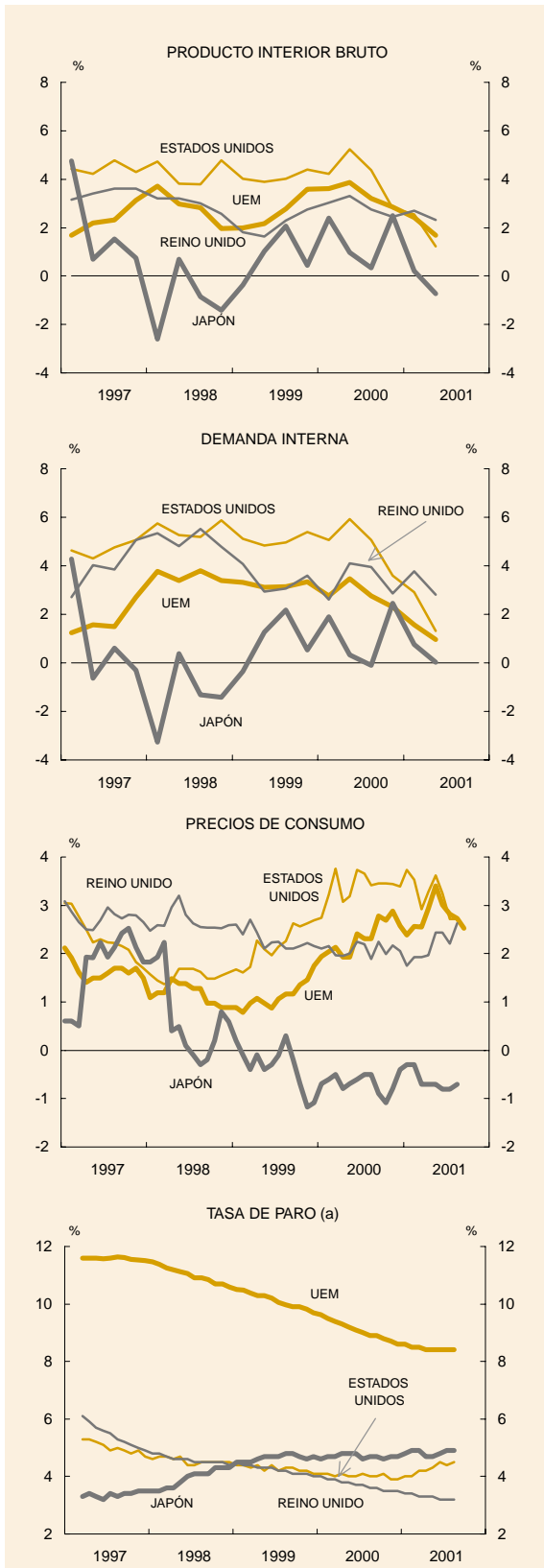
La información disponible para el tercer trimestre de 2001 indica que las condiciones económicas en el entorno exterior del área euro han empeorado significativamente en el tercer trimestre, de manera especial después del atentado terrorista del 11 de septiembre. Este atentado y sus secuelas —todavía desconocidas— han aumentado considerablemente la incertidumbre y han generado una retracción general de las posiciones de riesgo por parte de los agentes. Esto se ha dejado notar en una menor propensión al gasto y en el aumento general de las primas de riesgo de los títulos privados y del riesgo país. Los últimos indicadores dan señales claramente recesivas en EEUU y aún más en Japón. En este clima de mayor aversión al riesgo y ralentización del comercio mundial las expectativas de crecimiento de los países emergentes han empeorado de forma sustancial, especialmente en Latinoamérica pero también en Asia.

Los datos definitivos del segundo trimestre en EEUU mostraron un avance del PIB positivo (0,3% trimestral anualizado), en gran parte gracias al dinamismo del gasto de las familias en consumo e inversión en viviendas, que son las partidas que han demostrado cierta sensibilidad a la fuerte bajada de los tipos de interés, pues los gastos en inversión productiva evolucionaron muy negativamente. Esta tónica se mantuvo en el mes de agosto, en el que además aparecieron signos (como el repunte de la producción industrial y la mejora del NAPM) de que la recesión de las manufacturas podría estar tocando fondo. Sin embargo, los indicadores posteriores, especialmente los que empiezan a reflejar parcialmente los efectos del atentado, mostraron un panorama muy distinto: las empresas están recortando gastos en plantilla (caída del empleo y fuerte subida de la tasa de paro hasta el 4,9%) y en capital (caída de bienes duraderos) y los consumidores empiezan a recomponer sus posiciones financieras hacia un mayor ahorro, pese a las devoluciones impositivas programadas. En cuanto a las empresas, su todavía precaria posición financiera y el exceso de capital instalado hacen pensar en que la recuperación de la inversión productiva será lenta.

En un contexto como este, de debilidad de la demanda interna y externa, las tensiones inflacionistas se han moderado, como muestra la disminución del deflactor del consumo privado, que ha pasado del 2,6% al 2,2% en los dos primeros trimestres del año y, sobre todo, la desaceleración de los precios de producción, que han reducido su tasa interanual de crecimiento desde cotas cercanas al 5% a principios de año a un 1,6% en septiembre; además, algunos componentes del índice, como son las tasas

GRÁFICO 5

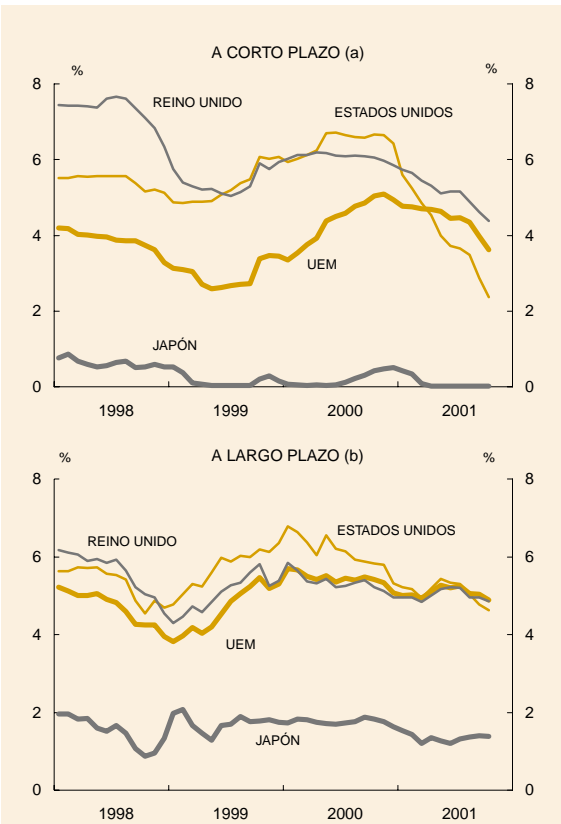
Principales indicadores macroeconómicos
Tasas de variación interanuales



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

GRÁFICO 6

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.

subyacentes de los bienes intermedios y las materias primas llevan 4 meses en tasas negativas. También el IPC ha mostrado una mayor moderación, del 3,7% interanual de enero al 2,6% de septiembre, aunque la tasa subyacente se ha mantenido en el entorno del 2,5% desde enero.

La desaceleración de precios ha concedido un margen adicional a la Reserva Federal para seguir actuando contra las tendencias recesivas y el aumento de la incertidumbre, margen que la autoridad monetaria norteamericana ha aprovechado: el tipo de los fondos federales bajó 0,25 puntos en agosto y dos veces, en 0,50 puntos, tras los atentados, hasta situarse en el 2,5%. Este no solo es el nivel más bajo desde 1964, sino que también se trata de la bajada más agresiva, ya que a principios de año los tipos estaban en el 6%. En los días posteriores al atentado la Reserva Federal, de manera coordinada con los principales bancos centrales, acudió al mercado para suministrar la liquidez suficiente para evitar tensiones. La ac-

tuación expansiva de la política monetaria se ha acompañado por un paquete fiscal de estímulo a la demanda que muy probablemente rondará el 1,5% del PIB en 2002, lo que, junto con el empeoramiento de las perspectivas económicas para el año que viene, eliminaría el superávit fiscal previsto. Los rendimientos de los títulos públicos americanos a más largo plazo han caído, pero mucho menos que proporcionalmente, por lo que la pendiente de la curva de rendimientos se ha empinado de forma sustancial.

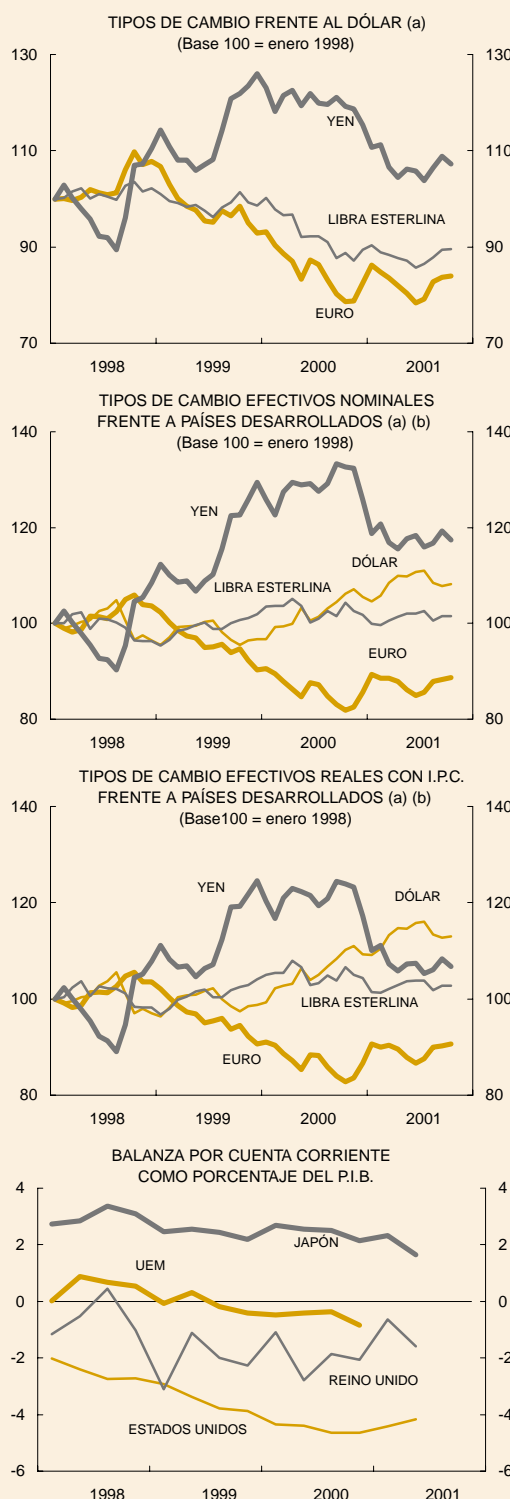
La reducción de tipos de interés y el paquete fiscal que se espera se apruebe en breve han tenido un efecto positivo sobre las expectativas de los mercados financieros y han contribuido a estabilizar las bolsas, tras las fuertes caídas después del 11 de septiembre. También el dólar, tras una fuerte depreciación frente a las principales monedas, debido a la incertidumbre extendida por el atentado, se ha recuperado posteriormente con relación al euro, situándose en cotas próximas a 0,90 dólares/euro.

En Japón, el PIB real descendió en el segundo trimestre de 2001 —por primera vez en el año— un 0,8% trimestral no anualizado y un 0,7% interanual, empujado tanto por la demanda externa como por la interna. Los factores principales de descenso fueron las caídas trimestrales de la inversión privada (3,9%) y de las exportaciones (2,9%), en tanto que el consumo privado mantuvo su relativa atonía, con un pequeño aumento trimestral (0,5%). Los principales indicadores de actividad del tercer trimestre mostraron una evolución todavía más negativa, en conjunto, que en el trimestre anterior, lo que anticipa una nueva caída del PIB real. Hay que destacar el continuado descenso del índice sintético de actividad, de la producción industrial, de la capacidad productiva y de las carteras de pedidos de la industria. De igual modo, los índices de clima empresarial siguen cayendo (encuesta Tankan), especialmente en grandes empresas manufactureras. El paro ascendió al 5% en agosto, nivel muy alto para los niveles a los que está acostumbrado el país. Los precios de consumo registraron caídas interanuales del 0,8% y 0,7% en julio y agosto.

En cuanto a la política monetaria, la nueva estrategia introducida en marzo por el Banco de Japón mantuvo los tipos de interés de mercado a corto plazo en niveles muy cercanos a cero y elevó ligeramente el crecimiento interanual de la oferta monetaria, pero no ha conseguido hacer salir a Japón de la deflación, que era su objetivo implícito, ni tampoco relanzar el crédito al sector privado, que ha seguido cayendo a tasas del 3%. La rentabilidad de la deuda a diez años ha aumentado ligeramente.

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.

Aunque los niveles son muy bajos, la deflación sitúa los tipos de interés reales en cotas excesivas para la recesión actual. Por su parte, el mercado de renta variable sufrió un empeoramiento de las expectativas que llevó al índice Nikkei a caer un 20% entre junio y octubre. El yen se apreció temporalmente en agosto y en la primera mitad de septiembre, en buena parte por el reflujo de capitales para cerrar balances semestrales de empresas y, tras el 11 de septiembre, por la debilidad del dólar, estabilizándose en torno a los 120 yenes/dólar en la primera quincena de octubre.

En el Reino Unido, la fortaleza del consumo privado, impulsada por los bajos tipos de interés, el aumento del precio de las viviendas y el bajo desempleo, ha mantenido el crecimiento del PIB británico no muy distante de su tendencia, a pesar de la desaceleración global y de la recesión del sector industrial. Sin embargo, empieza a haber signos de que la desaceleración se está extendiendo de la industria al resto de la economía. En particular, indicadores recientes del sector servicios muestran una clara ralentización, lo que llevaría a un crecimiento menor y a un aumento del desempleo. Por su parte, la inflación se ha desacelerado; aunque los precios al por menor registraron una ligera aceleración respecto a los primeros meses del año, se sitúan por debajo de la meta del Banco de Inglaterra, en un 2,3% en septiembre, excluyendo hipotecas, y en un 1,3% para la tasa armonizada. Además, los precios de producción, con un -0,2% interanual en septiembre, dan claras muestras de desaceleración. La amenaza inflacionista más grave es el dinamismo de los salarios, que sigue avanzando a tasas superiores al 4%. El Banco de Inglaterra ha sido prudente en su trayectoria de bajadas de tipos, con dos reducciones del *base rate* de 0,25 puntos en agosto y septiembre, hasta situarlo en un 4,75% (frente al 6% a finales de 2000).

En cuanto a los países en transición, el estancamiento de la economía mundial, junto con la rápida apreciación real de algunas monedas, ha frustrado las esperanzas de una recuperación basada en las exportaciones para este año. Los últimos datos de actividad han mostrado una ralentización generalizada en la región. Las condiciones monetarias y fiscales han sostenido la demanda interna en la zona, aunque al precio de unos mayores déficit fiscales y por cuenta corriente. Rusia muestra un crecimiento resistente, que podría superar el 5% para final de año, apoyado por amplios superávits públicos y por cuenta corriente y por elevadas reservas de divisas.

A lo largo del segundo y tercer trimestre de 2001 se intensificó la desaceleración de la demanda externa en las economías de los países del sudeste de Asia —excepto China—, lo que acentúa la evolución negativa que se había iniciado a finales del pasado año, como consecuencia de la progresiva caída del ritmo de crecimiento de Estados Unidos y Japón. Este proceso se ha acelerado a partir del 11 de septiembre, especialmente en las economías más abiertas —Hong Kong y Singapur, especialmente, aunque también Corea del Sur—, que ya registraron caídas trimestrales del PIB en términos reales durante el segundo trimestre del año. Todo ello ha forzado a los gobiernos de la gran mayoría de los países del área a relajar sus políticas económicas.

En Latinoamérica, el deterioro de la economía mundial y el ataque del 11 de septiembre han tenido una incidencia acusada, aunque diferente en cada país, en función del canal de transmisión dominante (comercial o financiero). En Argentina han persistido durante el trimestre los serios problemas internos, que llevaron a una fuerte caída de depósitos y reservas en julio y agosto. Tras el compromiso, sancionado por ley, de respetar el equilibrio presupuestario estrictamente y un paquete de rescate del FMI, la situación tendió a estabilizarse, aunque las dudas sobre el cumplimiento fiscal y la cercanía de las elecciones provocaron en octubre nuevos aumentos en los *spreads*, retiros de depósitos y pérdida de reservas. Adicionalmente, las principales agencias de calificación crediticia han vuelto a rebajar la calificación de la deuda argentina. En Brasil, el nuevo entorno mundial ha provocado una reducción de los flujos de capitales. El Banco Central de Brasil ha mantenido los tipos de interés y ha intentado combatir las presiones devaluatorias con intervenciones en los mercados de cambios y medidas de restricción de la liquidez. La economía mejicana se ha visto muy afectada por la desaceleración de EEUU a través del canal comercial. La actividad industrial, ligada estrechamente al sector exportador, continúa mostrando tasas negativas de crecimiento (-4,2% entre junio y agosto), situación que previsiblemente se agravará a raíz de los efectos del ataque terrorista sobre la actividad económica en los EEUU y el comercio internacional. La fuerte correlación entre exportaciones e importaciones (debido a la actividad de ensamblaje de materias primas importadas y exportadas a EEUU) ha hecho que la desaceleración estadounidense no se traduzca en un empeoramiento excesivo del desequilibrio comercial, ya que tanto las importaciones como las exportaciones se han moderado.

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

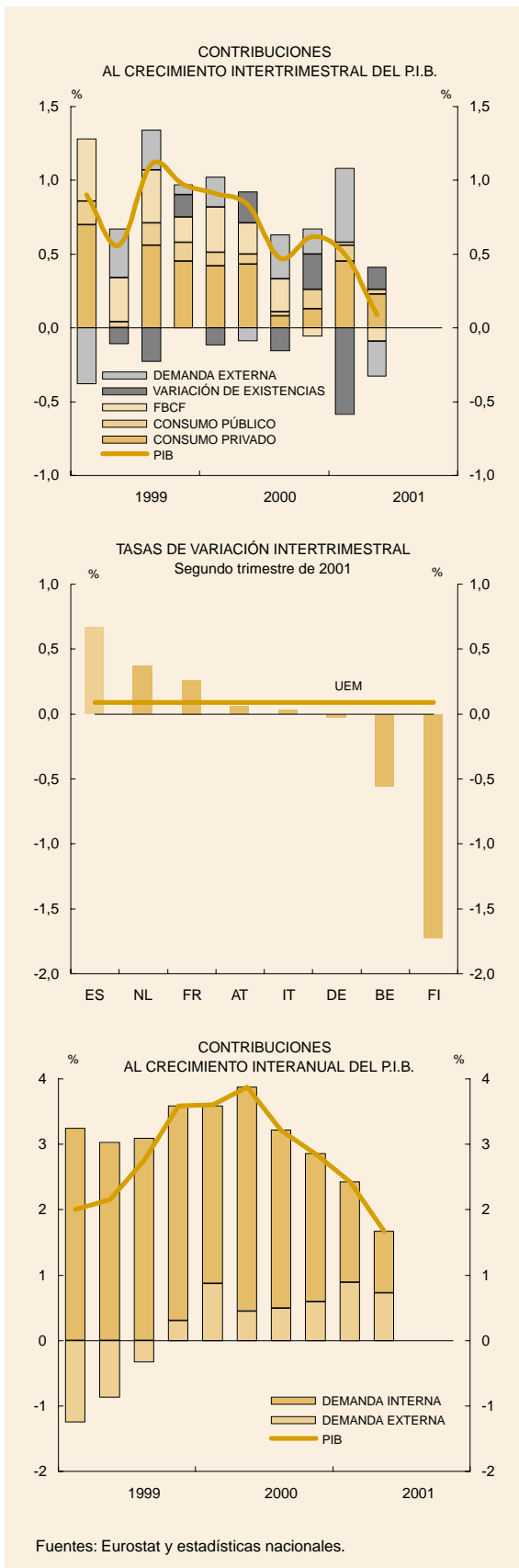
La información disponible sobre la evolución de la actividad económica en el área del euro referida al tercer trimestre señala un ritmo de avance débil en dicho período, junto con indicios de un deterioro significativo a partir de los ataques terroristas del 11 de septiembre. La intensa y prolongada desaceleración del comercio internacional está retrayendo las exportaciones y moderando las expectativas de demanda y, por lo tanto, de la inversión. A su vez, el empeoramiento de la confianza de los consumidores, el descenso acumulado por las cotizaciones de los activos bursátiles y el menor dinamismo del empleo parece estar incidiendo negativamente sobre el consumo, a pesar del estímulo que suponen las reducciones impositivas recientes y la disminución del precio del petróleo. Por lo tanto, la ausencia de datos que apuntaran a una significativa recuperación de la actividad con anterioridad al 11 de septiembre, junto con los efectos previsibles de los atentados y de sus secuelas bélicas, ha propiciado una revisión a la baja de las tasas de crecimiento del PIB previstas por numerosos organismos oficiales para este año y, sobre todo, para 2002. Sin embargo, si el conflicto evoluciona dentro del marco previsto, resulta improbable que estos sucesos tengan un efecto duradero sobre la actividad económica, dada la fortaleza de los fundamentos económicos del área del euro. En todo caso, la debilidad de la demanda y la progresiva atenuación de los efectos de los *shocks* de oferta derivados del encarecimiento del petróleo y de la crisis en el sector cárnico sobre los precios han repercutido en una mejora de las perspectivas inflacionistas. En este escenario, el BCE redujo en dos ocasiones los tipos de interés oficiales durante el tercer trimestre, en una cuantía acumulada de tres cuartos de punto, de manera que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se sitúa en la actualidad en el 3,75%.

3.1. Evolución económica

De acuerdo con la segunda estimación de la contabilidad nacional de la UEM del segundo trimestre de 2001, el PIB creció un 0,1% en términos intertrimestrales, la tasa más baja observada desde la segunda mitad de 1995. En términos interanuales, la pérdida de impulso se tradujo en un aumento del producto del 1,7%, siete décimas menos que en el trimestre precedente (véase gráfico 8). Detrás de este moderado crecimiento intertrimestral se encuentra una desaceleración del consumo, de la inversión y, especialmente, de la demanda exterior neta, consecuencia de una reducción más intensa de las exportaciones que de las importaciones. La mayor contribución de la variación

GRÁFICO 8

PIB en la UEM



Fuentes: Eurostat y estadísticas nacionales.

de existencias al producto compensó parcialmente los efectos anteriores.

En los datos de contabilidad nacional disponibles por países para el segundo trimestre de 2001 se constata, en general, la pauta de desaceleración del producto, visible en los datos agregados del área del euro. Entre las economías más grandes cabe señalar la mayor debilidad de la actividad en Alemania e Italia, donde el crecimiento fue nulo en términos intertrimestrales. Resulta interesante observar que, en estos dos países, el consumo privado se mostró relativamente resistente, al tiempo que la formación bruta de capital fijo registró, especialmente en Alemania, un retroceso muy significativo. Por otra parte, en Francia y en España se observó un dinamismo algo mayor del producto, mientras que el deterioro ha sido especialmente notable en algunos países de menor dimensión, como Bélgica y Finlandia.

La desaceleración de la actividad económica en el segundo trimestre del año 2001 afectó de forma muy intensa a las ramas de industria (incluida la energía), construcción y servicios de comercio, transporte y comunicaciones. El resto de las ramas de servicios mostró, sin embargo, una evolución intertrimestral similar a la del período precedente. La moderación de la actividad productiva en el segundo trimestre se tradujo en una reducción del ritmo de crecimiento del empleo, que aumentó en torno a un 0,2% intertrimestral, o un 1,5% interanual, es decir, casi medio punto por debajo de la tasa del trimestre anterior. Esta evolución del producto y del empleo supone un crecimiento casi nulo de la productividad aparente del trabajo en el segundo trimestre.

La información coyuntural de la situación económica del área del euro correspondiente al tercer trimestre de 2001 apunta a una continuación de la debilidad en el ritmo de avance de la actividad económica de la zona. Así, tras la existencia de algunos signos positivos a lo largo de los meses de julio y agosto, los últimos datos disponibles resultan más desfavorables. Destacan, en particular, las encuestas de confianza industrial y servicios de la Comisión Europea, que arrojan un deterioro en agosto y septiembre, a pesar de no recoger los efectos del atentado terrorista, y, más recientemente, el índice de directores de compras de la industria manufacturera, elaborado tras el 11 de septiembre, que muestra un descenso muy marcado. Por su parte, a pesar del dato favorable de agosto, la media del índice de producción industrial en los meses de julio y agosto se contrajo ligeramente en relación con el segundo trimestre.

Como se observa en el gráfico 9, los indicadores coyunturales de consumo privado señalan una pérdida de tono adicional de este agregado en relación con el primer semestre del año. Esto sería coherente con el impacto negativo sobre la riqueza de las familias de la caída de las cotizaciones en los mercados de renta variable y con el clima de elevada incertidumbre, que puede estar estimulando el ahorro de las familias por precaución. En lo que se refiere a la renta disponible, los recortes impositivos introducidos a lo largo del año están siendo parcialmente compensados por la moderación que está registrando el proceso de creación del empleo. Además, según la encuesta de la Comisión Europea, en el tercer trimestre se ha observado una disminución de la confianza de los consumidores sobre su situación financiera durante los próximos meses.

Por su parte, los indicadores de inversión y exportaciones disponibles señalan un ritmo de avance muy débil de ambos componentes de la demanda final en el tercer trimestre. Así, las expectativas de exportación, el grado de utilización de la capacidad productiva y la cartera de pedidos de la industria, total y exterior, se redujeron de nuevo en el tercer trimestre. Además del impacto sobre la inversión de las menores expectativas de demanda, la incertidumbre sobre la evolución del contexto internacional puede suponer un retraso en las decisiones de inversión y, por lo tanto, un deterioro adicional de esta variable.

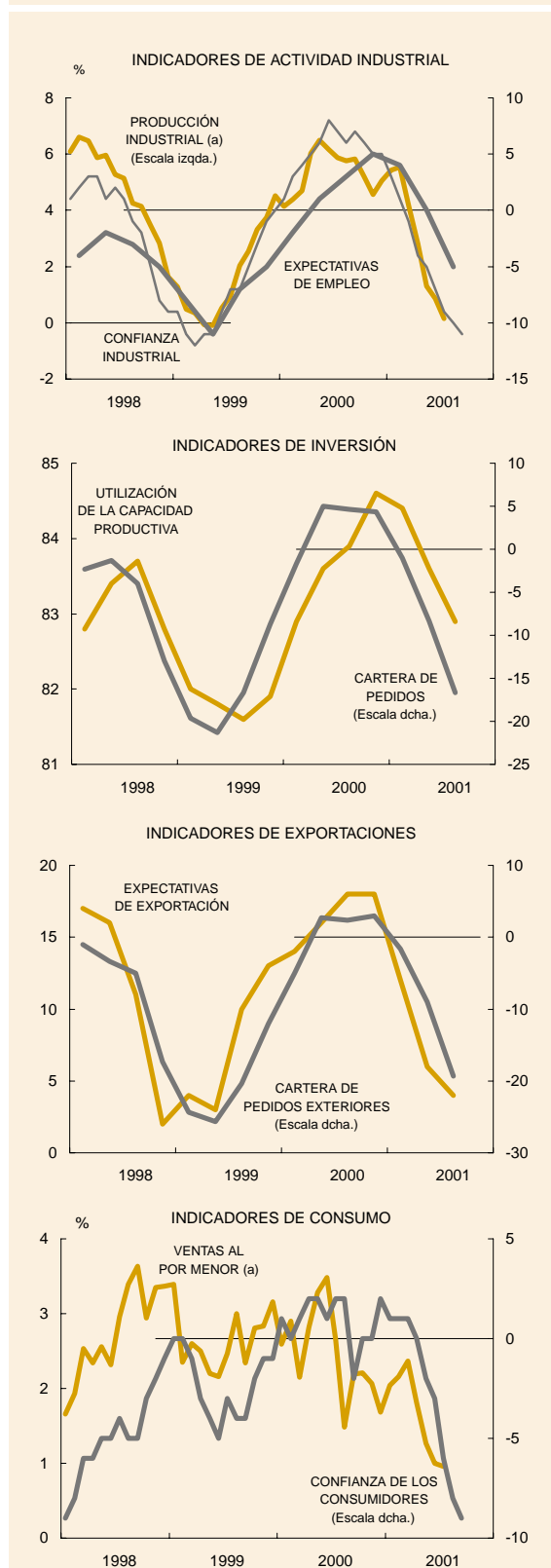
En lo que se refiere al mercado de trabajo, los indicadores de empleo procedentes de las encuestas de opinión presentan, de forma generalizada, una evolución desfavorable en el tercer trimestre del año, que, sin embargo, no se ha evidenciado todavía en las cifras de desempleo. Así, la tasa de paro de la UEM se situó en julio y agosto en el 8,3%, una décima menos que en el segundo trimestre.

En síntesis, el panorama expuesto apunta a un crecimiento del producto cercano a cero en lo que resta de año, en gran parte ligado al sensible deterioro del entorno internacional tras los atentados terroristas, pero, también, a los efectos, de mayor magnitud de lo previsto inicialmente, de la desaceleración de la economía de Estados Unidos sobre la zona del euro. En cualquier caso, con todas las cautelas oportunas, resulta probable que, a partir de finales de este año, la economía del área inicie una senda de recuperación.

Los distintos indicadores de precios del área han mostrado una moderación de las tensiones inflacionistas a lo largo del tercer trimestre. Esta evolución se debe, en gran parte, a la pro-

GRÁFICO 9

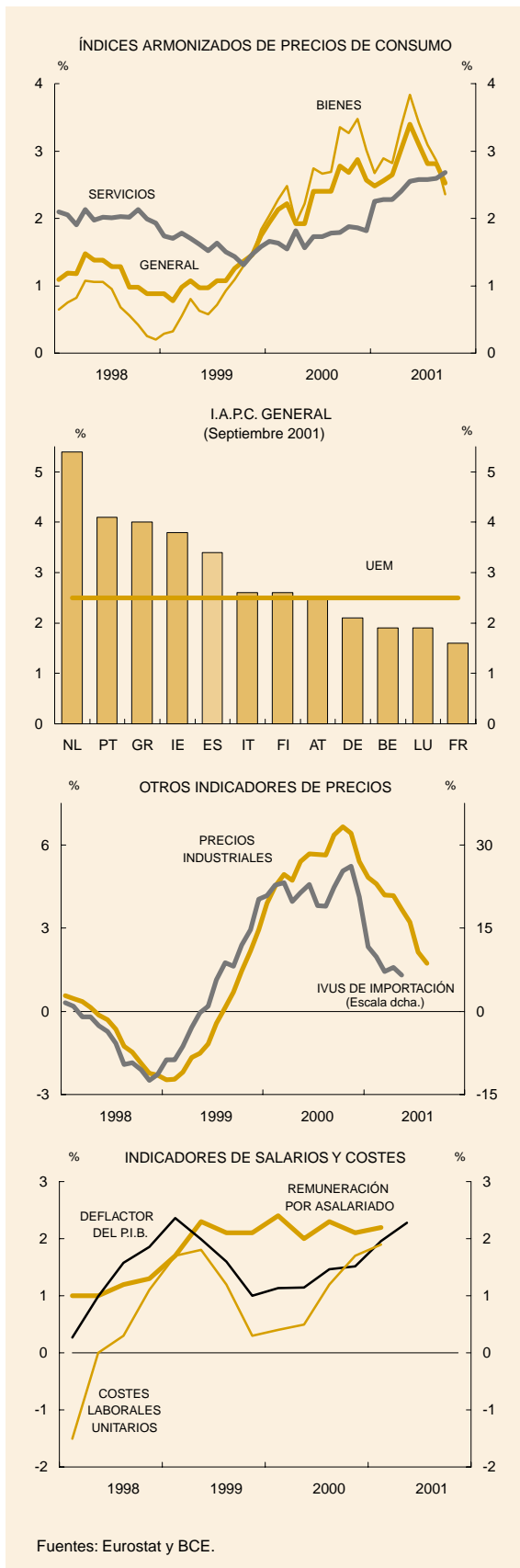
UEM. Indicadores reales



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

GRÁFICO 10

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



gresiva desaparición de los efectos de los *shocks* de oferta derivados del aumento de los precios del petróleo y de los alimentos acaecidos el pasado año. Por lo que respecta a la determinación de los precios interiores, solo se dispone de información de los costes laborales unitarios de algunos países integrantes de la UEM hasta el segundo trimestre de 2001. Según esta información, los costes laborales unitarios crecieron alrededor de un 2% en términos interanuales, ligeramente por encima de la tasa del trimestre anterior. Por consiguiente, dado que el deflactor del PIB aumentó, en igual período, un 2,5%, podría haberse producido una cierta ampliación de los márgenes empresariales, tras dos trimestres consecutivos de moderada contracción (véase gráfico 10).

En cuanto a la evolución de los precios de consumo, en septiembre de 2001, la inflación en la UEM, medida en términos de la tasa de variación interanual del IAPC, se situó en el 2,5%, seis décimas por debajo de la cifra registrada en junio. La evolución favorable de los precios de consumo durante el tercer trimestre se debió a una importante desaceleración de los componentes más volátiles y, dentro de estos, sobre todo a la energía, que pasó a registrar ritmos de variación negativos. En cambio, las tasas de aumento del resto de componentes mostraron un ligero avance a lo largo del tercer trimestre, lo que provocó un pequeño repunte de la inflación subyacente, medida por el índice que excluye la energía y los alimentos no elaborados (IPSEBENE), hasta el 2,4% en septiembre. Aunque en la mayor parte de los países se han producido mejoras en el comportamiento de los precios entre junio y septiembre, el diferencial de inflación entre los países con mayor y menor inflación (Francia y Holanda, respectivamente) ha aumentado de 2,9 a 3,8 puntos porcentuales.

Cabe también destacar la favorable evolución del índice de precios industriales (IPRI) en los meses de julio y agosto, que se situó en el 1,7% en este último mes, un punto y medio por debajo de la tasa de junio. Tras esta mejora se encuentra la importante desaceleración de los precios de los bienes intermedios y de la energía y, de forma más leve, de los bienes de consumo. La atenuación de la inflación de los bienes industriales destinados al consumo augura una moderación de la evolución de los precios finales de consumo en los próximos meses. Por otro lado, el previsible debilitamiento de los precios de importación, por la ausencia de depreciaciones adicionales y, tal como se expone en el recuadro 1, por el menor coste energético, contribuirá a que la tasa de inflación de la zona del euro continúe su trayectoria descendente, siempre que en las nuevas rondas de negocia-

Perspectivas sobre el precio del petróleo

En los días inmediatamente posteriores al ataque terrorista del 11 de septiembre en Estados Unidos, los precios del petróleo registraron un fuerte repunte en todos los plazos de negociación, más acusado en el segmento de contado, que, sin embargo, fue de corta duración. De hecho, el día 17 de septiembre los precios habían vuelto a los niveles previos al atentado. Posteriormente, se ha observado una súbita caída de las cotizaciones del barril, que ha situado el precio de la variedad Brent, negociada en el mercado de Londres, en el entorno de los 20-21 dólares, esto es, un 20% por debajo del nivel medio de agosto. En la medida en que el mantenimiento de los precios de esta materia prima en sus niveles actuales durante un período suficientemente dilatado contribuiría a moderar los efectos contractivos del *shock* de demanda provocado por la acción terrorista y a contener los precios de consumo, resulta relevante analizar la situación y las perspectivas actuales del mercado del petróleo.

Desde mediados de septiembre, se viene observando un desplazamiento a la baja y un aplanamiento de la curva de precios por plazos en el mercado petrolífero, que contrasta con la inclinación negativa que presentaba durante los días posteriores a la acción terrorista (véase gráfico superior). La disminución del nivel y la pendiente de esta curva constituyen un indicio de cambios significativos en la percepción de los operadores del mercado con respecto a la evolución previsible de los precios. En efecto, en el precio de los futuros de petróleo pueden identificarse tres componentes básicos: un factor de expectativas, los costes de almacenamiento y una renta de conveniencia. Esta última es una variable no observable que mide el valor económico que se asigna a la «conveniencia» de disponer de un volumen suficiente de crudo almacenado para atender los requerimientos de la producción y del consumo durante un espacio de tiempo. La renta de conveniencia está positivamente correlacionada con el grado de incertidumbre, ya que cuanto más incierta sea la regularidad de los abastecimientos, mayor será su valor.

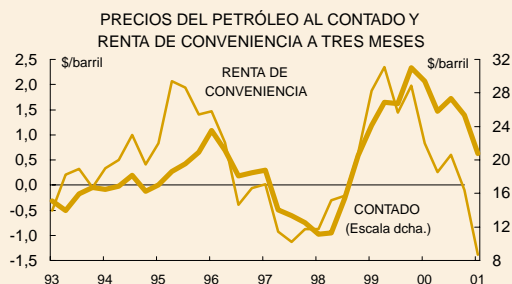
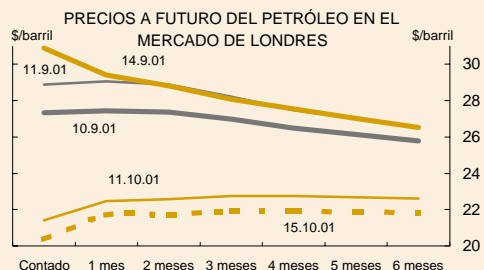
La reducción de las expectativas sobre la evolución de los precios del petróleo, tal como señala la corrección a la baja de los precios de futuro entre mediados de septiembre y mediados de octubre que se observa en el gráfico superior, se explica por la conjunción de factores de demanda y de oferta. Por un lado, la desaceleración económica mundial tenderá a moderar significativamente la demanda de petróleo. La Agencia Internacional de la Energía (AIE), que ha venido recortando sus previsiones de crecimiento de la demanda mundial de crudo en 2001 y 2002 desde principios de año, ha vuelto a revisarlas a la baja en su primer informe posterior a la acción terrorista. En cuanto al lado de la oferta, la información disponible apunta a que, en el contexto actual, las consideraciones de medio plazo están teniendo un peso significativo en el proceso de toma de decisiones de la OPEP. Así, el mantenimiento de su cuota de mercado y la necesidad de no contribuir a retrasar una recuperación rápida y duradera de la actividad económica mundial, de la que sus economías son muy dependientes, son dos objetivos que podrían ponerse en peligro si se intentase forzar una vuelta de los precios hacia el nivel de referencia de 25 dólares/barril (1) establecido por la organización en una coyuntura económica muy diferente. Se estima que la producción actual de la organización supera en un 5% la cuota máxima fijada en su reunión de julio y, aunque el precio de su cesta de referencia se ha situado persistentemente por debajo del límite inferior de intervención de 22 dólares/barril, no se ha activado el recorte de la producción de 500.000 barriles/día diseñado para estabilizar el mercado. Por otra parte, los diversos esfuerzos desplegados por algunos países miembros para concertar una respuesta común a esta situación (2), implicando también a algunos países productores no miembros de la OPEP, como Méjico, Noruega y Rusia, han resultado infructuosos. Por lo tanto, los factores de demanda y de oferta son coherentes con una percepción de mantenimiento de la moderación del precio del crudo en el próximo futuro.

Además, la evolución estimada de la renta de conveniencia sugiere la presencia de una escasa incertidumbre con respecto a la disponibilidad de crudo en los próximos meses. Así, en el gráfico inferior se han trazado, desde finales de 1993, la evolución de la media trimestral de los precios del crudo al contado y del valor implícito de la renta de conveniencia (3), calculada suponiendo fijos los costes de almacenamiento. En el mismo puede apreciarse una elevada correlación entre ambas variables e, incluso, cierta evidencia de que los puntos de giro de la renta de conveniencia tienden a anticipar los de los precios al contado. Así, por ejemplo, desde 1996 el valor medio trimestral implícito de la renta de conveniencia inició una evolución descendente, alcanzando un mínimo en el segundo trimestre de 1998, que se adelantó, con algunas oscilaciones, al ciclo de los precios medios del crudo. Esa relación es igualmente observable en el período alcista posterior y, más recientemente, en la fase de moderación que se inició a mediados de 2000. Nótese que su valor actual se sitúa incluso por debajo del mínimo de 1998.

Por consiguiente, del análisis anterior se extraen argumentos que justificarían el mantenimiento de los precios del petróleo en torno a los niveles actuales o, tal vez, ligeramente inferiores, en el próximo futuro. De todos modos, la cohesión interna de la OPEP, aunque podría haberse debilitado algo recientemente, podría recuperarse con cierta rapidez en un contexto de precios a la baja. Además, los países productores de petróleo no pertenecientes a esa organización ya han mostrado su intención de evitar un desplome de los precios similar al de 1998. Ambos argumentos hacen, al menos, poco probable una caída persistente de las cotizaciones del crudo muy por debajo de los niveles actuales. En cualquier caso, la imposibilidad de anticipar en la actualidad el desarrollo político-militar del conflicto aconseja tomar estas conclusiones con la máxima cautela.

(1) Precio de su cesta de referencia, que suele oscilar entre 1 y 2 \$ por debajo de la cotización del Brent en Londres.
 (2) Que podría suponer ajustes de la producción o una revisión a la baja de la banda de referencia, manteniendo o no su amplitud actual. Esta segunda opción sería coherente con la evolución previsible de los principales determinantes del precio del crudo.
 (3) El dato del cuarto trimestre de 2001 corresponde a la media de los datos diarios de la primera quincena de octubre.

Mercado de petróleo de Londres



Fuente: International Petroleum Exchange.

CUADRO 1

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

% del PIB

	1997	1998	1999	2000	2001 (b)
Bélgica	-1,9	-0,9	-0,7	0,1	0,2
Alemania	-2,7	-2,2	-1,6	-1,3	-1,5
Grecia	-4,0	-2,5	-1,8	-1,0	0,5
España	-3,2	-2,6	-1,2	-0,4	0,0
Francia	-3,5	-2,6	-1,6	-1,4	-1,0
Irlanda	0,7	2,1	3,9	4,5	4,3
Italia	-2,7	-2,8	-1,8	-1,5	-0,8
Luxemburgo	3,6	3,3	2,3	4,1	2,6
Holanda	-1,1	-0,8	0,4	1,5	0,7
Austria	-1,7	-2,3	-2,1	-1,1	-0,8
Portugal	-2,6	-1,9	-2,0	-1,8	-1,1
Finlandia	-1,5	1,3	1,9	6,9	4,7
PRO MEMORIA:					
UEM					
Saldo primario	2,5	2,6	3,0	3,2	3,3
Saldo total	-2,7	-2,2	-1,3	-0,8	-0,6
Deuda pública	74,7	73,1	72,7	70,2	67,7
Fuente: FMI.					
(a) En porcentaje del PIB. No se incluyen los ingresos obtenidos por la venta de licencias UMTS. Déficit (-) / superávit (+).					
(b) Objetivos de los programas de estabilidad que fueron presentados entre septiembre de 2000 y enero de 2001.					

ción previstas para el próximo año en varios países se acuerden incrementos moderados de los salarios.

Según las estimaciones del BCE, el déficit de la balanza por cuenta corriente del área del euro se redujo, en los primeros siete meses de 2001, a 15,3 mm de euros, lo que supone una mejora respecto a los 23,2 mm de euros registrados en el mismo período de 2000. Esta disminución se debe, principalmente, al considerable incremento del superávit de la balanza de bienes (de 18,2 mm de euros a 34,7 mm de euros), que fue superior al aumento, en 7,6 mm de euros, del déficit de la balanza de rentas. Los déficits acumulados de las balanzas de servicios y de transferencias corrientes experimentaron tan solo un leve avance. El creciente superávit acumulado de la balanza de bienes se debió a un incremento de las exportaciones superior al de las importaciones (12,9%, frente al 10,1%, respectivamente).

De acuerdo con la información disponible acerca de la evolución de la ejecución presupuestaria en el período transcurrido del año, es probable que muchos países no alcancen los objetivos de déficit público establecidos en sus programas de estabilidad (véase cuadro 1). Estos deslizamientos son, en gran medida, el resultado de la evolución desfavorable tanto de

los gastos como, en particular, de los ingresos, que se derivan, sobre todo, del impacto de la desaceleración, superior a la prevista, de la actividad económica. Sin embargo, es posible que, en la vertiente de los ingresos, se haya producido una infraestimación de los efectos de las reformas impositivas introducidas al comienzo del ejercicio sobre la recaudación. Por el lado del gasto, resulta relevante señalar que las desviaciones previsibles para este año se unen a los deslizamientos recurrentes registrados en algunos países en años recientes.

En Italia, el borrador de presupuestos para el año 2002 mantiene el objetivo, contenido en el programa de estabilidad del pasado año, de alcanzar un déficit del 0,5% del PIB. Para lograr este objetivo, el texto prevé un recorte generalizado del gasto, junto con aumentos de ingresos que provendrían, entre otras fuentes, de una amnistía fiscal parcial. En Francia, por el contrario, el déficit de 2002 alcanzaría, de acuerdo con el borrador de presupuestos, el 1,4% del PIB —en lugar del 0,6% proyectado en el programa de estabilidad presentado en diciembre de 2000—. Los presupuestos incluyen medidas no previstas con anterioridad, como ayudas directas a los sectores afectados por la crisis y reducciones en los impuestos soportados por las rentas salariales más bajas y en el impuesto de sociedades (bajo la forma de una amortiza-

CUADRO 2

Situación monetaria y financiera de la UEM y España

%

	1999	2000	2001					OCT (c)
	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	
MAGNITUDES MONETARIAS (a):								
UEM								
M3	6,3	4,8	5,1	6,3	6,5	6,7	7,6	
M1	10,7	5,2	2,9	4,0	3,5	3,7	5,2	
Crédito al sector privado	10,3	10,1	8,5	8,4	8,1	7,6	6,9	
ESPAÑA								
Activos financieros líquidos	1,4	2,6	5,4	6,1	5,6	6,3	6,5	
Medios de pago	12,7	4,4	3,6	4,6	3,5	3,5	3,5	
Financiación al sector privado	19,4	18,8	16,3	16,4	15,5	15,9	14,2	
MERCADOS FINANCIEROS (b):								
EONIA	3,04	4,83	4,65	4,54	4,51	4,49	3,99	3,83
EURIBOR a tres meses	3,44	4,94	4,64	4,45	4,47	4,35	3,98	3,62
Deuda pública								
Rendimiento bonos a diez años UEM	5,32	5,07	5,26	5,21	5,25	5,06	5,04	4,89
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	1,04	0,25	0,18	0,12	0,05	-0,03	-0,26	-0,29
Diferencial bonos a diez años España-Alemania	0,22	0,31	0,31	0,33	0,33	0,34	0,31	0,29
Tipos de interés bancarios en España								
Tipo sintético pasivo	1,98	3,02	2,98	2,91	2,88	2,87	2,67	
Tipo sintético activo	5,03	6,35	6,04	5,84	5,83	5,89	5,55	
Tipo de cambio dólar/euro	1,011	0,897	0,874	0,853	0,861	0,900	0,911	0,913
Renta variable (d)								
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio	39,5	-5,9	-6,5	-10,4	-13,4	-19,7	-30,5	-28,2
Índice General Bolsa de Madrid	16,2	-12,7	3,8	-2,2	-6,0	-8,2	-18,0	-13,9
Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.								
(a) Tasa de variación interanual.								
(b) Medias mensuales.								
(c) Media del mes hasta el día 16 de octubre de 2001.								
(d) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 15 de octubre de 2001.								

ción excepcional del 30% de las inversiones realizadas antes del final del primer trimestre de 2002). Por último, en Alemania, la adaptación de las previsiones macroeconómicas al nuevo escenario ha forzado un retraso en la presentación de los presupuestos para el próximo año.

El cambio en el entorno macroeconómico ha puesto de manifiesto las ventajas que se derivan de la práctica de políticas fiscales coherentes con el mantenimiento de una posición presupuestaria cercana al equilibrio o en superávit por término medio a lo largo del ciclo económico. Así, los países a los que la desaceleración de la actividad ha sorprendido en una situación fiscal saneada gozan ahora de un margen de maniobra muy superior para permitir el libre juego de los estabilizadores automáticos que aquellos otros que presentaban aún déficit elevados al inicio de la nueva fase cíclica. En estos últimos casos, la necesaria continuidad del

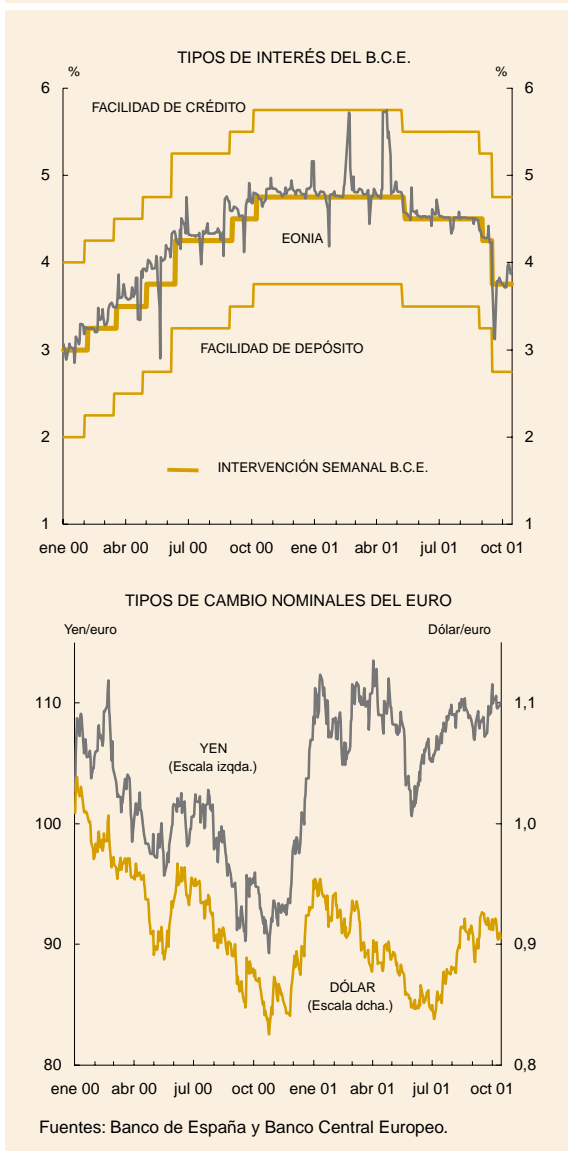
proceso de consolidación fiscal debe limitar la capacidad estabilizadora de la política presupuestaria. En cualquier caso, la introducción de medidas discrecionales expansivas resulta, en general, inapropiada, en la medida en que puede afectar de forma negativa a la credibilidad de la política fiscal europea, cuya consecución en los últimos años ha exigido tantos esfuerzos, y reduce su capacidad para hacer frente a los retos que para las finanzas públicas supone el envejecimiento de la población.

3.2. Evolución monetaria y financiera

En la medida en que, tal como se ha expuesto en el epígrafe anterior, la pérdida de dinamismo de la actividad se había traducido en una gradual mejora de las perspectivas inflacionistas, el Consejo de Gobierno del BCE redujo los tipos de interés en 25 puntos básicos el 28

GRÁFICO 11

Tipos de interés del BCE y tipos de cambio del euro



de agosto. Posteriormente, el fuerte aumento en el grado de incertidumbre sobre la evolución futura de la economía mundial y las repercusiones negativas sobre la confianza de los agentes que provocó el ataque terrorista hicieron que, el día 17 de septiembre, en consonancia con una medida similar de la Reserva Federal tomada horas antes, el Consejo de Gobierno del BCE decidiera rebajar medio punto el tipo de interés del dinero, hasta el nivel del 3,75%, en el que se encuentra en la actualidad (véase gráfico 11). Con anterioridad a esa medida, el Eurosistema expresó su prioridad, tras el atentado terrorista, de asegurar el funcionamiento adecuado de los mercados financieros, mostrando su disposición a proporcionar la liquidez que fuera necesaria a las entidades de crédito, efectuando dos operaciones de ajuste en el

mercado monetario. Paralelamente, se realizó un *swap* con la Reserva Federal estadounidense con el fin de poder facilitar fondos en dólares a aquellos bancos europeos que lo precisaran para hacer frente a la liquidación de operaciones denominadas en esa divisa en los días posteriores a los ataques terroristas.

En el transcurso del tercer trimestre, los tipos de interés de los mercados monetarios han evolucionado de forma estable, adaptándose con rapidez a las dos bajadas sucesivas de los tipos de interés oficiales. Así, tanto el EONIA como los EURIBOR a distintos plazos han caído en aproximadamente 75 puntos básicos desde principios de julio (véanse cuadro 2 y gráfico 11). El progresivo deterioro de la coyuntura internacional y su traslación a la actividad real del área han supuesto el mantenimiento de las expectativas de bajadas de los tipos de interés oficiales de la zona a pesar de los ajustes realizados. Esto queda reflejado en el desplazamiento hacia abajo de las curvas de rendimientos, sin que su pendiente haya registrado modificaciones sustanciales. En particular, los mercados parecen esperar otra reducción de los tipos de interés de un cuarto de punto en el corto plazo y otro recorte de igual cuantía a principios del próximo año. Por lo que se refiere a los tipos de interés de la deuda a diez años, estos se han situado en la primera mitad de octubre en algo menos del 5%, unos treinta puntos básicos por debajo del nivel vigente a finales de junio. En este mismo intervalo de tiempo, el rendimiento de la deuda estadounidense se redujo aún más, desde niveles en torno al 5,3% hasta el 4,6%, lo que implica un cambio de signo del diferencial con la deuda europea, que parece estar más relacionado, tal como se expone en el recuadro 2, con la evolución de los tipos reales que con cambios en las expectativas de inflación.

Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito del área del euro a las operaciones de activo y de pasivo con sus clientes han continuado la pauta descendente iniciada en diciembre de 2000, como reflejo de los menores tipos interbancarios en este período. Con información hasta agosto, se observa que los tipos de interés aplicables a los créditos destinados a la adquisición de vivienda y los de los créditos a empresas a más de un año se redujeron en la UEM en 20 puntos básicos en relación con el dato de junio. En España, donde se dispone de información relativa a septiembre, se observa una importante reducción adicional de los tipos activos y pasivos de las entidades de crédito en ese mes. Tal como se recoge en el cuadro 2, la reducción del tipo sintético entre junio y septiembre ha sido de 30 puntos básicos en el caso de los instrumentos de activo y algo menos en el caso del pasivo.

Elementos explicativos de la evolución reciente de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos y la zona del euro

Durante los últimos años se ha mantenido un diferencial positivo entre los tipos de interés a largo plazo de Estados Unidos y los de la zona del euro. Sin embargo, a mediados del año 2000, conforme las expectativas de desaceleración económica en Estados Unidos comenzaban a hacerse patentes, este diferencial se ha reducido, hasta llegar a mostrar recientemente niveles negativos. Si bien en el pasado se han producido tendencias similares, del análisis de la evolución reciente de los tipos de interés a largo plazo a ambos lados del Atlántico se desprenden consecuencias de interés.

Los tipos de interés nominales pueden descomponerse en la suma de tres componentes: los tipos de interés reales, la inflación esperada y una prima de riesgo relacionada con la incertidumbre en la predicción de la inflación futura. Aunque esta prima de riesgo puede haber sido importante en períodos de elevadas tasas de inflación, su incidencia en la evolución de los tipos a largo plazo bajo un entorno de estabilidad de precios como el actual es poco relevante.

El gráfico adjunto presenta la evolución desde 1999 de los tipos de interés a largo plazo y la de sus dos componentes fundamentales: el tipo de interés real y la inflación esperada. Esta última variable ha sido aproximada por la diferencia entre los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo y los tipos de interés reales de los bonos indicados franceses y de Estados Unidos. Según este gráfico, el diferencial positivo medio de los tipos de interés a largo plazo entre Estados Unidos y la zona del euro en el período analizado parece responder, principalmente, a las distintas tasas de inflación esperada en las dos zonas. En los últimos meses, sin embargo, esa divergencia en las tasas de inflación esperada no se ha alterado sustancialmente, por lo que, como refleja el último gráfico, la mayor desaceleración en los tipos de interés reales de Estados Unidos parece haber causado el cambio en el signo del diferencial en los tipos de interés nominales.

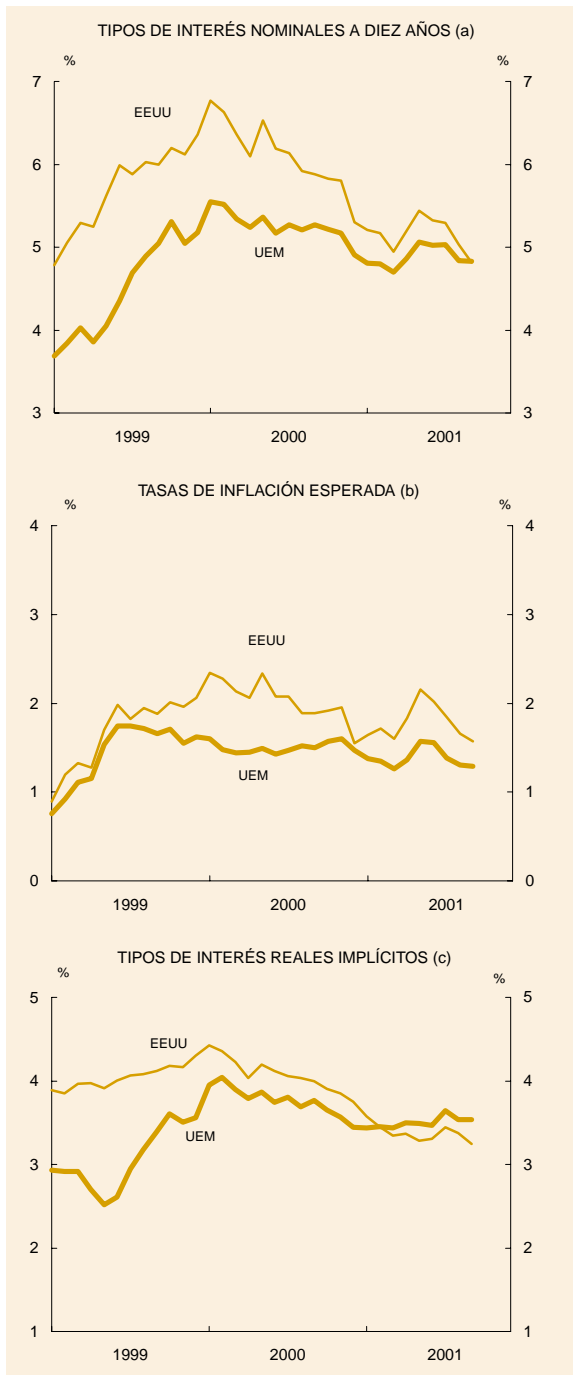
Bajo determinados supuestos, los tipos de interés reales a largo plazo deberían evolucionar de acuerdo con la productividad del capital de la economía a largo plazo, de forma que un inversor fuese indiferente entre la inversión real en esa economía u obtener la rentabilidad de su deuda pública. Sin embargo, el mercado de deuda pública sufre modificaciones de oferta —derivadas, por ejemplo, de procesos de mayor disciplina fiscal— que alteran el precio de este tipo de instrumentos independientemente de las expectativas económicas.

Así, es posible que la valoración optimista sobre el alcance de la Nueva Economía y sus efectos positivos sobre la productividad y el crecimiento sostenible de la economía se hayan moderado recientemente. El retraso en la implantación de proyectos vinculados a este fenómeno y la evolución en los activos bursátiles de empresas relacionadas con las nuevas tecnologías apuntarían en esta dirección. En este sentido, esta revisión puede haber afectado menos a Europa que a Estados Unidos, donde el efecto de la Nueva Economía sobre el crecimiento económico parece ser más evidente. Esto podría, por tanto, contribuir a explicar el mayor descenso de los tipos reales en la economía norteamericana desde mediados del pasado año.

En cuanto a las modificaciones en el mercado de deuda pública que pueden haber repercutido en el rendimiento de los activos de deuda pública a largo plazo, destaca el proceso de consolidación fiscal de Estados Unidos, donde los últimos superávit presupuestarios han provocado que el volumen de deuda pública negociada haya pasado del 62,8 % del PIB en 1998 al 56,9 % en 2000. Esta reducción en la oferta de títulos públicos ha ocasionado una prima negativa para los tipos de interés a largo plazo, cuyo efecto probablemente se haya intensificado a partir del segundo semestre de 2000. La incidencia de este factor en el caso europeo ha tenido el mismo sentido que en el caso americano: de hecho, el porcentaje de deuda pública con relación al PIB en la zona euro ha pasado del 73,7% en 1998 al 70,1% en 2000; sin embargo, los todavía elevados niveles de esta *ratio* hacen que el impacto probable de la prima de escasez sea menor que para el caso americano.

En definitiva, aunque resulta difícil identificar con exactitud los factores explicativos de la evolución de los tipos de interés a largo plazo, tanto los cambios en las perspectivas de crecimiento en ese horizonte como, en menor medida, la reducción de la oferta en el mercado de deuda pública parecen haber contribuido al mayor descenso de las rentabilidades de los bonos a largo plazo en Estados Unidos que en Europa. En el período más reciente, resulta significativo que, tras el atentado terrorista del 11 de septiembre y la expansión fiscal anunciada en Estados Unidos, no se haya revertido la tendencia a la baja de los tipos de interés a largo plazo. Esto sería coherente con la hipótesis de que la incidencia de las revisiones en el crecimiento económico potencial explica una gran parte de la evolución reciente de los tipos de interés a largo plazo en la economía norteamericana.

Tipos de interés a largo plazo en EEUU y la zona del euro



Fuentes: BCE, Tesoro francés y Reuters.

- (a) Rentabilidad de la deuda pública diez años en Alemania y EEUU.
- (b) Tasa de inflación implícita en los bonos indicados a 10 años de Francia y EEUU.
- (c) Diferencia entre el tipo de interés nominal y la tasa de inflación esperada.

La acentuación de las expectativas de desaceleración de la economía de Estados Unidos en los meses de verano provocó una apreciación del euro frente al dólar entre junio y finales de septiembre hasta alcanzar los 0,92 dólares por euro, un 7% por encima de su valor de junio. A lo largo del mes de octubre, el euro se ha estabilizado en valores ligeramente inferiores, cercanos a los 0,90. Frente al yen, la moneda europea se fortaleció en el tercer trimestre en torno al 5%. Al cierre de este *Boletín*, el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a los países desarrollados se situaba un 6,8% por encima del nivel correspondiente a principios de julio.

A lo largo del tercer trimestre, los mercados bursátiles del área del euro se han visto arrastrados a la baja al hilo de la publicación de noticias adversas relativas a la evolución de la economía estadounidense. Estas correcciones se agudizaron tras los atentados en Estados Unidos el día 11 de septiembre, llegando a alcanzar un mínimo el 21 de ese mes. Posteriormente, las cotizaciones bursátiles se recuperaron, de forma que a mediados de octubre se situaban algo por encima de las observadas antes del atentado. Así, a la sucesión de noticias de menores perspectivas de crecimiento de los beneficios de las empresas americanas —no solo de las empresas tecnológicas, sino también de otros sectores más tradicionales—, se sumaron desde el 11 de septiembre las fuertes pérdidas de valor de las acciones de las empresas ligadas al transporte aéreo, al sector turístico y a los servicios de seguros y financieros, que tuvieron su reflejo en los valores de estos sectores negociados en las bolsas europeas. En cambio, las empresas de telecomunicaciones y del sector de la industria de defensa se han visto, en principio, beneficiadas por estos acontecimientos. Así, las turbulencias bursátiles se tradujeron en caídas del índice Dow Jones EURO STOXX de más del 30% en el período entre finales de junio y las fechas inmediatamente posteriores a los ataques. La recuperación subsiguiente, sin embargo, sitúa la disminución de este índice al cierre de este *Boletín* en torno al 17%. En el caso de España, las caídas del índice general de la Bolsa de Madrid fueron menos agudas, alcanzando el 11% desde finales de junio.

El agregado monetario M3 correspondiente al área del euro registró en los meses de verano una notable aceleración, de manera que, en

septiembre, creció un 7,6% en tasa interanual, más de un punto por encima de la tasa correspondiente al mes de junio. La media de tres meses de las tasas de crecimiento interanual de M3 se incrementó desde el 5,9% registrado en el período comprendido entre mayo y julio de 2001, hasta el 6,9% en el período de junio a septiembre. Tras esta pronunciada expansión de M3 se encuentran cambios en la composición de las carteras de los inversores privados, que, en un período de incertidumbre y de caídas bursátiles, han optado por sustituir activos de renta variable o fija a largo plazo por otros a corto plazo incluidos en M3. Adicionalmente, el BCE ha anunciado la existencia de una distorsión en las cifras relativas a M3, debido a que los instrumentos del mercado monetario y de valores distintos de acciones a corto plazo en manos de no residentes en la zona del euro están incluidos en el agregado. La eliminación de estas tenencias podría representar una tasa de crecimiento interanual de M3 inferior en 75 puntos básicos a la cifra oficial publicada. Por otra parte, el agregado estrecho M1 mantuvo su ritmo de avance en el período considerado, a pesar de la notable disminución que sigue mostrando la demanda de efectivo, a medida que se acerca la fecha de incorporación de las monedas y billetes denominados en euros.

En cuanto a las contrapartidas de los agregados monetarios, el crédito concedido en la UEM al sector privado residente, que es el agregado más ligado a las decisiones de gasto, viene mostrando desde hace unos meses una gradual desaceleración, alcanzando en septiembre una tasa del 6,9%, más de un punto por debajo de la del mes de junio. En la evolución del crédito, por tanto, parece dominar el efecto de la desaceleración del producto sobre el de la reducción del coste financiero, derivado de la disminución de los tipos de interés. Según los datos disponibles del crédito por finalidades hasta el segundo trimestre, esta moderación del crédito se debe tanto al comportamiento de las empresas no financieras como las familias. En España, la desaceleración de la financiación otorgada al sector privado ha sido similar a la del conjunto del área, aunque todavía continúa expandiéndose a ritmos sustancialmente más elevados (del 14,2% en septiembre, al 16,4% de junio). El crédito concedido por las entidades residentes —principal componente de la financiación recibida por el sector privado no financiero— creció a una tasa interanual del 12,4% en septiembre, frente al 15% que se observaba en junio.

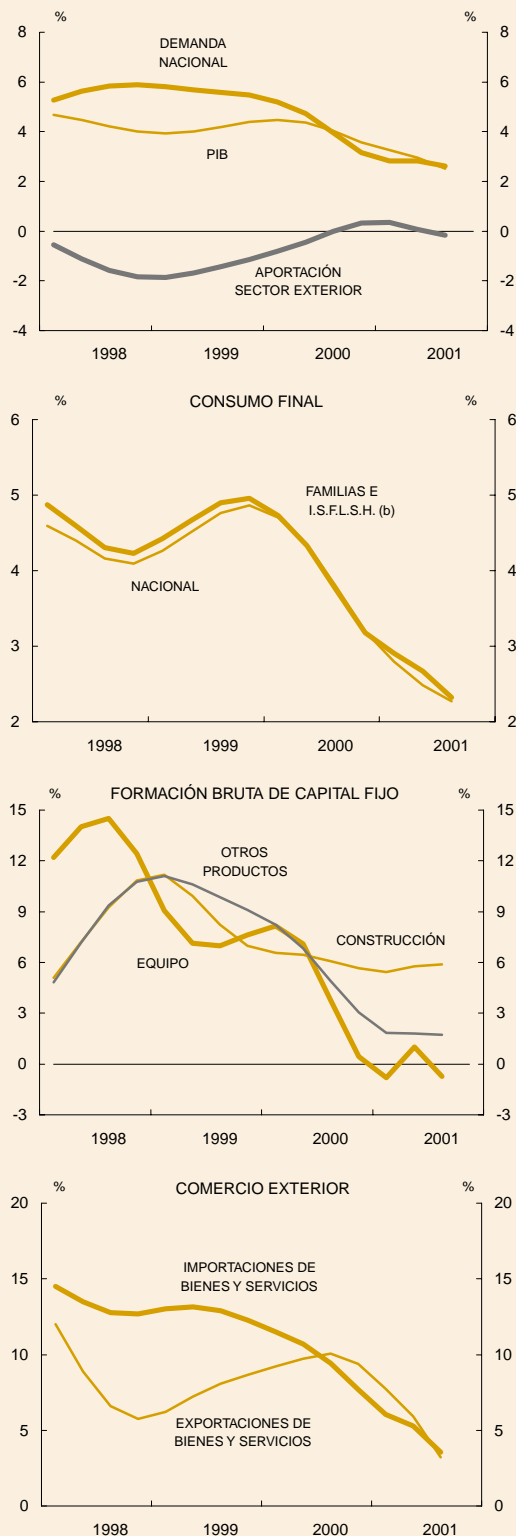
4. La economía española

En el período transcurrido de 2001, algunos agregados macroeconómicos —la inversión productiva, las exportaciones y, en menor medida, el consumo— han reflejado un menor dinamismo, como consecuencia de la propia evolución cíclica de la economía española y del deterioro del contexto económico internacional, y del europeo, en particular, descrito en los epígrafes anteriores. No obstante, el tono de las políticas macroeconómicas, marcado por las decisiones del Eurosistema y por unas finanzas públicas saneadas, fruto de la política de consolidación presupuestaria, ha tendido, en conjunto, a contrarrestar las tendencias desaceleradoras. En esta situación, el cambio de escenario político y económico determinado por los atentados terroristas del 11 de septiembre en EEUU, y el posterior conflicto bélico, han elevado considerablemente la incertidumbre, si bien no se dispone aún de datos que permitan evaluar sus efectos sobre el crecimiento; en concreto, las proyecciones realizadas para el tercer trimestre de 2001 apenas se han visto afectadas por estos hechos.

Según los datos de la CNTR, en el segundo trimestre del año la demanda nacional frenó su ritmo de desaceleración, experimentando un crecimiento real del 2,8%, en tasa de variación interanual, estimándose que en el tercer trimestre registró una cierta moderación adicional, hasta el 2,6% (véase gráfico 14). La evolución del gasto agregado fue muy parecida a la experimentada por el consumo final de los hogares, que recortó suavemente su ritmo de crecimiento, mientras que la formación bruta de capital interrumpió la notable pérdida de dinamismo que venía registrando desde el primer trimestre del año 2000: aunque con tasas de variación notablemente distintas, tanto la inversión en bienes de equipo como la construcción han tendido a estabilizar sus ritmos de variación, la primera en tasas negativas —a pesar del dato algo anómalo del segundo trimestre, como se observa en el gráfico 14— y la segunda conservando un notable dinamismo. Por su parte, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento ha sido el resultado combinado de la desaceleración de las exportaciones, compensada, solo en parte, por la de las importaciones, de forma que tras un período de aportaciones positivas, el signo de la contribución habría pasado a ser ligeramente negativo en el tercer trimestre de 2001. Como consecuencia de la suave pérdida de ritmo de la demanda interior y del cambio en la contribución del sector exterior, el crecimiento interanual del PIB, que en el segundo trimestre del año fue del 3%, tres décimas menos que en el primero, pasó a situarse en el tercer trimestre en tasas próximas al 2,5%, continuando la senda de desaceleración observada desde mediados del año 2000.

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.

La desaceleración del PIB en el segundo trimestre de 2001 se correspondió con una pérdida de dinamismo más o menos intensa en el valor añadido de todas las ramas productivas, excepto la energía; estas tendencias han debido de acentuarse en el tercer trimestre del año, especialmente en la industria y los servicios de mercado. Aunque todavía no se dispone de información concreta, es posible que en septiembre estas ramas empezaran a sufrir la paralización de algunas de sus actividades, como consecuencia de los atentados en EEUU. Por su parte, el empleo, medido en términos del número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, se moderó en el segundo trimestre del año, creciendo a un ritmo interanual del 2,6%, cuatro décimas menos que en el trimestre anterior. Sin embargo, la elevada intensidad en la creación de empleo, que ha caracterizado al reciente ciclo expansivo de la economía, se mantiene: la productividad aparente del trabajo registró un avance muy modesto, habiendo crecido en el segundo trimestre del año un 0,4% interanual, frente al 0,3% en el trimestre anterior. Se estima que tanto la tendencia al menor crecimiento del empleo como la leve recuperación de la productividad han continuado en el tercer trimestre.

El menor crecimiento de la actividad ha venido acompañado de una moderación de las presiones inflacionistas. Aunque los costes laborales por unidad de producto tendieron a acelerarse al comienzo de 2001, como consecuencia de los mayores incrementos salariales pactados en la actual ronda de convenios colectivos y de la entrada en vigor de las cláusulas de salvaguarda del año 2000, los precios de los productos importados han tendido a ejercer un impacto moderador. Este se ha derivado tanto de la evolución del precio del petróleo y de otras materias primas como de la apreciación del euro. Además, los precios de los alimentos han comenzado también a flexionar lentamente. Estos factores, junto con la menor presión de la demanda, explican el cambio experimentado por la tasa de inflación, medida por la variación interanual del IPC, que tras alcanzar un máximo del 4,2% en los meses de mayo y junio, se ha situado, en septiembre, en el 3,4%.

4.1. Demanda

Durante el primer semestre del año, el gasto en consumo final de los hogares continuó reduciendo su ritmo de avance real, que se situó en el 2,7%, en el segundo trimestre. A partir de la información, todavía incompleta, disponible para los meses de verano, se prevé que esa tendencia se haya mantenido también en el ter-

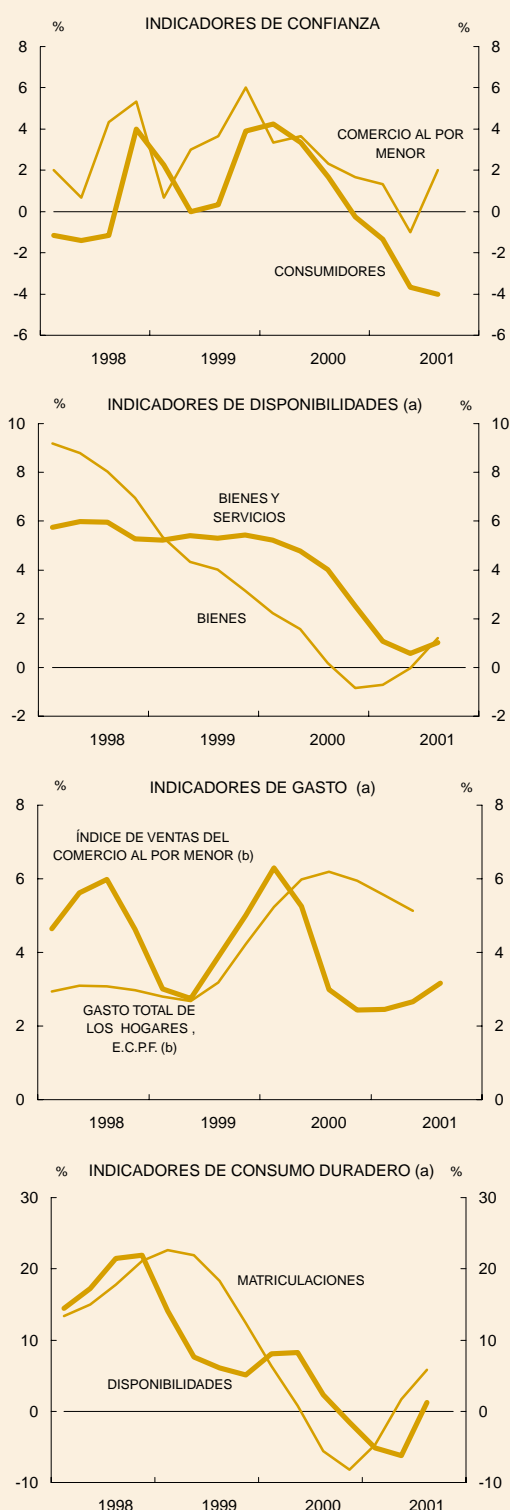
cer trimestre. La moderación del consumo estaría siendo compatible con una recuperación de la tasa de ahorro de las familias, que, tras haber alcanzado niveles muy reducidos en términos históricos, estaría acercándose ahora a cotas más coherentes con la evolución reciente de la riqueza financiera de los hogares, negativamente afectada por la evolución de los precios de los activos financieros, y con unas perspectivas económicas y de empleo menos optimistas que hace algunos meses.

El debilitamiento del consumo se ha manifestado principalmente en la adquisición de bienes duraderos distintos de los automóviles y en el gasto en algunos servicios de consumo, según se desprende de la información desagregada proporcionada por el indicador de disponibilidades de bienes y servicios de consumo (véase gráfico 15). El componente de bienes ha mostrado una tendencia a moderar las notables caídas que registró a comienzos del año, debido a la evolución expansiva del componente de automóviles y a la recuperación de las disponibilidades de alimentos. Esta información es similar a la proporcionada por el índice general de ventas del comercio al por menor, que ha reflejado también un fuerte incremento de las ventas de alimentos. Aunque más retrasada, la encuesta continua de presupuestos familiares ha recogido una desaceleración del gasto total, en el segundo trimestre, y una reducción del porcentaje de hogares españoles con una percepción favorable de la situación económica. En esta misma línea, el indicador de confianza de los consumidores se situó, en el conjunto del tercer trimestre, en torno al mismo nivel que en el segundo. Entre las series que lo componen, se ha producido un leve empeoramiento de las perspectivas sobre la situación económica general y sobre el paro, mientras que se advierte una ligera mejora en lo referido a la posibilidad de ahorrar en el futuro, en un contexto de expectativas a la baja de la tasa de inflación.

Como se ha apuntado anteriormente, la desaceleración del consumo de las familias en 2001 se explica por la evolución de sus principales determinantes. Según las estimaciones disponibles, se aprecia una moderación en el crecimiento de la renta real disponible para el gasto: por un lado, el mayor incremento de la remuneración por asalariado estaría siendo compensado por el menor ritmo del empleo; por otro lado, las transferencias netas de las AAPP estarían contribuyendo de forma menos expansiva que en ejercicios anteriores al sostenimiento de la renta, debido a que la no deflación del tipo impositivo del IRPF ha llevado a un mayor avance de los pagos por impuestos directos. En este contexto de desaceleración de la renta, la pérdida de valor de la riqueza fi-

GRÁFICO 15

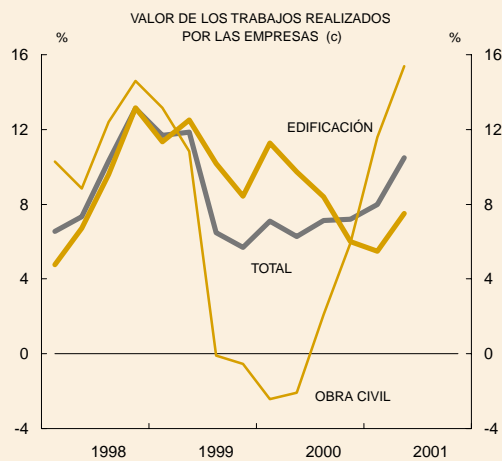
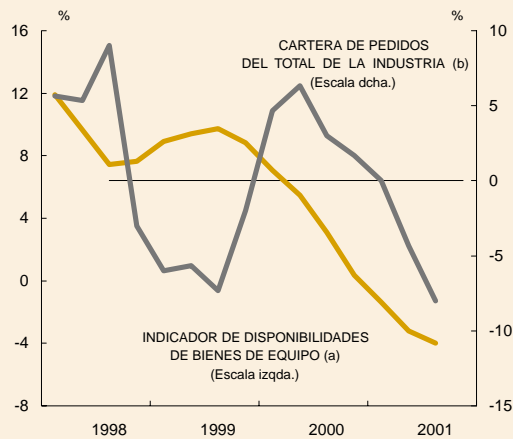
Indicadores de consumo privado



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.

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.

nanciera ha llevado a un retraimiento del gasto y a un impulso al ahorro, motivados por razones de precaución. Frente a ello, el incremento del patrimonio inmobiliario de los hogares y los recortes experimentados por los tipos de interés solo han contribuido a frenar, en alguna medida, la desaceleración del gasto de las familias.

En el segundo trimestre de 2001 el consumo final de la Administraciones Públicas registró una tasa de variación interanual, en términos reales, del 1,9%, cinco décimas menos que en el primer trimestre. Este dato, que se produce tras una notable revisión del perfil de este agregado para los trimestres anteriores, es difícil de explicar si se tiene en cuenta el fuerte incremento registrado por el empleo en los servicios no de mercado (3,4%, en el segundo trimestre). La información disponible para el tercer trimestre, obtenida de la evolución de los ingresos y gastos del Estado y de los planes presupuestarios elaborados para el conjunto del año, mostraría una ligera aceleración, sin abandonar el tono de contención que ha caracterizado al consumo público en los últimos años.

La formación bruta de capital fijo registró un crecimiento real de la del 3,7%, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2001, ocho décimas más que en el trimestre anterior, quebrando la trayectoria de fuerte desaceleración que este agregado había experimentado a lo largo de 2000 y en los primeros meses del año en curso. Esta evolución fue consecuencia de la recuperación estimada para la inversión en bienes de equipo, que elevó su ritmo de avance hasta el 1%, tras haber caído un 0,8% en el primer trimestre (véase gráfico 14). El gasto en construcción, por su parte, se aceleró en cuatro décimas, hasta el 5,8%. Por último, la inversión en otros productos, que recoge en su mayor parte gasto en servicios relacionados con la construcción, mantuvo un crecimiento del 1,8%.

La inflexión mostrada por la inversión en bienes de equipo en el segundo trimestre no se ha visto respaldada por los indicadores disponibles para este agregado. La información coyuntural referida a los meses del verano parece mostrar que, en ese período, la evolución de este agregado habría seguido siendo contractiva; en particular, las disponibilidades de bienes de equipo mantuvieron tasas de variación muy negativas en julio y agosto, si bien parece percibirse una cierta contención del empeoramiento que venían registrando (véase la parte superior del gráfico 16). Las opiniones de los productores de bienes de equipo, que reflejaron un cierto sostenimiento hasta el primer trimestre de 2001, se han deteriorado significativamente a partir del mes de abril, acompañadas de un brusco recorte en la cartera de pedidos de esta

industria y de un incremento simultáneo de las existencias, muestras todas ellas de un recorte en la demanda de esos productos, cuyo origen es tanto externo como interno.

La senda descendente de la inversión productiva en los tres primeros trimestres del año 2001 está en consonancia con la evolución desacelerada de la demanda final y con la percepción de que esta ralentización puede acentuarse en los próximos meses. De hecho, aunque la demanda final, dentro de su proceso de contención, ha seguido manteniendo todavía tasas de crecimiento relativamente elevadas, la cartera de pedidos actual y prevista de la industria —una aproximación a la demanda esperada— ha mostrado un comportamiento marcadamente contractivo, como puede apreciarse en el gráfico 16. Por otro lado, la información sobre sociedades no financieras recopilada por la Central de Balances confirma la ralentización de la actividad empresarial. Sin embargo, la situación financiera de las empresas continúa siendo saneada, a pesar de su mayor endeudamiento, y el diferencial entre la rentabilidad del activo neto y los intereses por financiación recibida —la *ratio* de apalancamiento— se ha ampliado ligeramente. Por tanto, las empresas siguen estando en buena posición para reactivar sus planes de inversión, una vez que se hayan reducido las incertidumbres sobre el contexto económico internacional.

Por su parte, la inversión en construcción continuó siendo el componente más dinámico de la demanda interna en la primera mitad del año, e incluso se aceleró en el segundo trimestre, creciendo un 5,8% en tasa interanual, cuatro décimas más que en el trimestre anterior. Según los datos de la ECIC, disponibles hasta el segundo trimestre para los grandes agregados y hasta el primer trimestre con información desagregada, este dinamismo se sustentó en el buen tono de la obra civil y de la edificación no residencial, que compensaron la desaceleración experimentada por la edificación residencial.

La información coyuntural referida a los meses de verano confirma la fortaleza de la actividad constructora y, por tanto, del gasto en construcción en ese período, si bien empieza a constatarse una ligera moderación en las tasas de variación, que ya parecía anticipar la variable de nueva contratación de la ECIC. Entre los indicadores de consumos intermedios, el consumo aparente de cemento, de uso más intensivo en ingeniería civil, apunta hacia un ligero debilitamiento (véase panel inferior del gráfico 16), mientras que la producción industrial de materiales de construcción registró una tasa de avance negativa en el mes de agosto. Los indicadores de empleo también han seguido desacelerándose en el tercer trimestre.

Los indicadores relacionados con la iniciación de obras proyectan igualmente una cierta desaceleración del gasto en los próximos trimestres. En el caso de la edificación del sector privado, la superficie a construir, ya sea según las licencias concedidas por los ayuntamientos o según los visados de los colegios de arquitectos, ha aminorado su ritmo de avance respecto a las tasas de crecimiento alcanzadas en el conjunto del año 2000, registrando incluso descensos en el componente de edificación residencial. Por su parte, la licitación en obra civil, con datos para el período enero-marzo, registró una significativa caída, si bien la magnitud de los proyectos de infraestructuras que permanecen en cartera —cuyo desarrollo sigue siendo una de las prioridades presupuestarias— permite esperar un comportamiento más favorable que lo señalado por este indicador para los próximos meses.

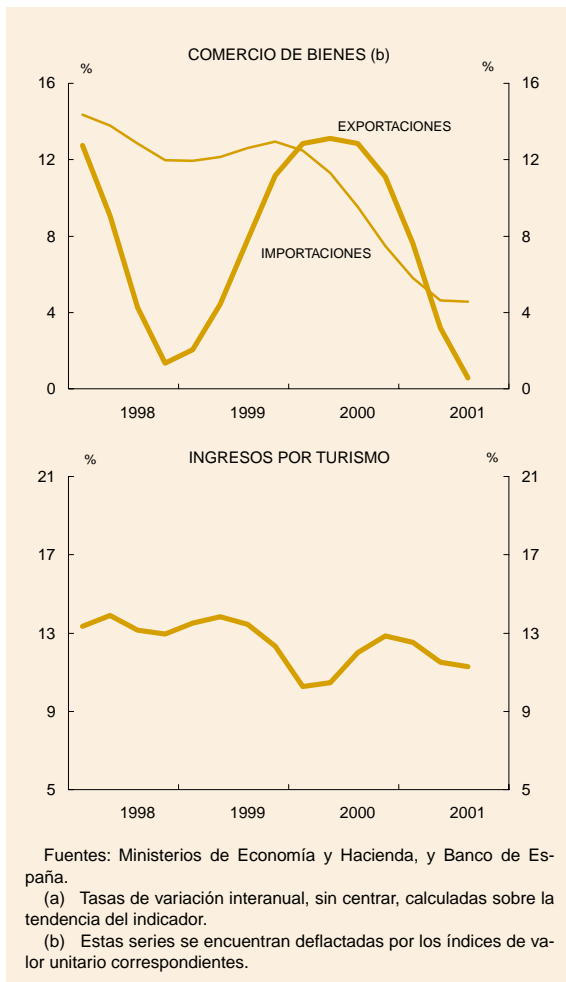
Por consiguiente, cabe concluir que tanto en el tercer trimestre como en los meses posteriores la inversión en construcción ha prolongado su dinamismo, sustentado en la paulatina materialización de los planes de inversión en obra pública —realizada por las AAPP y por empresas públicas— y en la inversión no residencial. Por el contrario, en un contexto de ralentización del empleo y de la renta disponible, la demanda de vivienda por motivo de residencia ha mostrado un agotamiento de su ciclo expansivo, y solamente la demanda de viviendas por motivos de inversión, estimulada todavía por el crecimiento de los precios y por el dinamismo del mercado de alquileres, estaría sustentando este tipo de gasto.

Según la CNTR, la inversión en existencias tuvo una aportación positiva al crecimiento del PIB en el segundo trimestre del año 2001, por valor de una décima de punto porcentual. Por otra parte, la encuesta de coyuntura industrial ha mostrado un descenso en el nivel de existencias, en relación con el deseado, durante los meses de julio y agosto, que podría sustentar una menor contribución, e incluso una aportación negativa, al crecimiento del producto interior bruto en el tercer trimestre. Este descenso ha sido generalizado en todos los tipos de bienes: equipo, intermedios y de consumo.

En el segundo trimestre de 2001, la aportación neta de la demanda exterior al crecimiento del PIB continuó siendo positiva, pero se redujo hasta 0,1 puntos porcentuales, tres décimas menos que en el primer trimestre, interrumpiendo la recuperación que había mostrando en la segunda mitad del ejercicio anterior. En ese período, las exportaciones de bienes y servicios iniciaron una suave desaceleración, que intensificaron en el primer semestre de 2001, en un

GRÁFICO 17

Comercio exterior (a)



contexto de notable debilitamiento del comercio mundial, hasta situar su tasa de crecimiento real en el 5,9%, en el segundo trimestre. Las importaciones de bienes y servicios, que venían perdiendo vigor desde el inicio del año 2000, siguiendo la línea de la moderación de la demanda interna y el menor empuje de la actividad industrial, crecieron en el segundo trimestre de 2001 a una tasa real del 5,3%. La información, aún muy incompleta, correspondiente al tercer trimestre del año apunta hacia una nueva reducción de la contribución de la demanda exterior, que podría haberse situado en valores negativos, debido a la fuerte desaceleración de las ventas al exterior.

De acuerdo con las cifras de Aduanas, *en el mes de julio* las exportaciones de bienes, en términos reales, consolidaron una tendencia de notable debilitamiento, cayendo un -2,9%, frente al 3,2% del trimestre anterior. En el conjunto de los siete primeros meses del año en curso, las ventas al exterior crecieron solo un 5,1%,

frente al 12% alcanzado en el mismo período del año 2000 (véase gráfico 17). Este perfil es coherente con la evolución de los factores determinantes de las exportaciones, fundamentalmente, con la intensa ralentización de los intercambios comerciales mundiales y, en menor medida, con las pérdidas de competitividad que, en un contexto de recuperación no exento de vacilaciones del euro, están reflejando los precios y los costes relativos de los productos españoles. Por áreas geográficas, en el período enero-julio las exportaciones a la UE moderaron su avance nominal hasta el 9,7%, frente al 15,6% registrado en el mismo período de 2000. Cabe destacar el deterioro observado en las exportaciones destinadas a Alemania y a Francia, que se analiza con mayor detalle en el recuadro 3. Las exportaciones extracomunitarias intensificaron la desaceleración iniciada a mediados del ejercicio anterior y crecieron a una tasa nominal interanual del 9,2% entre enero y julio, al extenderse la crisis a diversos mercados internacionales: cabe mencionar la fuerte atonía de las ventas dirigidas a Estados Unidos y de las destinadas a los NICs, además de la moderación de las correspondientes a América Latina, mientras que las ventas a los mercados del centro y del este europeos mantuvieron un elevado dinamismo. Por grupos de productos, cabe destacar el retroceso experimentado por los bienes de equipo (-1,8%, en el promedio de los siete primeros meses de 2001), la moderación de las ventas de bienes de consumo (5,8%), derivada, en parte, por la caída de la demanda exterior de automóviles, y el tono algo más sostenido de las exportaciones de bienes intermedios (7%).

En el segundo trimestre de 2001, los ingresos por turismo estabilizaron su crecimiento en torno al 7,8%, interrumpiendo el perfil de recuperación que mantenían desde finales del ejercicio anterior. Esta evolución es similar a la reflejada por los indicadores reales de turistas entrados por fronteras y de viajeros extranjeros alojados en hoteles, que se desaceleraron en ese período; no obstante, en julio y agosto el turismo se recuperó. Por países emisores, en el período enero-agosto, los turistas de Alemania y Reino Unido, que en conjunto representan en torno al 50%, mostraron un comportamiento contenido, en especial los primeros, mientras que los turistas procedentes de Francia, por el contrario, crecieron un 19,7%. Entre los países no europeos, destaca el fuerte descenso de los turistas procedentes de Estados Unidos y de América Latina. Las primeras evaluaciones del impacto que los acontecimientos del mes de septiembre han podido tener sobre el sector turístico apuntan hacia una contracción importante de los ingresos en los meses finales del año en curso. Los servicios distintos de turismo,

El comercio con Francia y Alemania

El comercio exterior con Francia y Alemania cubre un porcentaje muy importante de los intercambios comerciales de la economía española —más del 30% de sus exportaciones y de sus importaciones—, por lo que el análisis de su evolución reciente resulta significativo. De la información que se aporta en el cuadro y gráfico adjuntos destacan los siguientes hechos:

- La desaceleración de las exportaciones españolas en ambos mercados está siendo notable. Empezó a hacerse patente en la economía alemana y luego se ha extendido a la francesa, donde ha desempeñado un papel relevante la pérdida de empuje de las ventas de automóviles, que suponen casi el 25% de las exportaciones españolas a ese país. Parece, por tanto, que en la desaceleración de las exportaciones a Francia y Alemania, igual que en el resto de la zona del euro, hay un componente de demanda importante.
- La desaceleración de las exportaciones a estos países discurre paralela con la que experimentan las importaciones que de ellos proceden, aunque esta sea de mucha menor importancia, dado el mayor dinamismo de la economía española. Se aprecia que la desaceleración de las importaciones de productos franceses comenzó antes y tiene una intensidad mucho mayor. Es relevante, en este sentido, la extraordinaria pujanza que, hasta fechas muy recientes, han mantenido las importaciones de bienes de consumo alemanes, asociada, en gran medida, a la demanda de automóviles, sobre todo de aquellos de la denominada gama alta. En la desaceleración de las importaciones procedentes de Francia han tenido un lugar destacado las experimentadas por los bienes de equipo y por los bienes intermedios, y dentro de estos, precisamente, los correspondientes al material de transporte. Puede que el retraimiento de las ventas de automóviles de vehículos de gama baja —que son los que se fabrican en España—, tanto en el mercado interior como en el resto de Europa —con la excepción, hasta el momento, del Reino Unido— no resulte ajeno a este fenómeno, dada la relevancia de los intercambios comerciales dentro de esta misma industria.

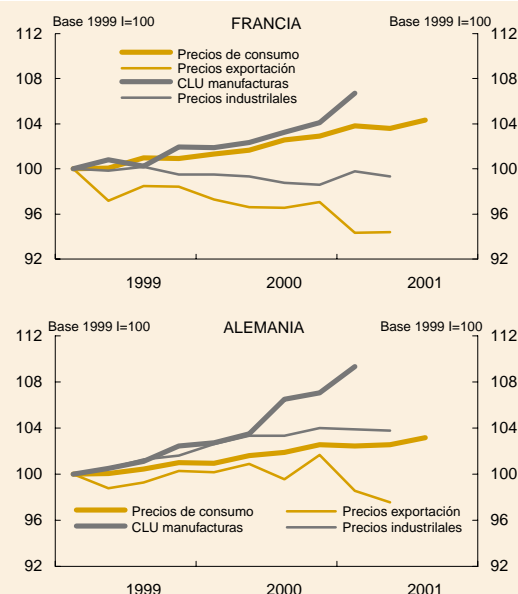
En el gráfico adjunto se incluye un conjunto de variables que podrían ser indicativas de cómo puede evolucionar la competitividad de los productos españoles frente a las dos economías consideradas: precios relativos de consumo, de producción de manufacturas, de bienes exportados y de costes unitarios laborales. Se han representado las tasas de variación acumuladas de estas variables desde el comienzo del año 1999 hasta el momento para el que se dispone de la última información. Se aprecia un notable aumento en el diferencial acumulado en las tasas de crecimiento de los precios de consumo, algo que, en general, no se aprecia cuando la comparación se hace con precios de exportación o de manufacturas. Pero el factor más relevante de cara a la evolución de la competitividad pudiera ser el notable diferencial que se acumula en el crecimiento de los costes laborales unitarios. El conjunto de estos dos factores —mantenimiento en niveles competitivos de los precios industriales y de exportación y creciente desequilibrio en el comportamiento de los CLU— puede terminar afectando al crecimiento de la producción y el empleo, sobre todo en momentos como los actuales, de fuerte contracción de los mercados exteriores.

	Estructura	Tasas de variación interanual				
		2000	2000	2001 (a)	I	II
EXPORTACIONES:						
FRANCIA-ALEMANIA	31,8	15,6	6,7	12,2	5,8	-7,1
Francia	19,4	18,4	9,5	14,4	9,3	-4,1
Consumo	9,1	18,5	10,2	20,0	6,3	-4,3
Automóviles	4,7	24,9	4,9	23,0	-4,1	-12,8
Equipo	2,8	13,7	-0,4	-0,9	0,7	-2,1
Intermedios	7,6	20,2	12,1	13,6	16,2	-4,5
Transporte	1,0	26,8	-18,6	-16,3	-19,8	-21,7
Alemania	12,4	11,5	2,2	8,8	0,2	-12,4
Consumo	5,0	2,9	1,5	5,3	1,4	-11,7
Automóviles	2,0	-1,2	-8,7	8,4	-15,1	-30,9
Equipo	1,6	17,0	0,9	20,8	-12,0	-14,3
Intermedios	5,8	18,7	3,3	9,1	2,6	-12,6
Transporte	0,5	17,3	-19,1	-11,3	-15,5	-53,1
IMPORTACIONES:						
FRANCIA-ALEMANIA	32,0	15,4	5,2	10,0	5,2	-7,8
Francia	17,1	15,3	0,2	3,7	-2,1	-2,9
Consumo	4,6	10,3	12,1	6,8	18,5	8,3
Automóviles	2,2	17,2	9,0	1,8	16,5	9,0
Equipo	3,4	15,9	-26,6	-1,9	-37,6	-48,0
Intermedios	9,2	17,6	3,8	3,8	1,6	11,1
Transporte	2,5	24,5	-36,5	-43,7	-38,3	-6,6
Alemania	14,9	15,5	11,2	17,8	14,1	-12,7
Consumo	3,6	11,0	19,1	37,7	42,5	-46,9
Automóviles	2,0	9,7	15,9	39,9	44,8	-64,3
Equipo	3,4	15,0	5,5	9,4	0,2	12,6
Intermedios	7,8	18,0	9,9	12,7	9,3	4,1
Transporte	0,6	22,5	8,2	11,7	7,5	0,4

Fuente: Departamento de Aduanas.

(a) Los datos de 2001 son acumulados hasta julio.

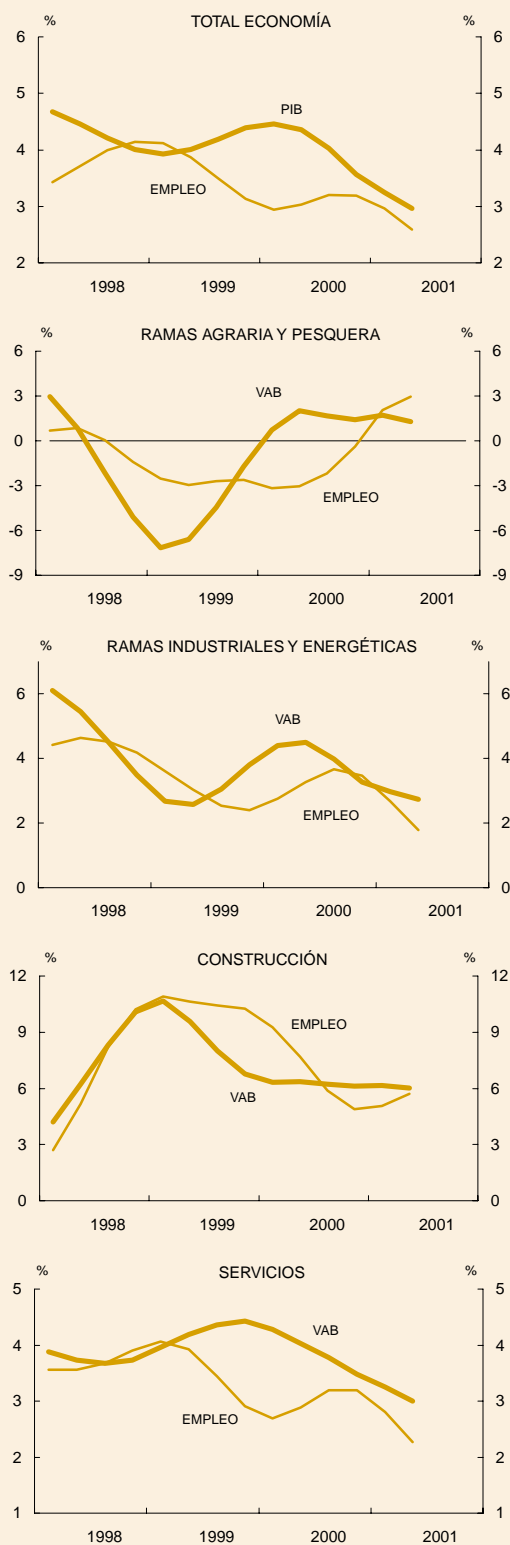
Precios y costes relativos



Fuentes: Eurostat y Banco de España.

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.

que ya mantenían un perfil de desaceleración en el segundo trimestre, coherente con el de las exportaciones de mercancías y el turismo, también se verán afectados, así como los servicios financieros, como consecuencia del menor vigor que están teniendo los flujos de inversiones con el exterior.

Según Aduanas, las importaciones de bienes registraron un retroceso real del $-4,6\%$ en julio, tasa que confirma la senda de ligera desaceleración que venían mostrando con anterioridad. En el conjunto de los siete primeros meses, las importaciones crecieron a un ritmo real del 5% , por debajo del $9,7\%$ observado en el conjunto del año anterior. Como se ha señalado, esta evolución es coherente con la pérdida de empuje de la demanda final y de la actividad industrial, en un contexto de caída de sus precios relativos, parcialmente compensada por una posible sustitución de producción interior por importaciones. Por grupos de productos, en el período enero-julio, retrocedieron las compras de bienes de equipo (un -4% , en términos reales); las importaciones destinadas al consumo se aceleraron en relación con el promedio del año anterior, apoyadas en el tono sostenido del consumo privado y, especialmente, de la compra de automóviles. Sin embargo, las compras de bienes intermedios no energéticos mostraron una importante ralentización, acorde con la desaceleración de la producción industrial de este tipo de bienes, y después de haber mantenido un elevado dinamismo a principios de ejercicio. Las compras energéticas crecieron un $2,6\%$, en volumen, tras el fuerte avance que experimentaron en el año 2000, y a pesar de la intensa moderación que registró el crecimiento de sus precios.

Por último, las importaciones de servicios crecieron de modo sostenido a lo largo del primer semestre, en torno al $7,8\%$ en términos reales, destacando el auge de los pagos por turismo, que alcanzaron la tasa del $13,1\%$ en el segundo trimestre. Este comportamiento puede explicarse por la mayor estabilidad del euro, tras la fuerte debilidad que le caracterizó en el ejercicio anterior, y por los altos niveles de confianza que han venido reflejando los consumidores hasta los primeros meses del año.

4.2. Producción y empleo

Como se señaló en la introducción a este epígrafe, la actividad ha tendido a desacelerarse en la mayor parte de las ramas productivas, en el período transcurrido de 2001. En las ramas primarias, el valor añadido experimentó una tasa de variación interanual del $1,3\%$ en el segundo trimestre, cuatro décimas inferior a la

correspondiente a los tres primeros meses del año, según las estimaciones de la CNTR (véase gráfico 18). Así, a pesar del dinamismo de la actividad ganadera —una vez superados, en gran medida, los problemas del mercado bovino—, el comportamiento contractivo de la producción agrícola condicionó la evolución conjunta de esta rama. En efecto, todos los cultivos, con alguna excepción, registraron niveles de producción inferiores a los del año 2000. En esta ocasión, parece que los malos resultados se deben a las consecuencias negativas que tuvo la abundante pluviosidad en el año hidrológico que termina, ya que no se produjo en las fases oportunas de maduración de los cultivos.

En el marco de una coyuntura internacional en desaceleración, con unas expectativas cada vez menos optimistas sobre la evolución de la demanda interna, y con posibles pérdidas de competitividad, la actividad industrial avanzó a un ritmo interanual del 2,7%, en el segundo trimestre del año 2001, tres décimas menos que el estimado por la CNTR en los primeros meses del año; la actividad energética registró, sin embargo, una ligera aceleración. La pérdida de vigor se concentró especialmente en la industria transformadora de los metales, donde los productos de mayor contenido tecnológico, como el material electrónico y las máquinas de oficina, experimentaron sensibles retrocesos en su producción, en línea con el menor avance registrado por estos mismos sectores en el ámbito internacional. La información coyuntural más reciente mantiene la perspectiva de un crecimiento desacelerado tanto de la actividad industrial como energética. Cabe destacar el comportamiento del índice de producción industrial (IPI), que inició el tercer trimestre de 2001 agudizando el perfil de desaceleración, aunque en el mes de agosto abandonó las tasas de crecimiento negativo que había mantenido en los seis meses precedentes. No obstante, el indicador de clima industrial experimentó un nuevo descenso en ese mes, al acentuarse la caída tanto de la cartera de pedidos como de la tendencia de la producción. Estos elementos, junto con el elevado nivel de existencias de productos terminados, sugieren que la desaceleración de esta actividad puede haberse acentuado en el tercer trimestre. Adicionalmente, las afiliaciones a la Seguridad Social redujeron su ritmo de avance en nueve décimas en el tercer trimestre, respecto al segundo trimestre del año.

Según las estimaciones más recientes de la CNTR, el valor añadido de la actividad constructora mantuvo un ritmo de crecimiento estable a lo largo del año 2000 y en los primeros trimestres de 2001, avanzando en torno a un 6%,

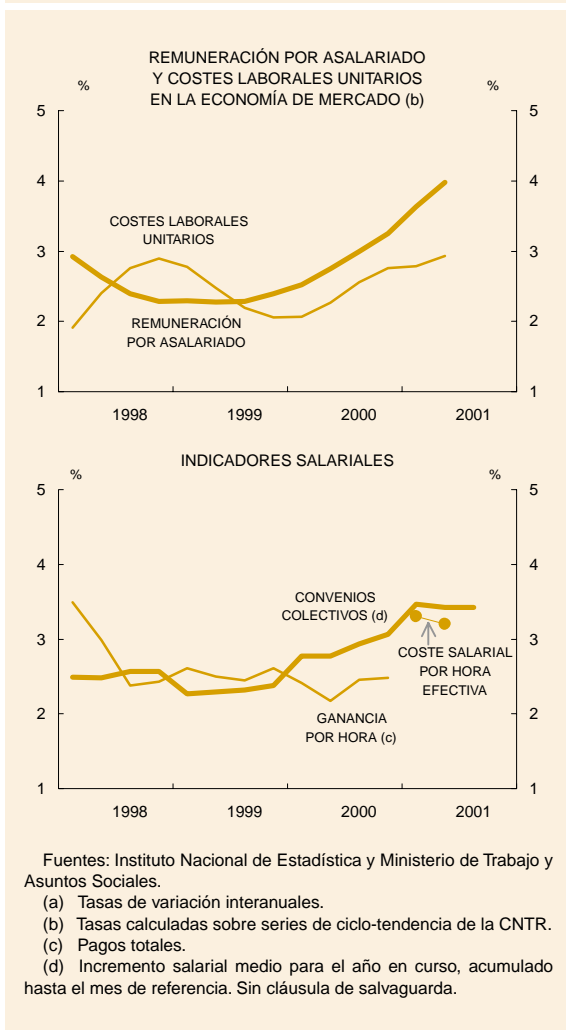
en tasa de variación interanual. Como se señaló al analizar la inversión en construcción, la evolución de la actividad en los últimos trimestres se ha apoyado en el empuje de la obra civil, ya que la edificación residencial ha entrado en una fase de desaceleración. La información coyuntural relativa al tercer trimestre del año muestra que la actividad de esta rama pudiera estar experimentando una leve ralentización.

Las actividades terciarias se desaceleraron tres décimas, hasta el 3%, en el segundo trimestre de 2001. Como en los primeros meses del año, el menor ritmo de avance fue común tanto a los servicios no de mercado como a los de mercado, resultado, en este último caso, del menor dinamismo que progresivamente mostraron el consumo y la demanda del sector industrial. Con la información disponible se observa que, en el tercer trimestre, la pérdida de vigor de las distintas actividades de esta rama no fue uniforme. Así, el comercio al por mayor y las actividades relativas al mantenimiento y reparación de vehículos mantuvieron una cierta estabilidad, atendiendo a las afiliaciones a la Seguridad Social, disponibles hasta el mes de julio. El indicador de confianza del comercio al por menor se recuperó en el tercer trimestre, tras varios meses muy negativos; también el índice de ventas del comercio al por menor, que había registrado una ligera atonía en julio, volvió a repuntar en agosto. La hostelería recuperó parte del empuje perdido en el segundo trimestre del año, aunque los afiliados a la Seguridad Social no han reflejado esta recuperación. Tanto esta actividad como la del transporte, y en general todas las actividades que configuran los servicios de mercado, podrían haber acusado en mayor medida los efectos de los atentados del mes de septiembre en EEUU.

Según la CNTR, el ritmo de crecimiento del empleo en el segundo trimestre del año 2001, medido en términos de puestos de trabajo equivalente a tiempo completo, fue del 2,6%, 0,4 décimas inferior al del trimestre precedente, con lo que, por primera vez desde que se inició la actual fase de ralentización económica, el ritmo de desaceleración del empleo superó al del PIB. El menor empuje en el proceso de generación de empleo puede percibirse igualmente en otras estadísticas, que muestran, además, que la desaceleración podría haberse intensificado en el tercer trimestre. La Encuesta de Población Activa (EPA), que durante el año 2000 había mostrado incrementos del empleo muy superiores a las estimaciones de la CNTR, recogió una tasa interanual de crecimiento de los ocupados del 1,8% en el segundo trimestre, frente al aumento del 2,8% registrado entre los meses de enero y marzo. Las afiliaciones a la Seguridad Social (SS), que en la primavera ha-

GRÁFICO 19

Evolución de los salarios y costes laborales (a)



bían crecido a un ritmo del 4,3%, presentaron un avance interanual del 3,4% en el tercer trimestre. Por último, el paro registrado se redujo a una tasa interanual del 1,8% durante la época estival, casi la mitad que la alcanzada en el primer semestre, mientras que la firma de nuevos contratos experimentó solo un modesto avance (1,5%).

En el segundo trimestre de 2001, el crecimiento del empleo perdió intensidad, especialmente en la industria y en las ramas terciarias, aumentando las ganancias de la productividad aparente del trabajo en ambos casos; en la construcción y en la agricultura —sector este último en el que se habían destruido puestos de trabajo en los dos años anteriores— el ritmo de creación de puestos de trabajo aumentó (véase gráfico 18). En la agricultura, el perfil del empleo estimado por la CNTR —en serie de ciclo-tendencia— resulta poco acorde con el de la actividad, mientras que las estimaciones de

la EPA han mostrado una evolución más próxima a la del valor añadido. Los ocupados en la industria se desaceleraron notablemente en el segundo trimestre, al crecer un 1,8%, frente al 2,7% del primer trimestre. Este comportamiento estuvo en línea con el señalado por la EPA y con los datos de afiliados de la industria al régimen general de la SS. El empleo en la construcción avanzó un 5,7%, en tasa interanual, seis décimas más que a principios de año, lo que parece apuntar hacia una concentración en actividades intensivas en mano de obra. Por último, la ocupación en los servicios aumentó un 2,3% en el período abril-junio, frente al 2,8% en la primera parte del año, y, de nuevo, su ralentización fue más intensa en el conjunto de actividades orientadas al mercado.

Para la CNTR el empleo asalariado creció un 2,8% en el segundo trimestre, cediendo 6 décimas en relación con el primer trimestre, y mantuvo una pauta diferente al empleo por cuenta propia, que continuó recuperándose, hasta aumentar un 1,7%. Dentro de las distintas modalidades de contratación, según los datos del INEM, destaca el incremento de la contratación indefinida en el segundo trimestre, como consecuencia, sobre todo, de la significativa reducción de las conversiones de contratos en el mismo período del año 2000, momento en el que no estaban subvencionadas. Sin embargo, el dinamismo de la contratación indefinida se moderó en el tercer trimestre, mostrando que la respuesta a las nuevas modificaciones introducidas el mes de marzo (1) en la modalidad de contratos estables ha sido relativamente tímida. En cualquier caso, según la EPA, el empleo temporal se desaceleró en mayor medida que el indefinido y la *ratio* de temporalidad se situó en el 31,5% en el segundo trimestre, ocho décimas menos que un año antes. Con las cifras disponibles hasta el momento, las modificaciones en la regulación del contrato a tiempo parcial, que han introducido más flexibilidad, especialmente en el caso de los indefinidos, tampoco han tenido todavía un impacto significativo en el mercado laboral: la *ratio* de parcialidad permaneció en el 8,2%, cifra idéntica a la correspondiente al mismo período del año 2000. De hecho, el avance de los asalariados a tiempo parcial se concentró en los temporales, perdiendo peso los indefinidos.

La población activa de la EPA volvió a moderar su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre de 2001, registrando un avance interanual del 0,6%, como resultado de un estancamiento en la tasa de actividad, que permaneció

(1) Para una descripción más detallada de las novedades de esta reforma, véase el artículo publicado en el *Boletín económico* del mes de mayo de 2001.

en el 51,3%, nivel similar al de hace un año. Considerando únicamente a la población entre 16 y 64 años, la *ratio* de participación se situó en el 65,6%, suavizando la trayectoria ascendente que viene registrando en los últimos años. El menor dinamismo de la población activa favoreció un nuevo descenso del desempleo (75.000 personas en el trimestre) y de la tasa de paro, que se rebajó cuatro décimas, hasta el 13%; a pesar de ello, la reducción del número de desempleados siguió perdiendo ritmo en términos interanuales; el paro registrado hasta septiembre mostraba una evolución semejante. La reducción de la tasa de paro fue más acusada entre los hombres y, por edades, entre los más jóvenes. En cuanto a la incidencia del desempleo de larga duración, su peso continuó reduciéndose en el segundo trimestre (42,9%), aumentando entre los mayores de 55 años.

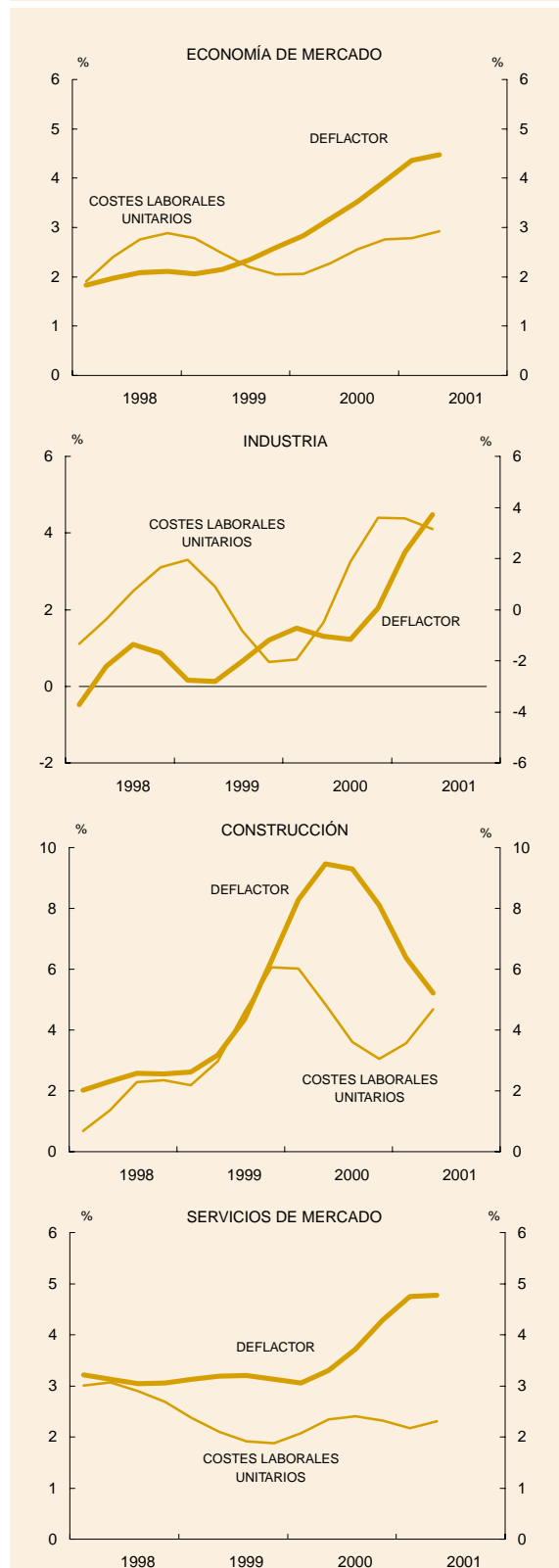
4.3. Costes y precios

El coste laboral unitario se aceleró en el primer semestre de 2001, tanto en el conjunto de la economía como en las actividades que forman la economía de mercado, hasta aumentar a tasas cercanas al 3%, en ambos casos, en el segundo trimestre. Esta aceleración tuvo su origen en la evolución de la remuneración por ocupado (calculada en términos de puestos de trabajo equivalentes), que aumentó un 3,5% para el total de la economía, tres décimas por encima del crecimiento en el primer trimestre, repunte que no pudo ser compensado por la modesta recuperación en la tasa de variación del valor añadido por ocupado, hasta el 0,5%. En la economía de mercado, el crecimiento de la remuneración por ocupado fue algo superior, situándose en el 4% (véase gráfico 19). Cabe recordar que esta cifra incorpora no solo el incremento pactado en convenios colectivos para el año 2001, sino también el resultado de la aplicación de las cláusulas de salvaguarda de los convenios de 2000.

Entre los indicadores referidos a la evolución salarial, el índice de costes laborales (ICL) —que ha sustituido a la Encuesta de Salarios (ES)— registró un incremento interanual, por hora efectiva trabajada, del 4% en el segundo trimestre, resultado de un aumento del 3,2% en el coste salarial y del 6,7% en otros costes. Por ramas de actividad, el ICL aumentó un 4,8% en la industria, un 4,9% en la construcción y un 3,7% en los servicios. Los crecimientos por trabajador y mes fueron algo inferiores: un 3,6% para el coste laboral y un 2,9% para el salarial. Aunque los aumentos salariales que refleja este indicador son claramente superiores a los de las ganancias de la ES durante el año 2000, el hecho de no disponer de series enlazadas

GRÁFICO 20

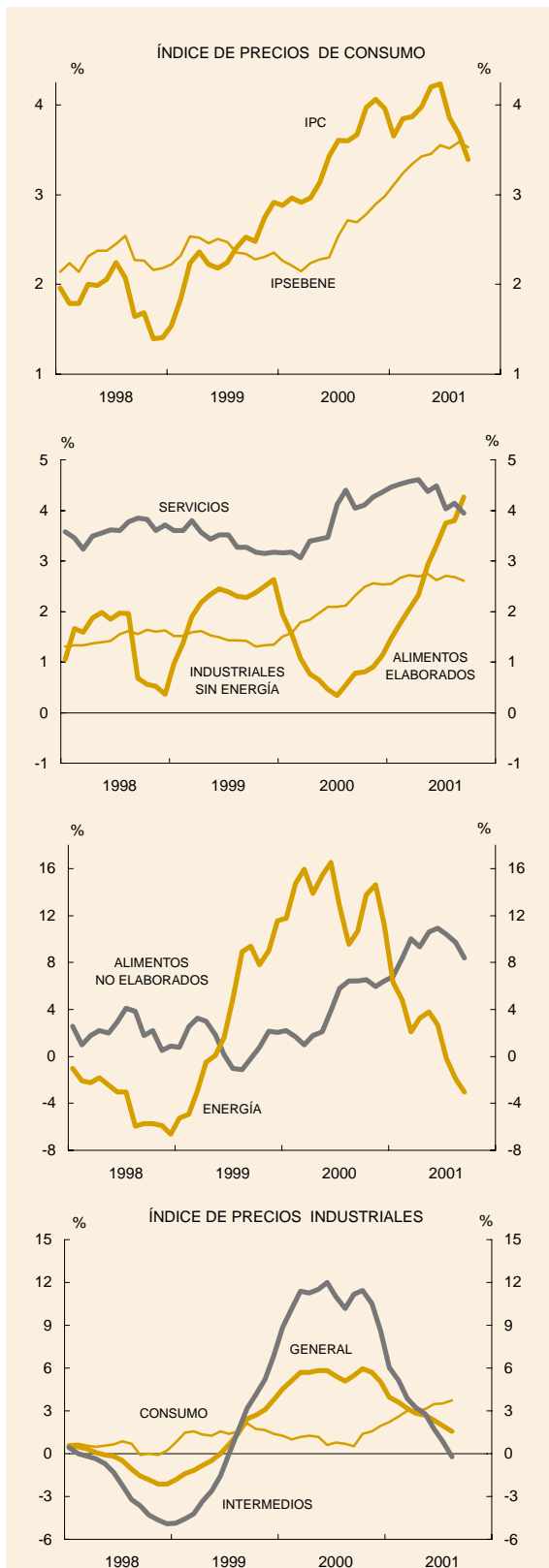
Precios y costes por ramas de actividad (a)



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.

entre ambas encuestas impide realizar un análisis fundamentado de estos resultados. Por otra parte, el aumento de las tarifas salariales negociadas en los convenios colectivos registrados hasta el 30 de septiembre se elevó al 3,4%, cuatro décimas por encima del incremento observado en el año 2000 (sin incluir las cláusulas de salvaguarda). El incremento pactado hasta ese momento en convenios revisados era del 3,4%, y en convenios de nueva firma, del 3,6%. Por ramas de actividad, el aumento en la construcción se cifra en un 4,2%, superior al de los servicios (3,2%), agricultura (3,8%) e industria (3,4%). El efecto de las cláusulas de salvaguarda, que se hicieron efectivas como consecuencia de la desviación de la inflación en 2000 respecto a la previsión oficial, se estima en siete décimas.

El excedente bruto por unidad de valor añadido creció ligeramente por debajo del trimestre anterior; sin embargo, el fuerte ritmo de expansión de este agregado (cercano al 7% para el total de la economía, y algo superior a esa cifra en la economía de mercado) implica que los márgenes han seguido ampliándose en la primera mitad de 2001. El mayor crecimiento del coste laboral por unidad de valor añadido en el segundo trimestre de 2001 y el comportamiento de los márgenes explican que el deflactor del valor añadido bruto elevara su tasa de variación en una décima, hasta el 4,3%, en ese período.

En el gráfico 20 se recoge el comportamiento de los deflatores del valor añadido y de los costes laborales unitarios en la economía de mercado y en tres de las ramas que la integran: industria, construcción y servicios de mercado. Coincidiendo con la publicación de los datos del segundo trimestre del año 2000, el INE revisó algunos de los agregados que determinan la formación de precios en la economía de mercado, de forma que ahora su perfil es más acorde con el que apuntaban otros indicadores relacionados. En la economía de mercado, tanto el deflactor del valor añadido bruto como el coste laboral unitario aumentaron una décima su crecimiento en el segundo trimestre, hasta el 4,5% y el 2,9%, respectivamente. Como ya se ha señalado, el excedente por unidad de valor añadido siguió creciendo de forma muy intensa.

Por ramas de actividad, el comportamiento de precios y márgenes fue desigual. En la industria, el deflactor del valor añadido se aceleró intensamente, hasta alcanzar el 4,5%, mientras que los costes laborales unitarios se desaceleraron, como consecuencia de la recuperación de la productividad; en consecuencia, el margen bruto de explotación unitario mantuvo un perfil de recuperación. Por su parte, en la rama de construcción, los costes laborales unitarios

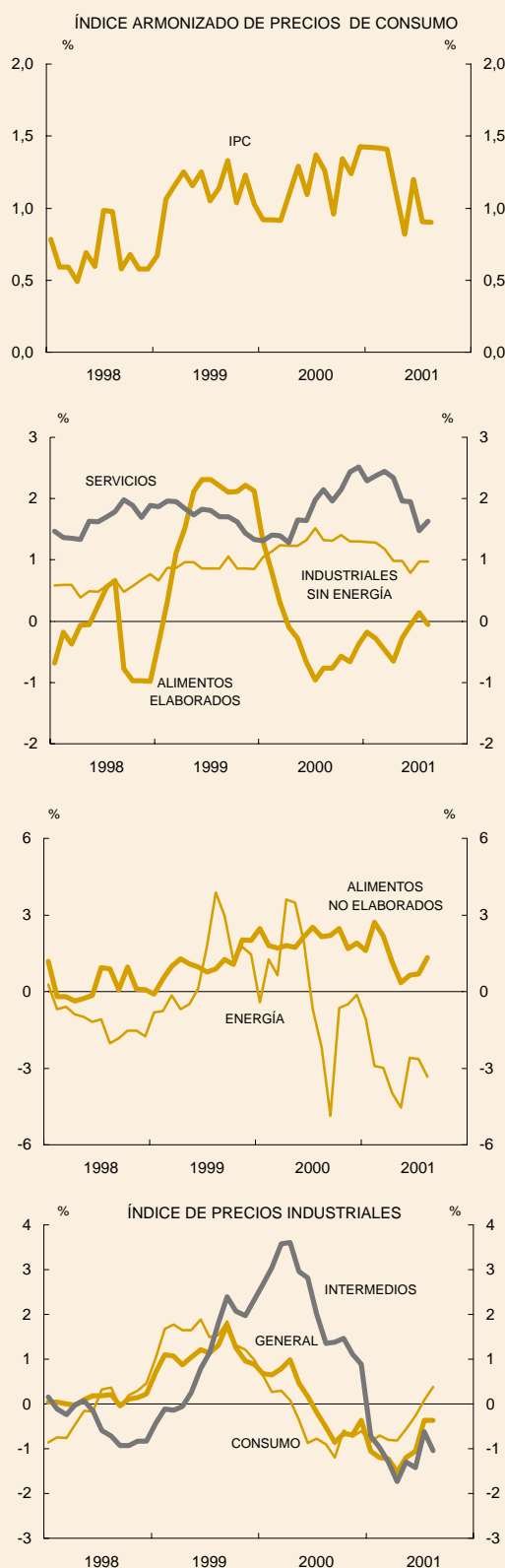
acentuaron su trayectoria alcista, al tiempo que el deflactor, aun creciendo a una tasa elevada, continuó moderándose, de modo que la brecha entre ambos incrementos se cerró de forma significativa, reflejando una contención en la ampliación de los márgenes unitarios de explotación. Por último, el deflactor de los servicios de mercado creció ligeramente por encima del trimestre anterior, en línea con la aceleración de los costes laborales unitarios, y el margen unitario siguió creciendo.

En el segundo trimestre de 2001, la tasa de crecimiento del deflactor de la demanda final se redujo siete décimas, hasta el 3,6%, ritmo inferior al del deflactor del PIB (4%). Esta diferencia fue resultado de la moderación que mostró nuevamente el deflactor de las importaciones, que cedió 3,1 puntos porcentuales en su tasa de variación, hasta situarla en el 2,4%. Detrás de este comportamiento se encuentra la significativa desaceleración de los precios internacionales, en especial los de la energía (el precio del petróleo importado en dólares cayó un 2,1% en el período) y los de las materias primas. No obstante, estos recortes no se trasladaron totalmente a los precios de importación, debido a que el euro se depreció ligeramente en el segundo trimestre.

En el tercer trimestre del año, el IPC, principal indicador de precios finales de la economía española, quebró el impulso alcista que había registrado en la primera mitad de 2001, entrando en una senda de desaceleración, que colocó su tasa de crecimiento interanual en el 3,4%, en septiembre, siete décimas por debajo de la tasa registrada al finalizar el segundo trimestre (véase gráfico 21). Sin embargo, el IPSEBENE —una de las medidas habituales del núcleo inflacionista— continuó oscilando en tasas de crecimiento cercanas al 3,5%.

Dentro del IPC, tanto el componente de bienes como el de servicios redujeron su ritmo de avance. En el caso de los bienes, esto fue debido a los precios de los alimentos no elaborados, que aminoraron sus elevadas tasas de crecimiento, y a las sucesivas caídas en los precios de la energía, como resultado de los recortes registrados en los precios del gas natural y, especialmente, de los combustibles líquidos y carburantes. Estos últimos se están beneficiando del buen comportamiento del precio del petróleo en los mercados internacionales, en un contexto de relativa estabilidad de la cotización del euro. Los precios de los alimentos elaborados, sin embargo, experimentaron un repunte importante en el tercer trimestre, que refleja, principalmente, los mayores aumentos de los precios de los aceites y del tabaco; los precios de los bienes industriales no energéti-

GRÁFICO 22

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


Fuentes: Eurostat y Banco de España.

(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

cos mantuvieron un crecimiento estable en torno al 2,6% durante el verano. En el caso de los precios de los servicios cabe destacar la mejora que experimentaron en septiembre, creciendo, por primera vez en el año 2001, a tasas interanuales inferiores al 4%. Esta moderación fue debida, en su mayor parte, a la experimentada por los precios de los servicios relacionados con el turismo (hoteles y otros alojamientos) y por los servicios del transporte.

La desaceleración de los precios de consumo en España, a lo largo del tercer trimestre del año —medida por el IAPC— fue más intensa que la ocurrida en el conjunto de la UEM, de forma que el diferencial de inflación con la zona se redujo en tres décimas desde el mes de junio, hasta situarse en 0,9 décimas, en septiembre. Esta reducción se ha extendido a todos los componentes, con la excepción de los alimentos elaborados, cuyo correspondiente diferencial ha pasado a ser desfavorable a España (véase gráfico 22).

El índice de precios industriales (IPRI) ha prolongado hasta el mes de agosto la trayectoria de desaceleración que viene registrando desde finales del pasado año. Su tasa de aumento interanual fue del 1,6% en ese mes, más de un punto porcentual por debajo de la registrada en mayo. El buen comportamiento de los precios de producción de los bienes intermedios y, especialmente, de la energía (que registraron descensos tanto en términos mensuales como interanuales) compensó con creces los deslizamientos al alza en los precios de los bienes de consumo no duradero; los precios de los bienes de consumo duradero y de equipo permanecieron estables. Por último, los precios percibidos por los agricultores interrumpieron la senda descendente iniciada a principios de año, situándose en el mes de agosto una tasa interanual del 8,6%.

4.4. La actuación del Estado

El proyecto de Presupuestos Generales para el año 2002 incorpora una estimación oficial de la liquidación de los ingresos y gastos del Estado para el año 2001, según la metodología de la Contabilidad Nacional. Según esta estimación, el déficit del Estado se situaría este año en el 0,5% del PIB, mejorando solo una décima respecto al alcanzado el año anterior, frente al objetivo del 0,3% recogido en el Programa de Estabilidad. El recorte en el déficit sería inferior al experimentado en el año 2000, debido, sobre todo, a la desaceleración de los ingresos impositivos, que refleja, a su vez, el hecho de que el crecimiento del PIB real en el año 2001 será menor que el previsto inicialmente (un 3%, según la previsión actualizada

del Gobierno, frente al 3,6% inicial). El resultado, peor de lo esperado para el Estado, se compensaría con una mejor ejecución presupuestaria de la Seguridad Social, que podría alcanzar un superávit del 0,5% del PIB, frente al 0,3% establecido como objetivo, mientras que las cuentas de las Administraciones Territoriales se situarían en equilibrio. De esta forma, el conjunto de las Administraciones Públicas lograría el objetivo de equilibrio presupuestario establecido en el Programa de Estabilidad para el presente año.

El proyecto de Presupuestos Generales del Estado también incorpora un avance de la liquidación de ingresos y gastos, en términos de caja, para el año 2001, información que se presenta en el cuadro 3 (columnas 3 y 4). Según este avance, el Estado ingresará y gastará un 1,9% más —356 mm de pesetas— de lo presupuestado inicialmente. El déficit de caja será, por tanto, igual al presupuestado, es decir, 241 mm de pesetas. Hay que señalar que la desviación en el gasto es similar a la producida en el año anterior, mientras que el aumento de los ingresos por encima de lo presupuestado es significativamente menor que en el año 2000. El exceso de recaudación se debe al IRPF y a los otros ingresos; estos últimos, básicamente, por mayores beneficios del Banco de España. Por el contrario, la recaudación por impuestos indirectos sería menor que la presupuestada. En cuanto al gasto, los pagos corrientes aumentan más de lo presupuestado, mientras que los pagos de capital crecen menos. Dentro de los pagos corrientes, todos los capítulos registran aumentos mayores de lo previsto, destacando las transferencias corrientes y los pagos por intereses, cuya desviación se debe a las operaciones de canje de deuda. En los pagos de capital, hay que señalar el bajo porcentaje de ejecución esperado para el capítulo de inversiones.

En cuanto a la ejecución del Presupuesto del Estado en el tercer trimestre, con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado registró hasta septiembre de 2001, en términos acumulados, un déficit de 676 mm de pesetas (0,6% del PIB) en el saldo de sus operaciones no financieras, frente al déficit de 545 mm (0,5% del PIB) del período enero-septiembre del año 2000 (véase cuadro 3). Los ingresos iniciaron una significativa recuperación, mostrando una tasa de crecimiento del 3,8%, frente al 0,3% observado en el primer semestre, pero aún lejos del 6,1% de aumento de ingresos previsto en el avance de liquidación. Por su parte, los gastos se desaceleraron ligeramente en el tercer trimestre, registrando un crecimiento del 4,6% hasta septiembre. El avance de liquidación prevé una aceleración de los gastos hasta el 5,5% para el conjunto del año 2001.

CUADRO 3

Estado. Ejecución presupuestaria

mm de pesetas y %

	Liquidación	Variación	Avance liquid.	Variación	Liquidación	Liquidación		
	2000	porcentual 2000/1999	2001	porcentual 2001/2000	ENE-JUN Variación porcentual 2001/2000	2000 ENE-SEP	2001 ENE-SEP	Variación porcentual
	1	2	3	4=3/1	5	6	7	8=7/6
1. Ingresos no financieros	19.749	7,5	20.809	5,4	-0,3	13.847	14.323	3,4
Impuestos directos	8.557	9,5	9.302	8,7	-0,4	5.979	6.325	5,8
<i>IRPF</i>	5.350	4,9	5.979	11,8	-0,6	3.881	4.213	8,6
<i>Sociedades</i>	2.863	17,5	3.007	5,0	4,8	1.808	1.814	0,3
<i>Otros (a)</i>	345	21,8	316	-8,3	-13,8	290	298	2,8
Impuestos indirectos	8.532	7,3	8.903	4,3	1,5	6.418	6.614	3,1
<i>IVA</i>	5.557	8,7	5.833	5,0	1,2	4.181	4.310	3,1
<i>Especiales</i>	2.672	4,1	2.751	3,0	1,8	2.013	2.071	2,9
<i>Otros (b)</i>	304	12,4	319	5,1	4,0	224	233	4,2
Otros ingresos	2.659	2,4	2.604	-2,1	-7,2	1.451	1.384	-4,6
2. Pagos no financieros (c)	20.153	3,8	21.050	4,4	3,0	15.197	15.972	5,1
Personal	2.706	-9,2	2.794	3,2	2,6	1.978	2.031	2,6
Compras	395	-9,5	400	1,4	1,7	279	288	3,5
Intereses	2.948	-7,3	2.997	1,7	-4,0	2.656	2.762	4,0
Transferencias corrientes	12.117	12,1	12.897	6,4	5,0	8.892	9.491	6,7
Inversiones reales	1.004	4,9	957	-4,7	0,9	726	675	-7,1
Transferencias de capital	985	-7,4	1.005	2,1	12,6	666	725	9,0
3. Saldo de caja (3=1-2)	-404	-61,7	-241	-40,4	34,9	-1.350	-1.649	22,2
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL:								
Ingresos no financieros	19.835	7,6	21.039	6,1	0,3	13.985	14.519	3,8
Pagos no financieros	20.461	4,7	21.583	5,5	4,9	14.530	15.196	4,6
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (d)	-626	-43	-544	-13,1	—	-545	-676	24,1

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 del Protocolo sobre Déficit Excesivo, para 2000, y del avance de liquidación, para 2001.

En términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta septiembre de 2001 se saldó con un déficit de 1.649 mm de pesetas, superior en un 22% al registrado en el mismo período del año anterior, frente al 35% de incremento del déficit de caja en el período enero-junio. Esta desaceleración del déficit (aún lejos de la caída del 40% prevista en el avance de liquidación para el conjunto del año 2001) se debió a la recuperación de los ingresos, que alcanzaron un crecimiento del 3,4% hasta septiembre (frente al descenso del 0,3% en el primer semestre), ya

que los gastos aumentaron su ritmo de crecimiento hasta el 5,1%, frente al 3% observado hasta junio. Para el resto del año, las estimaciones oficiales prevén una significativa aceleración de los ingresos hasta el 5,4%, y una ligera reducción del ritmo de aumento de los gastos, que se situaría en el 4,4%.

La recaudación tributaria experimentó una importante aceleración en el tercer trimestre, impulsada por la continuada corrección del efecto del adelanto de devoluciones tanto en el

CUADRO 4

Balanza de pagos: resumen (a)

Millones de euros

	ENE-JUL	
	2000	2001
	Ingresos	Ingresos
Cuenta corriente	121.072	137.144
Mercancías	71.508	78.643
Servicios	32.069	36.384
<i>Turismo</i>	18.487	20.907
<i>Otros servicios</i>	13.582	15.477
Rentas	9.017	12.824
Transferencias corrientes	8.478	9.292
Cuenta de capital	3.968	4.750
	Pagos	Pagos
Cuenta corriente	130.282	146.198
Mercancías	90.810	97.717
Servicios	18.868	21.025
<i>Turismo</i>	3.177	3.689
<i>Otros servicios</i>	15.691	17.336
Rentas	14.227	20.183
Transferencias corrientes	6.377	7.273
Cuenta de capital	603	519
	Saldos	Saldos
Cuenta corriente	-9.210	-9.054
Mercancías	-19.302	-19.074
Servicios	13.201	15.359
<i>Turismo</i>	15.309	17.218
<i>Otros servicios</i>	-2.109	-1.859
Rentas	-5.210	-7.358
Transferencias corrientes	2.101	2.019
Cuenta de capital	3.365	4.232

Fuente: Banco de España.

(a) Avance provisional.

IRPF como en el IVA. No obstante, las tasas de crecimiento registradas por ambos impuestos resultan aún inferiores a las previstas en el avance de liquidación para el año 2001. También se aceleraron los impuestos especiales, que alcanzaron un ritmo de crecimiento similar al previsto en el avance de liquidación, mientras que el impuesto de sociedades sufrió una notable desaceleración, situándose en una tasa de crecimiento de solo el 0,3%, muy inferior al 5% previsto para todo el ejercicio. Por su parte, los ingresos no impositivos atenuaron su caída, que, no obstante, aún resulta superior a la prevista en el avance de liquidación.

En cuanto a los gastos, los de naturaleza corriente experimentaron, en conjunto, una aceleración respecto al primer semestre, impulsados por las compras de bienes y servicios,

los pagos por intereses (que continúan afectados por una mayor concentración de vencimientos de deuda pública que en el mismo período del año anterior) y las transferencias, mientras que los pagos de capital se desaceleraron. Las estimaciones oficiales prevén una desaceleración, en lo que resta de ejercicio, de todos los capítulos de gastos corrientes, excepto los gastos de personal, y de las transferencias de capital. Las inversiones reales, por el contrario, se acelerarían ligeramente, pero seguirían presentando a final de año una tasa negativa, según el avance de liquidación, frente al aumento del 9,1% inicialmente presupuestado.

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

En el período acumulado de enero a julio de 2001, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 4.823 millones de euros, 1.023 millones de euros menos que en las mismas fechas del año anterior. Esta mejora se explica tanto por la evolución favorable del saldo por cuenta corriente, que en el período enero-julio disminuyó su déficit en 155 millones de euros, en relación con el del mismo período del ejercicio precedente, como, fundamentalmente, por el mejor comportamiento de la balanza de capital, que aumentó en 867 millones de euros el superávit alcanzado en igual período de 2000.

En el conjunto de los siete primeros meses de 2001, el déficit acumulado de la balanza comercial registró una mejora de 228 millones de euros sobre el nivel alcanzado en las mismas fechas del ejercicio anterior. En tasas interanuales, el saldo negativo se redujo un 1,2%, frente al aumento del 30,3% observado en el promedio de 2000. La fuerte contención del desequilibrio comercial observada en los primeros meses del ejercicio se moderó a lo largo del segundo trimestre, debido al notable debilitamiento de las exportaciones en términos reales; no obstante, en julio, el retroceso de las compras exteriores propició una importante reducción del déficit. En conjunto, en el período enero-julio la disminución del desequilibrio comercial nominal se debió a la intensa mejora de la relación real de intercambio, dada la moderación de los precios de los productos energéticos importados y, en menor medida, de los precios de las compras no energéticas. En los servicios, el saldo positivo acumulado ascendió a 15.359 millones de euros, frente a los 13.201 contabilizados en el mismo período del año anterior, con un crecimiento del 16,4%. Este avance se explica por el aumento del superávit de turismo y viajes, en un 12,5%, y por la disminución del déficit de los otros servicios, en un

RECUADRO 4

Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 912 mm de pesetas, según los datos de ejecución presupuestaria hasta julio de 2001, superior en 122 mm de pesetas (un 15,4%) al registrado durante el mismo período del año precedente (véase cuadro adjunto). Esta mejora en el saldo no financiero contrasta con la reducción del superávit que preveía el presupuesto inicial de 2001 en relación con la liquidación de 2000. Los ingresos no financieros crecieron un 8,4% hasta julio (algo menos que hasta abril, pero muy por encima de lo presupuestado), mientras que los pagos no financieros aumentaron un 7,7% (superando también la previsión presupuestaria).

Los ingresos por cotizaciones sociales atenuaron su elevado ritmo de crecimiento, que se situó en el 9,5% hasta julio, muy por encima del 2,1% previsto en el presupuesto (1), debido, sobre todo, al fuerte dinamismo de las afiliaciones, que crecieron un 4,1% interanual, en términos acumulados, hasta septiembre (un 5% a lo largo de 2000). La otra fuente importante de ingresos, las transferencias corrientes procedentes del Estado, registró un incremento del 5,5%, en línea con lo presupuestado.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas experimentó un incremento del 6,9% hasta julio, frente al 3,7% registrado hasta abril y al 3,9% de crecimiento en el presupuesto inicial de 2001. No obstante, ha de tenerse en cuenta que la comparación entre el presupuesto de 2001 y la liquidación de 2000 se halla distorsionada por el hecho de que esta última incluye tanto la paga por desviación del IPC en 1999 como la correspondiente al propio año 2000. El número de pensiones contributivas aumentó un 1,1% hasta agosto de 2001, en línea con lo previsto y con el crecimiento registrado en 2000. Por su parte, el gasto en incapacidad temporal situó su tasa de crecimiento en el 14,5%, también por encima de lo presupuestado.

Con respecto al gasto del INEM, el destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 10,4% hasta agosto 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 5,2% hasta julio, frente al 2,7% de reducción media en 2000. El incremento del número de beneficiarios y la disminución del número de desempleados registrados (un 0,8% hasta septiembre, 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 68,4% hasta julio (64,7% en 2000).

Por otra parte, las cotizaciones percibidas por el INEM se incrementaron un 9,8% hasta abril, frente al 6,2% previsto en el presupuesto, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo se redujeron un 11,1% hasta abril, en contraste con la previsión presupuestaria de incremento del 3%.

(1) No obstante, en el proyecto de presupuestos de la Seguridad Social para 2002 se presenta una previsión de liquidación que supone un incremento del 6,5% en las cotizaciones sociales del Sistema para el conjunto del año 2001.

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 %

	Liquidación		Presupuesto		Liquidación ENE-ABR		Liquidación ENE-JUL	
	2000	2001	% variación	% variación	2000	2001	% variación	
	1	2	3=2/1	4	5	6	7=6/5	
1. Ingresos no financieros	15.364	15.736	2,4	9,1	9192	9962	8,4	
Cotizaciones sociales (c)	10.204	10.419	2,1	10,6	5879	6439	9,5	
Transferencias corrientes	4.866	5.124	5,3	6,8	3204	3380	5,5	
Otros (d)	294	193	-34,1	6,5	109	143	31,9	
2. Pagos no financieros	14.755	15.352	4,0	6,0	8402	9050	7,7	
Personal	2.264	2.388	5,5	6,8	1383	1465	6,0	
Gastos en bienes y servicios	1.426	1.492	4,6	9,4	820	887	8,2	
Transferencias corrientes	10.854	11.233	3,5	5,2	6119	6602	7,9	
Prestaciones	10.783	11.158	3,5	4,6	6111	6552	7,2	
<i>Pensiones contributivas</i>	<i>8.499</i>	<i>8.826</i>	<i>3,9</i>	<i>3,7</i>	<i>4764</i>	<i>5095</i>	<i>6,9</i>	
<i>Incapacidad temporal</i>	<i>630</i>	<i>592</i>	<i>-6,0</i>	<i>18,8</i>	<i>320</i>	<i>367</i>	<i>14,5</i>	
<i>Resto</i>	<i>1.654</i>	<i>1.740</i>	<i>5,2</i>	<i>4,5</i>	<i>1027</i>	<i>1091</i>	<i>6,2</i>	
Resto transferencias corrientes	71	75	5,7	149,7	7	50	—	
Otros (e)	211	238	12,8	13,8	81	96	18,5	
3. Saldo no financiero	609	384	-36,9	26,3	790	912	15,4	

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 de los correspondientes a las Otras Administraciones de Seguridad Social solo se dispone hasta marzo.

(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) Incluye recargos y multas.

(d) Excluye recargos y multas.

(e) Minorados por la enajenación de inversiones.

11,8%. Los ingresos nominales por turismo crecieron un 13,1% en el período enero-julio; aunque habían moderado su avance durante el segundo trimestre del año, en el mes de julio repuntaron nuevamente, en línea con el mejor comportamiento que se percibió en las entradas de turistas entre julio y septiembre. Por su parte, los pagos nominales por turismo crecieron un 16,1%, en los siete primeros meses de 2001, apuntando hacia una moderación en los meses más recientes, en línea con el debilitamiento de la confianza de los consumidores (véase cuadro 7).

La balanza de rentas incrementó su déficit en 2.148 millones de euros, en el período enero-julio, en relación con el saldo negativo de igual período del año anterior. Los ingresos siguieron creciendo a un ritmo muy abultado (42,2%), como ya sucediera en el ejercicio anterior, reflejando el fuerte proceso inversor en el exterior que ha tenido lugar en los años recientes, y que se ha visto truncado en el transcurso del ejercicio actual. Los pagos crecieron a una tasa también elevada, del 41,9%, el doble de la observada en el promedio del año anterior, que se explica, igualmente, por el fuerte impulso que registró la inversión extranjera en España en el ejercicio anterior, y que también se ha debilitado en el presente año.

En el conjunto de los siete primeros meses de 2001, el saldo positivo de la balanza de transferencias corrientes se situó en 2.019 mi-

llones de euros, lo que supone un ligero descenso, del orden de 83 millones de euros, en relación con el saldo observado en igual período del año precedente. Los ingresos reflejaron un buen comportamiento, con avances de los flujos procedentes de la UE tanto en concepto de FEOGA-Garantía como de Fondo Social Europeo. Los pagos, sin embargo, mostraron un repunte, como consecuencia, fundamentalmente, del notable aumento que experimentaron los flujos hacia el exterior en concepto de remesas de emigrantes. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital experimentó una importante mejora, de 867 millones de euros, en relación con el registrado en los siete primeros meses de 2000. Este crecimiento, que en tasas interanuales se cifró en el 25,8%, se explica por la recuperación de los fondos estructurales procedentes de la UE, que estarían incorporando retrasos originados en el ejercicio anterior.

La necesidad de financiación de la nación se redujo levemente en el segundo trimestre del año 2001, debido a la modificación de las pautas de gasto y ahorro de los distintos sectores de la economía. Las AAPP avanzaron en su proceso de consolidación fiscal y el sector de familias e IPSFL mejoró su capacidad financiera, al aumentar su tasa de ahorro más intensamente que su inversión. Solamente el sector de empresas pudo haber acentuado su necesidad de financiación, a pesar de la notable moderación que está experimentando la inversión productiva privada.

5. Los flujos financieros de la economía española

5.1. Los flujos financieros del conjunto de la economía

Durante el segundo trimestre de 2001, el saldo de las operaciones financieras netas de la nación, $-2,2\%$ del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, se mantuvo en un valor próximo al del trimestre anterior. Esta cifra supone un descenso de las necesidades financieras de la economía española en relación con el valor alcanzado en el año 2000, $-2,6\%$ del PIB, que se ha distribuido de forma heterogénea entre los distintos sectores (véase cuadro 5). El ahorro de los hogares e ISFL se recuperó de forma apreciable en relación con su valor en el año 2000, mientras que las necesidades financieras de las sociedades no financieras y de las AAPP experimentaron un incremento. Las instituciones financieras, por su lado, mantuvieron el saldo de sus operaciones financieras en un valor similar al del año 2000.

Esta evolución de las operaciones financieras netas de los sectores se enmarca en un contexto de moderación del grado de holgura de las condiciones monetarias y financieras en la economía española a lo largo del año 2001, como pone de manifiesto la desaceleración de la financiación obtenida por el sector privado no financiero, y, en especial, de la correspondiente al crédito bancario. Así, la información provisional disponible indica que el crecimiento anual de los préstamos concedidos por las entidades de crédito residentes al sector privado no financiero se redujo hasta un $12,4\%$ en el mes de septiembre, tras haberse situado en el 18% al finalizar el año 2000. La desaceleración del crédito bancario se debe, en gran parte, a la ralentización del crédito otorgado por bancos, si bien, en el segundo trimestre fueron las cajas de ahorros las que moderaron el crecimiento de sus préstamos en mayor medida. No obstante, el menor crecimiento de la financiación no ha impedido el incremento de las *ratios* de endeudamiento de empresas y familias, tanto en términos del PIB como, sobre todo, de los activos financieros disponibles.

La evolución de los flujos netos entre sectores (parte inferior del cuadro 5) en la primera mitad de 2001 ofrece algunas novedades respecto a la situación en trimestres anteriores. Los inversores institucionales han vuelto a ganar peso en la canalización del ahorro de los hogares, debido a la recuperación de las suscripciones en fondos de inversión del mercado monetario (FIAMM), como se describe con mayor detalle en el siguiente apartado de esta sección. Por otro lado, en el segundo trimestre de 2001 se modificó el signo de las operaciones financieras netas de las AAPP con las instituciones financieras, debido al incremento de la cartera de títulos públicos en poder de estas. Este incremento, que supone un cambio significativo en la tendencia decreciente de

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

% PIB

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

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 seguros e Instituciones de inversión colectiva.

esta variable en los últimos años, puede estar relacionado con la necesidad de un mayor volumen de colateral para acudir a las subastas de liquidez que el Tesoro empezó a realizar en el primer trimestre de 2001.

5.2. Los flujos financieros de los hogares

La evolución de las operaciones financieras netas de los hogares e ISFL durante el segundo trimestre de 2001 confirma los síntomas de recuperación que se apreciaban en el primer trimestre del año. Así, el saldo neto de las opera-

ciones financieras de activo y pasivo representó el 0,4% del PIB en el segundo trimestre, con lo que su valor se situó en el 2,1% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, frente al 0,8% del año 2000 (véase cuadro 5). Los factores que parecen explicar este comportamiento del ahorro de las familias son, por un lado, la fase cíclica de mayor debilidad de la actividad, que ha contribuido a moderar sus planes de gasto, y, por otro, la necesidad de compensar el deterioro de su riqueza financiera. Las perspectivas de continuidad de estos factores, en un clima general de incertidumbre, que se ha acrecentado tras los atentados terro-

ristas en septiembre (véase recuadro 5), apuntan hacia una probable consolidación de este cambio de tendencia en el ahorro financiero de las familias, a pesar de que los tipos de interés nominales y reales se mantienen en niveles históricamente muy reducidos.

El análisis de las operaciones financieras de activo de este sector (véanse cuadro 6 y gráfico 23) indica una estabilidad, en términos desestacionalizados, de la adquisición de activos financieros, que alcanzó el 2,6% del PIB en el segundo trimestre del año. Estos flujos se dirigieron, al igual que en el trimestre anterior, hacia los activos más líquidos y de menor riesgo. La inversión neta en medios de pago fue de tan solo el 0,5% del PIB, como consecuencia de la intensa reducción de la demanda de efectivo ante la llegada del euro. Los depósitos a plazo siguieron atrayendo gran parte del ahorro de las familias, aunque en menor medida que en los trimestres anteriores, tras la recuperación de la inversión en participaciones de FIAMM. En cambio, los partícipes en fondos de inversión de renta variable e internacionales continuaron realizando reembolsos por una cuantía elevada.

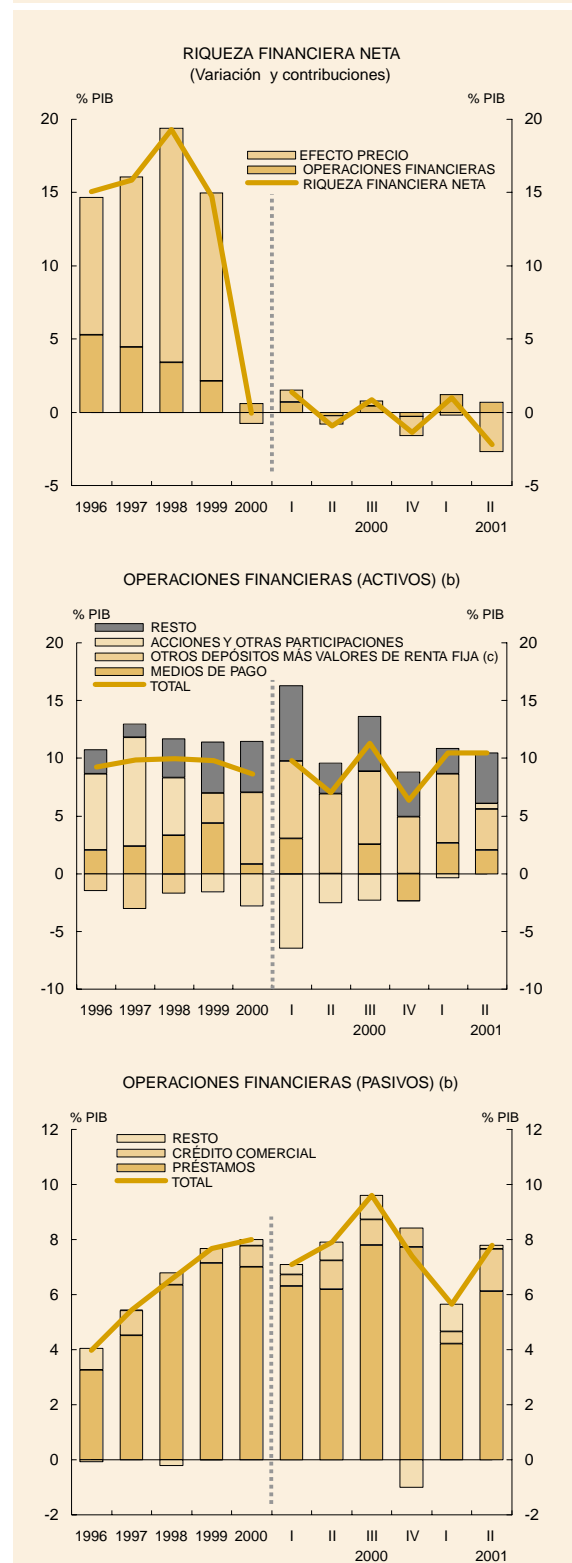
Los indicadores mensuales disponibles sobre las condiciones monetarias y financieras de la economía española en el tercer trimestre de 2001 indican una continuidad de las tendencias observadas en períodos anteriores (1) (véase gráfico 24). Así, se mantuvo el elevado ritmo de crecimiento de los depósitos a plazo, si bien en niveles inferiores a los del inicio del año, al tiempo que siguió aumentando la suscripción de participaciones en fondos monetarios y, en menor medida, de las correspondientes a fondos de inversión mobiliaria en renta fija.

La financiación total recibida por las familias hasta el segundo trimestre se desaceleró, aunque en menor medida que en el primer trimestre del año. Así, el flujo de financiación recibida fue del 1,9% del PIB, en términos desestacionalizados, que, si bien constituye un volumen superior al del trimestre anterior, se sitúa por debajo de los niveles medios del año 2000 (véase gráfico 23). De esta forma, el crecimiento interanual de la financiación recibida por los hogares se situó en el 15%, al finalizar el segundo trimestre, frente al 17,3% del año 2000 (véanse cuadro 6 y gráfico 24). La información provisional disponible sobre la evolución en el tercer trimestre de 2001 indica, sin embargo, una desaceleración más intensa en el período más reciente. La me-

(1) Nótese que estos indicadores proporcionan información agregada sobre los sectores de hogares y sociedades no financieras, por lo que las conclusiones sobre la evolución de las operaciones de las familias han de interpretarse con las debidas cautelas.

GRÁFICO 23

Hogares e ISFL (a)



Fuente: Banco de España.
 (a) Datos desestacionalizados.
 (b) Los datos trimestrales están anualizados.
 (c) No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.

CUADRO 6

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

% PIB

	1998	1999	2000	2000	2001	
				IV TR	I TR	II TR
HOGARES E I.S.F.L.:						
Operaciones financieras (activos)	9,9	9,8	8,6	1,6	2,6	2,6
Medios de pago	3,3	4,4	0,8	-0,6	0,7	0,5
Otros depósitos y valores de renta fija (b)	-1,7	2,6	6,2	1,2	1,5	0,9
Acciones y otras participaciones	5,0	-1,6	-2,9	0,0	-0,1	0,1
Resto	3,4	4,4	4,5	1,0	0,6	1,1
Operaciones financieras (pasivos)	6,6	7,7	8,0	1,8	1,4	1,9
Créditos de entidades de crédito residentes	5,9	6,4	6,8	2,0	0,9	1,5
Resto	0,7	1,3	1,2	-0,1	0,5	0,4
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	14,1	17,9	27,2	6,7	3,0	5,5
Medios de pago	1,5	0,7	0,8	-0,2	-0,1	0,6
Otros depósitos y valores de renta fija (b)	0,3	-0,1	0,8	-0,6	0,9	-0,2
Acciones y otras participaciones	3,1	8,3	13,9	4,9	0,8	1,4
Resto	9,2	9,1	11,6	2,5	1,5	3,8
Operaciones financieras (pasivos)	15,4	20,6	31,0	6,8	4,3	6,8
Créditos de entidades de crédito residentes	4,6	4,8	6,6	1,1	0,7	1,9
Préstamos exteriores, valores de renta fija y fondos de titulización (b)	1,8	4,0	3,8	0,3	1,4	0,9
Resto	9,0	11,8	20,5	5,4	2,2	4,0
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Activos financieros líquidos	3,7	1,4		2,6	4,4	6,1
Hogares e ISFL	3,9	0,7		1,2	4,2	5,7
Sociedades no financieras	3,2	5,6		10,3	5,6	8,2
Financiación (c)	16,7	19,4		18,8	17,2	16,4
Hogares e ISFL	19,3	19,6		17,3	15,5	15,0
Sociedades no financieras	14,7	19,3		19,9	18,5	17,5

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.

nor confianza en la capacidad de los hogares para afrontar pagos futuros, como consecuencia del agotamiento de la fase expansiva del ciclo y del mayor grado de incertidumbre, ha debido influir tanto en la demanda como en la oferta de crédito.

De acuerdo con la información correspondiente a la distribución del crédito por finalidades en el segundo trimestre del año, los préstamos para adquisición de vivienda no se vieron afectados por este proceso de desaceleración, sino que, por el contrario, mantuvieron un creci-

miento elevado (23%, en tasa interanual). Por otro lado, si bien se produjo cierto repunte de la financiación para la compra de bienes de consumo duradero durante este trimestre, el resto de la financiación a personas físicas experimentó un crecimiento más moderado.

Durante el segundo trimestre tuvo lugar un nuevo deterioro de la situación patrimonial de las familias, que se manifestó en una caída de su riqueza financiera neta y en un incremento de las *ratios* de endeudamiento (véanse gráficos 23 y 25). Así, la relación entre deuda y PIB

RECUADRO 5

Impacto de los atentados terroristas en EEUU sobre los mercados financieros españoles

Los atentados terroristas ocurridos el pasado día 11 de septiembre en los EEUU tuvieron un impacto muy acusado en los mercados financieros internacionales, si bien la magnitud de estos difirió según los países y el tipo de instrumentos. Los *mercados de renta variable* fueron los que resultaron más negativamente afectados por los atentados. Así, se intensificó la tendencia a la baja que venían mostrando los índices desde mediados de año. El Ibx 35 perdió un 15,4% entre los días 10 y 21 de septiembre, caída inferior a la que registró el índice Euro Stoxx de las bolsas del área del euro (17,3%) y superior a la del S&P 500 de la bolsa americana (11,6%). Por sectores, y en línea con lo ocurrido en los mercados internacionales, los valores más perjudicados en las bolsas españolas fueron los de la industria aeronáutica, los del sector turístico y los del sector de bancos. Se registró también un aumento notable de la volatilidad implícita negociada en los mercados de opciones de renta variable, síntoma evidente de la mayor incertidumbre que generaron los atentados. Al igual que ocurrió con las cotizaciones, el impacto sobre las volatilidades fue menos intenso en los mercados españoles que en el resto del área del euro, pero mayor que el que se observó en los mercados americanos. Tras el día 21 de septiembre, se inició un proceso de «recuperación». Así, el día 16 de octubre los índices bursátiles se situaban en torno a los niveles anteriores al atentado, al tiempo que se redujeron las volatilidades implícitas (que continuaron, sin embargo, por encima de los niveles del 10 de septiembre).

En los *mercados de renta fija*, los movimientos estuvieron en línea con la evolución en el resto del área del euro. La rentabilidad de la deuda pública a medio plazo, al igual que la deuda del tesoro americano, se redujo notablemente, reflejando, con toda probabilidad, un empeoramiento de las expectativas de crecimiento económico a esos plazos, así como la revisión a la baja de los tipos de intervención esperados para los próximos meses. En los plazos más largos, y a diferencia de lo que ocurrió con la deuda americana, se observó un ligero repunte de las rentabilidades en el área del euro entre los días 11 y 21 de septiembre. No obstante, tras esa fecha, los tipos a largo plazo mostraron una tendencia a la baja, de manera que el día 16 de octubre se situaban por debajo de los niveles anteriores al atentado. Las volatilidades implícitas negociadas en los mercados de opciones de renta fija mostraron un ligero repunte hasta el día 21 de septiembre, que se corrigió posteriormente. Por su parte, los diferenciales sobre los tipos *swap* de la rentabilidad de la deuda privada negociada en AIAF se ampliaron tras los atentados, alcanzando niveles que han permanecido estables hasta la actualidad. No obstante, estos movimientos de los precios de los bonos privados han sido, en los mercados españoles y en el resto de los del área del euro, menos intensos que los que se han observado en EEUU.

En los *mercados monetarios* del área del euro, al igual que ocurrió en los mercados americanos, tras los atentados, se produjo un tensionamiento de los tipos a un día como consecuencia de las carencias transitorias de liquidez en algunas instituciones de crédito europeas. No obstante, tras las operaciones realizadas por el Eurosistema durante los días posteriores, el tipo EONIA volvió a situarse en torno al tipo de las operaciones principales de financiación. En los plazos superiores, los tipos de interés intensificaron la tendencia decreciente que venían mostrando desde principios de año, como reflejo de la revisión a la baja de los tipos oficiales de intervención esperados para los próximos meses y del propio descenso de estos en 50 puntos básicos, acordado el día 17 de septiembre. Al igual que ocurrió en el resto de los mercados, las volatilidades implícitas de los tipos de interés a tres meses también repuntaron hasta el día 21 de septiembre y, posteriormente, tendieron a recuperar los niveles anteriores a los atentados.

Principales indicadores financieros

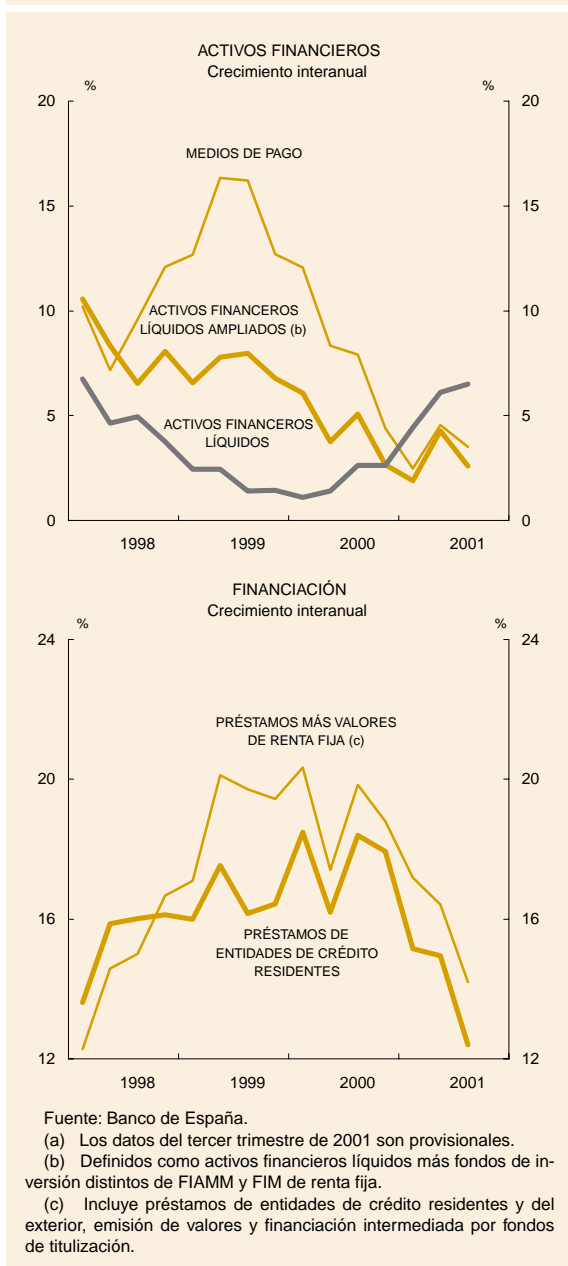
%

	DIC 00	JUN 01	31.8.01	10.9.01	12.9.01	21.9.01	16.10.01
MERCADOS MONETARIOS:							
Área euro							
Tipo mínimo de las O.P.	4,75	4,50	4,50	4,25	4,25	3,75	3,75
EONIA	5,16	4,72	4,38	4,28	4,42	3,12	3,91
Volatilidad implícita EURIBOR 3 meses	11,37	13,57	7,65	15,04	21,64	24,00	18,04
EEUU							
Tipo fondos federales	6,50	3,75	3,50	3,50	3,50	3,00	2,50
Eurodepósitos a 1 día	7,05	4,21	3,71	3,54	6,00	2,16	2,51
Volatilidad implícita eurodep. a 3 meses	9,60	14,24	13,01	23,22	—	37,62	31,33
MERCADOS DE RENTA FIJA:							
España							
Tir deuda Tesoro a 10 años	5,15	5,45	5,06	5,09	5,12	5,15	4,93
Diferencial deuda privada AIAF a 10 años (a)	0,43	0,58	0,53	0,51	0,52	0,53	0,62
Área euro							
Tir deuda T. alemán a 10 años	4,86	5,09	4,77	4,81	4,81	4,86	4,66
Dif. deuda privada A a 10 años (a)	0,83	0,72	0,72	0,70	0,69	0,80	0,81
Volat. implícita bono T. alemán a 10 años	4,65	4,30	4,41	4,73	5,10	5,14	4,64
EEUU							
Tir deuda T. americano a 10 años	5,17	5,45	4,87	4,81	—	4,75	4,66
Dif. deuda privada A a 10 años (a)	0,79	0,38	0,53	0,57	—	0,84	0,85
Volat. implícita bono T. americano a 10 años	6,75	6,62	6,72	7,01	—	7,70	7,46
MERCADOS DE RENTA VARIABLE:							
España							
Var. Ibx 35 desde 31.12.00	—	-2,54	-8,66	-15,71	-19,46	-28,67	-16,09
Var. Ibx 35 desde 10.9.01	—	—	—	—	-4,45	-15,37	-0,46
Volat. implícita Ibx 35	27,56	19,72	24,94	29,84	37,05	45,73	34,54
Área euro							
Var. DJ Euro Stoxx desde 31.12.00	—	-10,42	-19,65	-25,82	-30,01	-38,66	-27,03
Var. DJ Euro Stoxx desde 10.9.01	—	—	—	—	-5,65	-17,31	-1,63
Volat. implícita DJ Euro Stoxx 50	24,09	20,59	25,27	33,98	43,53	51,88	37,76
EEUU							
Var. S&P 500 desde 31-12-00	—	-7,26	-14,14	-17,25	-17,25	-26,85	-16,87
Var. S&P 500 desde 10-9-01	—	—	—	—	0,00	-11,60	0,46
Volat. implícita S&P 500	23,63	18,41	21,73	24,80	—	34,79	27,13

Fuentes: Bloomberg, Reuters y Banco de España.

 (a) Diferencial sobre tipos *swap*.

GRÁFICO 24

Sociedades no financieras, hogares e ISFL (a)


siguió incrementándose, debido al menor crecimiento del PIB nominal, y a pesar de la desaceleración de la financiación recibida por las familias. El descenso de los precios en los mercados bursátiles acentuó la tendencia creciente del endeudamiento en términos de la cartera de activos financieros, de manera que las familias siguieron aumentando su grado de exposición a los riesgos asociados a la evolución futura del precio de los activos financieros y reales. La deuda de este sector, aproximada por la suma de crédito bancario y la financiación intermediada por fondos de titulización, representaba, a finales del primer semestre de 2001, el 49% del

PIB y el 46% de los activos más líquidos. En términos de un agregado más amplio de activos financieros —que incluye la cartera de acciones y todas las participaciones en fondos de inversión— el deterioro fue algo más intenso.

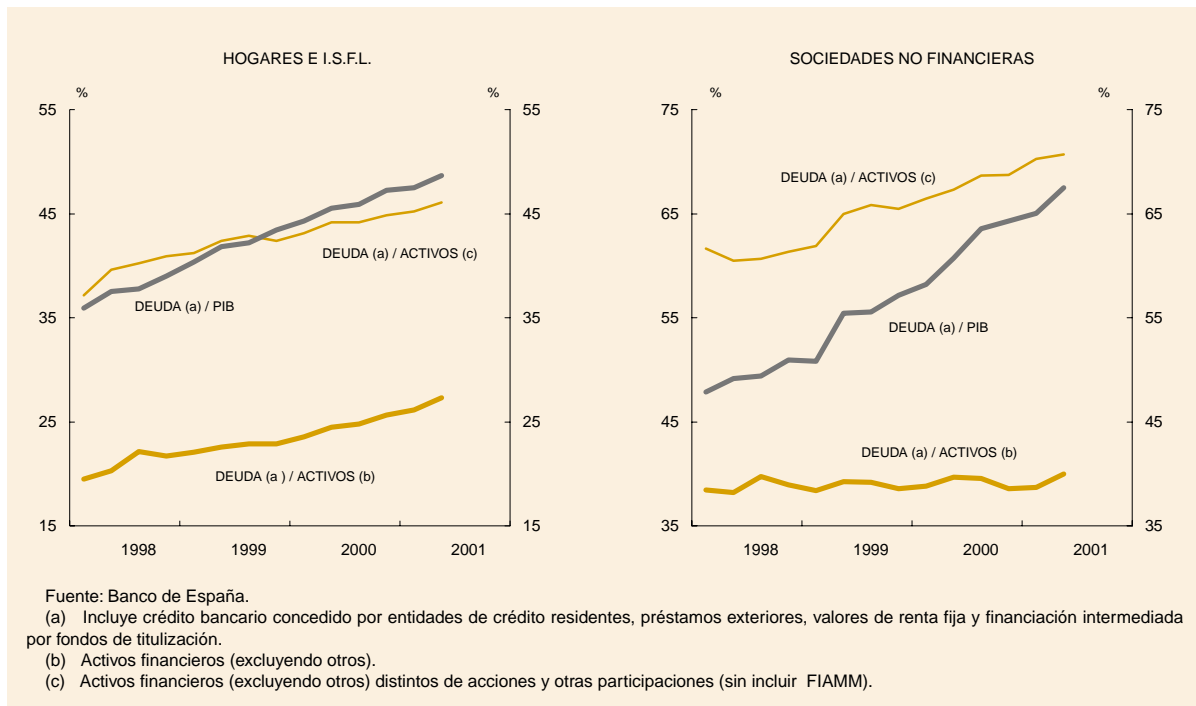
5.3. Los flujos financieros de las sociedades no financieras

Las operaciones financieras netas de las sociedades no financieras registraron un nuevo deterioro durante el segundo trimestre del año, situándose en el $-1,1\%$ del PIB. Con ello, el ahorro de este sector alcanzó el $-4,4\%$ del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, frente al $-3,7\%$ en el año 2000. Este deterioro se debe a que la inversión en activos financieros ha experimentado, en los últimos trimestres, una mayor desaceleración que la adquisición de pasivos, tras el fuerte aumento que, en ambos casos, se produjo en los años 1999 y 2000, vinculados a inversiones de empresas españolas en el exterior. Esta mayor desaceleración relativa de la inversión en activos financieros indica que la brecha entre la formación bruta de capital y el ahorro bruto ha tendido a ampliarse, debido, probablemente, a un deterioro de los recursos generados por las empresas, dado el contexto de atonía por el que atraviesa la formación bruta de capital.

Del análisis por componentes se desprende que las empresas no financieras también mostraron cierta preferencia por los activos financieros más líquidos y de menor riesgo (véase cuadro 6). Los medios de pago recibieron un flujo neto de inversión del $0,6\%$ del PIB en este trimestre, mientras que, en todo el año 2000, dicho flujo fue del $0,8\%$ del PIB. La inversión neta en acciones y otras participaciones también alcanzó un volumen importante, $1,4\%$ del PIB, que se destinó, principalmente, a inversiones en el exterior de carácter permanente, de acuerdo con la información de la balanza de pagos. Por otra parte, se produjo también un flujo de fondos hacia filiales de empresas españolas radicadas en el extranjero, que tiende a constituirse en un flujo relativamente permanente asociado a la adquisición de empresas, derivado de los trasvases de fondos habituales entre empresas pertenecientes a un mismo grupo. Esto indica que, a pesar de la incertidumbre que rodea el contexto económico internacional, el proceso de internacionalización de las empresas españolas ha mantenido cierta continuidad. En todo caso, estas cifras están lejos de los valores extraordinarios alcanzados en 1999 y, sobre todo, en el año 2000.

Por el lado de los pasivos, la financiación ajena, excluyendo la emisión de acciones y

Ratios de endeudamiento



participaciones y el crédito de proveedores, continuó el proceso de desaceleración iniciado en el primer trimestre del año, situándose el crecimiento interanual de esta variable en el 17,5% en el segundo trimestre de 2001, frente al 19,9% de finales del año 2000 (véase cuadro 6). No obstante, esta desaceleración no tiene un carácter homogéneo por componentes, ya que el flujo de financiación procedente del exterior continuó incrementando su aportación a la cobertura de las necesidades financieras del sector. Por otro lado, los recursos obtenidos mediante la emisión de acciones y participaciones experimentaron un incremento durante el segundo trimestre en relación con el primero, de manera que los recursos ajenos, excluido el crédito de proveedores, se incrementaron en dicho trimestre, alcanzando un valor cercano a los de 1999, aunque inferior a los del año 2000.

La información relativa a la distribución por sectores productivos de los préstamos otorgados por entidades de crédito residentes (bancos, cajas de ahorros, cooperativas y establecimientos financieros de crédito) indica que la financiación al sector servicios manifestó síntomas claros de desaceleración en el segundo trimestre, situándose la tasa interanual en el 14%, frente a un 20% en el año 2000. Una evolución similar se produjo en los préstamos a la construcción, cuya tasa de crecimiento se redujo hasta el 12,7%, desde casi un 21% en el año 2000. La contribución de ambos sectores expli-

ca la mayor parte de la desaceleración observada en el crecimiento de la financiación a actividades productivas.

Los datos disponibles sobre la financiación a empresas no financieras en el tercer trimestre de 2001 indican que la procedente de entidades residentes ha seguido desacelerándose, aunque la proveniente de fondos de titulización y préstamos exteriores mantiene ritmos de avance elevados.

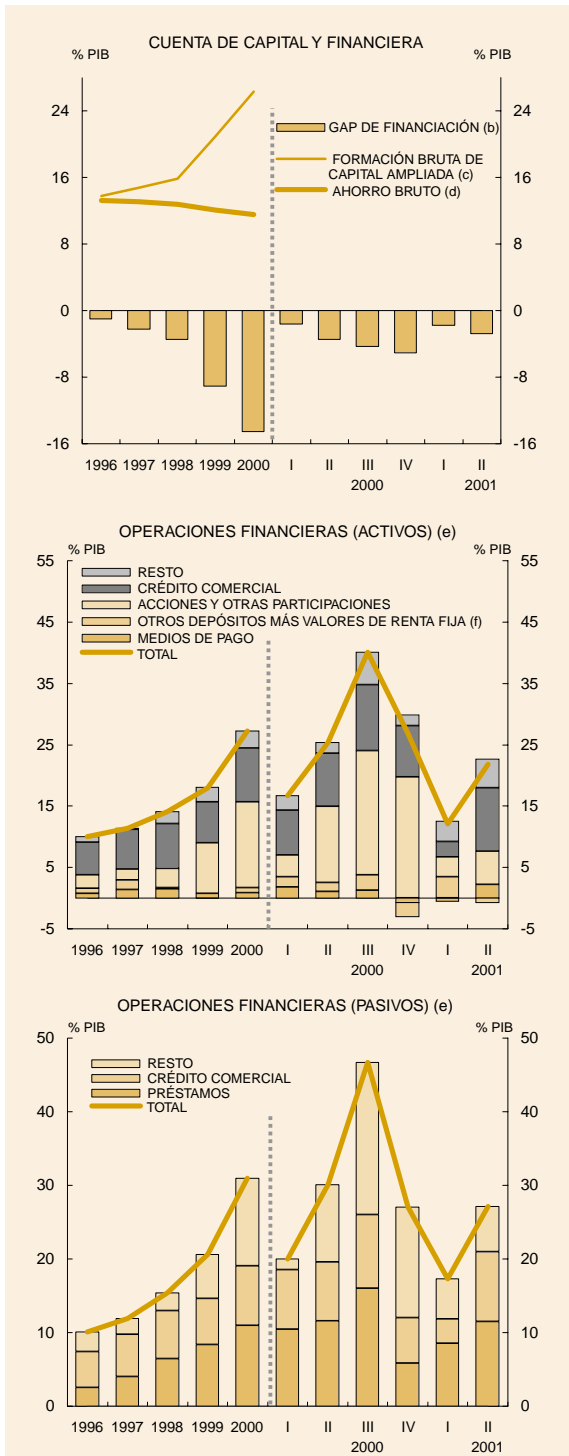
La evolución de la financiación recibida por este sector continuó elevando sus ratios de endeudamiento, habiéndose situado la relación deuda/PIB cercana al 68% (véase gráfico 25), muy similar a la media que presentaban los cuatro países de mayor tamaño en el área del euro a finales del año 2000 (véase recuadro 6). Resulta particularmente significativo el incremento observado en el último trimestre en la relación entre deuda y el valor de la cartera de activos financieros, que incluye acciones y participaciones, consecuencia tanto del aumento de financiación del sector como de las correcciones producidas en los precios de los activos de renta variable.

5.4. Los flujos financieros de las Administraciones Públicas

El saldo neto de las operaciones financieras de las AAPP fue prácticamente nulo du-

GRÁFICO 26

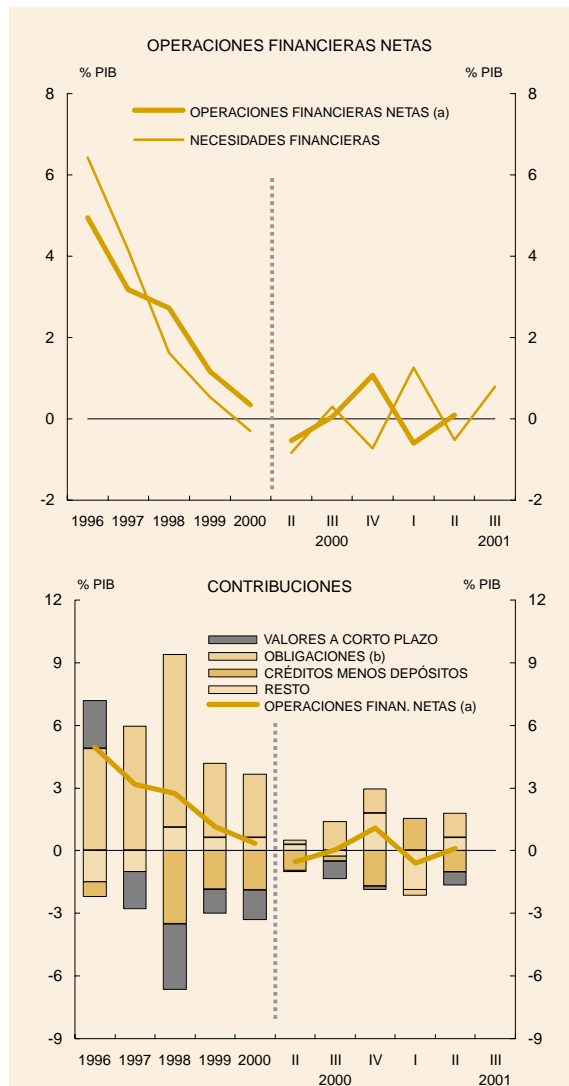
Sociedades no financieras (a)



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.

rante el segundo trimestre de 2001 (véase gráfico 27), aunque sufrió un deterioro de hasta el -0,6% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres.

Las AAPP realizaron una emisión neta de deuda pública a largo plazo de 7,5 mm de euros en el segundo trimestre del año, tras el importante volumen de amortizaciones del trimestre anterior. Los recursos obtenidos por esta vía permitieron afrontar una amortización neta de valores a corto plazo de elevada cuantía (4,3 mm de euros) y contribuyeron a incrementar el saldo de los depósitos en el Banco de España y en las entidades de depósito. Las emisiones de obligaciones fueron

Evolución reciente de la financiación del sector de empresas no financieras en la zona del euro

En el marco de la UEM resulta especialmente relevante identificar aquellos factores que dan lugar a diferencias entre países en el mecanismo de transmisión de la política monetaria única. Junto con las diferencias en el funcionamiento de los mercados de factores y productos, la literatura económica ha otorgado un papel destacado a la estructura financiera de la economía y a las pautas de ahorro y endeudamiento de los agentes económicos a la hora de explicar la magnitud y la velocidad del impacto de los impulsos monetarios. En particular, un elemento esencial del mecanismo de transmisión es la conexión entre las medidas de política monetaria y las condiciones financieras que afectan al desarrollo de la actividad empresarial. Así, factores tales como el grado de intermediación bancaria, el nivel de utilización de fuentes de financiación alternativas (mercados de valores, crédito empresarial o financiación en el exterior), la estructura de plazos del pasivo empresarial o el grado de utilización de instrumentos financieros a tipo variable, tienen una influencia indudable en la respuesta de la inversión empresarial ante cambios en el tono de la política monetaria.

Las comparaciones internacionales relativas a la estructura de la financiación empresarial se ven dificultadas, incluso cuando se limitan a los países de la zona del euro, por la falta de armonización en las normas contables vigentes en los distintos países. Para tratar de evitar este problema, resulta útil emplear, como base estadística, información de las cuentas financieras nacionales para las empresas no financieras de la zona del euro. Cuando se analiza la composición del pasivo empresarial —medido a precios de mercado— en el período 1996-2000, se observa, tanto en los países individuales como en el conjunto del área, que la evolución del balance a precios de mercado ha estado dominada por el intenso proceso de revalorización experimentado por los mercados bursátiles hasta comienzos del año 2000. De hecho, puede afirmarse que el comportamiento de las cotizaciones ha sido el principal factor determinante de la evolución de la *ratio* deuda-capital en el período considerado. De este modo, han ganado peso los fondos propios, en términos de valor de mercado, en el total del pasivo, frente al resto de las fuentes de financiación, y esta tendencia solo se ha quebrado en el año 2000.

Dado que los efectos de valoración de las acciones y los valores de renta fija pueden oscurecer la evaluación de la magnitud relativa de las nuevas operaciones de financiación, es más adecuado presentar la información sobre las operaciones netas (utilizando el valor de la transacción como criterio de valoración). Para ello, el gráfico 1 representa el valor promedio, en el período 1996-2000, de las operaciones netas de financiación externa del sector de empresas no financieras para los cuatro países de mayor dimensión dentro de la zona del euro. En primer lugar, se aprecia que, en el promedio de los países analizados, la variación de los créditos representó cerca de la mitad del total de flujos de financiación externa en el período considerado. En el otro extremo, la emisión de valores de renta fija desempeñó un papel marginal como fuente de recursos para las empresas. En segundo lugar, este gráfico evidencia diferencias notables entre países en las pautas de financiación empresarial. Francia es el país que presenta un comportamiento más heterogéneo con respecto al conjunto del área. Es el único país donde los flujos de financiación procedente de los mercados de capitales son superiores a los flujos de crédito y donde la emisión neta de valores distintos de acciones adquirió un tamaño apreciable. La financiación vía crédito ha sido la predominante en Italia y Alemania, especialmente en este último país, en el que esta forma de financiación representó alrededor de dos tercios del total de flujos financieros netos. Finalmente, España, además de por la elevada magnitud relativa de las operaciones de financiación con proveedores, se caracteriza por ser el país con mayor volumen de nuevas operaciones de financiación. En el gráfico 2, que representa la evolución del total de pasivos financieros, excluyendo acciones y participaciones, y la financiación interempresarial para el sector de empresas en España y en el promedio de los cuatro países analizados, se aprecia cómo el peso del endeudamiento empresarial ha crecido de manera más acentuada en España. Mientras que en España el peso del endeudamiento empresarial (en porcentaje del PIB) pasó desde el 45,1% en 1996 hasta el 64,9% en el año 2000, en el promedio de los cuatro países de mayor dimensión de la zona del euro aumentó desde el 56% hasta el 66,9%, en el mismo período. Por tanto, a pesar de su marcado incremento en los últimos años, la *ratio* de endeudamiento agregado del sector de empresas no financieras continúa siendo en España algo inferior a la de los principales países de la UEM.

La evidencia presentada en este recuadro pone de manifiesto la existencia en el pasado reciente de discrepancias significativas entre los países del área en los flujos de financiación empresarial. Estas divergencias reflejan diferencias en ciertos aspectos institucionales de estas economías. La literatura económica ha considerado un amplio abanico de factores determinantes de la estructura del pasivo empresarial: consideraciones fiscales, legislación concursal, regulación de los mercados de capitales, tipo de relación entre bancos y empresas, composición del activo, factores cíclicos, entre otros. Aunque es innegable que existe una tendencia a la convergencia en algunos de estos aspectos, la persistencia de discrepancias en factores tales como los sistemas fiscales o los mecanismos legales de protección a los distintos tipos de acreedores podrían explicar el mantenimiento en el futuro próximo de diferencias significativas en los patrones de financiación empresarial.

Financiación del sector de empresas no financieras

GRÁFICO 1. OPERACIONES DE FINANCIACIÓN DEL SECTOR DE EMPRESAS NO FINANCIERAS (a)

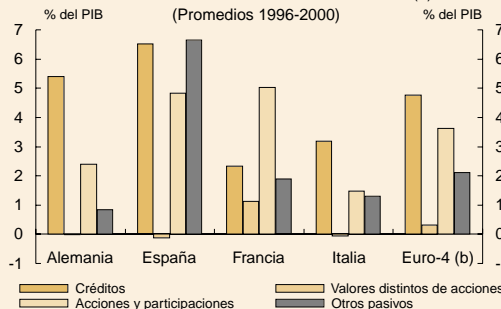
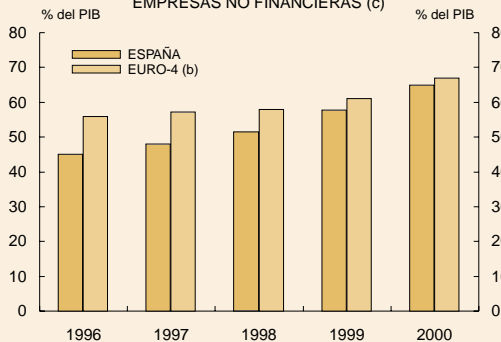


GRÁFICO 2. ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR DE EMPRESAS NO FINANCIERAS (c)



Fuente: Bancos centrales nacionales.

(a) Datos sin consolidar; endeudamiento neto (+), amortizaciones netas (-).

(b) Promedio para los cuatro países analizados. (c) Créditos y valores distintos de acciones.

Operaciones financieras de la nación (a)

% PIB

	1998	1999	2000	2000		2001	
				IV TR	I TR	I TR	II TR
Operaciones financieras netas	0,5	-1,1	-2,6	-0,5	-0,5	-0,4	
Operaciones financieras (activos)	12,3	15,0	24,3	7,9	4,6	2,4	
Oro y DEG	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	
Efectivo y depósitos	3,2	1,8	2,8	0,2	1,8	-2,0	
Sistema crediticio	0,0	3,7	2,6	0,9	0,5	-1,8	
Otros sectores residentes	3,2	-1,9	0,2	-0,7	1,3	-0,1	
Valores distintos de acciones	3,4	2,8	3,8	1,4	1,2	2,6	
Sistema crediticio	-1,4	-0,9	-0,3	-0,1	0,3	1,1	
Otros sectores residentes	4,7	3,7	4,1	1,5	0,9	1,5	
Acciones y otras participaciones	4,3	9,8	15,1	5,6	0,9	1,1	
Sistema crediticio	0,4	0,7	1,7	0,3	0,2	-0,2	
Otros sectores residentes	3,9	9,0	13,3	5,3	0,7	1,3	
Del cual:							
<i>Sociedades no financieras</i>	2,2	6,4	10,8	5,0	0,5	1,5	
Créditos	1,4	0,8	2,6	0,7	0,7	0,6	
Sistema crediticio	0,2	-0,2	0,5	0,3	0,2	0,1	
Otros sectores residentes	1,2	0,9	2,1	0,4	0,5	0,5	
Operaciones financieras (pasivos)	11,8	16,1	26,8	8,4	5,2	2,8	
Depósitos	5,9	4,2	7,3	2,7	2,9	-0,5	
Del cual:							
Sistema crediticio	5,9	4,1	7,2	2,7	2,9	-0,5	
Valores distintos de acciones	1,0	5,4	7,1	2,2	0,5	0,8	
Sistema crediticio	0,2	0,9	0,8	0,0	0,2	0,3	
Administraciones Públicas	1,0	4,3	5,8	2,1	0,1	0,3	
Otros sectores residentes	-0,2	0,2	0,5	0,1	0,1	0,2	
Acciones y otras participaciones	2,9	3,9	8,9	3,5	0,8	1,6	
Sistema crediticio	0,1	0,3	1,6	0,1	0,2	0,1	
Otros sectores residentes	2,8	3,6	7,3	3,3	0,6	1,5	
Créditos	2,2	3,8	4,3	0,4	1,2	1,2	
Administraciones Públicas	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	
Otros sectores residentes	2,1	3,7	4,2	0,4	1,2	1,2	
Otros neto (b)	-0,2	-1,2	-0,8	-0,3	-0,2	-0,4	

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 seguros.

adquiridas, fundamentalmente, por el sector de instituciones financieras y, en menor cuantía, por inversores no residentes. La mayor necesidad de colateral que conlleva la obtención de recursos líquidos a través de las subastas de liquidez del Tesoro podría explicar el aumento de la cartera de valores públicos de las entidades financieras en el segundo trimestre del año.

La información provisional correspondiente al tercer trimestre indica una continuidad en la emisión neta de valores a largo plazo y en la amortización de letras del Tesoro. Asimismo, tuvo lugar una disminución de los depósitos en el Banco de España y en otras entidades de crédito. Con ello, las *necesidades financieras*, indicador que recoge la apelación de las AAPP a los mercados financieros

CUADRO 8

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

% PIB

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

Fuente: Banco de España.

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

(b) Datos del segundo trimestre.

(c) Definido según la 1ª Directiva bancaria.

(d) Empresas de seguros e Instituciones de inversión colectiva.

y constituye una aproximación al ahorro del sector (2), volvieron a incrementarse en el tercer trimestre del año.

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

El saldo de las operaciones financieras de la nación se situó en el segundo trimestre de 2001 en un -0,4% del PIB, que representa unas necesidades financieras inferiores a las de los trimestres anteriores. Con ello, la cifra correspondiente a los últimos cuatro trimestres acumulados, que permite apreciar mejor la tendencia de esta variable, se situó en el -2,2% del PIB, como ya se ha señalado al inicio de esta sección. La adquisición de activos exteriores y la acumulación de pasivos se mantuvo en niveles moderados durante el segundo trimestre, por debajo de los alcanzados en los dos años anteriores (véase cuadro 7).

La inversión en activos financieros extranjeros se materializó, de forma especial en este trimestre, en valores de renta fija, que fueron adquiridos tanto por las entidades de crédito como por el resto del sector privado nacional. Por su parte, la inversión en *acciones y otras participaciones* del sector privado no crediticio registró un flujo relativamente importante (1,3% del PIB), aunque inferior a los flujos medios de

1999 y 2000, años en los que tuvieron lugar grandes operaciones relacionadas con la expansión internacional de las empresas españolas. Las instituciones financieras, en cambio, realizaron una desinversión neta en este tipo de activos, si bien conviene recordar que una parte importante de las inversiones exteriores de este sector se realizan a través de sociedades *holding*, que se incluyen en el sector de sociedades no financieras. De acuerdo con los datos de la balanza de pagos, la mayor parte de la adquisición de acciones y participaciones correspondió a inversión directa en el exterior. También tuvo cierta importancia durante el segundo trimestre del año la financiación a empresas participadas radicadas en el exterior (incluida en la partida de *crédito* en el cuadro 7), que suele ir asociada al crecimiento de la inversión directa.

El volumen de pasivos acumulado frente al exterior fue más reducido que en los trimestres anteriores (2,8% del PIB, frente al 5,2% en el primer trimestre), debido, en gran parte, a la disminución de pasivos exteriores del sistema crediticio. Así, las instituciones financieras no captaron fondos del exterior, en términos netos, sino que realizaron una amortización neta durante este trimestre, lo que supone una ruptura de la pauta mantenida en los últimos años (véase cuadro 7). En el caso de las AAPP, la financiación a través de la adquisición de valores de renta fija por no residentes también fue más moderada de lo que había sido en los dos años anteriores. En cambio, los otros sectores residentes, principalmente las sociedades no finan-

(2) La discrepancia entre el indicador de necesidades financieras y las operaciones financieras netas de las AAPP se debe, principalmente, a la distinta imputación temporal de los intereses en estas dos variables.

cieras, recibieron una elevada financiación neta del exterior que se materializó, fundamentalmente, en acciones y otras participaciones (1,5% del PIB) y en créditos (1,2% del PIB). Una parte importante de esta financiación corresponde a préstamos entre empresas relacionadas y tomas de participación en empresas españolas.

Respecto al tercer trimestre, solo se dispone de la información de la balanza de pagos del mes de julio, que indica cierta continuidad en las pautas observadas en el trimestre anterior. Los flujos de inversión directa fueron elevados en ambos sentidos y las sociedades no financieras continuaron endeudándose en el exterior a través de empresas relacionadas y a través de préstamos, tanto a corto como a largo plazo.

Como resultado de estas operaciones y de la evolución del tipo de cambio y del precio de los activos, la economía nacional mantuvo relativamente estable su posición deudora neta frente al exterior, ligeramente por encima del 22% del PIB (véase cuadro 8). El sector privado no financiero mejoró su posición frente al resto del mundo, debido a la evolución de los activos financieros netos de las sociedades no financieras, que pasaron del -10,4% del PIB al -9,3% del PIB. Del mismo modo, los inversores institucionales continuaron incrementando sus activos netos exteriores. En cambio, las instituciones de crédito experimentaron un deterioro de su posición, mientras que las AAPP mantuvieron estable su saldo neto deudor frente al resto del mundo.

24.10.2001.