
Informe trimestral de la economía española

1. Rasgos básicos

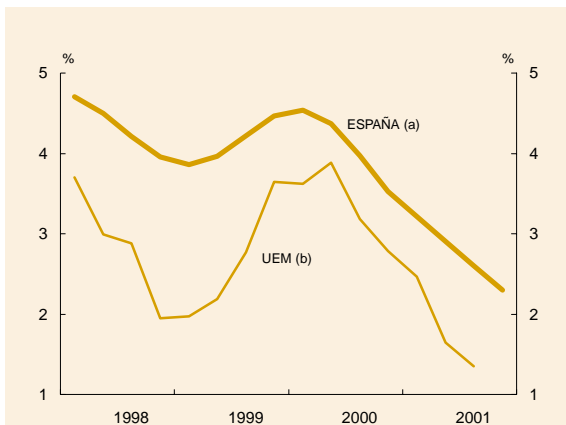
Al inicio del año 2002 se ha culminado la implantación del euro como moneda común para los doce países que forman la Unión Económica y Monetaria (UEM). El proceso de cambio de billetes y monedas se ha desarrollado con éxito, gracias a la colaboración decidida de todos los estamentos implicados, desde las autoridades monetarias europeas hasta las empresas y los particulares, pasando por las entidades financieras y los comerciantes. El ritmo al que se ha demandado la nueva moneda ha superado las previsiones que se habían realizado, lo que ha reflejado un elevado grado de aceptación por parte de los ciudadanos y ha supuesto un gran paso hacia adelante en el proyecto de unidad europea. El complejo proceso que se ha vivido en los primeros días del año representa un cambio estructural profundo, que al facilitar los intercambios y mejorar el grado de transparencia de los mercados impulsará la competencia dentro de la zona. El hecho de que haya tenido lugar en un momento de debilidad de la economía mundial y de profunda caída de los intercambios comerciales no ha supuesto ningún obstáculo en la implantación de la nueva moneda.

En un contexto internacional poco propicio, la economía española redujo su ritmo de crecimiento durante el último trimestre del pasado año, habiéndose estimado una tasa de aumento del producto interior bruto (PIB) real del orden del 2,3% para ese período, inferior en tres décimas porcentuales a la publicada por el INE para el trimestre precedente; este resultado sitúa el crecimiento del PIB en el promedio del año 2001 en el 2,8%, un punto y tres décimas porcentuales menos que en el año 2000. Estas cifras confirman que la economía española ha seguido avanzando durante el pasado año, a pesar de la desaceleración de su ritmo de crecimiento, en el proceso de convergencia real con los países de la zona del euro, para los que se estima un crecimiento del 1,5% en el promedio del ejercicio.

Tanto el gasto de las familias —en bienes de consumo y en vivienda— como, en menor medida, el de las Administraciones Públicas han seguido siendo los principales soportes del dinamismo de la economía española en el último trimestre del año, mientras que las exportaciones y la inversión en bienes de equipo —y con ellas la actividad industrial— han acusado el deterioro de los mercados exteriores y la incertidumbre a ellos asociada. Este patrón es el que también ha dominado la evolución de las economías de la zona del euro y la de Estados Unidos, aunque, en este último caso, los retrocesos en la inversión y, sobre todo, en las exportaciones han alcanzado mayor intensidad, situando las variaciones del producto real en valores negativos. La recesión sigue siendo,

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.

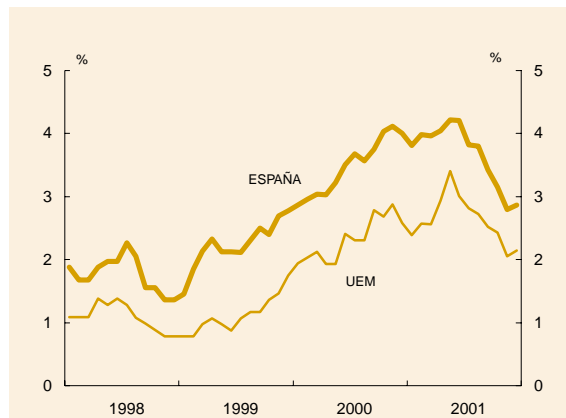
por otra parte, la nota característica de la economía japonesa, habiéndose extendido este clima de desaceleración a numerosas economías emergentes, con la excepción destacada de algunos grandes países, como Rusia o China.

A pesar de este tono considerablemente deprimido del entorno internacional, los últimos datos publicados resultan, en general, relativamente esperanzadores, ya que serían compatibles con la expectativa de que las principales economías estén alcanzando un suelo en su proceso de desaceleración a finales de 2001, que daría paso a una fase de lenta recuperación a lo largo del año actual, que, sin embargo, no está exenta de incertidumbres, especialmente en lo que se refiere a su calendario y a su intensidad.

En Estados Unidos el retroceso del PNB real ha sido más intenso de lo que se esperaba, pero el potencial de crecimiento de esta economía sigue siendo muy elevado, tras los fuertes avances de la productividad registrados en los años precedentes y su capacidad para incorporar y beneficiarse de los recientes procesos de innovación tecnológica, que aún no se han agotado, como lo demuestra el hecho de que, incluso en recesión, el ritmo de crecimiento de la productividad haya sido relativamente elevado. El tono marcadamente expansivo adoptado por las políticas macroeconómicas, que situó el tipo de interés de los fondos federales en el 1,75% el pasado 11 de diciembre, y la terminación del conflicto bélico en Afganistán son factores que deben contribuir también a la superación de la fase recesiva.

GRÁFICO 2

Índices armonizados de precios de consumo



Fuentes: Eurostat y Banco Central Europeo.

El cambio cíclico de la economía norteamericana es fundamental para la recuperación de los mercados y para que se despeje la incertidumbre en la que se desenvuelve todavía la actividad mundial, lo que ayudaría de manera especial a numerosas economías emergentes del sudeste asiático y Latinoamérica, que se han visto afectadas por el retroceso del comercio mundial. La profunda crisis en la que se encuentra sumida Argentina constituye un caso singular, con unas connotaciones específicas que la diferencian con toda claridad del resto de países del área, y cuyos efectos se circunscriben a su propia evolución interna.

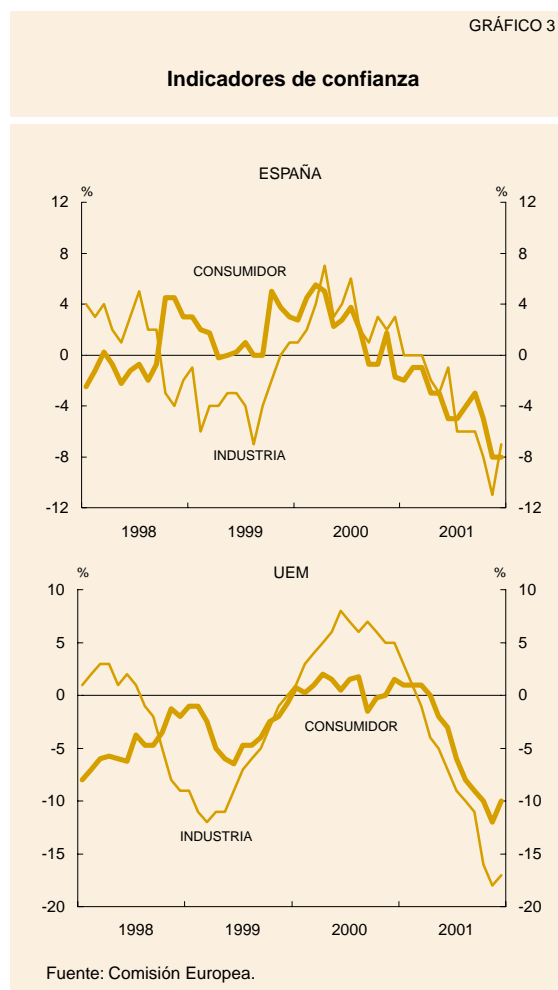
En cuanto a la zona del euro, el ritmo de crecimiento interanual del PIB real avanzado para el tercer trimestre del año fue del 1,4%; en términos intertrimestrales, la tasa de variación fue, por segundo período consecutivo, del 0,1%. Los datos disponibles para el cuarto trimestre indican que la zona ha podido terminar el año pasado en una situación de estancamiento, aunque con diferencias apreciables entre las economías que la integran. El hecho más positivo de los últimos datos publicados se encuentra, posiblemente, en que la desaceleración de la formación bruta de capital fijo parece haberse atenuado —lo que estaría en consonancia con una mejora incipiente en las expectativas empresariales—, mientras que, como nota más negativa, habría que señalar el notable retroceso de las exportaciones, en respuesta al fuerte retraimiento de los mercados mundiales. Son estas dos variables, inversión y exportaciones, las que han de marcar el comienzo de una recuperación sostenida de las economías europeas.

Las políticas macroeconómicas instrumentadas por las autoridades europeas se caracteri-

zan por su continuidad con la línea establecida en los trimestres precedentes, conforme se fueron percibiendo los cambios experimentados en el panorama económico, interno y externo. Así, el Banco Central Europeo (BCE), ante la mejora en las expectativas inflacionistas —asociadas, en parte, al descenso experimentado por los precios del petróleo y otras materias primas en los mercados internacionales—, la caída en el ritmo de actividad y la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento para la zona, redujo de nuevo los tipos de interés oficiales el pasado 8 de noviembre, en medio punto porcentual, hasta el 3,25% en el que se encuentran actualmente. Por su parte, las autoridades fiscales nacionales no han adoptado medidas específicas significativas de corte expansivo, que fueran más allá de dejar actuar los estabilizadores automáticos. Téngase en cuenta, sin embargo, que se partía de una situación en la que ya se habían acordado rebajas impositivas importantes en algunos países y en la que los déficits públicos de ciertas economías habían alcanzado un nivel apreciable. Según las previsiones que acompañan las actualizaciones de los programas de estabilidad, en general, no se esperan deterioros de los saldos estructurales en el próximo año.

Las condiciones monetarias en el conjunto de la zona euro se ajustan a la situación económica actual y a las expectativas sobre su evolución más plausible. Los tipos de interés de los mercados monetarios han respondido al descenso de los tipos oficiales y se mantienen estables. El crecimiento del agregado M3 es muy elevado, pero debe valorarse con cautela, ya que en su evolución han incidido factores extraordinarios de carácter transitorio relacionados con el aumento en la preferencia por la liquidez por parte del público, en un contexto de elevada incertidumbre; en cualquier caso, el ritmo de crecimiento del crédito sigue desacelerándose, aunque de forma más lenta. Los tipos a plazo, por su parte, se han movido al alza, corrigiendo las expectativas que, hasta ese momento, mantenían los mercados sobre nuevos —y modestos— recortes de tipos en los próximos meses. Es posible que estos desplazamientos, que han tenido lugar también en otros mercados, respondan a una percepción más positiva sobre la evolución futura de la economía europea y, en general, del panorama económico internacional, tras la publicación de algunos datos relativamente favorables, a los que ya se ha hecho referencia.

En cuanto al comportamiento de los precios, la tasa de inflación del conjunto de la zona siguió desacelerándose en los últimos meses del año, terminando el ejercicio con un incremento interanual del IAPC del 2,1%. Aunque el recorte

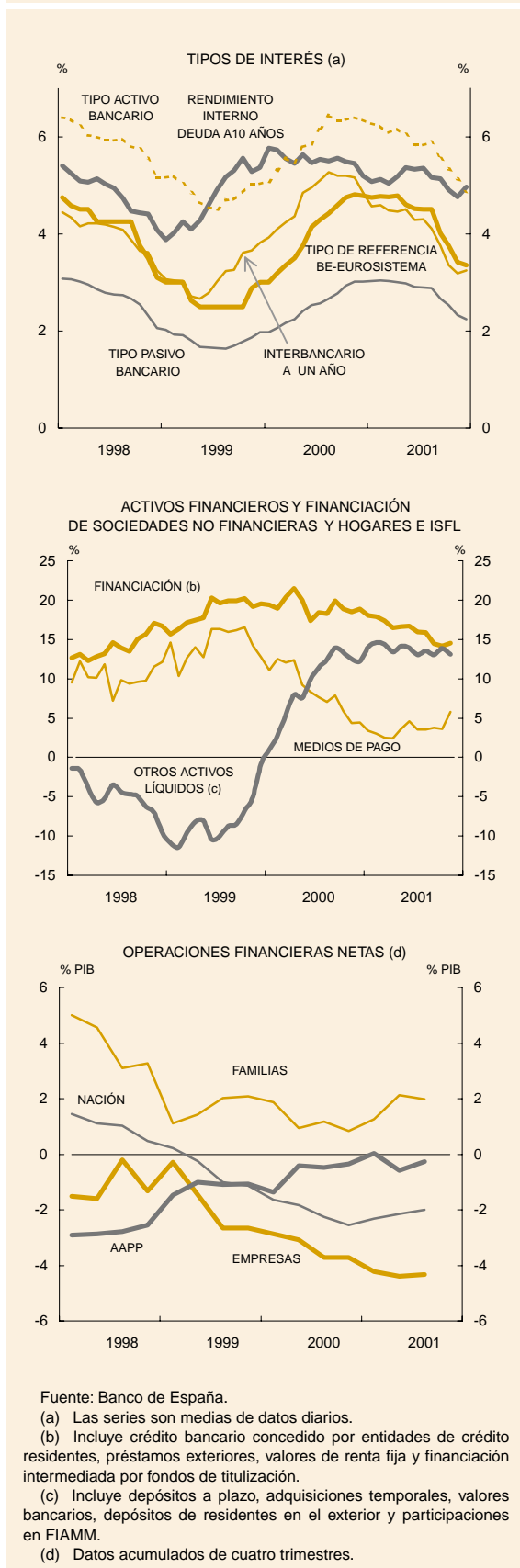


experimentado en la tasa de aumento de los precios de consumo —desde el 3,4% que llegó a alcanzar en el pasado mes de mayo— se explica, en gran medida, por la evolución de los precios energéticos, es de esperar que prosiga a lo largo del próximo año, a medida que otros sectores se vayan beneficiando del descenso de los precios de la energía y de otras materias primas. No obstante, no debe descartarse un escenario en el que esas expectativas favorables podrían verse diluidas si llegaran a materializarse las demandas de aumentos salariales que están produciéndose en sectores importantes de algunas economías de la zona.

Es, pues, en este contexto, donde se enmarca el proceso de desaceleración que está teniendo lugar en la economía española, que ha situado, como ya se ha dicho, la tasa de crecimiento interanual del PIB real durante el último trimestre del pasado año en el 2,3%, lo que supone una modesta pérdida de ritmo en su evolución intertrimestral. Este resultado se alcanzaría a través de un práctico estancamiento del incremento interanual de la demanda nacional al nivel del trimestre precedente —2,7%, según la estimación del INE— y un notable em-

GRÁFICO 4

Indicadores financieros de la economía española



peoramiento en la contribución negativa de la demanda exterior neta a la variación del producto real, que podría ser del orden de medio punto porcentual.

El tono relativamente estable de la demanda nacional sigue estando determinado, básicamente, como en trimestres anteriores, por el gasto en consumo y la inversión en construcción —privada y pública—, así como por la contribución positiva de la variación de existencias, ya que la inversión en bienes de equipo no da muestras de recuperación. Pero quizás el hecho más significativo de la evolución de la economía en los meses finales de 2001 haya sido el comportamiento de la demanda externa, donde se combina un retroceso en la tasa de variación real de las exportaciones de bienes y servicios con el mantenimiento de ritmos de avance modestos, pero más estables, de las importaciones, coherentes con la evolución de la demanda interna. Se trata de un factor diferencial entre la evolución reciente de la economía española y la del conjunto de la zona euro, ya que en esta el deterioro de las exportaciones se ha visto en gran medida compensado por el de las importaciones.

Se ha previsto que las exportaciones de bienes hayan tenido tasas de variación interanual negativas en el cuarto trimestre del año, y así parece anticiparlo el resultado del mes de octubre —último dato disponible—, que prolonga el notable retraimiento exportador iniciado en el pasado mes de junio, conforme los mercados europeos se fueron incorporando al descenso del comercio mundial. Si, como es previsible, el retroceso de los mercados mundiales ha alcanzado su punto álgido en los meses finales del pasado año, no puede excluirse un comportamiento más negativo de las exportaciones de bienes en ese período —no así del turismo, según los últimos indicadores conocidos—, lo que podría acentuar aún más la contribución negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real en el último trimestre del año y, con ella, reducirse en alguna décima porcentual la tasa de crecimiento estimada para ese agregado.

Por lo demás, la economía española mantuvo durante el cuarto trimestre de 2001 las pautas que han caracterizado su evolución a lo largo del año: se ha seguido creando empleo neto, aunque a un ritmo menor que en los trimestres precedentes —sobre todo en las ramas industriales, que son las que más han acusado la desaceleración de su valor añadido real—; la tasa de inflación se ha recortado, a medida que se han ido descontando los movimientos registrados por los precios de los productos petrolíferos, de forma que el IPC terminó el año con una tasa de variación interanual del 2,7% —del 2,9% en términos

del índice armonizado, que deja en siete décimas porcentuales el diferencial de inflación con el conjunto del área del euro— y, en fin, el déficit del Estado se fue moderando, de forma que es previsible que su cierre en el mes de diciembre resulte compatible con el logro de la estabilidad presupuestaria para el conjunto de las Administraciones Públicas.

Los resultados del cuarto trimestre, si se confirman, cerrarían un año en el que la economía española habría registrado un crecimiento más modesto que en años anteriores, pero todavía elevado, en comparación con los resultados de la mayoría de las economías de su entorno. En concreto, como ya se avanzó, se estima que el crecimiento del PIB real en el promedio del ejercicio habría sido del 2,8%, con un aumento de la demanda nacional ligeramente por debajo del 3% (4,2% en 2000) y una contribución negativa de la demanda exterior neta de 0,2 puntos porcentuales, aproximadamente, igual que en el año precedente. Por el lado de las ramas productivas ha sido especialmente notable la desaceleración del valor añadido industrial, muy superior a la que han experimentado los servicios de mercado y, sobre todo, la actividad constructora.

Téngase en cuenta, sin embargo, que los valores medios anuales pueden ocultar pautas de comportamiento muy distintas en el transcurso del año. Así, la desaceleración registrada por la demanda nacional en el promedio de 2001 obedece, en parte, al efecto arrastre de la notable pérdida de dinamismo que tuvo lugar en el transcurso del año 2000, que, aunque ha proseguido en el ejercicio actual, lo ha hecho de forma mucho más atenuada. Por el contrario, la aparente estabilidad en la contribución negativa de la demanda externa en los promedios de uno y otro año encierra una notable tendencia a su mejora en el transcurso del año 2000 y un deterioro notable a lo largo de 2001.

Como se ha repetido en numerosas ocasiones, han sido el consumo y la inversión en construcción las variables que más han contribuido al crecimiento de la demanda nacional en 2001, a pesar de lo cual, sus incrementos medios anuales serán inferiores a los del año precedente, sobre todo el del consumo de los hogares, cuya tasa de crecimiento real puede que difiera en casi un punto porcentual y medio del 4% registrado en el año 2000; en el consumo público las diferencias serán mucho menores, lo mismo que en la construcción, donde puede que no lleguen al medio punto porcentual, ya que la modesta desaceleración observada en la inversión residencial se ha compensado con un mayor dinamismo de la obra pública. La inversión en equipo, por el contrario, ha mostrado

una gran atonía, pues reaccionó con prontitud —antes que las exportaciones— al cambio de clima económico y al empeoramiento de las expectativas empresariales; es posible que su tasa de variación real negativa en el promedio del año alcance un valor próximo al 2%.

El comportamiento del gasto de los hogares durante el pasado año ha respondido a factores de muy diversa índole, ya que, si bien las pérdidas de riqueza financiera y el contexto de incertidumbre en el que se tomaron las decisiones incidieron negativamente sobre el consumo, el aumento real de la renta disponible fue apreciable —valorado provisionalmente en torno al 3%—, si bien inferior en medio punto porcentual, aproximadamente, al del año precedente. El crecimiento de las remuneraciones salariales, menor también al del año 2000, fue un soporte básico en la evolución de la renta disponible, ya que la contribución de las Administraciones Públicas, aunque positiva, fue bastante modesta. Se estima que la tasa de ahorro se recuperó ligeramente, lo mismo que la capacidad de financiación de las familias, ya que el fuerte dinamismo de la inversión en viviendas —estimada adicionalmente por los descensos en la rentabilidad de otras formas de inversión financiera alternativas— fue perdiendo ritmo a lo largo del año.

Los datos provisionales disponibles sobre las cuentas financieras trimestrales de la economía española confirman la recuperación del ahorro financiero neto de las familias durante el pasado año, debido, fundamentalmente, al descenso de su endeudamiento, en una situación de creciente incertidumbre. Las empresas, sin embargo, mantuvieron todavía *ratios* de endeudamiento importantes, a pesar de la desaceleración de la inversión, lo que se explica, posiblemente, por su menor capacidad para la generación de recursos y por la fuerte demanda de fondos para, en un contexto de bajos tipos de interés, financiar los flujos de inversión hacia el exterior en los últimos años.

En cualquier caso, la mejora de la capacidad de financiación de las familias y de las Administraciones Públicas ha permitido un apreciable descenso en las necesidades de financiación de la nación —puede que de casi un punto porcentual, en porcentaje del PIB—, que se corresponde, a su vez, entre otras razones, con el descenso del déficit de las operaciones de bienes y servicios con el resto del mundo —favorecido por la caída de los precios del petróleo— y con las mayores transferencias de capital recibidas.

Ya se ha comentado que los datos disponibles hasta este momento permiten vaticinar el

logro del equilibrio presupuestario programado para el conjunto de las Administraciones Públicas en 2001; se prevé una estabilidad en la *ratio* de gastos totales en relación con el PIB y una mejora de la *ratio* de ingresos de unas tres décimas porcentuales, como consecuencia, sobre todo, de la evolución de los ingresos de capital y de las cotizaciones sociales. Por agentes, se espera que el mayor déficit de las Administraciones Centrales se vea compensado por el superávit de la Seguridad Social. La publicación reciente de la Ley de Financiación de las Comunidades Autónomas (que se analiza en otro artículo de este *Boletín*) y de la Ley de Estabilidad Presupuestaria han supuesto avances importantes en la coordinación y en la responsabilidad entre diferentes organismos del Estado, lo que redundará en una mayor transparencia de las cuentas públicas. La Actualización del Programa de Estabilidad, recientemente aprobado por las instancias comunitarias, confirma, a su vez, el compromiso de las autoridades con los postulados de estabilidad fiscal establecidos en la UE, sin que se excluya que si el escenario macroeconómico fuera peor que el programado —en función de cómo evolucione el contexto internacional—, en el próximo año pudiera registrarse un modesto desequilibrio fiscal, de unas décimas porcentuales del PIB, como consecuencia del juego de los estabilizadores automáticos y sin deterioro del déficit estructural.

Una de las características más destacadas de la economía española en 2001 ha sido su capacidad para seguir generando puestos de trabajo. Se estima que el crecimiento del empleo en términos de puestos de trabajo equivalente puede haber sido del orden del 2,5%, unas seis décimas porcentuales menos que el pasado año, con lo que el crecimiento de la productividad aparente ha sido muy reducido. No ha sido este el caso, sin embargo, de la economía de mercado, donde sí se ha producido una recuperación de la productividad, sobre todo en las ramas de servicios y, en menor medida, en la industria.

Los salarios, por su parte, han tendido a acelerarse en la mayoría de las ramas, igual que los costes unitarios laborales. A pesar de ello, el excedente por unidad de producto de la economía de mercado se ha ampliado en 2001, de forma especial en los primeros meses del año. La ampliación de márgenes ha sido mayor

en los servicios y en la construcción, aunque, en este último caso, de mucha menor entidad que en el ejercicio precedente. En las ramas industriales, aunque no se ha producido la contracción de márgenes unitarios del último año —en parte por la recuperación del deflactor de su valor añadido, ante el descenso experimentado por los precios de los *inputs* intermedios, sobre todo los energéticos—, la recuperación no ha sido importante.

Se mantiene así un patrón que perjudica a los sectores más competitivos y que al consolidar aumentos de costes por encima de los de los países de nuestro entorno puede terminar erosionando la competitividad de la economía.

Este mismo hecho se aprecia cuando se analiza el comportamiento de los precios. En 2001, el IPC registró una tasa de crecimiento media anual del 3,6%, aunque con tendencia a su corrección a lo largo del año, que finalizó con un aumento interanual del 2,7%. La corrección estuvo determinada, básicamente, por el comportamiento de los precios energéticos, ya que otros componentes mostraron una mayor resistencia a su desaceleración. En todo caso, el diferencial con respecto a los países de la zona del euro, que estuvo en los primeros meses del año en torno a los 1,4 puntos porcentuales —medido a partir de los índices armonizados—, ha tendido a reducirse y, en el último trimestre del año se ha estabilizado en 0,7 puntos porcentuales.

La economía española puede estar superando la fase de desaceleración de la economía mundial con ritmos de crecimiento modestos, pero que han continuado siendo superiores a los de los países de nuestro entorno y que han permitido mantener la creación neta de puestos de trabajo. De esta forma se han hecho patentes las ventajas que proporciona la adopción de un esquema de estabilidad macroeconómica que ha permitido proseguir la convergencia real en las fases de debilidad del ciclo económico y que ha evitado las bruscas contracciones que generaban la acumulación de desequilibrios. Para mantener a largo plazo este nuevo patrón, cuando se hayan diluido los efectos iniciales del cambio de régimen experimentado por la economía, es fundamental preservar la competitividad y evitar, por tanto, que se perpetúen diferenciales de precios y costes con aquellos países con los que compartimos la misma moneda.

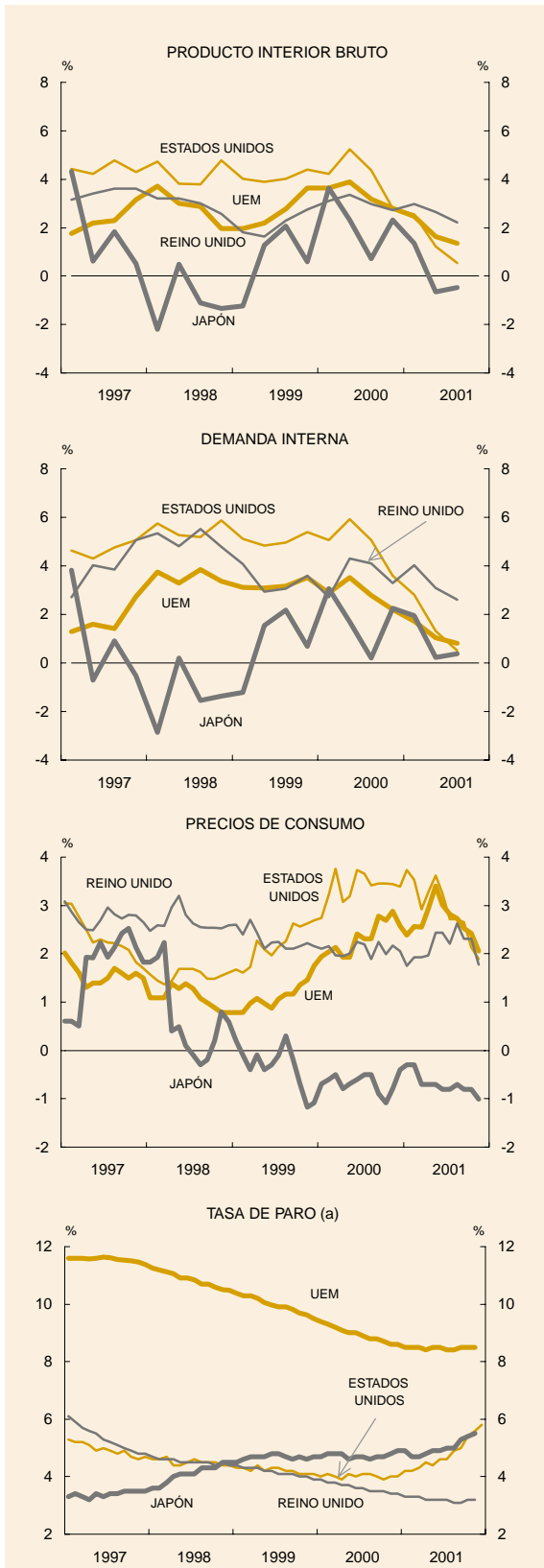
2. El entorno exterior

La información disponible para el cuarto trimestre de 2001 indica que las condiciones económicas en el entorno exterior del área euro han agudizado la senda de ralentización del tercer trimestre. Pese a que muy recientemente se han producido ciertas señales de mejoría en EEUU, el grado de incertidumbre respecto a la prontitud y fortaleza de la recuperación de la economía americana sigue siendo elevado. A esto hay que añadir que la economía japonesa se encuentra en recesión y con riesgos cada vez mayores en el ámbito de la estabilidad financiera. Adicionalmente, la caída del comercio mundial ha frenado las expectativas de crecimiento de los países emergentes, que también se han visto afectadas por la crisis argentina.

Los datos definitivos del tercer trimestre en EEUU mostraron una caída del PIB del 1,3% (trimestral anualizado). Esta contracción se ha debido a la caída en la formación bruta de capital fijo, aunque a menor ritmo que en el trimestre anterior, a la continuación del ajuste de inventarios y a la desaceleración del consumo privado, aunque sigue creciendo a niveles relativamente elevados para la situación cíclica en la que se encuentra el país. Esta tendencia de desaceleración se mantuvo en la mayor parte del cuarto trimestre. La producción industrial cayó un 6% interanual y las ventas al por menor crecieron, aunque a una tasa menor (pasaron del 7,1% interanual en octubre al 3,8% en diciembre). Las empresas siguieron recortando puestos de trabajo, sobre todo en octubre y noviembre, y la tasa de paro subió hasta el 5,8% en diciembre. Sin embargo, algunos indicadores publicados más recientemente parecen señalar que lo peor de la recesión podría haber pasado en ciertos sectores. Así, los índices NAPM manufacturero y de servicios se han recuperado en los últimos meses, al igual que el índice de indicadores adelantados, por encima de las expectativas, los pedidos de bienes de capital de maquinaria y componentes electrónicos han aumentado y los inventarios siguen ajustándose a un ritmo muy alto, por lo que la caída de la producción industrial podría tocar a su fin en breve. En cuanto a los factores que sostienen el consumo, la confianza de los consumidores ha repuntado y las caídas en el empleo parecen haberse moderado. Pero una de las variables clave de esta recesión, los beneficios empresariales, sigue sin recuperarse. Esta recuperación es necesaria, más allá del fin del ajuste de inventarios, para que la inversión privada se reactive, lo que se está viendo dificultado por el exceso de capacidad instalada; en sentido contrario, no obstante, los bajos tipos de interés pueden ayudar a suavizar los costes de financiación de las empresas y aumentar así sus beneficios.

GRÁFICO 5

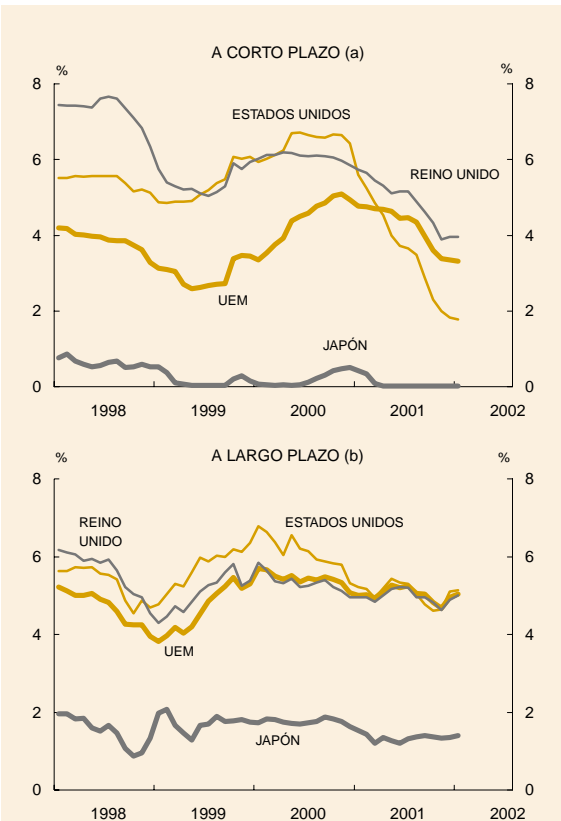
Principales indicadores macroeconómicos
Tasas de variación interanuales



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.

En cuanto a los precios, cada vez es más clara la ausencia de tensiones inflacionistas, como muestra la disminución del deflactor del consumo privado, que ha pasado del 2,2% en el segundo trimestre al 1,6% en el tercero y, sobre todo, el comportamiento de los precios de producción, que cayeron en tasa interanual un 1,8% en diciembre, y de los precios de importación, que retrocedieron un 8,9% interanual en el mismo mes. También el IPC ha mostrado una mayor moderación, pasando del 2,6% de septiembre al 1,6% en diciembre, aunque la tasa subyacente aumentó del 2,6% al 2,7% en ese mismo período.

Durante el cuarto trimestre los mercados financieros parecen haber descontado una recuperación de la economía americana más rápida de lo que parecen esperar la mayoría de los analistas, a juzgar por la positiva evolución de los mercados de valores y la trayectoria de la curva de rendimientos por plazos. No obstante, en las primeras semanas de 2002, la falta de

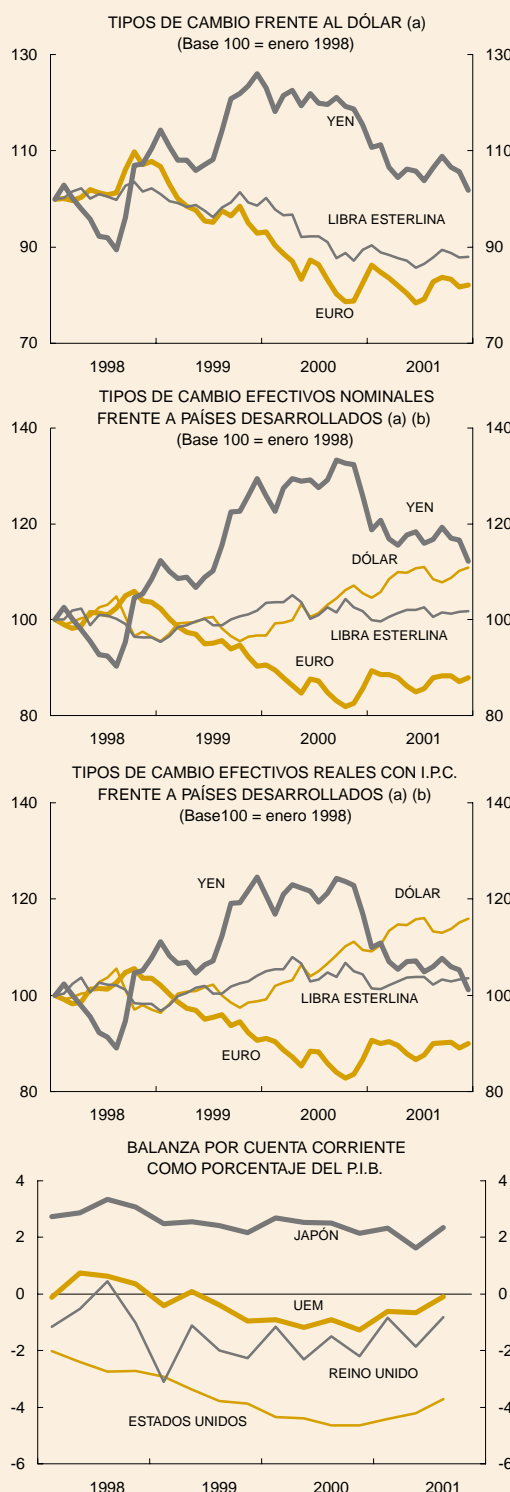
una evidencia clara de recuperación, unida a la ulterior desaceleración de los precios, ha alentado algunas expectativas de que la Reserva Federal pueda prolongar algo más la senda descendente de tipos de interés, o de que el cambio de tendencia en los tipos tarde algo más en producirse.

En Japón, el PIB real cayó en el tercer trimestre de 2001 —cifra preliminar— un 2,2% trimestral anualizado. Los factores principales de descenso fueron las caídas del consumo privado (6,6%) y de las exportaciones (12,4%), en tanto que la inversión privada creció un 4,4%, por el avance de la reestructuración empresarial. Los principales indicadores de actividad del cuarto trimestre mostraron una evolución negativa, en línea con lo esperado, lo que anticipa una nueva caída del PIB real durante 2002, a la espera de que los planes de reforma del Gobierno se acaben de concretar. Hay que destacar el prolongado descenso del índice coincidente sintético de actividad, el hundimiento de la producción industrial y la caída continuada de la capacidad productiva. De igual modo, los índices de clima empresarial siguen cayendo (encuesta Tankan). El único dato positivo lo marcan las exportaciones, que desde noviembre han suavizado ligeramente su ritmo de caída, en un contexto de depreciación del yen. El paro ascendió al 5,5% en noviembre, un nuevo récord histórico, lo que augura perspectivas muy negativas para el consumo. Los precios de consumo acentuaron su tendencia deflacionista, con caídas interanuales del 0,8% y del 1% en octubre y noviembre, respectivamente. Por lo que se refiere a la evolución del yen, este se depreció respecto al dólar alrededor de un 10% en el cuarto trimestre, situándose por encima de los 130 yenes por dólar. Por su parte, el índice Nikkei llegó a recuperar en noviembre los niveles de agosto, pero en diciembre volvió a retroceder, al retrasarse de nuevo el anuncio de reformas estructurales y confirmarse la profundidad de la recesión.

En el Reino Unido, el consumo privado creció por encima del 4%, impulsado por los bajos tipos de interés, el aumento del precio de las viviendas y el bajo desempleo, lo que ha moderado la desaceleración del crecimiento del PIB británico hasta el 1,8% trimestral anualizado (2,2% interanual) en el tercer trimestre, a pesar de la contracción de la inversión privada y de la recesión del sector industrial. En el cuarto trimestre, la producción industrial siguió cayendo a ritmos cercanos al 5% interanual, mientras las ventas al por menor crecieron por encima del 6% y los precios de la vivienda lo hicieron por encima del 15%. La tasa de paro registrado se ha mantenido estable en el 3,2%. Por su parte, la inflación se ha desacelerado, situándose

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.

se por debajo de la meta del Banco de Inglaterra: 1,9% en diciembre, excluyendo hipotecas, y 1% para la tasa armonizada. El Banco de Inglaterra ha modulado las bajadas de tipos, con dos reducciones del *base rate* en octubre y noviembre, hasta situarlo en un 4% (frente al 6% a finales de 2000).

En cuanto a los países del centro y este de Europa, el estancamiento de la economía mundial, junto con la rápida apreciación real de algunas de sus monedas, ha perjudicado notablemente a sus exportaciones. Los últimos datos de actividad muestran una ralentización generalizada en la región, con fuertes caídas en el ritmo de crecimiento de la producción industrial. Sin embargo, la moderación de la inflación ha permitido a las políticas monetarias y fiscales apoyar hasta cierto punto la demanda interna en la zona, aunque al precio de unos mayores déficit fiscales. La caída de las importaciones y del precio del petróleo ha mejorado ligeramente sus balanzas por cuenta corriente. Rusia, por el contrario, se ha visto perjudicada por los descensos en el precio del crudo, pero aun así muestra un crecimiento firme, que podría llegar al 5,5% para final de año, apoyado por amplios superávits públicos y por cuenta corriente y por elevadas reservas de divisas.

A lo largo del cuarto trimestre de 2001, las economías del sudeste de Asia vieron acentuada la tendencia de caída de las exportaciones, que ha constituido el elemento generador de la desaceleración desde comienzos del pasado año. Los indicadores disponibles de actividad del último trimestre de 2001 apuntan a nuevos descensos en los ritmos de producción y en las correspondientes tasas de crecimiento de sus PIB nacionales, a excepción de China, que siguió expandiéndose a un ritmo elevado, gracias a la menor incidencia de las perturbaciones exteriores sobre su economía y a la masiva recepción de flujos de inversión directa extranjera. En este contexto, durante los meses de octubre y noviembre se moderaron adicionalmente las bajas tasas de inflación de la mayoría de los países y algunos (China, Hong Kong, Singapur y Taiwan) siguieron mostrando presiones deflacionistas. Los mercados de divisas se mantuvieron, en general, estables, situación que, sin embargo, ha mostrado algunos signos incipientes de posible alteración, especialmente para el won coreano, desde que en las últimas semanas de 2001 se fuera acentuando la debilidad del yen japonés en relación con el dólar.

En Latinoamérica, la situación ha venido marcada por los acontecimientos que se han

producido en Argentina y que desembocaron en una crisis de magnitud considerable, a raíz del deterioro de la situación económica y política en el cuarto trimestre. La producción industrial cayó un 12,4% en términos interanuales, la actividad en el sector de la construcción se redujo en un 18,6%, el desempleo aumentó hasta el 18,3% y los precios de consumo cayeron un 1,5% en el año. Los ingresos impositivos del cuarto trimestre cayeron un 16,8% respecto al año anterior, lo que imposibilitó el cumplimiento del objetivo de déficit con el FMI. Pese a lograr un pacto con las provincias para reducir las transferencias mensuales del Estado a las mismas y culminar el canje de deuda doméstica, la imposición de controles de cambios y de un congelamiento de los depósitos bancarios, ante la masiva retirada de depósitos, derivó en revueltas sociales y en una acusada inestabilidad política en las últimas semanas de 2001 y primeras de 2002. Entre otras medidas, se ha decretado la suspensión de pagos frente a acreedores externos; el abandono del *currency board* y la devaluación del peso, con un sistema de tipo de cambio dual; la pesificación parcial y asimétrica del balance bancario y de otros contratos en moneda extranjera; la congelación de los depósitos en dólares, al menos hasta el año 2003; y la posibilidad de introducir controles de precios sobre bienes esenciales.

En Brasil, se ha producido una recuperación del tipo de cambio y un descenso de los *spreads* de deuda soberana, gracias a las políticas económicas llevadas a cabo y al ajuste de la demanda interna, que han mejorado el saldo comercial hasta una posición de superávit. Los indicadores de actividad y de demanda siguen siendo negativos, pero dan signos de mejoría. Un punto negativo es la tasa de inflación en diciembre, que llegó al 7,7%, por encima del objetivo establecido por las autoridades monetarias.

En México, la economía muestra un contraste entre las variables financieras, que son muy positivas, y las reales, que muestran a una economía aún en recesión. Así, las perspectivas del sector industrial empeoraron en el cuarto trimestre, arrastradas por una fuerte caída de las exportaciones (12,3% en octubre y noviembre) y de los ingresos petroleros y de las maquiladoras. Sin embargo, el tipo de cambio se ha mostrado muy fuerte, los *spreads* se han reducido a 300 p.b. y la tasa de inflación se ha situado en el 4,4% en diciembre, por debajo del objetivo del 6,5%. Las políticas económicas han sido prudentes y por fin se ha aprobado la reforma fiscal, aunque no con el calado previamente anunciado.

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 último trimestre de 2001 señala el mantenimiento de un ritmo de avance nulo o ligeramente negativo en dicho período. A la debilidad que venía mostrando la actividad a lo largo del pasado año, se unieron, en los últimos meses, los efectos adversos derivados de los ataques terroristas de septiembre, que repercutieron en un deterioro adicional del comercio mundial y en un retraso de las decisiones de gasto de los agentes económicos, ante el clima de incertidumbre existente. No obstante, la orientación de las políticas económicas instrumentadas a lo largo de los últimos meses, con disminuciones de tipos de interés, y la acción de los estabilizadores automáticos de la política presupuestaria, junto con las ganancias de poder adquisitivo asociadas a la desaceleración de la inflación, deberían favorecer la recuperación en el futuro próximo de una senda de crecimiento en la UEM, en un contexto de ausencia de desequilibrios económicos importantes. De hecho, algunos indicadores de confianza relativos al mes de diciembre han mostrado una ligera mejoría, si bien todavía es preciso interpretar estos movimientos con suma cautela.

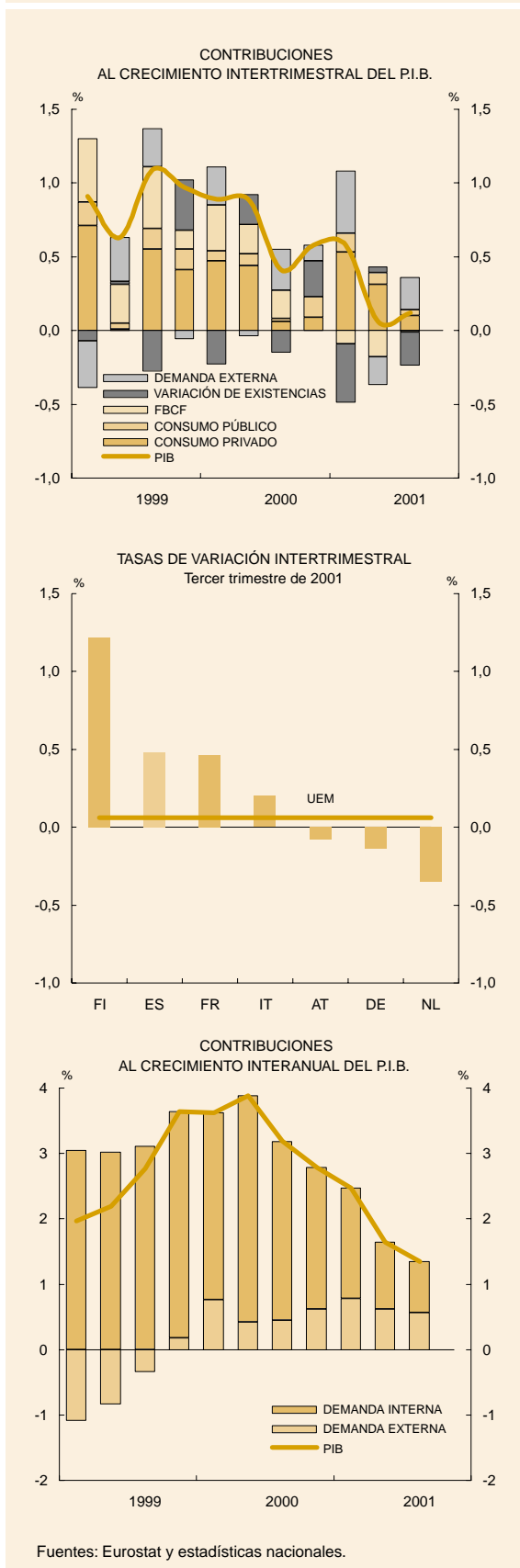
3.1. Evolución económica

De acuerdo con la segunda estimación de la contabilidad nacional, el PIB de la UEM creció en el tercer trimestre del pasado año un 0,1% en términos intertrimestrales, la misma tasa que en el promedio de los tres meses anteriores. En términos interanuales, el aumento del PIB fue del 1,4%, dos décimas menos que la tasa del trimestre precedente (véase gráfico 8). La débil expansión del producto se explica por la desaceleración del consumo privado y público, por la atonía de la formación bruta de capital fijo, que se mantuvo constante en los niveles del segundo trimestre, y por la disminución de la aportación de las existencias al producto. En conjunto, la demanda interna detrajo una décima del crecimiento intertrimestral del producto. Por su parte, aunque la demanda exterior neta contribuyó con dos décimas a la tasa de variación intertrimestral del producto, tanto las exportaciones como las importaciones registraron un gran deterioro, de forma que, en el conjunto de los primeros nueve meses del año, los flujos comerciales experimentaron una intensa desaceleración. En el recuadro 1 se analiza la evolución del comercio exterior de la UEM por áreas y productos con la información disponible del año 2001.

El detalle de la contabilidad nacional por países del tercer trimestre muestra una disparidad entre las tasas nacionales de aumento del PIB.

GRÁFICO 8

PIB en la UEM



Así, en algunos países, como Francia o Italia, el crecimiento del producto fue positivo y superior al del trimestre anterior. En España, aunque experimentó una ligera desaceleración, el PIB creció a una tasa intertrimestral ajustada de estacionalidad del 0,3%, muy superior a la del conjunto de la zona. En cambio, en Alemania y, con mayor intensidad, en Holanda, el producto disminuyó en términos trimestrales. Para Alemania se conoce, también, la estimación del Instituto de Estadística correspondiente al crecimiento medio en el año 2001. La tasa de avance fue del 0,6%, lo que implica una ligera disminución de la actividad en el cuarto trimestre de dicho año. Ese comportamiento divergente también se ha presentado en los componentes principales de la demanda. Así, la tasa de crecimiento del consumo privado disminuyó en Alemania, pero aumentó en Francia y España. Por otro lado, en otros países de la zona, la debilidad de la inversión no es tan acusada como la experimentada en la economía alemana.

Por el lado de la oferta, se constata que la desaceleración de la producción en el tercer trimestre afectó con mayor intensidad al sector industrial (incluida la energía), cuyo VAB disminuyó un 0,4% en términos intertrimestrales, que al resto de los sectores. La mayor parte del resto de las ramas experimentaron tasas intertrimestrales de variación similares a las del trimestre previo, con la excepción de la construcción, que detuvo en los meses de verano el notable deterioro que venía registrando desde mediados de 2000.

La información disponible sobre el cuarto trimestre señala un empeoramiento adicional de la actividad en dicho período, con lo que la tasa de crecimiento del conjunto del año se situaría alrededor del 1,5%. En efecto, el índice de producción industrial experimentó en los meses de octubre y noviembre un crecimiento negativo en relación con el tercer trimestre. Por su parte, el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea y el índice de gestores de compras de la industria manufacturera alcanzaron, en promedio, registros inferiores en el cuarto trimestre del año que en el trimestre anterior. No obstante, los indicadores de opinión han mostrado en diciembre un resultado más favorable que el de los meses previos, si bien es difícil distinguir hasta qué punto esto señala el inicio de una recuperación prolongada o una simple corrección, tras el intenso deterioro que tuvo lugar en los meses anteriores por los efectos de los atentados terroristas del 11 de septiembre. Por el lado de la demanda, los indicadores de consumo privado más recientes han continuado siendo desfavorables en la parte final del año. Así, el indicador de ventas al por menor volvió a registrar en octubre una

Evolución del volumen de comercio exterior de la UEM por destinos geográficos y tipos de productos

La desaceleración del PIB de la UEM en el transcurso de 2001 ha coincidido con una fuerte y rápida pérdida de dinamismo del comercio exterior. En efecto, según los datos de Contabilidad Nacional del área del euro, las exportaciones de bienes y servicios han pasado de crecer en promedio un 11,9% en el año 2000 a un 0,8% en el tercer trimestre de 2001, en relación con el mismo período del año anterior. Asimismo, las importaciones han experimentado un ritmo de desaceleración similar, alcanzando una tasa de variación interanual en el tercer trimestre del -0,6%, muy por debajo del crecimiento del año anterior (10,7%). La notable debilidad que están presentando los flujos comerciales de la UEM es una característica que comparte la gran mayoría del resto de áreas económicas del mundo. Por ello, según las estimaciones del FMI, el comercio mundial puede haber registrado una abrupta reducción de su ritmo de avance en el año 2001, tal y como se recoge en el gráfico adjunto. Si bien era previsible una cierta contracción de esta variable a lo largo del año pasado, tras el fuerte dinamismo de los intercambios comerciales mundiales registrado en el año 2000, la magnitud del deterioro ha sido, sin embargo, mayor de lo esperado por los organismos internacionales en los meses centrales del pasado año.

Como se observa en el gráfico adjunto, en un contexto de fuerte ralentización del comercio mundial y de atonía de la actividad económica en la UEM, el volumen de las exportaciones e importaciones de bienes de la UEM ha registrado un empeoramiento gradual desde mediados de 2000. En el conjunto de los ocho primeros meses del año, las exportaciones y las importaciones de bienes reales crecieron tan solo un 2,7% y un 0,5%, respectivamente, lo que supone la desaceleración más intensa del volumen de comercio de bienes en los últimos ocho años.

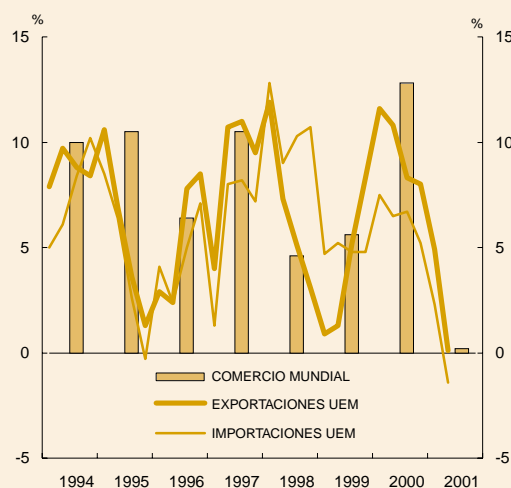
Por destinos geográficos, la desaceleración de las exportaciones reales ha presentado un carácter muy generalizado. En particular, las ventas reales dirigidas a los propios países de la UEM pasaron de crecer, en términos interanuales, un 7,5% en 2000 a tan solo un 1,8% en enero-agosto de 2001. Por su parte, las exportaciones al resto del mundo moderaron su ritmo de avance desde el 12,1% observado en 2000 hasta el 3,7% en el promedio de los ocho primeros meses de 2001. Resulta especialmente llamativa la desaceleración de las exportaciones de la UEM a los doce países candidatos al acceso a la UE y a Japón, seguida de la atonía presentada por las ventas al Reino Unido y a Estados Unidos.

Aunque no figura en el cuadro el detalle por productos, en el conjunto de los ocho primeros meses del año 2001, todos los componentes de las exportaciones reflejaron una desaceleración en su ritmo de avance en relación con el observado en idénticas fechas del ejercicio anterior. Ello afectó, de forma señalada, a las materias primas, al petróleo, a los alimentos y a las manufacturas.

En la vertiente importadora, tal como se pone de manifiesto en la parte inferior del cuadro, la notable moderación de las compras reales de bienes es compartida por todos los productos, en línea con el retroceso de la producción interior y el debilitamiento de la demanda final. En particular, la fuerte contracción que ha registrado el gasto en inversión en bienes de equipo —que, según la información de Contabilidad Nacional disponible para algunos países, podría haberse situado en el -3% en tasa interanual en el tercer trimestre del año, muy por debajo del crecimiento medio del año 2000 (8,2%)— se ha reflejado en la evolución de las importaciones de maquinaria y material de transporte, que es la agrupación que ha registrado la mayor desaceleración a lo largo del año. Los componentes más directamente relacionados con el consumo privado, como son los alimentos, bebidas y tabaco, y las otras manufacturas (engloba a vestido y calzado, muebles y artículos de viajes, entre otros), han experimentado una pérdida de vigor algo más moderada, consecuente con la evolución del gasto en este tipo de bienes, según señala el indicador de ventas al por menor de la UEM.

Atendiendo a la distribución geográfica de las importaciones reales, destaca la contracción en los flujos acumulados hasta agosto de las compras que provienen del entorno exterior de la UEM y, muy en particular, de Japón, Estados Unidos y del Reino Unido, que pueden estar ligados al encarecimiento relativo de sus productos en relación con los bienes interiores de la UEM, debido a la depreciación del tipo de cambio del euro. Por último, las importaciones provenientes de los países candidatos a la entrada en la UE, lejos de desacelerarse, han cobrado un mayor dinamismo.

Evolución del comercio real de bienes (Tasas de variación interanuales)



| % | Tasas de variación interanual | | | |
|---|-------------------------------|---------|-----|-------|
| | 2000 | 2001 | | |
| | | ENE-AGO | ITR | II TR |

EXPORTACIONES - DESGLOSE POR ÁREAS:

| Total | | 9,6 | 2,7 | 4,9 | 0,1 |
|-------------------|------|------|------|------|------|
| Intra-UEM | 53,1 | 7,5 | 1,8 | 4,0 | -1,6 |
| Extra-UEM | 46,9 | 12,1 | 3,7 | 6,0 | 2,1 |
| Reino Unido | 8,7 | 7,2 | 3,1 | 3,8 | 1,3 |
| Países candidatos | 6,7 | 20,1 | 0,1 | 6,5 | -3,2 |
| Estados Unidos | 7,3 | 14,4 | 3,4 | 7,1 | 0,7 |
| América Latina | 2,2 | 11,7 | 8,4 | 12,2 | 11,1 |
| Japón | 1,5 | 18,1 | -0,8 | 3,6 | -1,0 |
| China | 0,8 | 17,6 | 27,7 | 27,3 | 24,0 |
| Sudeste asiático | 1,3 | 18,3 | 7,3 | 20,4 | -1,3 |

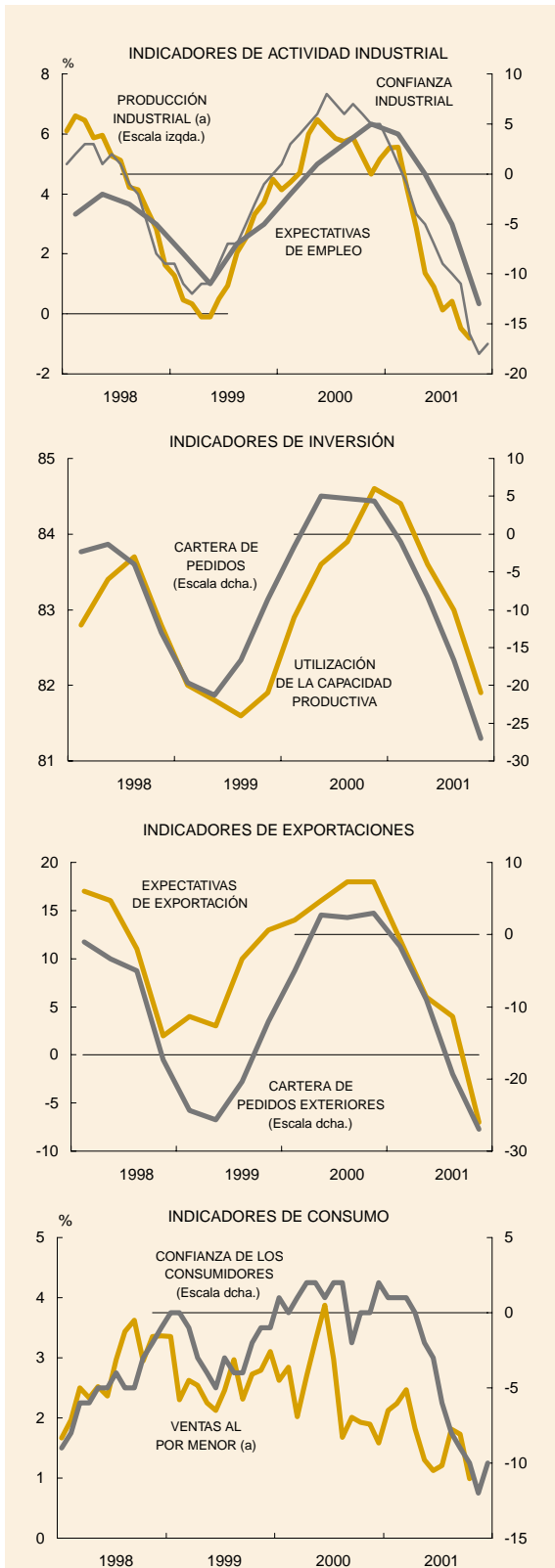
IMPORTACIONES - DESGLOSE POR PRODUCTOS:

| Total | | 6,5 | 0,5 | 2,3 | -1,4 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|
| Alim., bebidas y tabaco | 8,3 | 1,5 | -2,0 | -1,2 | -3,6 |
| Materias primas | 4,4 | 3,7 | -2,3 | -2,5 | -2,4 |
| Petróleo y derivados | 5,4 | 5,6 | -1,8 | -1,3 | -0,9 |
| Manufacturas | 79,8 | 8,4 | -2,3 | 0,3 | -3,5 |
| Prod. químicos | 11,3 | 5,9 | 1,0 | 1,1 | 0,5 |
| Derivados de mat. prim. | 16,2 | 7,8 | -3,4 | -1,9 | -3,7 |
| Maq. y transporte | 40,5 | 10,1 | -2,5 | 1,8 | -4,5 |
| Otros | 11,8 | 5,8 | -3,3 | -2,6 | -3,8 |

Fuentes: Eurostat y FMI.

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.

tasa intertrimestral negativa y el indicador de confianza del consumidor y el de los minoristas empeoraron en promedio en el cuarto trimestre, aunque, al igual que ha ocurrido con el sector industrial, la confianza de los consumidores presentó una ligera mejora en diciembre. Los indicadores de inversión y de exportaciones mostraron, por su parte, una pérdida de tono adicional en el cuarto trimestre, prolongando la tendencia iniciada a principios de año. En este sentido, la cartera de pedidos de la industria, la utilización de la capacidad productiva y, especialmente, los indicadores de expectativas de exportaciones y de carteras de pedidos exteriores presentaron en el cuarto trimestre un notable deterioro. Por último, la información procedente de la Encuesta de Confianza refleja un incremento adicional en el cuarto trimestre del nivel de existencias por encima del nivel deseado, lo que puede señalar que el ajuste de inventarios todavía no ha finalizado.

La evolución de los determinantes del gasto de los agentes es, en general, coherente con su debilidad en la última parte del año pasado. Destaca, en particular, el menor ritmo de crecimiento del empleo y la pérdida de valor de la riqueza financiera acumulada desde principios de año, a pesar de la recuperación de las cotizaciones bursátiles en los últimos meses. Asimismo, el clima de incertidumbre, agravado por los atentados terroristas del 11 de septiembre, puede estar provocando un aplazamiento de las decisiones de inversión de las empresas y de consumo de las familias, y una moderación adicional de los intercambios comerciales. No obstante, la disminución de la inflación, que se traduce en un mayor poder adquisitivo de las rentas laborales, y las favorables condiciones de financiación pueden estar compensando parcialmente los efectos negativos anteriores.

El crecimiento del empleo en el tercer trimestre alcanzó el 0,2%, la misma tasa que en el segundo trimestre, lo que situaría la tasa de variación interanual en un 1,3%, tres décimas menos que el trimestre anterior. Por ello, la productividad aparente del trabajo volvió a registrar una tasa próxima a cero en dicho período. La desaceleración en el ritmo de creación de empleo ha determinado que la tasa de paro de la UEM haya aumentado ligeramente a lo largo de los últimos meses, situándose en el 8,5% en noviembre, una décima por encima de la tasa media del tercer trimestre. Para el último trimestre, los indicadores de empleo, procedentes de las encuestas de opinión, señalan un empeoramiento adicional, si bien, también en este caso, los datos más recientes, referidos a diciembre, recogen una cierta interrupción en el deterioro que venían experimentando con anterioridad.

Los indicadores de precios del área han continuado mostrando una moderación de las tensiones inflacionistas en el cuarto trimestre, que se debe, en gran parte, a la progresiva desaparición de los efectos del encarecimiento del petróleo y de las crisis alimentarias de 2001. No obstante, los indicadores de núcleo inflacionista presentan una mayor resistencia a la baja (véase gráfico 10). Por lo que respecta a la determinación de los precios interiores, los costes laborales unitarios experimentaron en el tercer trimestre un incremento interanual del 2,5%, la misma tasa que el trimestre anterior, lo que ha producido un moderado estrechamiento de los márgenes, ya que el deflactor del PIB aumentó un 2% en ese período, cinco décimas menos que el trimestre anterior (véase gráfico 10).

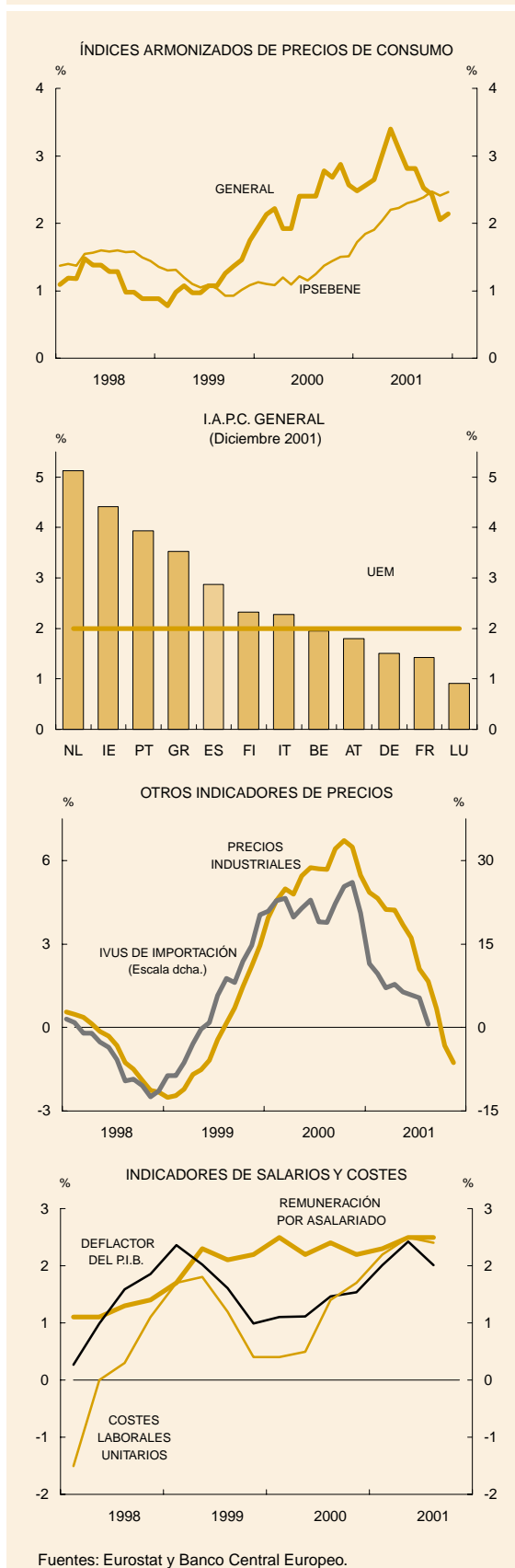
En términos del IAPC, la desaceleración de los precios en la última parte del año ha sido significativa, ya que la tasa de variación interanual en diciembre ascendió al 2,1%, cuatro décimas menos que la registrada en septiembre. La inflación media de la UEM en el año 2001 se ha situado, por lo tanto, en el 2,7%, frente al 2,4% de 2000. La disminución de la inflación en el último trimestre del año se explica, principalmente, por la caída de los precios de la energía y de los alimentos no elaborados, ya que el componente que agrupa a los precios de los servicios y de los bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) creció un 2,5% en términos interanuales en diciembre, frente al 2,4% de septiembre. La mayoría de los países de la zona han experimentado mejoras en el comportamiento de los precios a lo largo del cuarto trimestre de 2001. Por su parte, el diferencial de inflación entre los dos países con mayor y menor inflación [Holanda y Francia (1), respectivamente] se mantuvo en los 3,7 puntos porcentuales observados en septiembre. Por su parte, los precios industriales (excluida la construcción) cayeron un 1,3% en noviembre, en comparación con el mismo mes de 2000. Tras esta notable contracción se encuentra la disminución de los precios de los bienes intermedios y de la energía, y la desaceleración de los precios de los bienes industriales de consumo, lo que constituye un factor moderador de la evolución futura de los precios finales de consumo.

Las perspectivas inflacionistas están condicionadas por factores de distinto signo. Por un lado, el previsible debilitamiento de los precios de importación, atribuible principalmente a la posible estabilización del precio del crudo en torno a los niveles actuales, tenderá a mitigar

(1) En diciembre, el país con menor inflación fue Luxemburgo (0,9%). Sin embargo, dado que su comportamiento en dicho mes difiere del habitual y, en consecuencia, distorsiona el patrón evolutivo del diferencial de inflación, se excluye de la comparación ese valor extremo.

GRÁFICO 10

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



CUADRO 1

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

% del PIB

| | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 (b) | 2002 (c) |
|---------------------|------|------|------|------|----------|----------|
| Bélgica | -0,9 | -0,6 | 0,1 | -0,2 | 0,0 | -0,2 |
| Alemania | -2,2 | -1,6 | -1,3 | -2,5 | -2,0 | -2,7 |
| Grecia | -2,5 | -1,8 | -1,1 | -0,3 | 0,8 | 0,3 |
| España | -2,6 | -1,1 | -0,4 | 0,0 | 0,0 | -0,2 |
| Francia | -2,6 | -1,6 | -1,4 | -1,5 | -1,4 | -2,0 |
| Irlanda | 2,1 | 2,3 | 4,5 | 1,4 | 0,7 | 1,8 |
| Italia | -2,8 | -1,8 | -1,5 | -1,1 | -0,5 | -1,2 |
| Luxemburgo | 3,3 | 3,7 | 6,2 | 4,1 | 2,8 | 2,7 |
| Holanda | -0,8 | 0,4 | 1,5 | 1,0 | 1,0 | 0,5 |
| Austria | -2,3 | -2,2 | -1,5 | 0,0 | 0,0 | -0,4 |
| Portugal | -1,9 | -2,1 | -1,8 | -2,2 | -1,8 | -1,6 |
| Finlandia | 1,3 | 1,9 | 6,9 | 4,7 | 2,6 | 2,9 |
| PRO MEMORIA: | | | | | | |
| UEM | | | | | | |
| Saldo primario | 2,6 | 3,0 | 3,2 | 2,8 | 2,7 | 2,4 |
| Saldo total | -2,2 | -1,3 | -0,8 | -1,1 | -0,9 | -1,4 |
| Deuda pública | 73,1 | 72,7 | 70,5 | 68,7 | 67,2 | 68,4 |

Fuentes: Comisión Europea y programas de estabilidad nacionales.

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

(b) Objetivos de los programas de estabilidad que fueron presentados entre noviembre y diciembre de 2001.

(c) Previsiones de la Comisión Europea (otoño 2001).

las presiones inflacionistas. Sin embargo, a pesar del clima de debilidad económica existente, las primeras informaciones sobre demandas salariales en los convenios que empiezan a negociarse supondrían, de materializarse, incrementos salariales superiores a los observados en 2001. Así, un eventual tensionamiento de los costes laborales unitarios, la subida de impuestos indirectos en algunos países y un todavía incierto impacto en los precios tras la introducción del euro podrían limitar la intensidad de la dinámica desinflacionista actual. Por otra parte, hay que señalar que, aunque tras el recorte de producción de dos millones de barriles/día que se hizo efectivo el 1 de enero los precios del petróleo se han mantenido muy contenidos, no puede descartarse que tiendan a recuperarse conforme lo vaya haciendo la actividad económica mundial, posiblemente en la segunda mitad de 2002. Nótese, además, que, según avance el año actual, irá desapareciendo el efecto-base derivado de las fuertes bajadas del petróleo en 2001.

Según las estimaciones del BCE, el déficit de la balanza por cuenta corriente del área del euro se redujo en los primeros diez meses de 2001 a 23 mm de euros, frente a los 55,4 mm de euros registrados en el mismo período de 2000. Esta disminución se debe, principalmente, a la notable mejora del saldo de la balanza de

bienes y, en menor medida, de la de servicios, que han sido superiores al aumento del déficit de la balanza conjunta de rentas y transferencias corrientes. Teniendo en cuenta la ligera disminución del saldo de la cuenta de capital, el endeudamiento neto frente al resto del mundo disminuyó, en el conjunto de los diez primeros meses del año, en 31,8 mm de euros.

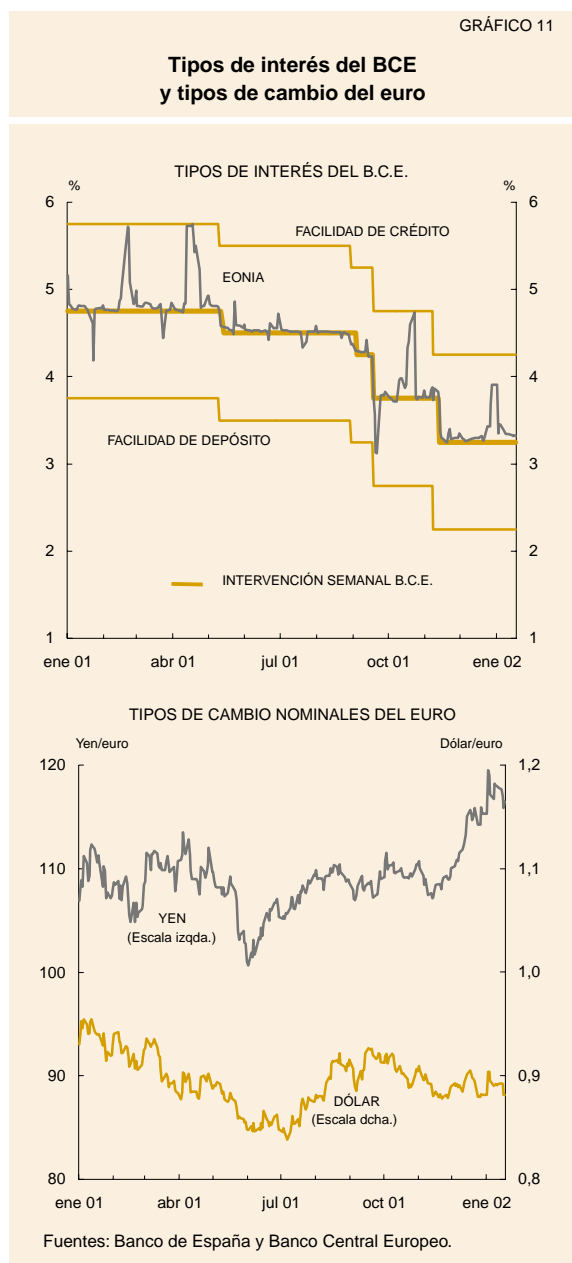
En el ámbito de las políticas fiscales, el déficit del conjunto del área podría haberse situado en el año 2001, de acuerdo con las estimaciones de otoño de la CE, en el 1,1% del PIB, lo que representa un empeoramiento de tres décimas con respecto al período precedente (véase cuadro 1). La disminución del superávit primario habría sido, por su parte, de cuatro décimas. En conjunto, el deterioro de los saldos presupuestarios refleja la decisión de las autoridades de permitir el juego de los estabilizadores automáticos en respuesta al empeoramiento del entorno macroeconómico y, en menor medida, la aplicación, en algunos casos, de reducciones impositivas. Los resultados agregados para el conjunto del área encubren diferentes situaciones en los distintos países considerados individualmente. Dos tercios de los Estados miembros han alcanzado, de acuerdo con la información preliminar disponible, posiciones cercanas al equilibrio presupuestario o en superávit. Sin embargo, cuatro países (Francia, Italia, Alema-

nia y Portugal) han registrado déficit superiores al 1% del PIB, que se aproximan o superan al 2% del PIB en los dos últimos casos.

Todos los países del área presentaron sus programas de estabilidad a finales del pasado año. Bajo las hipótesis de crecimiento económico contenidas en estos documentos (que, para el año 2002, son, en general, más optimistas que las previsiones de los organismos internacionales), el saldo presupuestario agregado mejoraría ligeramente en el presente ejercicio y llegaría a equilibrarse en el año 2004. En particular, las actualizaciones de los programas de estabilidad de los países con mayor déficit en 2001 han ratificado los objetivos, ya expresados en los programas elaborados un año antes, de alcanzar el equilibrio presupuestario en 2004 (2003 en el caso de Italia). El cumplimiento de este compromiso resulta de gran importancia para conseguir que la política fiscal realice una contribución apropiada al objetivo último de asegurar un crecimiento económico sostenido y no inflacionario y, también, para preservar la credibilidad de los mecanismos de vigilancia presupuestaria multilateral vigentes en Europa. El logro de estos objetivos de medio plazo requiere un esfuerzo notable, ya que algunos países se ven ahora forzados a trazar un difícil equilibrio en el corto plazo entre, por un lado, permitir que los estabilizadores automáticos contribuyan, en la actual coyuntura cíclica, al sostenimiento de la actividad y, por otro, perseverar en la aproximación a posiciones presupuestarias más saneadas. Los países que ya han alcanzado al menos el equilibrio presupuestario poseen un margen de maniobra suficiente para permitir el juego de los estabilizadores automáticos.

3.2. Evolución monetaria y financiera

El Consejo de Gobierno del BCE, tras valorar las señales de atenuación de las presiones inflacionistas que iban acumulándose tras el verano, la debilidad que mostraban los indicadores de actividad y la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento del área, derivada, en parte, del clima de incertidumbre que se extendió a escala mundial tras los ataques terroristas de septiembre, decidió reducir los tipos de interés oficiales en 50 puntos básicos el 8 de noviembre. Con este descenso, que supone una disminución acumulada de 150 puntos básicos desde mayo de 2001, el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se situó en el 3,25% (véase gráfico 11). En las dos reuniones posteriores del Consejo de Gobierno celebradas a principios de diciembre y de enero de 2002, los tipos de interés oficiales del BCE se mantuvieron estables.



En el transcurso del cuarto trimestre, el recorte de los tipos oficiales del BCE se transmitió con rapidez a los tipos de interés de los mercados monetarios. A finales de año se produjo un aumento transitorio del EONIA, asociado a la inquietud entre los agentes sobre una posible escasez de liquidez a principios de 2002, como consecuencia del canje físico de los euros por las monedas nacionales. (En el recuadro 2 se mencionan las principales características de este proceso.) Una vez que el BCE ratificó su intención de atender cualquier falta de liquidez, el tipo EONIA retrocedió hasta el entorno del 3,3%. Como refleja el gráfico 12, a lo largo del cuarto trimestre se fueron moderando las expectativas de bajadas de los tipos de interés oficiales de la zona de euro, especialmente tras la última disminución de tipos por el BCE en noviembre. Así, en el momento actual los merca-

Situación monetaria y financiera de la UEM y España

%

| | 1999 | 2000 | 2001 | | | | 2002 | |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| | DIC | DIC | AGO | SEP | OCT | NOV | DIC | ENE (c) |
| MAGNITUDES MONETARIAS (a): | | | | | | | | |
| UEM | | | | | | | | |
| M3 | 5,8 | 4,1 | 6,0 | 6,8 | 7,5 | 8,0 | 8,0 | |
| M1 | 10,7 | 5,1 | 3,7 | 5,0 | 5,2 | 6,0 | 5,0 | |
| Crédito al sector privado | 10,4 | 10,1 | 7,6 | 7,1 | 6,9 | 6,9 | 6,7 | |
| ESPAÑA | | | | | | | | |
| Medios de pago | 12,7 | 4,4 | 3,6 | 3,8 | 3,6 | 5,9 | 6,7 | |
| Otros pasivos bancarios | 3,9 | 19,7 | 14,1 | 12,5 | 12,4 | 11,4 | 10,1 | |
| Fondos de inversión | -21,4 | -27,3 | 6,5 | 12,2 | 18,7 | 23,5 | 26,3 | |
| Financiación al sector privado | 19,5 | 18,9 | 15,9 | 14,5 | 14,1 | 14,8 | 14,3 | |
| MERCADOS FINANCIEROS (b): | | | | | | | | |
| EONIA | 3,04 | 4,83 | 4,49 | 3,99 | 3,97 | 3,51 | 3,36 | 3,29 |
| EURIBOR a tres meses | 3,44 | 4,94 | 4,35 | 3,98 | 3,60 | 3,39 | 3,35 | 3,33 |
| Deuda pública | | | | | | | | |
| Rendimiento bonos a diez años UEM | 5,32 | 5,07 | 5,06 | 5,04 | 4,82 | 4,67 | 4,96 | 4,99 |
| Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM | 1,04 | 0,25 | -0,03 | -0,26 | -0,20 | -0,02 | 0,16 | 0,08 |
| Diferencial bonos a diez años | | | | | | | | |
| España-Alemania | 0,22 | 0,31 | 0,34 | 0,33 | 0,31 | 0,31 | 0,23 | 0,18 |
| Tipos de interés bancarios en España | | | | | | | | |
| Tipo sintético pasivo | 1,98 | 3,02 | 2,88 | 2,67 | 2,53 | 2,32 | 2,24 | |
| Tipo sintético activo | 5,03 | 6,35 | 5,89 | 5,55 | 5,33 | 5,12 | 4,87 | |
| Tipo de cambio dólar/euro | 1,011 | 0,897 | 0,900 | 0,911 | 0,906 | 0,888 | 0,892 | 0,886 |
| Renta variable (d) | | | | | | | | |
| Índice Dow Jones EURO STOXX amplio | 39,5 | -5,9 | -19,7 | -30,5 | -27,7 | -22,3 | -19,7 | -1,6 |
| Índice General Bolsa de Madrid | 16,2 | -12,7 | -8,2 | -18,0 | -13,3 | -6,4 | -6,4 | -0,5 |
| Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España. | | | | | | | | |
| (a) Tasa de variación interanual. | | | | | | | | |
| (b) Medias mensuales. | | | | | | | | |
| (c) Media del mes hasta el día 28 de enero de 2002. | | | | | | | | |
| (d) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 25 para el EURO STOXX y 28 para la Bolsa de Madrid. | | | | | | | | |

dos no reflejan expectativas de una reducción de los tipos oficiales en los próximos meses, apuntando, incluso, a posibles subidas a partir del próximo verano, lo que resulta consecuente con el perfil de recuperación de la economía que recogen la mayoría de las previsiones existentes. Por lo que se refiere a los tipos de interés a largo plazo, el rendimiento de la deuda a diez años en Alemania experimentó un aumento de sesenta puntos básicos desde mediados de noviembre, alcanzando el 4,9% a principios de enero. En este mismo período, el rendimiento de la deuda estadounidense aumentó en una magnitud algo mayor, desde niveles en torno al 4,3% hasta el 5,1%, lo que implica una cierta ampliación del diferencial con la deuda alemana.

Los tipos de interés de activo y de pasivo de las entidades de crédito del área del euro conti-

nuaron la pauta descendente iniciada en diciembre de 2000. 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 situaron, en noviembre del pasado año, 40 puntos básicos por debajo de los niveles observados en septiembre. Por otro lado, la reducción del tipo sintético de las entidades bancarias españolas ha sido, entre septiembre y diciembre, de 70 puntos básicos en el caso de los instrumentos de activo y de 43 en los de pasivo (véase cuadro 2).

El tipo de cambio del euro frente al dólar experimentó una depreciación del 0,5% en el último trimestre de 2001. En los primeros días de enero el euro registró una cierta apreciación, que resultó transitoria, atribuible al proceso de canje de monedas y billetes. Frente al yen, sin

Aspectos destacados de la puesta en circulación de los billetes y monedas de euro en la UEM y en España

La puesta en circulación de los billetes y monedas de euro a partir del primero de enero de 2002 ha supuesto la culminación del proceso de integración monetaria en Europa, que dio su paso decisivo tres años antes con la creación del euro y el establecimiento de una política monetaria común. Tras las primeras semanas de circulación de la moneda única, el balance de las operaciones de sustitución de las monedas nacionales resulta muy satisfactorio, tanto en términos de la rapidez del canje y utilización de la nueva moneda como, sobre todo, de la favorable acogida que ha tenido el euro por parte de los ciudadanos europeos.

El éxito del proceso de transición al euro se debe, en gran medida, a la masiva predistribución de los nuevos billetes y monedas que tuvo lugar a finales del año pasado. Esta compleja fase se instrumentó de manera ordenada, de forma que, primero, se predistribuyeron los billetes y monedas de euro a las entidades de crédito y, posteriormente, estas instituciones realizaron una subdistribución a empresas y comercios. Finalmente, el público, a partir de mediados de diciembre, tuvo acceso a la moneda metálica, mediante la adquisición de los denominados «euromonederos», de los que se vendieron 150 millones de unidades, lo que supone que, en media, cada ciudadano de los países pertenecientes a la Unión Monetaria adquirió 14 de las nuevas monedas.

En los meses previos al canje, la demanda de efectivo registró una caída acusada en la UEM, motivada por el deseo de los tenedores de los billetes y monedas europeas de limitar los saldos que tendrían que convertir al euro. De esta forma, frente a las pautas de crecimiento histórico del efectivo en manos del público en el conjunto de la UEM (en torno al 4%-5% anual), a lo largo del año 2001 se observó una rápida desaceleración, que llegó al -32%, en términos interanuales, a finales de año. Gran parte del descenso en la demanda de efectivo se canalizó hacia otros activos financieros, como los depósitos a la vista y, en menor medida, hacia los depósitos con preaviso hasta el plazo de tres meses. De esta forma, no se observa que la menor demanda de efectivo haya afectado a la evolución de los agregados monetarios en el área del euro, tal como se pone de manifiesto en la parte superior del gráfico adjunto.

El 1 de enero de 2002, todos los billetes y monedas de euro predistribuidos comenzaron a tener curso legal, con lo que, a efectos contables, ese día se pusieron en circulación 133 mm de euros en billetes y 12,4 mm de euros en moneda metálica. Esto representaba, aproximadamente, el 44% del efectivo que había en circulación en billetes y monedas nacionales a finales de diciembre de 2001.

Durante las semanas transcurridas de enero, el saldo de billetes en circulación, calculado como la suma de las denominaciones nacionales y de euros, ha vuelto a recuperar un perfil de crecimiento más moderado, aunque todavía ligeramente negativo. Así, el saldo total de billetes en el conjunto de la UEM se situó el día 25 de enero en 326 mm de euros, con una tasa de crecimiento en las semanas transcurridas de ese mes del -0,5% respecto al mismo período del año anterior. En nuestro país, el crecimiento del saldo de los billetes puestos en circulación por el Banco de España en este mismo período se cifró en casi el 8%. No obstante, estos datos pueden no ser representativos de la evolución del efectivo en manos del público, puesto que debería descontarse el efectivo mantenido en caja por parte de las instituciones de crédito, que, aunque tradicionalmente representa un porcentaje muy bajo respecto al total en circulación, durante las primeras semanas de 2002 puede estar registrando unos niveles relativamente altos, por motivos logísticos, asociados al proceso de canje.

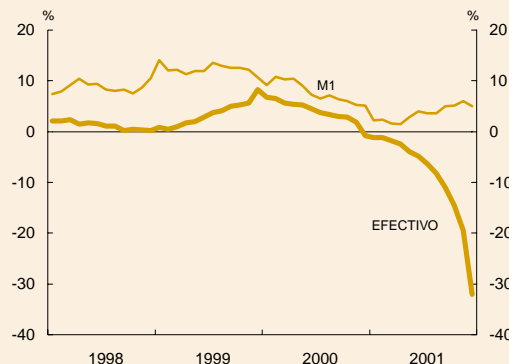
El grado de implantación del euro frente a las denominaciones nacionales queda de manifiesto en la denominada «*ratio* de avance al euro», que recoge el porcentaje del valor de billetes de euro en circulación frente al total de billetes —denominados en moneda nacional y en euros—. En el gráfico 2 adjunto puede observarse la rápida implantación del euro en las primeras semanas de enero: el 25 de enero, la *ratio* se situaba en el 66% en el conjunto de la UEM y en un porcentaje muy similar en el caso de España.

Algunos datos adicionales complementan la valoración sobre el grado de introducción del euro en España. El 25 de enero de 2002, el saldo de billetes de euros puestos en circulación por el Banco de España era de 36,2 mm, de los que un 62% correspondía a billetes de baja denominación (5, 10, 20 y 50 €) y un 38% correspondía a los de alta denominación (100, 200 y 500 €). En esa fecha, el saldo de billetes en pesetas se había reducido en un 57% respecto al nivel alcanzado a 31 de diciembre de 2001. El proceso de sustitución de la moneda metálica está siendo algo más lento, lo que resulta lógico, dado que la moneda representa una mercancía mucho más difícil de transportar y manejar. A 25 de enero, el saldo de monedas puestas en circulación en España era de 3,8 mm de euros, de los que 1,6 mm correspondían a la nueva moneda, lo que supone una *ratio* de avance de las monedas de euro del 42%.

Dada la evolución de este proceso, puede concluirse que la sustitución de los billetes y monedas nacionales por los de euro entre el público se habrá completado casi en su totalidad antes del 28 de febrero de 2002, plazo límite que habían fijado la mayoría de los países del área para que las monedas nacionales pudieran seguirse utilizando como medio de pago. En cualquier caso, estas podrán todavía ser canjeadas por euros durante unos meses en las entidades de crédito (hasta el 30 de junio, en el caso español) y durante un plazo mucho más prolongado en los bancos centrales, que puede llegar a ser, incluso, ilimitado, como ocurre en el Banco de España.

GRÁFICO 1

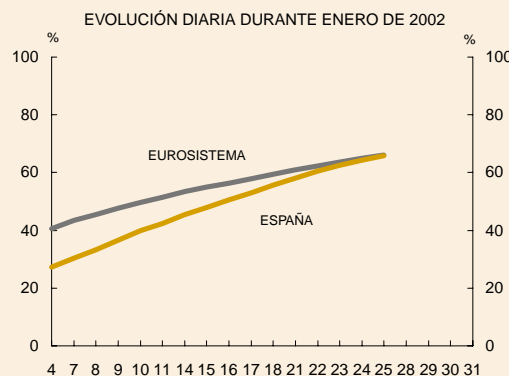
Evolución del efectivo y del agregado M1 en la UEM (a)



Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.
(a) Tasas interanuales, sin centrar, de la serie original.

GRÁFICO 2

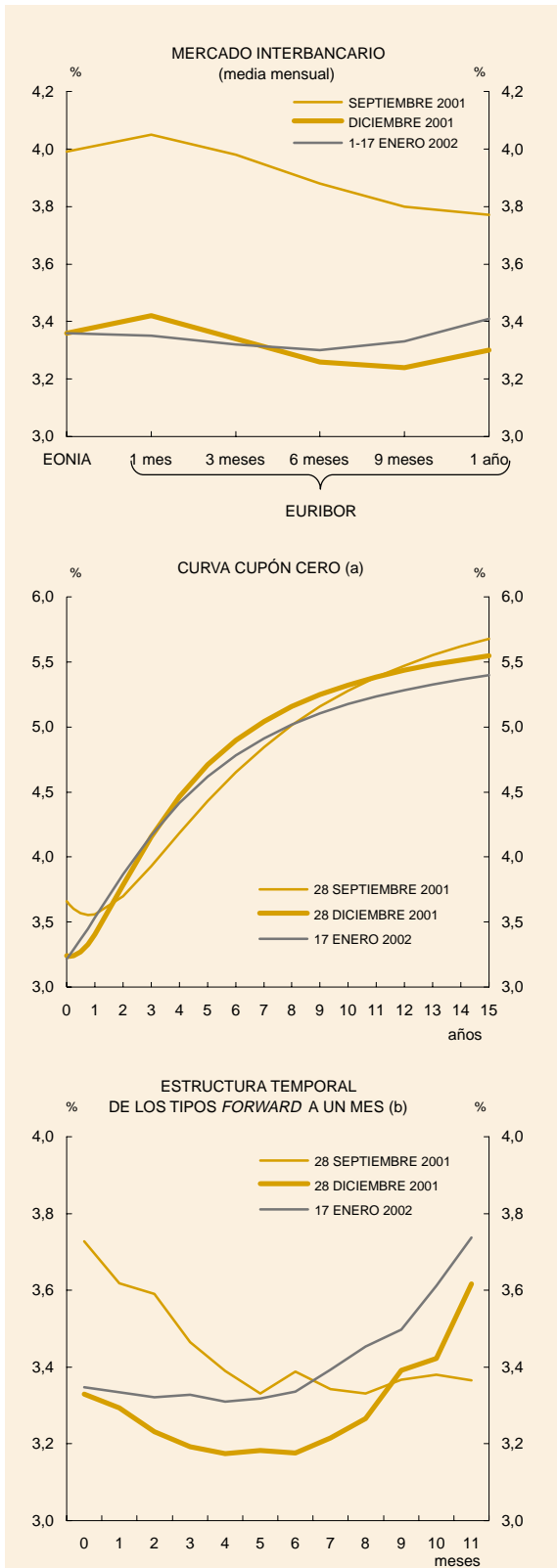
Ratio de avance al euro (a)



Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.
(a) Porcentaje de billetes de euro sobre el total de billetes en circulación.

GRÁFICO 12

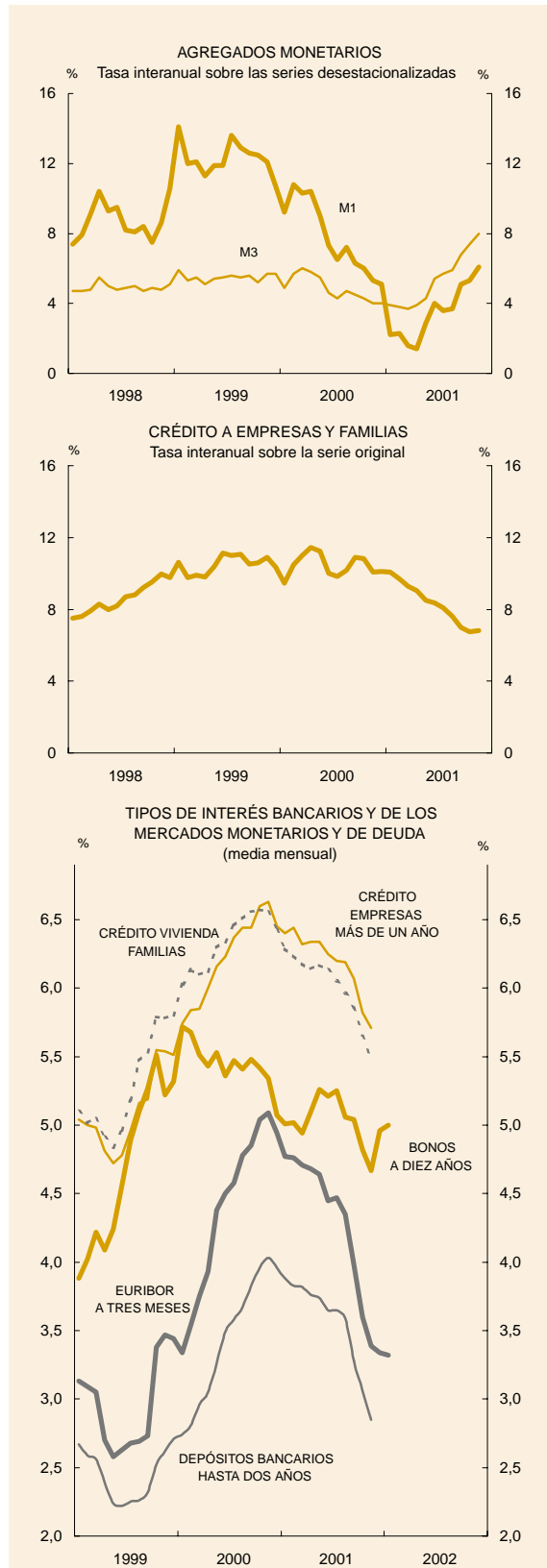
Zona del euro
Curva de rendimiento por plazos



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

GRÁFICO 13

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



Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.

embargo, el euro se ha apreciado notablemente a lo largo del trimestre (véase gráfico 11). Al cierre de este *Boletín*, el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a los países desarrollados se situaba alrededor de su nivel de principios de septiembre.

A lo largo del cuarto trimestre, las cotizaciones bursátiles del área del euro experimentaron una recuperación apreciable desde los valores mínimos que alcanzaron a finales de septiembre. Hasta cierto punto, esto ha supuesto una normalización de los mercados bursátiles, fuertemente afectados por los atentados de septiembre. Esta evolución no es ajena a las decisiones de política económica adoptadas a lo largo del período y a la evolución del conflicto político-militar, que han facilitado una mejoría de la confianza de los agentes con respecto a la situación y perspectivas del entorno político internacional y de la evolución económica de los principales países industrializados y, en particular, del área del euro. En cualquier caso, el año 2001 se cerró con caídas de casi el 20% en el índice Dow Jones EURO STOXX amplio y del 6% en el Índice General de la Bolsa de Madrid. Hasta el 28 de enero, el índice Dow Jones EURO STOXX ha experimentado una disminución del 1,6%, similar a la del Índice General de la Bolsa de Madrid, pese a que, en este caso, la evolución de la situación en Argentina ha afectado a las cotizaciones de algunas empresas de gran tamaño.

El agregado monetario M3 del área del euro, corregido ya de las tenencias de activos líquidos en manos de no residentes, registró en el transcurso del cuarto trimestre una notable aceleración. En diciembre, su tasa interanual de variación alcanzó el 8%, cinco décimas más que en octubre, de modo que su crecimiento interanual medio en el trimestre octubre-diciembre se elevó hasta el 7,8%, frente al 7,4% del trimestre septiembre-noviembre. No obstante, esta evolución no parece señalar la existencia de riesgos inflacionistas en el medio plazo, dado que se explica, básicamente, por una se-

rie de factores de naturaleza transitoria, asociados, en gran medida, a un aumento de la preferencia por la liquidez, ante la gran incertidumbre existente en los mercados financieros. El agregado estrecho M1, por su parte, creció en diciembre un 5%, frente al 6% del mes anterior. Dentro de este agregado se ha conjugado una importante reducción del efectivo con un aumento de los depósitos a la vista, que, tal como se expone en el recuadro 2, está relacionado con el canje físico de las monedas nacionales al euro. Por último, el 6 de diciembre del pasado año el Gobierno del BCE decidió mantener en el 4,5% anual el valor de referencia del crecimiento monetario del agregado M3.

En lo que concierne a las contrapartidas de los agregados monetarios, en los últimos meses del año se moderó la gradual desaceleración que venía mostrando el crédito concedido en la UEM al sector privado residente, agregado más ligado a las decisiones de gasto, de modo que su tasa de variación interanual en diciembre, del 6,7%, fue cuatro décimas inferior a la observada en septiembre. La evolución reciente del crédito viene dominando el impacto de la desaceleración del producto. Según los datos disponibles del crédito por finalidades y agentes hasta el tercer trimestre, la pérdida de ritmo del crédito observada en ese período se debía tanto al comportamiento de las empresas no financieras como de las familias y, dentro de ellas, tanto al crédito de consumo como al de adquisición de vivienda. En España, la desaceleración de la financiación otorgada al sector privado no financiero ha sido similar a la del conjunto del área, aunque todavía continúa expandiéndose a ritmos sustancialmente más elevados. En particular, la financiación recibida por el sector privado no financiero creció a una tasa interanual del 14,3% en diciembre, frente al 14,8% que se observaba en septiembre, mientras que el crédito concedido por las entidades residentes, que es su componente principal, se desaceleró, desde el 1,36% al 12,6% en el mismo período.

4. La economía española

En el segundo semestre de 2001, la economía española recibió el impacto derivado de la desaceleración de la economía mundial, que ya se había manifestado en los meses de verano y que se intensificó en el cuarto trimestre, reforzando la fase de desaceleración cíclica en España. En consecuencia, la aportación de la demanda exterior al crecimiento del producto fue aumentando progresivamente su carácter contractivo, debido a la pérdida de dinamismo de las exportaciones, mientras que la demanda interna moderó, en alguna medida, su tendencia a la desaceleración. El avance del gasto interior se vio sostenido tanto por un entorno financiero favorable, propiciado por la suavización de las condiciones monetarias, como por la capacidad para generar empleo, que siguió manteniendo la economía. No obstante, la inversión productiva, que ya venía mostrando un tono de creciente debilidad, se situó en registros claramente negativos, especialmente afectada por el retroceso de los mercados de exportación y por el deterioro general de las expectativas. En conjunto, se estima que el PIB en términos reales, tras registrar una tasa de variación interanual del 2,6% en el tercer trimestre del pasado año, según las últimas cifras de las CNTR, habría aumentado un 2,3% en el cuarto, cerrando el año 2001 con un avance del 2,8%, más de un punto porcentual por debajo del alcanzado en 2000 (véase gráfico 14).

El crecimiento relativamente estable de la demanda nacional en el segundo semestre del año, período en el que mantuvo tasas interanuales en torno al 2,7%, fue consecuencia de la evolución sostenida del consumo privado y del dinamismo que conservó la inversión en construcción, factores que permitieron compensar el persistente deterioro de la inversión en equipo. En el conjunto del año, se estima que el gasto interior se incrementó un 2,9%, frente al 4,2% del año 2000. Por su parte, la aportación de la demanda exterior al crecimiento habría alcanzado en el año 2001 una magnitud similar a la de 2000 (-0,2 p.p.), aunque con un perfil muy diferente: mientras que en el año 2000 fue mejorando, en 2001, como ya se ha mencionado, sufrió el proceso contrario, estimándose que pudo haber sustraído en torno a medio punto de crecimiento del PIB en el cuarto trimestre, en medio de un acusado deterioro de las exportaciones y un mantenimiento del ritmo de avance de las importaciones, en un entorno de notable moderación de los precios de importación.

Desde la óptica de la actividad, la pérdida de empuje experimentada en los meses finales del pasado año se plasmó en un nuevo debilitamiento de la actividad industrial, que, al menos en tasas intertrimestrales, registró un retroceso,

y en una desaceleración más intensa de los servicios de mercado. La moderación de la actividad productiva se tradujo en una nueva reducción del ritmo de crecimiento del empleo, que, tras aumentar un 2,3% interanual en el tercer trimestre, dos décimas por debajo del incremento experimentado el trimestre anterior, habría aproximado su tasa de variación al 2% en los últimos meses de 2001, a la vez que el desempleo comenzaba a incrementarse. Esta evolución del producto y del empleo determinó el mantenimiento de un ritmo reducido de avance de la productividad, que no habría superado el 0,3% en el conjunto del año.

La información disponible muestra que la remuneración del trabajo registró un repunte a lo largo del pasado año, de mayor magnitud en la economía de mercado, que dio lugar a una aceleración de los costes laborales unitarios, aunque posiblemente algo menos intensa que la señalada por la CNTR hasta el tercer trimestre. A este comportamiento de los costes, reflejo tanto del mayor incremento de los salarios en convenio como de la desaceleración de la productividad, se unió una ampliación de márgenes, dando lugar a un aumento de los deflatores internos de la economía. No obstante, el buen comportamiento de los precios de importación, en la segunda parte del año, propició un proceso de moderación de los principales indicadores de precios finales, similar al observado en el conjunto de la UEM. Ello permitió que el diferencial de inflación se redujera hasta 0,7 p.p. en el último mes del año.

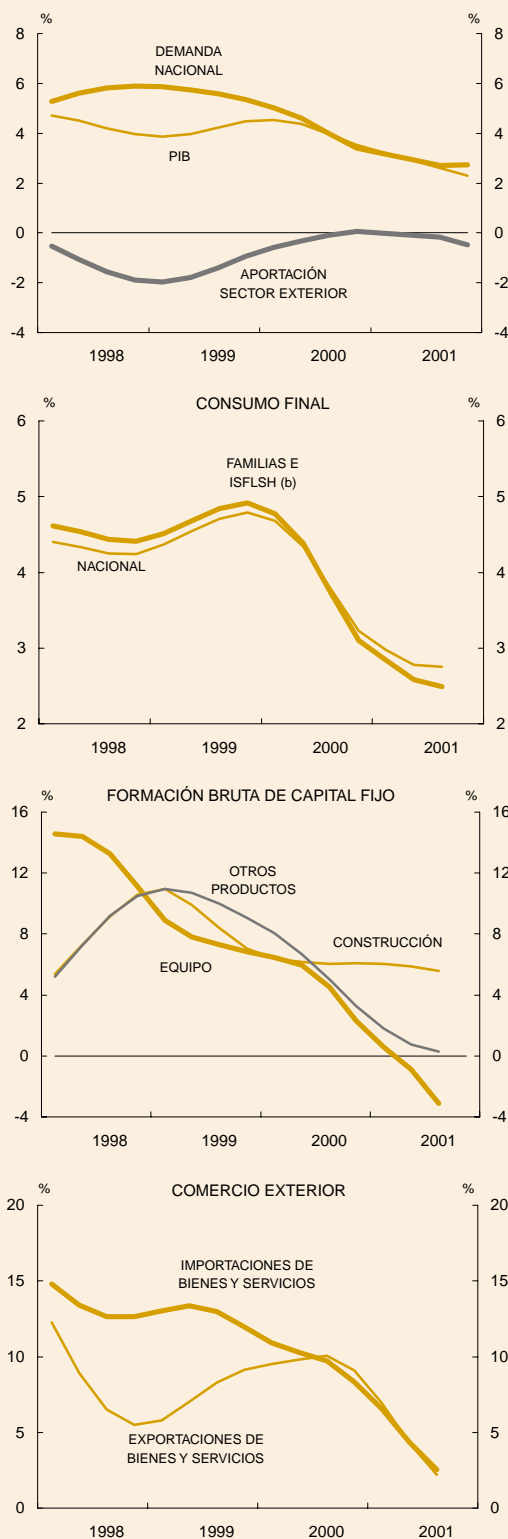
4.1. Demanda

A lo largo de los tres primeros trimestres de 2001, el gasto en consumo final de los hogares prolongó, aunque de forma algo más suave, la senda de desaceleración que había iniciado al comienzo del año 2000, situando su crecimiento interanual en el 2,5%, en el tercer trimestre. La información disponible sobre el comportamiento del consumo en el cuarto trimestre, todavía muy parcial, indica que su ritmo de avance se habría mantenido en torno a esa cifra, dando lugar a un incremento del 2,6% en el conjunto del año. Este crecimiento, que supone un recorte de más de un punto en relación con el 4% alcanzado en 2000, permitió a los consumidores recuperar ligeramente su tasa de ahorro.

Los indicadores más directamente relacionados con el gasto de las familias apuntan una cierta estabilidad en el ritmo de expansión del consumo privado en los meses finales de 2001. Con información todavía incompleta, las disponibilidades de bienes de consumo habrían cre-

GRÁFICO 14

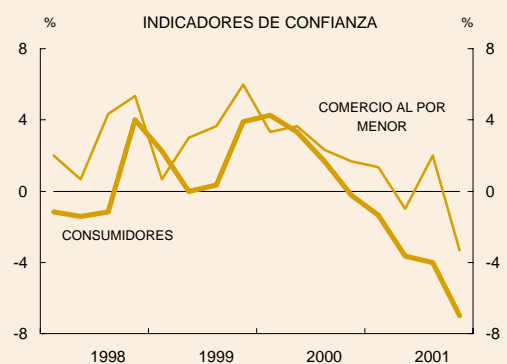
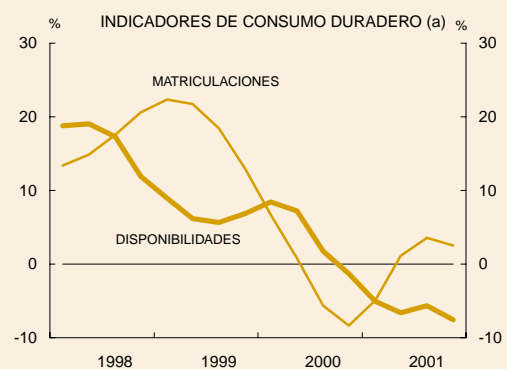
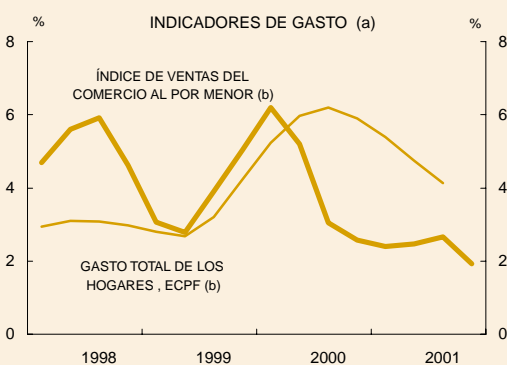
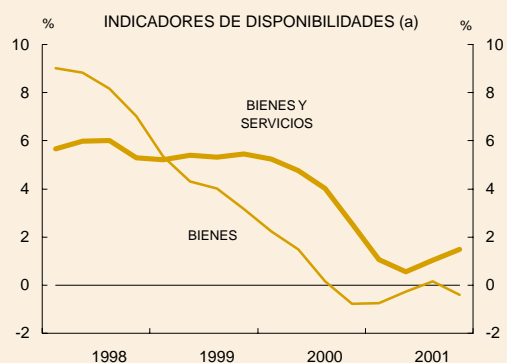
Principales agregados macroeconómicos (a)



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

GRÁFICO 15

Indicadores de consumo privado



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Dirección General de Tráfico y Banco de España.
 (a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.
 (b) Deflactado por el IPC.

cido en ese período a tasas similares a las registradas en los trimestres anteriores (véase gráfico 15). El perfil de crecimiento estable a lo largo del pasado año fue el resultado de comportamientos dispares en los componentes del índice. Las disponibilidades de bienes de consumo alimenticio mostraron un notable dinamismo, que compensó la evolución negativa del componente no alimenticio y, en particular, de los bienes duraderos. El índice de ventas del comercio al por menor moderó su ritmo de avance en el mes de noviembre, generalizándose el tono de mayor debilidad a todos sus componentes, aunque las ventas de alimentos continuaron mostrando incrementos elevados, en consonancia con la información reflejada por el índice de disponibilidades. Por otra parte, la matriculación de automóviles, que se había recuperado significativamente en los primeros trimestres del año, tendió a estabilizar su ritmo de crecimiento en los últimos meses, registrando un aumento del 2,2% en el conjunto de 2001, frente a la caída del 2,4% observada en 2000. Por su parte, el indicador de confianza de los consumidores mostró una tendencia descendente en el cuarto trimestre, que ya se había venido observando en los períodos precedentes, debido, básicamente, al deterioro de las perspectivas de empleo y al empeoramiento en la percepción de la posibilidad de ahorrar en el futuro próximo, en un contexto de expectativas al alza sobre la evolución de los precios.

La desaceleración del consumo de los hogares en el conjunto de 2001 es coherente con la evolución estimada de su renta real disponible y con la pérdida de valor experimentada por la riqueza financiera de las familias en ese año, muy ligada a la evolución bursátil. El crecimiento de las rentas salariales fue inferior al de 2000, ya que el menor ritmo de creación de empleo compensó con creces el mayor avance de la remuneración por asalariado; además, la aportación neta de las AAPP al crecimiento de la renta fue menos expansiva que en ejercicios anteriores, en parte porque la no deflación de las tarifas del IRPF impulsó los pagos por impuestos directos. El mayor incremento de los precios de consumo, en el promedio del año 2001, en relación con 2000, contribuyó a reducir el poder adquisitivo de la renta. En este contexto, la pérdida de valor de la riqueza financiera neta ayuda a explicar tanto el menor dinamismo del gasto como la ligera recuperación de la tasa de ahorro a lo largo del pasado año.

Las últimas cifras de la CNTR introdujeron una sensible revisión al alza de la tasa de crecimiento interanual del consumo público, en términos reales, en la primera parte del año 2001, y situaron el incremento de este agregado en el tercer trimestre en el 3,6%. Sin embargo, la in-

formación disponible permite estimar una desaceleración del consumo final de las AAPP en el cuarto trimestre, que se prolongaría a lo largo del año 2002, en línea con el objetivo de mantenimiento del equilibrio presupuestario del conjunto de las AAPP para dicho año.

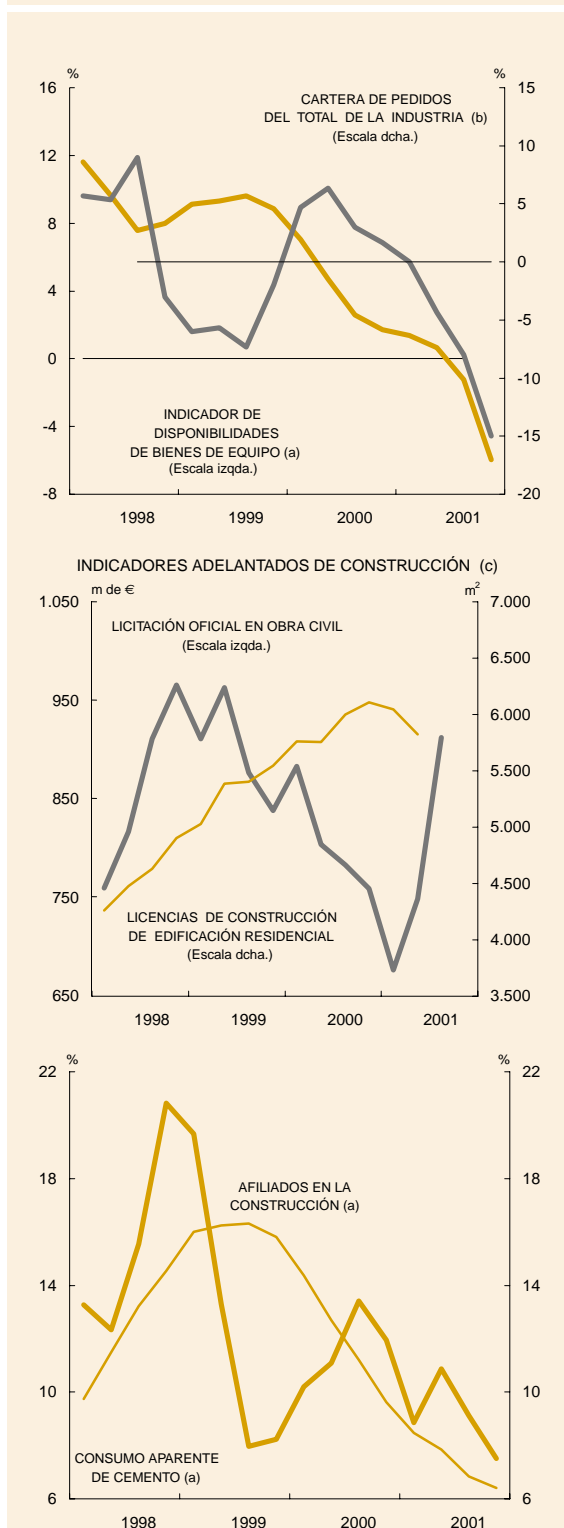
En el tercer trimestre de 2001, la formación bruta de capital fijo prolongó la tendencia a la desaceleración que la ha venido caracterizando desde principios de 1999, alcanzando una tasa de crecimiento interanual del 2%, nueve décimas por debajo de la registrada en el trimestre precedente. La reducción en el ritmo de crecimiento de la inversión en los meses de verano fue consecuencia, principalmente, de la importante contracción experimentada por la inversión en bienes de equipo, -3,1% en tasa interanual, mientras que el gasto en construcción y la inversión en otros productos solo moderaron ligeramente su ritmo de avance. Se estima que en los últimos tres meses de 2001 la formación bruta de capital fijo registró una tasa de crecimiento interanual cercana a la alcanzada en el trimestre precedente, debido al empuje que conservó la inversión en construcción, mientras que la inversión en bienes de equipo habría seguido deteriorándose. Ello supondría un incremento de la formación bruta de capital fijo del 2,7% en el conjunto del año, casi tres puntos menos que en 2000.

En relación con la inversión en equipo, la información, todavía incompleta, sobre el índice de disponibilidades de estos bienes en el último trimestre del pasado año ha agudizado su perfil de deterioro, tal y como se refleja en el panel superior del gráfico 16. En la misma línea, las opiniones sobre la cartera de pedidos de la industria, proporcionadas por la encuesta de coyuntura industrial con información hasta diciembre, empeoraron considerablemente a partir del tercer trimestre, fruto del descenso en la cartera tanto nacional como extranjera; también el indicador de clima industrial en el sector de bienes de equipo ha registrado un retroceso significativo en los meses finales del año. Por otra parte, los resultados de la encuesta semestral de inversiones en la industria correspondientes al pasado otoño, según la cual los empresarios estiman un descenso del 3% de la inversión, en términos nominales, en el año 2001, avalarían la contracción de la inversión en equipo que reflejan los datos de la CNTR hasta el tercer trimestre, y que, teniendo en cuenta la información disponible para el cuarto trimestre, podría haberse situado en torno al -1,7%, en el conjunto del año.

Parece claro, como se ha señalado anteriormente, que la atonía de los mercados de exportación ha contribuido a intensificar, en la segunda

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.

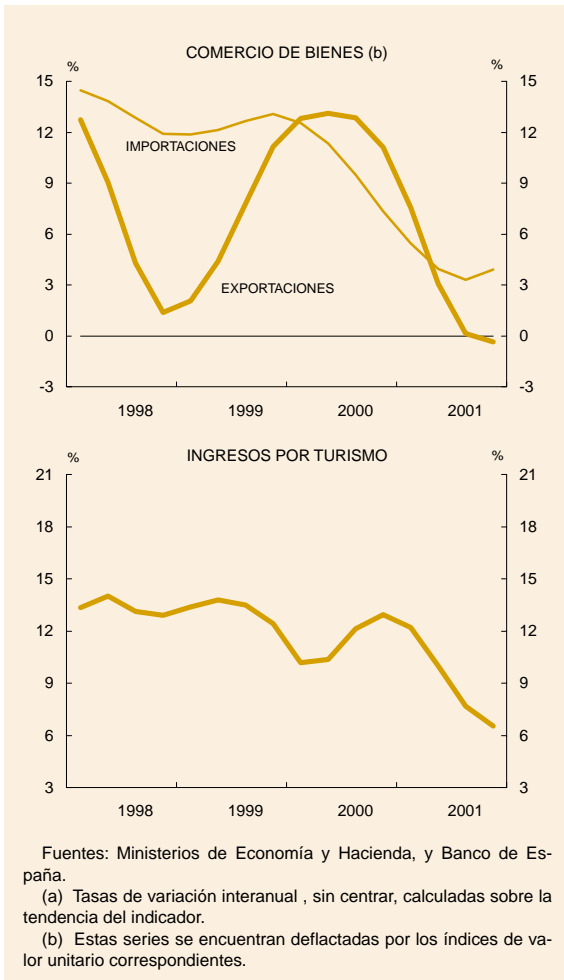
(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

(b) Nivel, serie original.

(c) Medias móviles anuales.

GRÁFICO 17

Comercio exterior (a)



parte del pasado año, el progresivo debilitamiento que venía mostrando la inversión productiva con anterioridad. Cabe señalar que la información procedente de la Central de Balances Trimestral del Banco de España ha recogido una desaceleración de los resultados de las sociedades no financieras hasta el tercer trimestre del año, si bien la rentabilidad del activo neto y la *ratio* de apalancamiento —diferencial entre dicha rentabilidad y los intereses por financiación recibida— se mantienen elevadas, lo que pone de manifiesto que su situación financiera permanece saneada, y no constituiría, en principio, un obstáculo para la reactivación de los planes de inversión, que podría producirse ante una mejoría de perspectivas económicas.

La información coyuntural disponible señala que la inversión en construcción siguió siendo el componente más dinámico de la demanda interna en la parte final del año pasado, tras incrementarse un 5,6% en el tercer trimestre, según la CNTR. Los indicadores contemporáneos aportan evidencia de distinto signo sobre el

perfil del gasto en el último trimestre. Así, el consumo aparente de cemento continuó moderando su ritmo de avance hasta el mes de noviembre y los indicadores de empleo también apuntan hacia una cierta suavización adicional del crecimiento (véase gráfico 16). Por su parte, la producción de materiales para la construcción mantuvo, hasta el mes de noviembre, la notable progresión iniciada a principios del pasado año.

Por otra parte, la encuesta coyuntural de la construcción (ECIC), que solo está disponible para el primer semestre de 2001, ha mostrado un repunte en el valor de los trabajos realizados en el sector, en ese período, derivado de una notable recuperación de la obra civil y, en menor medida, de la edificación no residencial, así como una desaceleración de la edificación residencial, dentro de tasas todavía bastante positivas. Los datos de licitación oficial —tanto de obra civil como de edificación— y la evolución de las licencias y visados de edificación apuntarían hacia una prolongación de esas tendencias en la segunda mitad del año y en trimestres sucesivos (véase gráfico 16). En el caso de edificación residencial, esta progresiva moderación sería coherente con la desaceleración experimentada por la renta disponible de las familias y los acusados incrementos de precios registrados en el pasado reciente.

De acuerdo con los resultados de la CNTR, en el tercer trimestre de 2001 la inversión en existencias contribuyó en una décima al crecimiento del PIB. La información más actualizada, procedente de los datos de la encuesta de coyuntura industrial hasta el mes de noviembre, reflejó el mantenimiento de unos niveles de *stocks* notablemente superiores a los deseados para los distintos tipos de bienes, que sería compatible con una nueva aportación positiva de las existencias en el cuarto trimestre.

Como se señaló al inicio del capítulo, la demanda exterior neta detrajo dos décimas del crecimiento del producto en el tercer trimestre, confirmando e intensificando el cambio de signo observado el trimestre anterior, y la información, aún muy incompleta, correspondiente al último trimestre de 2001 apuntaría hacia una ampliación adicional de la aportación negativa en ese período. Las exportaciones de bienes y servicios, que habían iniciado una suave ralentización en los últimos meses de 2000, agudizaron su desaceleración a lo largo del pasado ejercicio, como consecuencia del debilitamiento del comercio mundial, alcanzando en los meses de verano una tasa interanual del 2,2%; esta tasa se redujo nuevamente en los meses finales del año, en consonancia con el clima de fuerte incertidumbre y el empeoramiento de las

expectativas que se produjo a raíz de los atentados del pasado 11 de septiembre. Además, al contrario que en el año 2000, en 2001 se produjo una pérdida de competitividad de las exportaciones, derivada de la evolución de los precios y costes relativos de los productos españoles, en un contexto de estabilidad del tipo de cambio del euro. Por su parte, las importaciones también recortaron en casi dos puntos porcentuales su tasa de crecimiento interanual en el tercer trimestre, hasta situarse en el 2,6%, de acuerdo con la moderación de la demanda final, aunque habrían tendido a estabilizar su ritmo de avance en el último trimestre, apoyadas en el sostenimiento del consumo privado y en la significativa moderación de sus precios.

De acuerdo con las cifras de Aduanas, las exportaciones de bienes registraron una tasa de variación real del -0,6% en octubre, en relación con el mismo mes del año anterior, tras el crecimiento nulo observado en el promedio del tercer trimestre, acentuando la tónica de intensa desaceleración que vienen mostrando desde la primavera pasada. En conjunto, a lo largo de los primeros diez meses del pasado año, las exportaciones totales moderaron su crecimiento real hasta el 3,8%, frente al 12,5% observado en el mismo período del año anterior, y su evolución tendencial, recogida en el gráfico 17, proyecta un debilitamiento adicional de las ventas al exterior en el último trimestre de 2001.

Por destinos geográficos, cabe destacar la debilidad de las ventas dirigidas a la Unión Europea desde mediados del pasado ejercicio: en el mes de octubre las exportaciones nominales a la UE registraron una caída interanual del 0,9%, frente al avance nominal del 7,8% en el conjunto de los diez primeros meses del año, siendo especialmente significativa la pérdida de vigor de las ventas destinadas a Francia y Alemania, nuestros dos principales socios comerciales. Las ventas a los mercados extracomunitarios también tendieron a intensificar el perfil de notable desaceleración iniciado en la primavera de 2001: en el mes de octubre las exportaciones extracomunitarias registraron un descenso nominal del 1,6%, en tasa interanual, alcanzando un incremento del 5,9% en el conjunto de los diez primeros meses de 2001, frente al 26,5% registrado en el mismo período del año anterior. Por grupos de productos, todos los componentes moderaron notablemente su ritmo de crecimiento entre enero y octubre, especialmente las exportaciones de bienes de equipo (-6,8% en términos reales) y las ventas de bienes de consumo, debido, en parte, a la menor demanda de automóviles.

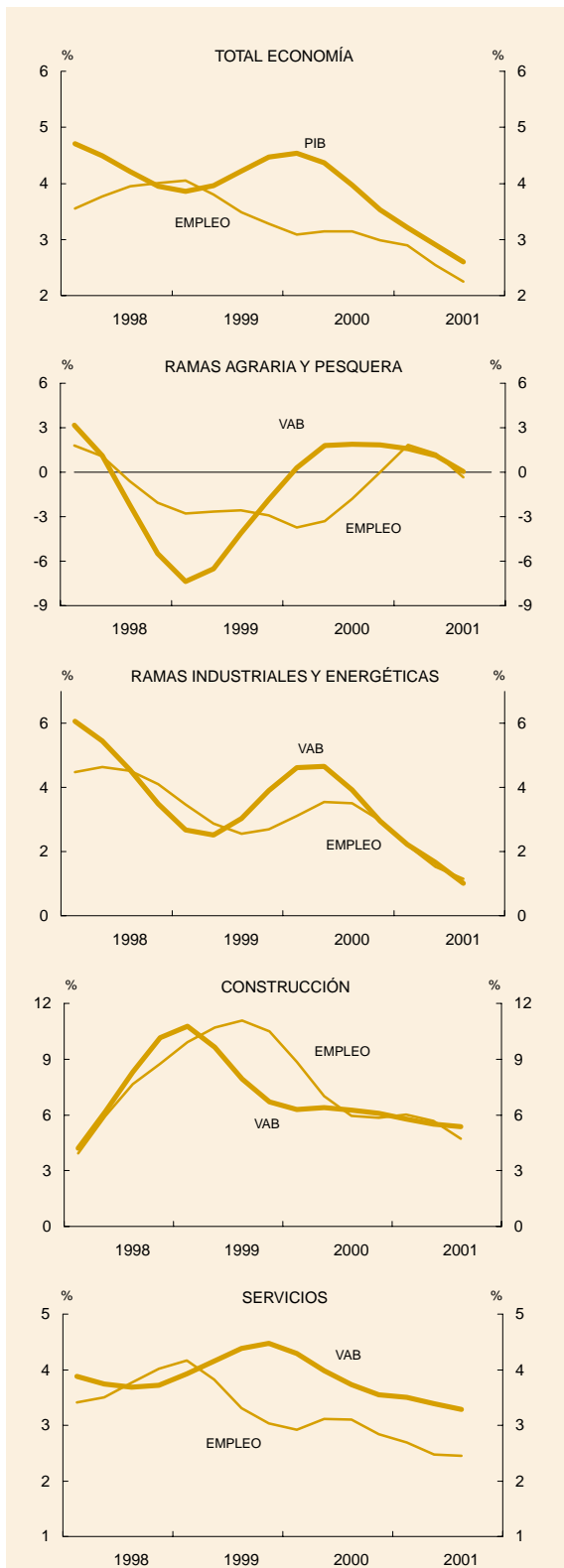
En cuanto a las exportaciones de servicios, en el tercer trimestre de 2001 los ingresos no-

minales por turismo moderaron su ritmo de avance, en línea con la tendencia iniciada en los primeros meses del pasado año (véase gráfico 17). Esta evolución está en consonancia con el comportamiento de los indicadores reales —visitantes extranjeros entrados por fronteras y viajeros extranjeros alojados en hoteles—, que a partir de septiembre acusaron los efectos sobre el sector de los ataques terroristas contra Estados Unidos. No obstante, en el conjunto del período enero-noviembre el número de turistas aumentó en un 3,7%, por encima del 2,3% registrado en el año 2000. Por países de procedencia, los resultados más negativos corresponden al turismo procedente de Estados Unidos y de América Latina; los turistas procedentes de los dos principales países emisores, Reino Unido y Alemania —cuya aportación al total de turistas entrados se cifra en torno al 50%—, mostraron evoluciones dispares, manteniendo los primeros tasas de crecimiento positivas, si bien más moderadas que en el año precedente, y experimentando una fuerte contracción los segundos, en los últimos meses. Por su parte, los servicios no turísticos prolongaron su moderación durante el tercer trimestre, de acuerdo con la mayor debilidad de las exportaciones de mercancías y de la entrada de visitantes extranjeros; adicionalmente, la pérdida de vigor mostrada por los flujos de inversiones en el exterior, a lo largo de 2001, ha truncado el fuerte dinamismo experimentado por los servicios financieros en los años precedentes.

De acuerdo con los datos de Aduanas, las importaciones reales aceleraron su ritmo de crecimiento interanual hasta el 5,5% en el mes de octubre, tras la intensa moderación que reflejaron en el conjunto del tercer trimestre. Este resultado está influido, en parte, por la comparación con un período en el que se inició una importante ralentización de las importaciones; de hecho, en el promedio de los diez primeros meses de 2001 las compras al exterior aumentaron un 4,7% en términos reales, la mitad del crecimiento registrado en el mismo período de 2000. Dada la variabilidad que caracteriza a estos flujos, la valoración de un único dato del cuarto trimestre ha de ser necesariamente cauta, si bien la tendencia apunta hacia un crecimiento de las importaciones reales, en ese período, del orden del registrado en el tercer trimestre (véase gráfico 17). Por grupos de productos, destaca el retroceso de las compras de bienes de equipo (un 5,6%, en términos reales, en el período enero-octubre), mientras que las importaciones destinadas al consumo registraron un avance interanual del 10,5% en ese mismo período, debido principalmente al abultado crecimiento de las compras destinadas al consumo alimenticio. Las compras de bienes inter-

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.

medios no energéticos aumentaron un 5,7% en el conjunto de los diez primeros meses, acelerando su ritmo de avance en octubre, en un contexto de fuerte moderación de sus precios y tras experimentar una importante ralentización en el tercer trimestre. El descenso de los precios impulsó el crecimiento de las importaciones reales de energía, que entre enero y octubre aumentaron un 5,8%.

Por último, las importaciones reales de servicios continuaron ralentizándose en el tercer trimestre de 2001, con una tasa de crecimiento interanual del 3,4%, según la CNTR. Los pagos nominales por turismo reflejaron una suave desaceleración en ese período, aunque en el conjunto de los nueve primeros meses del año su incremento alcanzó un 13,4%, favorecido por la mayor estabilidad del euro a lo largo del período. En cuanto a los pagos por servicios no turísticos, los datos de la Balanza de Pagos registraron una importante moderación en el conjunto del tercer trimestre, acorde con la ralentización de las importaciones de mercancías y la pérdida de vigor de las inversiones extranjeras.

4.2. Producción y empleo

Desde el punto de vista de la actividad, todas las ramas productivas de la economía de mercado contribuyeron a la desaceleración del PIB en el tercer trimestre de 2001. En las ramas primarias este proceso se acentuó en los meses de verano, en los que el valor añadido registró una tasa de variación interanual prácticamente nula (0,1%), de acuerdo con las estimaciones de la CNTR (véase gráfico 18). Como en trimestre anteriores, la pérdida de ritmo vino ocasionada por el retroceso de la producción agrícola, mientras que la producción ganadera mantuvo su evolución a lo largo de una senda de creciente dinamismo. Paradójicamente, las caídas en la producción agrícola, generalizadas a un elevado número de cultivos, entre los que destacan los cereales, han coincidido con un año hidrológico muy positivo, en su conjunto, si bien la localización geográfica y la pauta temporal de las lluvias resultaron ser perjudiciales para la producción.

La evolución de la actividad industrial a lo largo del año pasado vino marcada por el débil pulso de la economía internacional y la pérdida de pujanza de la demanda nacional. De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, en el tercer trimestre de 2001 la tendencia a la desaceleración de la actividad industrial se intensificó y el ritmo de avance interanual del valor añadido se redujo hasta el 1%, siete décimas por debajo del registro del trimestre precedente. Cabe destacar los recortes de producción de la

industria transformadora de los metales, que se generalizaron a la totalidad de las actividades que lo conforman, pero fueron especialmente notables en la fabricación de los productos relacionados con las tecnologías de la información y la comunicación, como el material electrónico y las máquinas de oficina. De acuerdo con la información coyuntural más actualizada, la pérdida de vigor de la actividad industrial se agudizó en los últimos meses del año pasado. Tras varios meses sin mostrar una tendencia clara, el índice de producción industrial (IPI) registró un sensible retroceso en noviembre, arrastrado por el comportamiento marcadamente contractivo de la producción de bienes de equipo, muy afectada, a su vez, por el empeoramiento de las perspectivas de las empresas. De hecho, el indicador de clima industrial retrocedió en el cuarto trimestre, debido al deterioro de la valoración de la cartera de pedidos y de la tendencia de la producción, mientras que se apreciaba un nivel elevado de existencias no deseadas. Otros indicadores refuerzan la impresión de que el punto de inflexión en la evolución coyuntural de la industria aún no se ha producido; así, el número de afiliados a la Seguridad Social pasó a registrar una tasa interanual negativa en el mes de noviembre, tras diez meses de incrementos interanuales cada vez más modestos.

En el tercer trimestre del pasado año, la construcción continuó siendo la actividad más dinámica, a pesar de la suave desaceleración que registró su valor añadido, cuya tasa de variación interanual se situó en el 5,4%, según las estimaciones de la CNTR. En el año 2001, el dinamismo de esta rama de actividad se apoyó en la ingeniería civil —concretamente, en la realización de infraestructuras— y, en menor grado, en la edificación no residencial. Como se ha comentado al analizar el gasto en construcción, los indicadores contemporáneos de esta actividad proyectan una continuidad de estas tendencias para los últimos meses de 2001.

El menor empuje de la actividad en el tercer trimestre de 2001 también tuvo su reflejo en los servicios, donde la pérdida de tono del consumo interno y el menor avance de la producción industrial redujeron en una décima la tasa de crecimiento interanual de las actividades terciarias, que se situó en el 3,3% según la CNTR, en línea con el perfil de suave desaceleración observado desde el año 2000. El deterioro afectó exclusivamente a los servicios de mercado, mientras que los servicios prestados por las Administraciones Públicas registraron un comportamiento expansivo. La información coyuntural relativa a los últimos meses del año 2001 señala una ralentización adicional en la mayoría de las actividades terciarias. En particular,

tanto el indicador de clima del comercio minorista, en el conjunto del cuarto trimestre, como el índice de comercio al por menor de octubre y noviembre apuntarían en esa dirección; sin embargo, las afiliaciones a la Seguridad Social, en el conjunto de actividades de comercio y reparación, con información hasta el mes de noviembre, proyectan un mantenimiento de su ritmo de avance en el último trimestre, en contraste con el perfil descendente observado a lo largo del año. El sector de la hostelería terminó acusando el impacto de los ataques terroristas del 11 de septiembre, lo que explica las tasas de variación negativas registradas tanto en las estadísticas de viajeros como en las pernoctaciones en hoteles, cuya información alcanza hasta noviembre. La actividad en los transportes y comunicaciones también perfila una evolución desacelerada en los meses finales del año, determinada por la contracción en el transporte aéreo, tanto de pasajeros como de mercancías, así como por la pérdida de tono de las telecomunicaciones, que no estaría siendo compensada por el mayor vigor del transporte terrestre. En cuanto al resto de actividades de los servicios de mercado, la reducción del dinamismo es común a la mayoría de ellas, con la excepción de los servicios inmobiliarios y de alquiler, que, según la información de los afiliados a la Seguridad Social hasta noviembre, habrían estabilizado su ritmo de crecimiento, tras la aguda desaceleración registrada a lo largo de los diez primeros meses del año.

La moderación de la actividad productiva en el tercer trimestre de 2001 se reflejó en una evolución similar del empleo, que, de acuerdo con la CNTR, se incrementó un 2,3% en tasa interanual y medido en términos de puestos de trabajo equivalentes a jornada completa, tasa inferior en dos décimas a la registrada en el trimestre anterior; ello se tradujo en un modesto avance de la productividad aparente del trabajo, del 0,3%, similar al observado en el primer semestre del año. La ralentización del proceso de generación de nuevos puestos de trabajo a lo largo del verano se reflejó con mayor intensidad en las afiliaciones a la Seguridad Social, que mostraron un crecimiento interanual del 3,4%, frente al 4,3% que habían registrado en el trimestre anterior, mientras que el avance de los ocupados de la encuesta de población activa (EPA) se mantuvo estabilizado en el 1,8%, en dicho período. La tendencia hacia un crecimiento más pausado del empleo podría haber continuado en el último trimestre del año pasado, dada la evolución de las afiliaciones a la Seguridad Social en ese período, en el que experimentaron un incremento interanual del 3,3%, y el aumento interanual del paro registrado entre octubre y diciembre, frente a los descensos observados hasta el tercer trimestre.

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, la generación de nuevos puestos de trabajo perdió empuje en todas las ramas de actividad entre julio y septiembre, salvo en los servicios no orientados al mercado. La construcción continuó siendo la rama de actividad donde el proceso de creación de empleo reviste mayor intensidad, pese a que sufrió el mayor recorte (1 p.p.) en el ritmo de avance de la ocupación, que pasó a ser del 4,7%, en tasa interanual. Esta desaceleración del empleo, de una intensidad muy superior a la experimentada por el valor añadido, posibilitó la recuperación de la productividad aparente del trabajo, tras las caídas registradas en los dos años anteriores. El notable recorte del ritmo de avance de la actividad industrial en el tercer trimestre no se trasladó plenamente a la evolución del empleo, que solo redujo en tres décimas su tasa de crecimiento interanual en el tercer trimestre, hasta el 1,1%; la productividad retrocedió en una décima, estimándose que en el conjunto del pasado año registró un crecimiento nulo. En el sector primario, donde el empleo había mostrado un aumento anómalo en la primera mitad del año, los puestos de trabajo se redujeron ligeramente en los meses de verano, en línea con la evolución del valor añadido. Por último, en los servicios el ritmo de avance del empleo permaneció en el 2,5%. Dentro de ellos, en el conjunto de ramas orientadas al mercado, el empleo continuó la intensa desaceleración que venía registrando desde un año antes, lo que situó su tasa de variación en el 1,5%, en el tercer trimestre, tras haber crecido un 4,2% en el año 2000. En cambio, el empleo en las actividades no destinadas a la venta mantuvo una pronunciada senda ascendente.

La desaceleración del empleo a lo largo de los nueve primeros meses del pasado año fue más intensa para el colectivo de los trabajadores por cuenta ajena, mientras que los no asalariados mostraron una pauta de crecimiento acelerado. Este comportamiento, que es el previsible en períodos en los que la economía pierde empuje, se plasmó en una reducción de cuatro décimas del ritmo de avance interanual del empleo asalariado, en el tercer trimestre, que pasó a ser del 2%, según la CNTR; por el contrario, el colectivo de trabajadores por cuenta propia experimentó un aumento del 3,6%, superando en tres décimas la tasa de crecimiento del trimestre anterior. La información más detallada proporcionada por la EPA muestra que la principal contribución al crecimiento del empleo asalariado siguió procediendo de los trabajadores con contrato indefinido, colectivo que registró un avance del 2,8% en el tercer trimestre, según esta encuesta, superior a la expansión interanual del 1% experimentada por los trabajadores temporales. La *ratio* de tempo-

ralidad se situó en el 31,9%, lo que supone una disminución de cuatro décimas respecto al mismo trimestre del año anterior. Parte de este recorte es atribuible a las medidas de reforma introducidas en marzo de 2001, cuando se reinstauraron las bonificaciones a las conversiones de contratos temporales en indefinidos. De hecho, esta fue la modalidad de contratación que experimentó una mayor expansión en el conjunto del año, según la estadística de contratos del INEM. Por lo que se refiere al empleo a tiempo parcial, no se advierten aún los efectos de la nueva regulación, especialmente en lo que atañe a los indefinidos. En el tercer trimestre, los asalariados con jornada reducida aumentaron un 1,3%, y la *ratio* de parcialidad bajó hasta el 7,9%; los asalariados con jornada reducida y contrato estable disminuyeron un 0,4%.

Desde el punto de vista de la oferta de trabajo, los datos de la EPA mostraron un discreto avance de la tasa de actividad en el tercer trimestre, hasta el 51,8% (66,1% si se excluye a los mayores de 65 años). La expansión de la tasa de actividad, que fue inferior a la registrada en los trimestres precedentes, supuso, no obstante, un nuevo estrechamiento del diferencial negativo mantenido con el promedio de la Unión Europea. El aumento de la ocupación permitió absorber totalmente la mayor oferta laboral, y el desempleo volvió a reducirse, hasta situar la tasa de paro en el 12,8%, un recorte de dos décimas respecto al segundo trimestre. Este descenso afectó principalmente a la tasa de desempleo femenina y redundó también en una nueva caída del paro de larga duración, cuya incidencia se sitúa en el 42,2%. En términos interanuales, el ritmo de caída del desempleo fue del 6,2%, atenuándose ligeramente. Los parados inscritos en el INEM, sin embargo, mostraron un descenso bastante más modesto (1,8%) en el tercer trimestre, y, como ya se ha señalado, finalizaron el año con un aumento interanual del 1%, fenómeno que no se producía desde 1994.

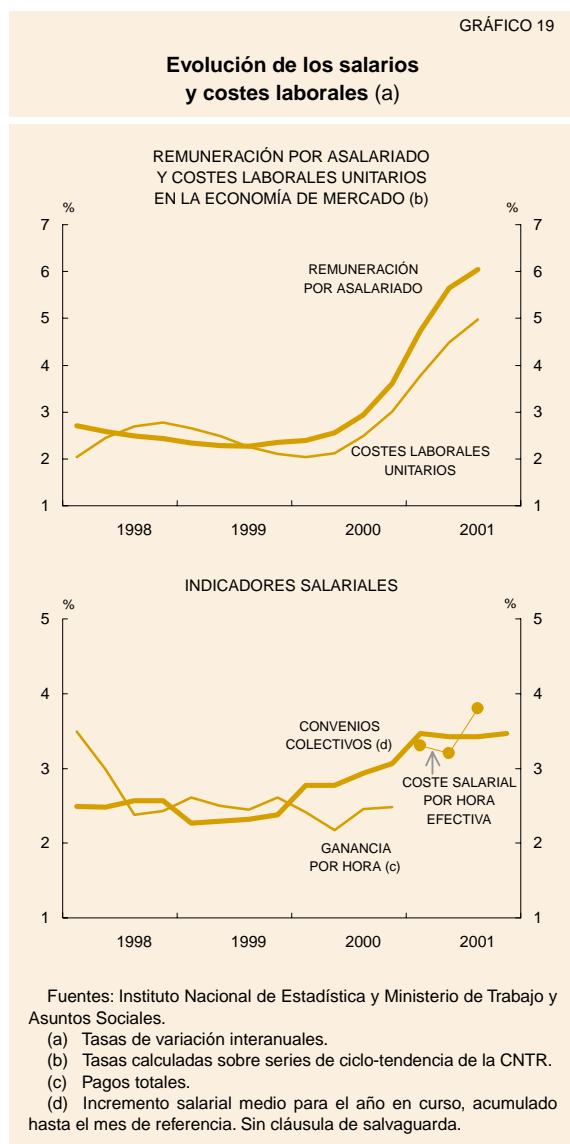
4.3. Costes y precios

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, el deflactor del PIB experimentó un avance interanual del 3,9% en el tercer trimestre de 2001, por debajo del 4% registrado en el primer semestre, pero sustancialmente por encima de la media de 2000, un 3,4%. Este repunte de las presiones inflacionistas internas a lo largo de 2001 fue consecuencia tanto de una ampliación de los márgenes de explotación en la economía de mercado como de un repunte de los costes laborales unitarios, que, según la

CNTR, se fue intensificando a lo largo del año, y alcanzó una tasa del 4,3% en el tercer trimestre; la aceleración fue todavía más intensa en la economía de mercado, donde los costes laborales habrían aumentado un 6% en ese período (véase gráfico 19). En este último sector, el mayor avance de los costes laborales por unidad de producto fue el resultado de la aceleración experimentada por la remuneración por asalariado, mientras que la productividad del trabajo, medida en términos del valor añadido, avanzó a un ritmo más elevado que en el año 2000.

La información que proporcionan los indicadores de coyuntura disponibles sobre la evolución de los salarios sitúa esta en unos niveles más moderados que las estimaciones de la CNTR. El índice de costes laborales (ICL) registró un incremento interanual del 4,4% en el tercer trimestre, medido por hora efectiva trabajada, como consecuencia de un avance del 3,8% en el coste salarial y del 6,1% en otros costes. Por ramas de actividad, el ICL aumentó un 3,9% en la industria, un 4,3% en la construcción y un 4,9% en los servicios. Los incrementos por trabajador y mes fueron algo inferiores: un 4,1% para el coste laboral y un 3,6% para el coste salarial. Aunque los aumentos salariales reflejados por el ICL son más elevados que los experimentados por las ganancias de la encuesta de salarios durante el año 2000, aún no se dispone de series enlazadas, por lo que no es posible realizar una valoración suficientemente fundamentada de la magnitud de la aceleración de los salarios entre los años 2000 y 2001, utilizando ambas estadísticas.

El aumento de las tarifas salariales negociadas en los convenios colectivos registrados hasta el 31 de diciembre de 2001 fue del 3,5%, cinco décimas por encima del incremento observado en el año 2000, antes de incluir la cláusula de salvaguarda. Mientras los convenios revisados incorporan un incremento de las tarifas del 3,4%, en los convenios de nueva firma el aumento pactado se elevó hasta el 3,7%. Por ramas de actividad, destacan la construcción y la agricultura, donde los aumentos fueron del 4,1% y el 4%, respectivamente, superando a los registrados en los servicios (3,3%) y en la industria (3,4%). Para el año 2002, se espera que el incremento salarial pactado en convenios se sitúe ligeramente por encima del 2,5%, dada la información disponible sobre los convenios plurianuales con vigencia en el año 2002 y a la vista de los criterios de negociación adoptados en el Acuerdo Interconfederal para la negociación colectiva, firmado entre los sindicatos y organizaciones patronales más representativos, donde se estipula que los incrementos salariales se fijarán con referencia al objetivo oficial de inflación (2%), permitiéndose aumentos

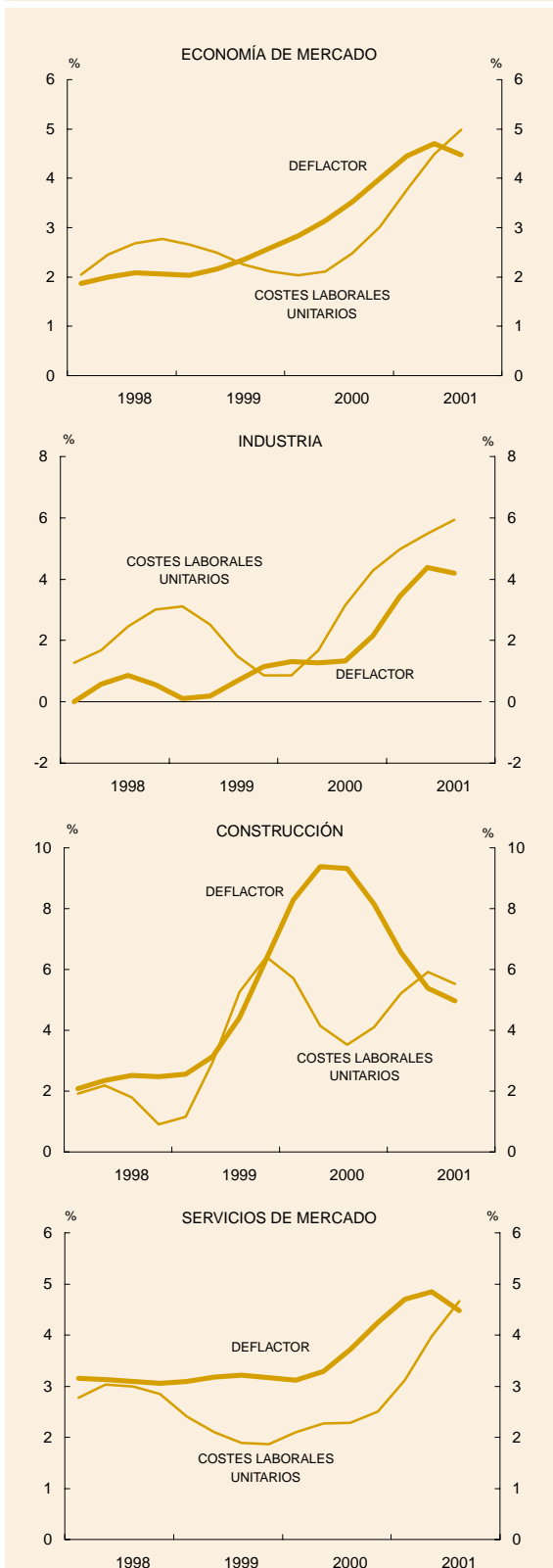


superiores cuando estén justificados vía ganancias de productividad, pero sin agotar las mismas.

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, en el tercer trimestre de 2001, el deflactor del valor añadido bruto de las ramas que constituyen la economía de mercado experimentó un crecimiento del 4,5%, dos décimas menos que en el trimestre anterior. Como ya se ha señalado, el coste laboral unitario alcanzó un ritmo de crecimiento del 5%, en el tercer trimestre, frente al 4,5% registrado en los meses de verano. En el conjunto de los tres primeros trimestres, los márgenes de explotación se ampliaron, si bien la distribución de este aumento fue desigual tanto por ramas de actividad como a lo largo del año. En la industria, el incremento del deflactor del valor añadido se estabilizó en el tercer trimestre, tras la intensa aceleración del trimestre anterior, situándose en el 4,2%, mientras que los costes laborales unitarios se

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.

aceleraron, como resultado de la evolución de la remuneración por asalariado; en consecuencia, el margen bruto de explotación unitario sufrió un nuevo recorte (véase gráfico 20). Por su parte, el deflactor de los servicios de mercado también se desaceleró, pese al intenso repunte de los costes laborales unitarios, reduciéndose ligeramente el margen unitario, en relación con el segundo trimestre, tras haberse ampliado significativamente en la primera parte del año. Por último, en la rama de la construcción se observó una desaceleración de magnitud similar en los costes laborales unitarios y en el deflactor del valor añadido; el margen de explotación unitario permaneció aproximadamente estable, tras su fuerte incremento en el primer trimestre.

En cuanto a los precios finales de la economía, cabe señalar que su evolución durante el año 2001 se vio favorecida por el buen comportamiento de los precios de importación, que permitió moderar el impacto de las presiones de costes de origen interno. El deflactor de las importaciones de bienes y servicios, que se había incrementado un 5% en el primer trimestre del año, en tasa interanual, pasó a descender un 0,4% en el tercero, y el comportamiento de los IVU de importación permite estimar un recorte más intenso en el cuarto. El deflactor de la demanda final recogió este efecto moderador y se incrementó un 2,9% en el tercer trimestre, frente al 4,2% en el primero.

Entre los indicadores más actualizados de precios finales, el índice de precios de consumo (IPC) prolongó en el cuarto trimestre la senda de desaceleración iniciada en el mes de junio, si bien, los datos de diciembre muestran la interrupción de ese proceso, al situarse su tasa de crecimiento interanual en un 2,7%, el mismo nivel alcanzado en noviembre, e inferior en siete décimas al registro de setiembre (véase gráfico 21). Por el contrario, el IPSEBENE —que constituye una de las medidas habituales del núcleo inflacionista— interrumpió en la última parte del año la estabilidad que venía manteniendo en los meses anteriores, incrementando en tres décimas su ritmo de crecimiento interanual, que se situó en el 3,8% al finalizar el año (véase gráfico 21).

La evolución del IPC en el último trimestre estuvo muy condicionada por el buen comportamiento de los precios en sus componentes más volátiles, y muy especialmente de los precios energéticos que prolongaron a lo largo de los últimos meses las caídas que venían registrando desde mediados de año. Las reducciones de los precios de la energía fueron más intensas en el caso de los combustibles líquidos y carburantes, a lo que contribuyó el buen comportamiento del precio del petróleo en los mercados internacionales, así

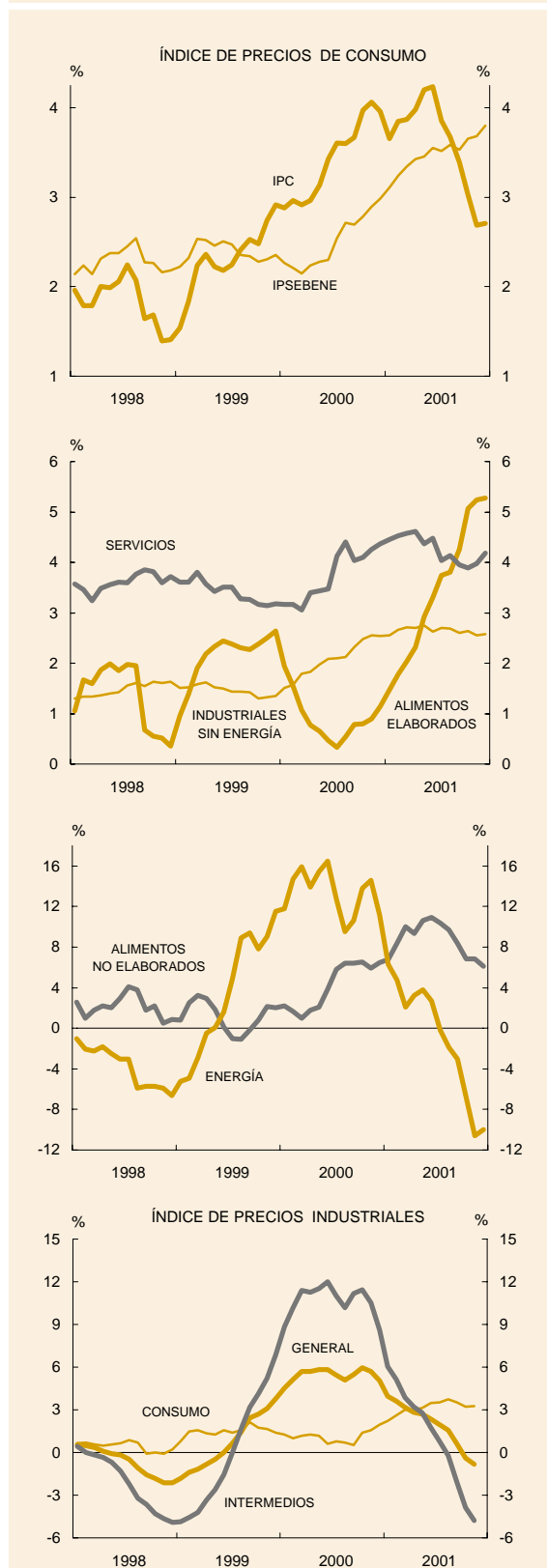
como la relativa estabilidad de la cotización del euro. La desaceleración de los precios de los alimentos no elaborados, iniciada en los meses de verano, se intensificó en el mes de diciembre, lo que constituye un efecto de base, consecuencia de los abultados incrementos de los precios de las carnes a finales del año anterior. Los precios de los alimentos elaborados, sin embargo, continuaron aumentando su ritmo de avance a lo largo de los meses finales de 2001, situando su tasa de crecimiento interanual, en diciembre, en un 5,3%, un punto porcentual por encima de la registrada en setiembre. También los precios de los servicios sufrieron un repunte en los últimos meses del año, de forma que su tasa de variación interanual finalizó el año en el 4,2%. Los incrementos de precios fueron más acentuados en los servicios de turismo y hostelería, así como en las rúbricas de esparcimiento y espectáculo, lo que pudiera estar relacionado con ajustes al alza anticipando la transición al euro. Por último, los precios de los bienes industriales no energéticos prolongaron la senda de crecimiento estable observada desde los últimos meses del año 2000, registrando un avance interanual del 2,6%.

Entre septiembre y diciembre, el diferencial de inflación entre España y la zona del euro, medido a través del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), se redujo en tres décimas, situándose al final del año en 0,6 puntos porcentuales. Este recorte del diferencial de inflación a lo largo del tercer trimestre fue consecuencia de las mayores caídas de los precios energéticos en España, en relación con la UEM, que permitieron compensar sobradamente los mayores ritmos de avance registrados por los precios de los alimentos elaborados. El diferencial de los precios de los servicios se mantuvo prácticamente estable en relación con septiembre, situándose en 1,2 p.p. en diciembre.

El índice de precios industriales (IPRI) prolongó la trayectoria de desaceleración que le viene caracterizando desde finales del pasado año, de forma que llegó a registrar tasas de variación negativas en octubre y noviembre. De nuevo, la corrección de los precios de los bienes intermedios que registraron caídas sucesivas tanto en términos mensuales como interanuales, y que fueron especialmente acusadas en el caso de la energía, ha motivado la ralentización observada en el índice general, a la que se ha sumado la desaceleración ocurrida también, aunque en menor medida, en el resto de componentes. Por último, los precios percibidos por los agricultores disminuyeron su ritmo de avance tras los abultados crecimientos alcanzados al finalizar la primera parte del año, de forma que la tasa interanual se situó en el 4,2% en septiembre.

GRÁFICO 21

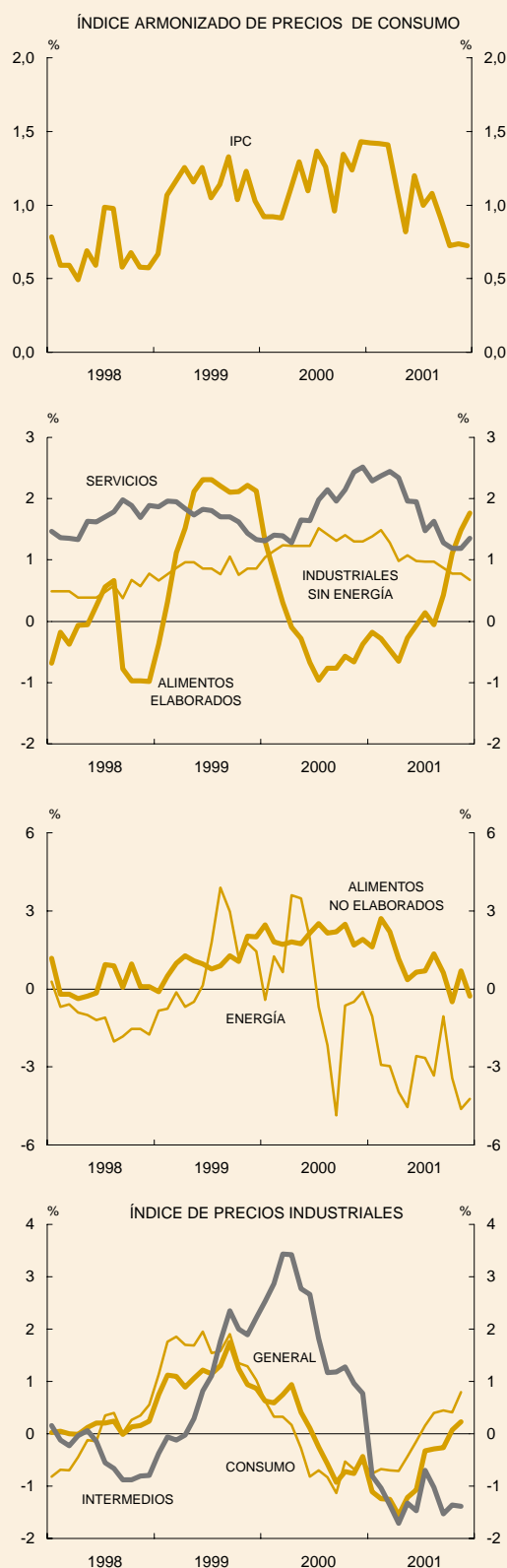
Indicadores de precios (a)
España



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

GRÁFICO 22

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



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

4.4. La actuación del Estado

Desde la publicación del último Informe trimestral de la economía española se han aprobado dos normas de gran trascendencia para la actuación de las Administraciones Públicas: el nuevo sistema de financiación de las Comunidades Autónomas de régimen común y la Ley General de Estabilidad Presupuestaria. Esta última refuerza los procedimientos para continuar avanzando en el proceso de consolidación fiscal y los mecanismos de coordinación entre el Estado y las CCAA. Por su parte, el nuevo sistema de financiación autonómica proporciona un grado de autonomía financiera que resulta coherente con el nivel alcanzado por el grado de descentralización de las competencias de gasto en estos últimos años (véase artículo en este mismo *Boletín*). Asimismo, en diciembre se aprobaron los Presupuestos Generales del Estado (el recuadro 3 incorpora una relación de las medidas presupuestarias finalmente adoptadas) y la actualización del Programa de Estabilidad del Reino de España 2001-2005, que ratifica el objetivo de equilibrio presupuestario del conjunto de las Administraciones Públicas en el año 2001, y su mantenimiento en el 2002. En relación con el primero de estos objetivos, la recuperación de los ingresos impositivos en la última parte del año pasado y la buena marcha de la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social (véase recuadro 4) permiten prever su cumplimiento.

En cuanto a la ejecución presupuestaria del Estado, este acumuló hasta noviembre, con la metodología de la Contabilidad Nacional, un superávit de 4.009 millones de euros (0,6% del PIB), frente al superávit de 2.455 millones de euros (0,4% del PIB) registrado en el período enero-noviembre de 2000 (véase cuadro 3). Los ingresos continuaron recuperándose en estos últimos meses, registrando un aumento del 6,7% hasta noviembre de 2001 (3,8% al final del tercer trimestre), ligeramente por encima de lo previsto en el avance de liquidación de los Presupuestos Generales del Estado. Este buen resultado se halla condicionado por el adelanto de la transferencia al Estado procedente de la Seguridad Social —por la sanidad transferida al País Vasco y Navarra—, que tuvo lugar en noviembre por un importe de 1.833 millones de euros, y que el año anterior se había producido en diciembre, aunque también los ingresos impositivos, y en particular los impuestos sobre la renta y el patrimonio, mantuvieron un cierto dinamismo. De este modo, los impuestos directos se incrementaron en un 6,8%, ligeramente por debajo de la estimación oficial para el conjunto del año, y los impuestos indirectos aumentaron un 3,3% hasta noviembre, aún sensiblemente por debajo del crecimiento previsto para todo el año (el 4,4%).

Principales medidas presupuestarias para el año 2002

Los Presupuestos Generales del Estado y sus leyes complementarias, aprobados el pasado 31 de diciembre, incorporan una amplia batería de medidas que afectan tanto a los ingresos como a los gastos y que tienen un impacto de signo contrapuesto sobre la recaudación. A continuación se realiza un breve repaso de estas medidas.

Entre las actuaciones que suponen un aumento de ingresos no financieros hay que destacar, en primer lugar, el incremento del IVA sobre algunos bienes y servicios (motocicletas, propano y butano, y peajes de autopistas); las subidas de los impuestos especiales de fabricación (alcoholes, cerveza y tabaco); y la creación de un nuevo impuesto sobre las ventas minoristas de determinados hidrocarburos. Este impuesto se desdobra en dos tipos: uno estatal, cuya recaudación se cederá a las CCAA y quedará afecta a la financiación del gasto sanitario, y otro autonómico, cuya recaudación se podrá destinar, además, a financiar actuaciones medioambientales.

Otras medidas que permitirán aumentar los ingresos serán la no actualización de la tarifa del IRPF y de los mínimos personal y familiar, para tener en cuenta el efecto de la inflación, y la elevación de las bases máximas de cotización a la Seguridad Social —que se elevan un punto por encima de la inflación prevista— y de las bases en los grupos de cotización más bajos, como consecuencia de la finalización del proceso conocido como «destope».

En paralelo, la Ley de Acompañamiento incluye un paquete de medidas fiscales que supondrán una merma de ingresos financieros y afectan al Impuesto de Sociedades, de una parte, y al conjunto de incentivos fiscales a las aportaciones a los planes de pensiones de empleo e individuales, de otra. Las modificaciones en el Impuesto de Sociedades se han planteado como un avance de una reforma más profunda que se producirá a lo largo de este año, en un contexto en el que la desaceleración de la actividad y el aumento en la incertidumbre económica internacional aconsejaron mejorar la situación financiera de las empresas e incentivar la inversión. Para ello se amplía de tres a cinco millones de euros de facturación anual el ámbito de aplicación de los incentivos para las pequeñas y medianas empresas (PYMES), se amplía el plazo para compensar las bases imponibles negativas, se establece la deducibilidad de la dotación de la provisión por posibles insolvencias de deudores y se reduce la fiscalidad de las plusvalías reinvertidas. La reforma del Impuesto de Sociedades se dirige también a impulsar el desarrollo tecnológico de las empresas españolas —para lo que se modifica la deducción por actividades de investigación, desarrollo e inversión— y a dar una mayor neutralidad fiscal a las concentraciones empresariales.

Por su parte, la mejora en el tratamiento de la previsión social complementaria se produce mediante modificaciones en el IRPF y en el Impuesto de Sociedades. En este último se establece una nueva deducción en la cuota del impuesto del 10% en las aportaciones realizadas por las empresas a planes de pensiones de empleo, bajo determinadas condiciones. En el IRPF se suprimen los límites porcentuales de las aportaciones a planes de pensiones y aumenta el límite cuantitativo general anual de 7.212 euros por cada año que exceda el contribuyente de 52 hasta un importe máximo para partícipes de 65 o más años de edad.

La Ley de Acompañamiento introduce otras dos medidas, que reducirán la recaudación en 2002: la disminución de la tasa de uso del espacio radioeléctrico y los recortes y exoneración de la aportación empresarial a la Seguridad Social de trabajadores mayores de 60 y 65 años, respectivamente.

Los Presupuestos para el año 2002 incorporan también una serie de medidas, que incidirán sobre los pagos no financieros. Entre las que incrementarán el gasto hay que destacar el mantenimiento de las bonificaciones en las cuotas empresariales a la Seguridad Social de las empresas que realicen contratos indefinidos y la mejora de las pensiones de viudedad y orfandad y de las pensiones mínimas, en aplicación de las medidas del Acuerdo sobre pensiones que se firmó en abril. La aplicación del Pacto de Estado para la reforma de la Justicia y la adopción del Nuevo Reglamento de retribuciones profesionales aumentarán los pagos no financieros. Por su parte, el mantenimiento de la limitación de la oferta de empleo público al 25% de la tasa de reposición de efectivos —con las excepciones de Justicia, Fuerzas Armadas y pequeños municipios— continuará, como en años anteriores, reduciendo el ritmo de crecimiento de los pagos no financieros.

Por último, cabe citar algunas disposiciones que no tendrán una influencia en el déficit de las Administraciones Públicas, bien por desaparecer cuando se realiza la consolidación de las cuentas de los diversos agentes (aumento de la transferencia del Estado a la Seguridad Social por el complemento de pensiones mínimos o la aplicación del nuevo sistema de financiación de las CCAA), o bien por tener la consideración de operaciones financieras (aumentos de la dotación al fondo de reserva de pensiones y de la aportación patrimonial al GIF).

Estado. Ejecución presupuestaria

Millones de euros y %

| | Liquidación | Variación | Avance liquid. | Variación | Liquidación | Liquidación | | |
|--|----------------|--------------|----------------|--------------|-------------|----------------|----------------|--------------|
| | 2000 | porcentual | 2001 | porcentual | ENE-SEP | 2000 | 2001 | Variación |
| | 1 | 2000/1999 | 2001 | 2001/2000 | Variación | ENE-NOV | ENE-NOV | porcentual |
| | | | | | 2001/2000 | | | |
| | | | | | 5 | 6 | 7 | 8=7/6 |
| 1. Ingresos no financieros | 118.693 | 7,5 | 125.063 | 5,4 | 3,4 | 109.818 | 115.848 | 5,5 |
| Impuestos directos | 51.431 | 9,5 | 55.907 | 8,7 | 5,8 | 48.552 | 51.578 | 6,2 |
| <i>IRPF</i> | 32.152 | 4,9 | 35.935 | 11,8 | 8,6 | 30.581 | 34.063 | 11,4 |
| <i>Sociedades</i> | 17.207 | 17,5 | 18.072 | 5,0 | 0,3 | 15.902 | 15.799 | -0,6 |
| <i>Otros (a)</i> | 2.073 | 21,8 | 1.900 | -8,3 | 2,8 | 2.069 | 1.715 | -17,1 |
| Impuestos indirectos | 51.280 | 7,3 | 53.508 | 4,3 | 3,1 | 48.647 | 50.239 | 3,3 |
| <i>IVA</i> | 33.399 | 8,7 | 35.058 | 5,0 | 3,1 | 32.207 | 33.287 | 3,4 |
| <i>Especiales</i> | 16.056 | 4,1 | 16.533 | 3,0 | 2,9 | 14.785 | 15.231 | 3,0 |
| <i>Otros (b)</i> | 1.824 | 12,4 | 1.917 | 5,1 | 4,2 | 1.656 | 1.721 | 4,0 |
| Otros ingresos | 15.982 | 2,4 | 15.648 | -2,1 | -4,6 | 12.620 | 14.031 | 11,2 |
| 2. Pagos no financieros (c) | 121.124 | 3,8 | 126.511 | 4,4 | 5,1 | 109.087 | 115.455 | 5,8 |
| Personal | 16.261 | -9,2 | 16.789 | 3,2 | 2,6 | 14.279 | 14.710 | 3,0 |
| Compras | 2.372 | -9,5 | 2.405 | 1,4 | 3,5 | 2.094 | 2.216 | 5,9 |
| Intereses | 17.715 | -7,3 | 18.011 | 1,7 | 4,0 | 17.030 | 17.696 | 3,9 |
| Transferencias corrientes | 72.826 | 12,1 | 77.514 | 6,4 | 6,7 | 65.758 | 69.924 | 6,3 |
| Inversiones reales | 6.033 | 4,9 | 5.750 | -4,7 | -7,1 | 5.245 | 5.368 | 2,3 |
| Transferencias de capital | 5.918 | -7,4 | 6.042 | 2,1 | 9,0 | 4.682 | 5.541 | 18,4 |
| 3. Saldo de caja (3=1-2) | -2.431 | -61,7 | -1.448 | -40,4 | 22,2 | 731 | 392 | -46,3 |
| PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL (d): | | | | | | | | |
| Ingresos no financieros | 119.208 | 7,6 | 126.447 | 6,1 | 3,8 | 109.985 | 117.306 | 6,7 |
| Pagos no financieros | 122.971 | 4,7 | 129.716 | 5,5 | 4,6 | 107.531 | 113.296 | 5,4 |
| Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación | -3.763 | -43 | -3.270 | -13,1 | 24,1 | 2.455 | 4.009 | 63,3 |

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.

También los gastos registraron una aceleración significativa, hasta una tasa del 5,4% en noviembre (frente al 4,6% al final del tercer trimestre), situándose en línea con la tasa oficial estimada para el conjunto del año. Esta aceleración se debió, en gran medida, a los gastos de capital, que crecieron un 15,7% hasta noviembre, debido en gran parte a la recuperación del grado de ejecución de la inversión. Entre los gastos corrientes, destaca la aceleración del consumo final hasta una tasa del 3,6%, mientras que las transferencias corrientes pagadas a otras AAPP permanecieron en una

tasa de crecimiento del 6,5%, en línea con el avance de liquidación.

En términos de caja, el Estado registró un superávit de 392 millones de euros hasta noviembre de 2001, frente a los 731 millones de euros de superávit acumulado en el mismo período del año anterior. El saldo de caja, por tanto, mantuvo una evolución peor que en el año 2000, en contraste con la reducción del déficit de caja (del 40,4%) prevista en el avance de liquidación para el conjunto del ejercicio. Sin embargo, respecto al tercer trimestre, los ingresos

Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 9.738 millones de euros, según los datos de ejecución presupuestaria hasta octubre de 2001, superior en un 18,2% 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 mantuvieron un crecimiento del 8,3% hasta octubre (muy por encima de lo presupuestado), mientras que los pagos no financieros se desaceleraron y aumentaron un 7,1%, superando también la previsión presupuestaria).

Los ingresos por cotizaciones sociales siguieron atenuando su elevado ritmo de crecimiento, que se situó en el 9,2% hasta octubre, muy por encima del 1,5% previsto en el Presupuesto (a), debido, en parte, al dinamismo de las afiliaciones, que crecieron, en media, un 3,9% en el conjunto del año 2001 (un 5% a lo largo de 2000). La otra fuente importante de ingresos, las transferencias corrientes procedentes del Estado, registró un incremento del 6,1% hasta octubre, superior a lo presupuestado.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas experimentó una desaceleración y creció un 5,5% hasta octubre (6,9% hasta julio), frente 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. Si se excluye esta última de la liquidación del año 2000, la previsión presupuestaria para 2001 arrojaría un crecimiento del 6,1%, superior al registrado hasta octubre. El número de pensiones contributivas aumentó un 1,1% hasta noviembre 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%, por encima de lo presupuestado.

Con respecto al gasto del INEM, el destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 10,4% hasta octubre 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 5,5% hasta octubre, frente al 2,7% de reducción media en 2000. El incremento del número de beneficiarios y el ligero crecimiento del número de desempleados registrados (un 0,1% en el conjunto de 2001, frente al 4,5% de reducción en 2000) dieron lugar a un nuevo aumento de la tasa de cobertura, que se situó en el 68,1% hasta octubre (64,7% en 2000).

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

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

Millones de euros y %

| | Liquidación | | Presupuesto | | Liquidación ENE-JUL | | Liquidación ENE-OCT | |
|---------------------------------|---------------|---------------|--------------|-------------|---------------------|--------------|---------------------|--|
| | 2000 | 2001 | % variación | % variación | 2000 | 2001 | % variación | |
| | 1 | 2 | 3=2/1 | 4 | 5 | 6 | 7=6/5 | |
| Ingresos no financieros | 92.339 | 94.576 | 2,4 | 8,4 | 78268 | 84772 | 8,3 | |
| Cotizaciones sociales (c) | 61.674 | 62.618 | 1,5 | 9,5 | 51012 | 55689 | 9,2 | |
| Transferencias corrientes | 29.247 | 30.796 | 5,3 | 5,5 | 26278 | 27880 | 6,1 | |
| Otros (d) | 1.418 | 1.162 | -18,0 | 31,9 | 977 | 1203 | 23,1 | |
| Pagos no financieros | 88.680 | 92.267 | 4,0 | 7,7 | 70029 | 75034 | 7,1 | |
| Personal | 13.610 | 14.355 | 5,5 | 6,0 | 11607 | 12328 | 6,2 | |
| Gastos en bienes y servicios | 8.570 | 8.967 | 4,6 | 8,2 | 6922 | 7534 | 8,8 | |
| Transferencias corrientes | 65.232 | 67.514 | 3,5 | 7,9 | 50765 | 54295 | 7,0 | |
| Prestaciones | 64.805 | 67.063 | 3,5 | 7,2 | 50703 | 53882 | 6,3 | |
| Pensiones contributivas | 51.078 | 53.047 | 3,9 | 6,9 | 6563 | 6926 | 5,5 | |
| Incapacidad temporal | 3.784 | 3.557 | -6,0 | 14,5 | 2811 | 3206 | 14,0 | |
| Resto | 9.942 | 10.459 | 5,2 | 6,2 | 41329 | 43750 | 5,9 | |
| Resto transferencias corrientes | 427 | 451 | 5,7 | — | 62 | 412 | — | |
| Otros (e) | 1.269 | 1.432 | 12,8 | 18,5 | 735 | 876 | 19,3 | |
| Saldo no financiero | 3.659 | 2.309 | -36,9 | 15,4 | 8239 | 9738 | 18,2 | |

Fuentes: Ministerio de Hacienda, Ministerio 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 la Seguridad Social, pues de los correspondientes a las Otras Administraciones de la Seguridad Social solo se dispone hasta julio.

(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.

se han acelerado hasta una tasa de crecimiento del 5,5% en el período enero-noviembre (3,4% hasta septiembre), mientras que los gastos también se han acelerado, pero más moderadamente (5,8% hasta noviembre, frente a un 5,1% hasta septiembre).

La aceleración de los ingresos, que han situado su tasa de crecimiento en línea con lo previsto en el avance de liquidación, se debió, principalmente, a la evolución del IRPF y a los ingresos no impositivos, aunque también los impuestos indirectos se aceleraron ligeramente. La excepción a esta evolución positiva fue la del Impuesto de Sociedades, que pasó a registrar una tasa negativa en noviembre (-0,6%), frente al aumento del 0,3% hasta septiembre, y al incremento del 5% previsto en el avance de liquidación para todo el año. El IRPF se aceleró hasta una tasa de crecimiento del 11,4%, situándose en línea con la estimación oficial para el conjunto del año. Esta evolución refleja la recuperación de este impuesto tras el adelanto de las devoluciones experimentado en los meses centrales del año 2001. El IVA se aceleró hasta un 3,4%, aún significativamente por debajo de la estimación oficial para todo el año 2001, y los impuestos especiales se situaron en una tasa de crecimiento del 3%, coincidente con la estimación oficial. La favorable evolución de los ingresos no impositivos (11,2%) se debió principalmente, como ya se ha mencionado, al adelanto de la transferencia corriente que realiza la Seguridad Social al Estado por la sanidad transferida al País Vasco y Navarra. Por el contrario, disminuyeron los ingresos por plusvalías obtenidas por el Banco de España (sin influencia en términos de Contabilidad Nacional).

En cuanto a los gastos no financieros, la aceleración experimentada respecto a septiembre ha situado su tasa de crecimiento significativamente por encima del avance de liquidación para todo el año 2001. Dicha aceleración se ha debido fundamentalmente a los gastos de capital, tanto en inversiones reales como en transferencias. Dentro de los gastos corrientes destaca la aceleración de las compras de bienes y servicios. También los pagos por intereses, aunque se han desacelerado ligeramente, continúan por encima de lo previsto para todo el año, mientras que tanto los gastos de personal como las transferencias corrientes se sitúan en línea con la estimación oficial para el conjunto de 2001.

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

En el período acumulado de enero a octubre de 2001, el saldo conjunto de las balanzas por

cuenta corriente y de capital registró un déficit de 8.143 millones de euros, saldo inferior en 1.983 millones de euros al registrado en las mismas fechas del año anterior. Esta mejora se explica tanto por la evolución favorable del saldo por cuenta corriente, que en los diez primeros meses del año disminuyó su déficit en 1.589 millones de euros en relación con el del mismo período del ejercicio precedente, como por el mejor comportamiento de la balanza de capital, que aumentó en 394 millones de euros el superávit alcanzado a lo largo de los diez primeros meses de 2000 (véase cuadro 4).

En el período enero-octubre de 2001, el déficit acumulado de la balanza comercial registró una mejora de 672 millones de euros sobre el nivel alcanzado en las mismas fechas del ejercicio anterior. Medido en tasas interanuales, el saldo negativo se redujo un 2,3%, lo que contrasta con el abultado aumento observado en el ejercicio precedente. A pesar del intenso debilitamiento que vienen mostrando los flujos reales de exportaciones de mercancías desde el segundo trimestre del pasado año, con tasas de crecimiento sistemáticamente inferiores a los flujos de importaciones, la notable mejora de la relación real de intercambio experimentada a lo largo del período, derivada, fundamentalmente, de la caída de los precios de los productos energéticos importados, ha permitido la mencionada disminución del desequilibrio comercial en términos nominales. En los servicios, el saldo positivo acumulado del período enero-octubre ascendió a 23.783 millones de euros, lo que implica un avance del 15,2% respecto a los resultados registrados en análogo período del año 2000 y que se explica por un aumento del 9,6% en el saldo de turismo y viajes y una disminución del déficit de los otros servicios en un 26,9%. Los ingresos y pagos nominales por turismo crecieron un 10,3% y 13,8%, respectivamente, en el conjunto de los diez primeros meses del año, aunque ambos conceptos reflejan una tendencia de moderación desde el segundo trimestre del año. Los ingresos turísticos truncaron la tendencia de mayor dinamismo que les había venido caracterizando desde los meses finales de 2000, observándose un fuerte retroceso de los turistas de origen alemán y una reducción del crecimiento de los flujos de turistas británicos, nuestros dos principales mercados emisores; adicionalmente, a partir de setiembre se ha dejado notar el impacto negativo derivado de los ataques terroristas del 11 de septiembre, con fuertes caídas de los turistas procedentes de Estados Unidos y, en general, del resto de mercados no europeos. Los pagos, por su parte, también se moderaron en los meses

recientes, en consonancia con el debilitamiento de la confianza de los consumidores.

En el período enero-octubre la balanza de rentas incrementó su déficit en 2.246 millones de euros sobre el saldo negativo de igual período del año anterior. Los ingresos siguieron creciendo, como ya sucediera en el año 2000, a un ritmo muy abultado (35,5%), 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 pasado ejercicio. Los pagos crecieron a una tasa también elevada, el 33,2%, derivada del fuerte impulso experimentado por la inversión extranjera en España en el año 2000, y que también se debilitó en el curso del pasado año.

El saldo positivo de la balanza de transferencias corrientes se situó, en el conjunto de los diez primeros meses de 2001, en 2.079 millones de euros, lo que supone un ligero aumento, de 27 millones de euros, en relación con el saldo observado en igual período del año precedente. Los ingresos crecieron a un ritmo, del 11,5% en el citado período, con notables avances de los flujos procedentes de la UE en concepto de FEOGA-Garantía y del Fondo Social Europeo, mientras que los pagos avanzaron a una tasa superior, el 13,9%, destacando el importante avance experimentado por los flujos hacia el exterior en concepto de remesas de emigrantes. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital aumentó en 394 millones de euros en relación con el observado en el período enero-octubre de 2000. Este crecimiento, que en tasas interanuales se cifró en el 9,2%, se explica por la recuperación de la mayoría de los fondos estructurales procedentes de la UE —a excepción de los destinados al Fondo de Cohesión—, que estarían incorporando retrasos originados en el ejercicio anterior.

La menor necesidad de financiación que recogen estos datos estaría reflejando una mejora de los saldos de las cuentas de los sectores de hogares y empresas, derivada, a su vez, de

| CUADRO 4 | | |
|--------------------------------------|----------------|----------------|
| Balanza de pagos: resumen (a) | | |
| Millones de euros | | |
| | ENE-OCT | |
| | 2000 | 2001 |
| | Ingresos | Ingresos |
| Cuenta corriente | 174.199 | 193.269 |
| Mercancías | 101.626 | 109.304 |
| Servicios | 48.729 | 54.240 |
| <i>Turismo</i> | 28.772 | 31.738 |
| <i>Otros servicios</i> | 19.957 | 22.502 |
| Rentas | 13.055 | 17.693 |
| Transferencias corrientes | 10.790 | 12.031 |
| Cuenta de capital | 5.162 | 5.404 |
| | Pagos | Pagos |
| Cuenta corriente | 188.601 | 206.081 |
| Mercancías | 131.033 | 138.040 |
| Servicios | 28.083 | 30.457 |
| <i>Turismo</i> | 4.954 | 5.636 |
| <i>Otros servicios</i> | 23.129 | 24.821 |
| Rentas | 20.747 | 27.632 |
| Transferencias corrientes | 8.738 | 9.952 |
| Cuenta de capital | 886 | 734 |
| | Saldos | Saldos |
| Cuenta corriente | -14.402 | -12.812 |
| Mercancías | -29.408 | -28.735 |
| Servicios | 20.646 | 23.783 |
| <i>Turismo</i> | 23.819 | 26.102 |
| <i>Otros servicios</i> | -3.172 | -2.319 |
| Rentas | -7.692 | -9.939 |
| Transferencias corrientes | 2.052 | 2.079 |
| Cuenta de capital | 4.276 | 4.669 |

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

la progresiva ralentización de las inversiones residenciales y de la debilidad de la inversión productiva privada, que, en un contexto de moderación del crecimiento y de empeoramiento de las expectativas, se ha venido observando en los últimos meses.

5. Los flujos financieros de la economía española

5.1. Los flujos financieros del conjunto de la economía

De acuerdo con la última información disponible sobre las cuentas financieras, durante el tercer trimestre se redujo ligeramente el saldo deudor de las operaciones financieras netas de la nación, situándose en el -2% del PIB en términos acumulados de cuatro trimestres (2) (véase cuadro 5). Esta mejora se explica, principalmente, por el comportamiento de las AAPP, cuyo ahorro neto fue positivo durante el tercer trimestre, si bien, en términos acumulados de cuatro trimestres, el saldo de sus operaciones financieras netas se situó en el -0,3% del PIB. En los restantes sectores institucionales no se registraron diferencias significativas respecto al trimestre anterior. De esta forma, las necesidades de financiación de las sociedades no financieras continuaron situándose en niveles superiores al 4% del PIB, mientras que el saldo excedentario de las operaciones financieras netas de los hogares mantuvo la tónica de recuperación observada desde principio de año, situándose en el 2% del PIB.

El análisis de los flujos financieros entre sectores (parte inferior del cuadro 5) revela un aumento del ahorro de los hogares canalizado hacia los inversores institucionales, que alcanzó el 3% del PIB, frente al 1,8% del trimestre anterior. Esta intensificación del proceso de institucionalización del ahorro de las familias, evidente desde el comienzo de 2001, se explica, en gran medida, por la recuperación de la inversión en participaciones de fondos de inversión, en particular, en los fondos del mercado monetario (FIAMM). Por otro lado, durante el tercer trimestre, las AAPP volvieron a aumentar la financiación neta recibida de las instituciones de crédito residentes, que alcanzó el 1% del PIB. Las entidades de crédito continuaron realizando adquisiciones netas de títulos de deuda pública, a la vez que el Tesoro redujo los depósitos que mantiene en estas entidades —y que gestiona a través de las subastas de liquidez—. Por último, se redujo ligeramente la financiación neta recibida por las sociedades no financieras de las entidades de crédito residentes, que alcanzó el -4,4% del PIB.

Durante el tercer trimestre de 2001, las decisiones financieras de los agentes económicos estuvieron enmarcadas en un contexto de mayor debilidad del ciclo económico y de gran incertidumbre. Estos elementos, que han continuado operando a lo largo del último trimestre de 2001, han contribuido a la desaceleración de la financiación del sector privado. Esta, sin embargo, se ha producido a un ritmo lento, debido, en parte, a

(2) A lo largo de esta sección, en consonancia con la información de los cuadros y gráficos, las cifras harán referencia a datos acumulados de cuatro trimestres, salvo que se mencione lo contrario.

CUADRO 5

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

% PIB

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

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.

la relativa laxitud que mantienen las condiciones de financiación en nuestro país. De acuerdo con la información provisional de diciembre, el crecimiento anual de los préstamos concedidos por las entidades de crédito residentes al sector privado no financiero se situó en el 12,6%, frente al 13,6% registrado tres meses antes.

5.2. Los flujos financieros de los hogares

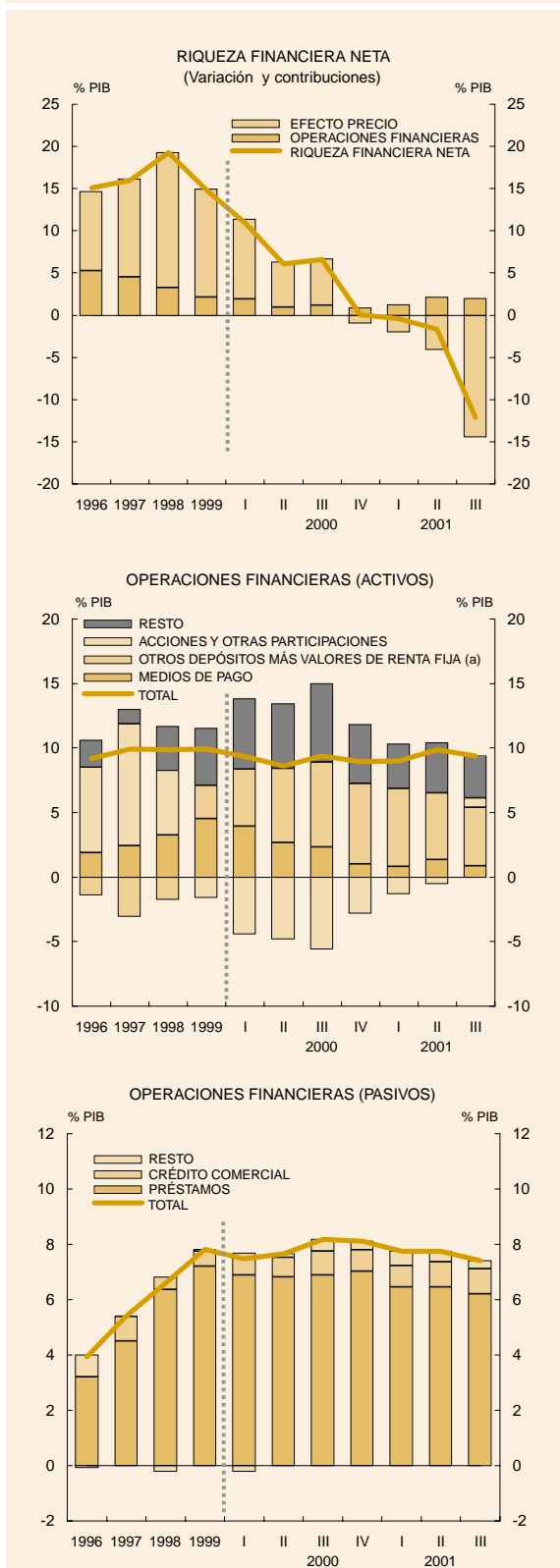
Entre julio y septiembre de 2001, los hogares realizaron una inversión en activos financieros que superó la financiación recibida en un

0,8% del PIB. De esta forma, el saldo positivo de sus operaciones financieras continuó dentro de las pautas de recuperación observadas desde principio de año, situándose, en términos acumulados de cuatro trimestres, en el 2% del PIB (véase cuadro 5). No obstante, se observa una cierta ralentización en el proceso de recuperación del ahorro, cuya contrapartida parece ser un comportamiento relativamente expansivo del consumo, dadas las actuales condiciones cíclicas de la economía española.

La recuperación del ahorro de las familias se está produciendo en un contexto de deterio-

GRÁFICO 23

Hogares e ISFL
(Datos acumulados de cuatro trimestres)



Fuente: Banco de España.

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

ro de su riqueza financiera, que se inició en el año 2000 y que ha sido relativamente intenso, debido al crecimiento, en los últimos años, de su exposición a la evolución de los precios de los activos de mayor riesgo. Así, la reducción en el valor de los activos financieros netos de las familias (el denominado «efecto precio», en el gráfico 23) se intensificó tras los atentados terroristas del 11 de septiembre, alcanzando más del 14% del PIB en los cuatro últimos trimestres disponibles. Aunque la reacción inmediata de los precios de los activos cotizados en los mercados financieros tras los atentados se ha corregido en su mayor parte, las pérdidas acumuladas son todavía importantes, sobre todo dado el clima de mayor debilidad económica e incertidumbre.

La inversión de los hogares en activos financieros disminuyó ligeramente durante el tercer trimestre, situándose en el 9,4% del PIB (véanse cuadro 6 y gráfico 23), y el ahorro materializado en medios de pago se redujo hasta el 0,8% del PIB, frente al 1,4% del trimestre anterior. Esta menor inversión en los activos más líquidos se debe a la caída en la demanda de efectivo, que no fue compensada por la mayor inversión en depósitos a vista y ahorro, aunque parece haberse traducido en un aumento de los depósitos a plazo y, especialmente, de las participaciones en FIAMM. Así, los depósitos a plazo continuaron creciendo a tasas superiores al 20%, aunque dentro de la tendencia a la desaceleración que se inició a finales del 2000. Por su parte, la inversión en participaciones en FIAMM, que fue negativa a lo largo de los años 1998-2000, representa ya el 0,8% del PIB, acumulando los cuatro últimos trimestres disponibles.

Respecto a las operaciones de pasivo, durante el tercer trimestre se mantuvo la tendencia de trimestres anteriores. La financiación recibida por las familias alcanzó el 7,4% del PIB (7,7% en los dos primeros trimestres de 2001, como muestra el cuadro 6), lo que supuso una desaceleración de su crecimiento anual hasta el 14%, desde el 15% registrado un trimestre antes (véase pro memoria del cuadro 6). El crecimiento del crédito concedido por entidades residentes, principal fuente de financiación de las familias, alcanzó el 5,8% del PIB, frente al 6,3% del trimestre anterior. Esta desaceleración no se tradujo íntegramente en un menor endeudamiento de las familias, ya que una parte de los préstamos que salieron de los balances bancarios, principalmente hipotecarios, no fue amortizada, sino que se transfirió a otros agentes a través de un proceso de titulización (véase recuadro 5).

La información disponible sobre su distribución por finalidades indica que la desacelera-

CUADRO 6

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

% PIB

| | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | | |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | | I TR | II TR | III TR |
| HOGARES E ISFL: | | | | | | |
| Operaciones financieras (activos) | 9,9 | 9,9 | 9,0 | 9,0 | 9,9 | 9,4 |
| Medios de pago | 3,2 | 4,5 | 1,0 | 0,8 | 1,4 | 0,8 |
| Otros depósitos y valores de renta fija (a) | -1,8 | 2,6 | 6,2 | 6,1 | 5,1 | 4,5 |
| Acciones y otras participaciones (b) | 0,0 | 0,2 | 0,7 | 0,9 | 0,6 | 0,8 |
| Fondos de inversión | 5,0 | -1,8 | -3,6 | -2,3 | -1,2 | -0,1 |
| FIAMM | -1,1 | -1,4 | -1,3 | -0,5 | 0,1 | 0,8 |
| FIM | 6,2 | -0,5 | -2,3 | -1,8 | -1,3 | -0,9 |
| Reservas técnicas de seguros | 2,5 | 3,3 | 3,5 | 2,6 | 2,6 | 2,5 |
| Del cual: | | | | | | |
| Seguros de vida | 1,3 | 2,1 | 2,1 | 1,3 | 1,2 | 1,0 |
| Fondos de pensiones | 1,0 | 0,9 | 1,1 | 1,0 | 1,1 | 1,2 |
| Resto | 0,9 | 1,2 | 1,1 | 0,8 | 1,4 | 0,8 |
| Operaciones financieras (pasivos) | 6,6 | 7,8 | 8,1 | 7,7 | 7,7 | 7,4 |
| Créditos de entidades de crédito residentes | 5,9 | 6,5 | 6,8 | 6,3 | 6,3 | 5,8 |
| Fondos de titulización | 0,5 | 0,6 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,2 |
| Resto | 0,3 | 0,7 | 1,1 | 1,4 | 1,4 | 1,4 |
| SOCIEDADES NO FINANCIERAS: | | | | | | |
| Operaciones financieras (activos) | 14,1 | 18,0 | 27,5 | 25,8 | 25,0 | 19,1 |
| Medios de pago | 1,5 | 0,7 | 0,9 | 0,3 | 0,6 | 0,7 |
| Otros depósitos y valores de renta fija (a) | 0,2 | -0,1 | 0,9 | 1,3 | 0,8 | -0,2 |
| Acciones y otras participaciones | 3,1 | 8,3 | 13,9 | 13,7 | 11,9 | 8,2 |
| Del cual: | | | | | | |
| Frente al resto del mundo | 2,2 | 6,4 | 10,8 | 10,3 | 9,4 | 7,6 |
| Resto | 9,3 | 9,1 | 11,7 | 10,6 | 11,8 | 10,3 |
| Operaciones financieras (pasivos) | 15,4 | 20,7 | 31,2 | 30,0 | 29,4 | 23,4 |
| Créditos de entidades de crédito residentes | 4,7 | 4,9 | 6,7 | 5,4 | 5,5 | 5,3 |
| Fondos de titulización | 0,2 | 0,4 | 1,0 | 0,9 | 0,6 | 0,7 |
| Préstamos exteriores | 1,6 | 3,0 | 3,3 | 4,0 | 4,2 | 2,6 |
| Valores de renta fija (a) | 0,0 | 0,5 | -0,5 | -0,1 | -0,2 | -0,1 |
| Acciones y otras participaciones | 2,7 | 5,3 | 12,3 | 12,5 | 11,6 | 7,5 |
| Resto | 6,3 | 6,6 | 8,2 | 7,2 | 7,7 | 7,3 |
| PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%): | | | | | | |
| Financiación (c) | 16,7 | 19,5 | 18,9 | 17,4 | 16,7 | 14,5 |
| Hogares e ISFL | 19,3 | 19,6 | 17,3 | 15,5 | 15,0 | 14,0 |
| Sociedades no financieras | 14,7 | 19,5 | 20,1 | 18,9 | 18,0 | 14,8 |

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

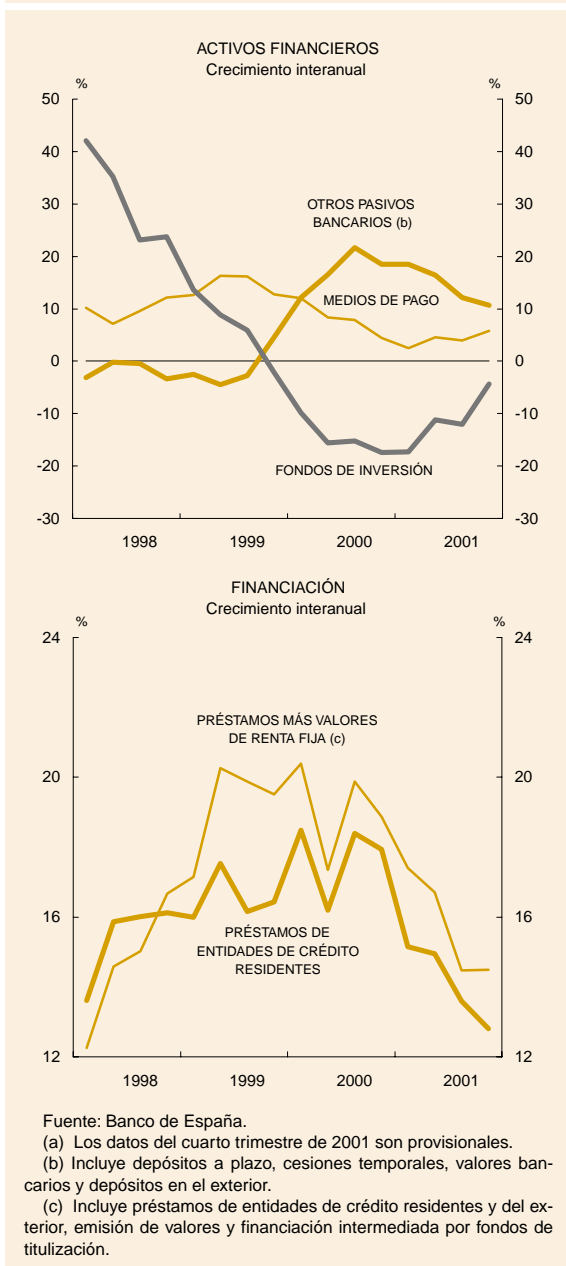
ción de la financiación otorgada por las entidades residentes fue especialmente acusada en los préstamos destinados a la adquisición de vivienda, si bien continuaron creciendo a tasas interanuales elevadas: 19,8%, frente al 22,4% del trimestre anterior. Por su parte, la financiación destinada al consumo continuó mostrando

cierta aceleración, alcanzando una tasa de crecimiento interanual superior al 25%, coherente con la relativa fortaleza del consumo, especialmente de bienes duraderos.

La información provisional sobre los flujos financieros de la economía española durante el

GRÁFICO 24

Sociedades no financieras, hogares e ISFL (a)



cuarto trimestre de 2001 indica una continuidad de las tendencias anteriormente señaladas (3) (véase gráfico 24). Por el lado de la financiación, prosigue la desaceleración de los préstamos de entidades residentes. En cuanto a la inversión en activos financieros, se observa una recuperación de los medios de pago, ya que la intensificación de la caída del efectivo parece

(3) 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.

compensarse con un aumento importante de la inversión en depósitos vista y ahorro. El ritmo de crecimiento de los depósitos a plazo continúa desacelerándose, al tiempo que aumenta, de nuevo la inversión en participaciones en FIAMM.

Hay que señalar, finalmente, que la situación patrimonial de las familias al final del tercer trimestre se vio negativamente afectada por la importante pérdida de riqueza financiera que supuso el descenso de las cotizaciones bursátiles. Así, aunque el nivel de deuda sobre el PIB y sobre el valor de su cartera de activos más líquidos y de menor riesgo evolucionó de forma estable, situándose en el 49% y 46%, respectivamente (véase gráfico 25), la deuda de las familias aumentó de forma significativa si se mide en términos del valor total de sus activos financieros. En concreto, la *ratio* de endeudamiento en relación con los activos financieros totales de los hogares alcanzó el 29,1%, frente al 27,3% del trimestre anterior.

5.3. Los flujos financieros de las sociedades no financieras

Durante el tercer trimestre de 2001, el saldo de las operaciones financieras de las sociedades no financieras fue del -1,8% del PIB. En términos acumulados de cuatro trimestres, sus necesidades financieras netas alcanzaron el 4,3% del PIB, frente al 4,4% registrado un trimestre antes (véase cuadro 5). Desde comienzos de 2001 se viene observando una paulatina reducción de la brecha de financiación de este sector, es decir, de los recursos financieros que necesita para acometer la inversión doméstica y en el exterior (véase gráfico 26). Por tanto, el empeoramiento a lo largo del año del saldo de sus operaciones financieras podría estar relacionado con una menor capacidad para generar recursos y autofinanciarse, en un contexto de menor pujanza económica.

La adquisición de activos financieros y pasivos fue, en el tercer trimestre, notablemente inferior a la del mismo trimestre de 2000, año en el que se realizaron operaciones financieras de gran magnitud, vinculadas a la compra de empresas en el exterior o a la financiación de licencias UMTS (véanse gráfico 26 y cuadro 6).

La inversión neta de las empresas en activos financieros ascendió a un 19,1% del PIB en el tercer trimestre de 2001, mientras que un trimestre antes fue del 20%. Esta reducción se manifestó, de forma particular, en la compra de acciones y participaciones en el exterior (un 7,6% del PIB, frente al 9,4% del trimestre previo). Fruto, en todo caso, del nivel alcanzado por las inversiones en el

Evolución reciente de la titulización de activos en España

La titulización es un proceso financiero que consiste en transformar cualquier activo no negociable, susceptible de generar una corriente de ingresos, en un valor negociable. Una institución independiente (denominada fondo de titulización) adquiere los activos a la entidad que los cede y emite, como contrapartida, títulos (bonos de titulización). Estos bonos son, normalmente, valores de renta fija, estandarizados y, sobre todo, susceptibles de negociación en los mercados organizados. En la modalidad «fuera de balance» el activo cedido se da de baja del balance de la entidad cedente (a), trasladándose, así, el riesgo de crédito al tenedor del bono. La titulización incorpora en su diseño elementos de mejora crediticia que hacen que los bonos de titulización gocen de una calificación superior a la de los activos que respaldan su emisión (b). Hasta 1998, la normativa sobre titulización contemplaba exclusivamente la «titulización hipotecaria», es decir, la de créditos o préstamos con garantía hipotecaria. En ese año se reguló la titulización de otros activos no hipotecarios, abriendo para las empresas financieras y no financieras de proceder a la titulización de todos sus activos, incluyendo sus derechos de cobros futuros (c).

Como se aprecia en el gráfico 1, la titulización —fuera de balance— en España ha experimentado, a lo largo de los últimos años, un crecimiento muy significativo, superando el saldo vivo de los bonos de titulización los 21.000 millones de euros (excluyendo los saldos procedentes de la moratoria nuclear). Es, asimismo, destacable la expansión de la titulización de activos no hipotecarios: en el año 2000, el 82% de las titulizaciones fueron emisiones de activos no hipotecarios y en el 2001 alcanzaron el 70%. Además, han aparecido nuevos tipos de créditos titulizados, como los concedidos para el consumo, o a pequeñas y medianas empresas, a través de la modalidad de fondos denominada FTPyme (d), si bien los volúmenes alcanzados por estas nuevas modalidades son todavía poco relevantes.

Aunque el saldo alcanzado por la titulización es todavía reducido en comparación con los de deuda del Estado y del resto de la renta fija privada, su desarrollo reciente, como se observa en el gráfico 2, ha sido muy importante, en comparación con el de otras fuentes alternativas de financiación de los hogares y sociedades no financieras. Esta expansión hay que enmarcarla en un contexto caracterizado, por un lado, por el aumento de las necesidades de financiación de las entidades bancarias, como consecuencia de la fuerte demanda de crédito (principalmente, hipotecario) y del crecimiento más moderado de sus depósitos; y, por otro, por la creciente competencia en el sector bancario, que está haciendo que los márgenes financieros se estrechen y que la importancia relativa de los ingresos por comisiones crezca. En este contexto, la titulización ofrece una nueva fuente de financiación para las entidades, al tiempo que permite mantener los ingresos por comisiones y la relación con la clientela, ya que es muy frecuente que la entidad cedente mantenga la administración y gestión de los créditos cedidos hasta su vencimiento (que en el caso de los hipotecarios suele ser a un plazo largo). Asimismo, la titulización fuera de balance permite reducir las exigencias de recursos propios de las entidades de crédito.

La titulización de activos favorece, especialmente en nuestro país, el desarrollo de los mercados financieros. Conviene recordar que en los últimos años se está registrando un elevado crecimiento de la demanda de valores, como resultado del avance de la inversión institucional, en un contexto de disminución de los saldos de deuda pública. La titulización ofrece, posiblemente, la vía más prometedora para aumentar, a corto plazo al menos, el tamaño y la liquidez de los mercados de renta fija privada nacionales, habida cuenta de la tradicional dependencia de las sociedades españolas de la financiación bancaria. En este sentido, el potencial de crecimiento, en España, para los valores procedentes de la titulización de activos es elevado, aspecto que se ve confirmado cuando se compara su nivel actual con los de otros países de nuestro entorno.

(a) Existe también otra modalidad de titulización denominada «dentro de balance», en la que la propia entidad que posee los activos emite títulos con la garantía de dichos activos (p. ej., créditos comerciales). No se transfiere el riesgo de impago del activo subyacente al tenedor del título y la entidad que tituliza mantiene en su balance tanto el activo como el pasivo emitido. Esta modalidad ha tenido también un desarrollo importante en los últimos años en España y, en particular, en 2001, un grupo de cajas de tamaño mediano y pequeño procedieron a la emisión de un volumen elevado de cédulas hipotecarias singulares (4.500 millones de euros) que, después, cedieron a un fondo de titulización de activos.

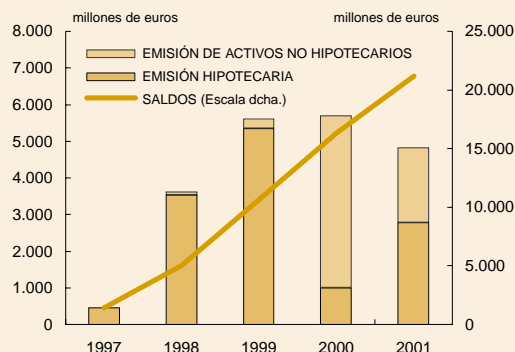
(b) Uno de los elementos de mejora más habituales es la subordinación, que consiste en diferir o condicionar el pago de una serie de valores (serie subordinada) al pago de otra serie (serie «senior»). La subordinación puede limitarse al principal o incluir también los intereses.

(c) Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos.

(d) Orden Ministerial de 28 de mayo de 1999, que establece el régimen y contenido de los convenios de promoción que podrán suscribir el MEH —a través de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (DGTPF)— con las sociedades gestoras de los FTA, con el objeto de promover la creación de FTA bajo la denominación comercial «FTPyme».

GRÁFICO 1

Bonos de titulización: saldos y emisiones netas anuales (a)

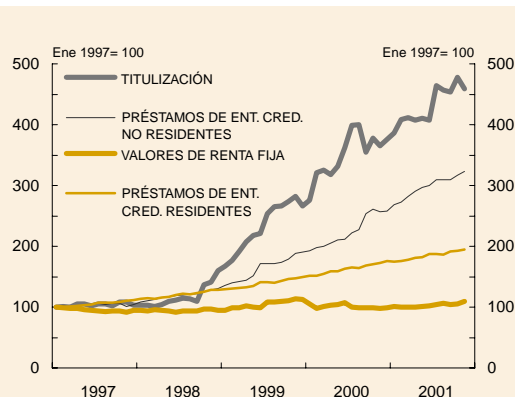


Fuente: Banco de España.

(a) Excluyendo los saldos de la moratoria nuclear y las cédulas hipotecarias singulares mencionadas en la nota (a) del texto de este recuadro.

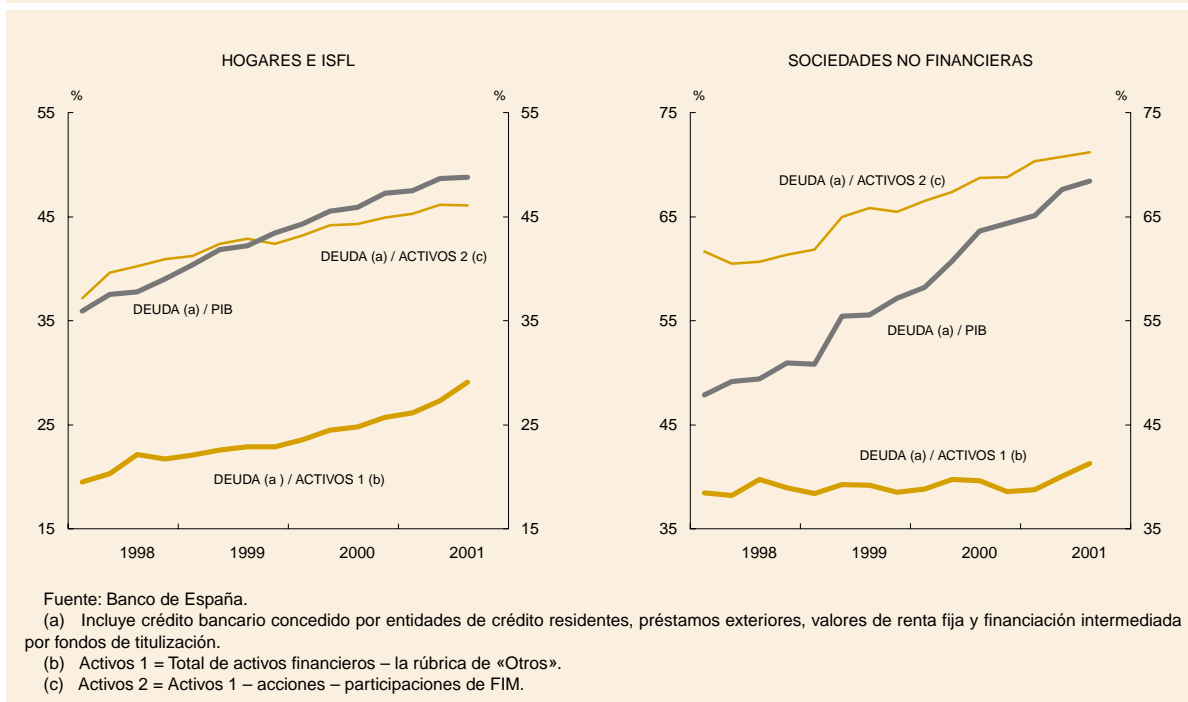
GRÁFICO 2

Financiación de los hogares y sociedades no financieras en España



Fuente: Banco de España.

Ratios de endeudamiento



exterior, el volumen de créditos concedidos al resto del mundo se mantuvo relativamente estable. En relación con el resto de activos financieros (véase cuadro 6), hay que destacar el perfil creciente de la inversión en medios de pago, aunque su valor es relativamente moderado. Esto puede reflejar, en parte, mayor preferencia por los activos financieros de menor riesgo en un contexto de creciente incertidumbre.

Por el lado de los pasivos, la reducción de los flujos también fue notable, aunque algo menor que en el caso de los activos. La acumulación de pasivos en el tercer trimestre de 2001 fue del 23,4% del PIB, mientras que, un trimestre antes, se elevaba al 29,4%. Esta reducción se materializó, especialmente, en la emisión de acciones, que alcanzó el 7,5% del PIB, frente al 11,6% del segundo trimestre de 2001. Los préstamos recibidos del exterior también se redujeron, aunque en menor medida, ya que, en ese mismo período, pasaron del 4,2% del PIB, al 2,6%, y ha de tenerse en cuenta que durante el tercer trimestre de 2000 se produjo un elevado flujo de financiación exterior asociado a la compra de licencias UMTS (4). En lo que va de año, la financiación neta captada a través de préstamos del exterior ha sido mayor que la recibida mediante la emisión de acciones, lo que se puede explicar, al menos en parte, por la nega-

tiva evolución de los precios de las acciones en los mercados financieros.

Por otro lado, el volumen de crédito concedido por entidades residentes continuó desacelerándose, aunque de forma suave. De acuerdo con la información que proporciona la distribución del crédito por finalidades, la desaceleración se concentró, en línea con lo ocurrido a lo largo del año, en las actividades del sector servicios y construcción. El crédito destinado al sector servicios, que representa algo más del 50% del destinado a actividades productivas, redujo su ritmo de crecimiento hasta el 11,1% en el tercer trimestre de 2001 (frente a tasas del 20%, a finales de 2000). Por su parte, el crédito a la construcción se desaceleró hasta el 9,1% en el tercer trimestre (partiendo de crecimientos superiores al 20% en el año 2000).

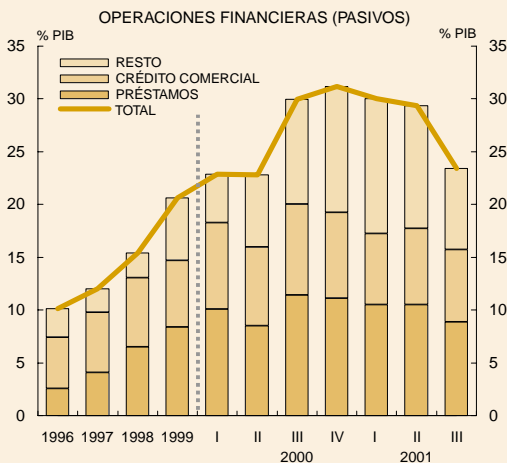
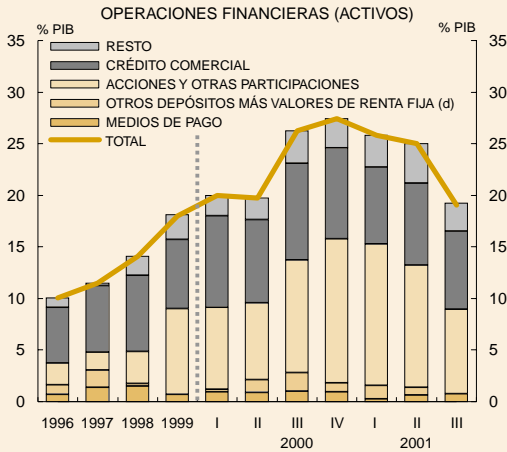
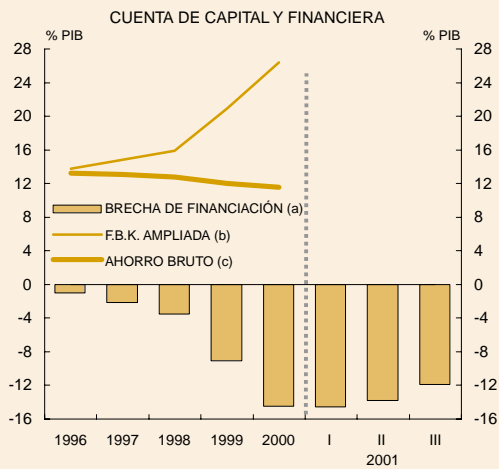
Esta evolución de los pasivos de las empresas ha supuesto una nueva desaceleración de la financiación total recibida, cuyo crecimiento interanual se situó en el 14,8%, frente al 18% del trimestre anterior (véase pro memoria del cuadro 6). La información provisional del cuarto trimestre de 2001 indica una continuidad en las pautas observadas en el tercer trimestre, aunque hay cierta recuperación de la financiación captada a través de la emisión de valores de renta fija.

El volumen de financiación recibido por las empresas no financieras se tradujo en un nuevo aumento de sus ratios de endeudamiento,

(4) Recuérdese que las cifras que aparecen en los cuadros acumulan los datos de los cuatro últimos trimestres.

GRÁFICO 26

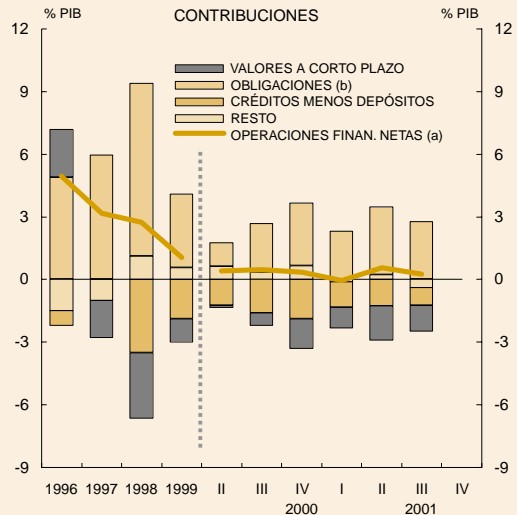
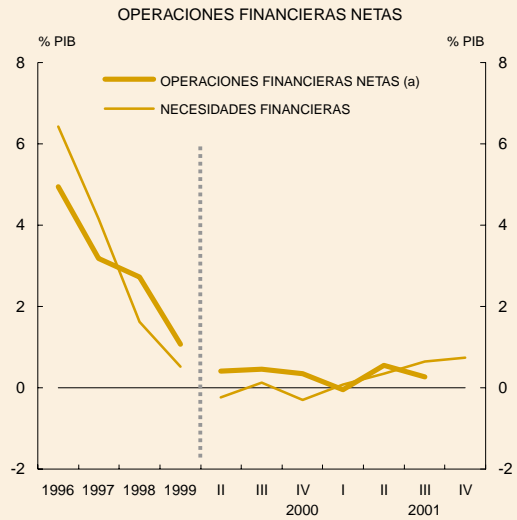
**Sociedades no financieras
(Datos acumulados de cuatro trimestres)**



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

GRÁFICO 27

**Administraciones Públicas
(Datos acumulados de cuatro trimestres)**



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

especialmente en relación con el valor de los activos de mayor riesgo, cuyos precios experimentaron grandes retrocesos tras los atentados del 11 de septiembre. Así, el nivel de deuda de las sociedades no financieras —en forma de crédito bancario de entidades residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización— se situó en el 68,4% del PIB y en el 71,2% de sus activos financieros más líquidos.

5.4. Los flujos financieros de las Administraciones Públicas

El saldo de las operaciones financieras de las AAPP fue ligeramente positivo durante el

**Operaciones financieras de la nación
(Datos acumulados de cuatro trimestres)**

% PIB

| | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | | |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | | I TR | II TR | III TR |
| Operaciones financieras netas | 0,5 | -1,1 | -2,6 | -2,3 | -2,2 | -2,0 |
| Operaciones financieras (activos) | 12,3 | 15,0 | 24,3 | 25,2 | 23,2 | 16,2 |
| Oro y DEG | 0,0 | -0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Efectivo y depósitos | 3,2 | 1,8 | 2,8 | 3,7 | 2,7 | -0,4 |
| Sistema crediticio | 0,0 | 3,7 | 2,6 | 3,0 | 2,0 | -0,5 |
| Otros sectores residentes | 3,2 | -1,9 | 0,2 | 0,7 | 0,6 | 0,1 |
| Valores distintos de acciones | 3,4 | 2,8 | 3,8 | 5,3 | 6,6 | 5,7 |
| Sistema crediticio | -1,4 | -0,9 | -0,3 | 0,4 | 1,8 | 1,0 |
| Otros sectores residentes | 4,7 | 3,7 | 4,1 | 4,8 | 4,9 | 4,8 |
| Acciones y otras participaciones | 4,3 | 9,8 | 15,1 | 13,2 | 10,9 | 8,1 |
| Sistema crediticio | 0,4 | 0,7 | 1,7 | 1,4 | 0,6 | 0,3 |
| Otros sectores residentes | 3,9 | 9,0 | 13,3 | 11,8 | 10,2 | 7,8 |
| Del cual: | | | | | | |
| <i>Sociedades no financieras</i> | 2,2 | 6,4 | 10,8 | 10,3 | 9,4 | 7,6 |
| Créditos | 1,4 | 0,8 | 2,6 | 3,0 | 3,1 | 2,7 |
| Sistema crediticio | 0,2 | -0,2 | 0,5 | 0,6 | 0,6 | 0,7 |
| Otros sectores residentes | 1,2 | 0,9 | 2,1 | 2,3 | 2,4 | 2,0 |
| Operaciones financieras (pasivos) | 11,8 | 16,1 | 26,8 | 27,5 | 25,4 | 18,2 |
| Depósitos | 5,9 | 4,2 | 7,3 | 8,7 | 6,7 | 5,0 |
| Del cual: | | | | | | |
| Sistema crediticio | 5,9 | 4,1 | 7,2 | 8,7 | 6,6 | 4,9 |
| Valores distintos de acciones | 1,0 | 5,4 | 7,1 | 6,0 | 5,8 | 4,1 |
| Sistema crediticio | 0,2 | 0,9 | 0,8 | 0,7 | 0,8 | 0,7 |
| Administraciones Públicas | 1,0 | 4,3 | 5,8 | 4,8 | 4,4 | 3,0 |
| Otros sectores residentes | -0,2 | 0,2 | 0,5 | 0,4 | 0,5 | 0,4 |
| Acciones y otras participaciones | 2,9 | 3,9 | 8,9 | 8,9 | 8,6 | 6,1 |
| Sistema crediticio | 0,1 | 0,3 | 1,6 | 1,5 | 1,1 | 0,4 |
| Otros sectores residentes | 2,8 | 3,6 | 7,3 | 7,5 | 7,5 | 5,7 |
| Créditos | 2,2 | 3,8 | 4,3 | 4,9 | 5,2 | 3,5 |
| Administraciones Públicas | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,1 |
| Otros sectores residentes | 2,1 | 3,7 | 4,2 | 4,9 | 5,2 | 3,4 |
| Otros neto (a) | -0,2 | -1,2 | -0,8 | -1,0 | -0,8 | -0,5 |

Fuente: Banco de España.

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

tercer trimestre de 2001 (véase gráfico 27), lo que, en términos acumulados de cuatro trimestres, supuso una disminución de tres décimas en sus necesidades de financiación, hasta el -0,3% del PIB.

Durante el tercer trimestre, las AAPP realizaron una emisión neta de valores a largo plazo por valor de 5 mm de euros, adquirida ma-

yoritariamente por no residentes, por lo que se tradujo en un aumento de la financiación exterior de 3,8 mm de euros. Los recursos obtenidos con estas emisiones sirvieron, en parte, para reducir la financiación neta recibida a través de valores a corto plazo y préstamos en 2,9 y 0,8 mm de euros, respectivamente. Por otro lado, las AAPP disminuyeron los depósitos que mantienen en las entidades de crédito por un

La elevación de la calificación crediticia de la deuda soberana española

El diferencial de rentabilidad de la deuda española soberana a largo plazo frente a la correspondiente deuda alemana se ha venido reduciendo durante los últimos años (véase gráfico 1). Así, a principios de 1995, dicho diferencial se llegó a situar por encima de los 500 puntos básicos (p.b.), mientras que, a finales de 2001, este se situaba en torno a los 20 p.b. Los dos principales elementos explicativos de dicha evolución son la reducción del riesgo cambiario, en un primer momento, y su posterior eliminación tras el inicio de la UEM y, en segundo lugar, el menor riesgo crediticio de la deuda española asociado a la mejora en las condiciones macroeconómicas de la economía española y al proceso de consolidación fiscal.

En este contexto, el pasado 13 de diciembre, Moody's decidió elevar la calificación de la deuda emitida a largo plazo por el Tesoro español hasta la máxima puntuación (lo que supuso una subida de dos escalones), una calificación concedida a un reducido grupo de emisores soberanos (14, en el caso de emisiones a largo plazo en moneda extranjera) (a). Como es sabido, al igual que ocurre con algunas emisiones privadas de renta fija, la deuda emitida por los estados soberanos es también objeto de calificación crediticia por parte de las agencias de calificación, las cuales valoran la solvencia de los emisores y les asignan una puntuación basada en distintos criterios.

Con el fin de aproximar la importancia que tiene la calificación crediticia en la determinación de los tipos de interés exigidos a los emisores, en el gráfico 2 se muestra la rentabilidad media, en noviembre de 2001, de las referencias *benchmark* a 10 años emitidas por los Estados soberanos del área del euro, en función de distintas categorías formadas a partir de las calificaciones de Moody's y Standard & Poor's (b). La primera categoría incluye las referencias de mejor calificación, mientras que en la séptima se encuentran las peor calificadas (c). Se aprecia en dicho gráfico que existe una estrecha relación entre calificación y rentabilidad, lo que sugiere que aquella es un determinante importante de los tipos de interés. Concretamente, se observa que la mejora de la calidad crediticia en una categoría lleva asociada una caída media de la rentabilidad de unos 4 p.b. (línea recta). Naturalmente, este no es el único factor explicativo de los tipos de interés negociados, como ponen de manifiesto las importantes diferencias de rentabilidad entre deudas con una calificación similar, especialmente dentro de la primera categoría.

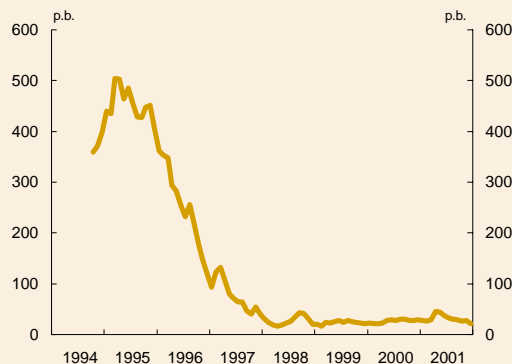
Aunque la información que utilizan las agencias para valorar las emisiones es, básicamente, de carácter público, los anuncios de cambios en las calificaciones suelen tener un impacto en los tipos de interés negociados en la medida en que refuerzan la percepción del mercado sobre la calidad crediticia de los emisores. En el caso de la deuda española, en los días posteriores al anuncio de Moody's de su decisión de elevar su calificación, se observó una reducción de los diferenciales de rentabilidad a largo plazo frente al resto de las emisiones de los Estados soberanos del área del euro de plazo similar. Así, por ejemplo, los diferenciales de la referencia *benchmark* española a 10 años cayeron una media de unos 4 p.b. Las mayores caídas afectaron a los diferenciales frente a las emisiones de menor rentabilidad y mejor calificación, como la alemana (7-10 p.b.). Estos movimientos están en línea con la relación entre tipos de interés y calidad crediticia del gráfico 2. En efecto, en términos de dicho gráfico, la decisión de Moody's implica, para la deuda española, un desplazamiento desde la categoría 4 a la 2 y una reducción esperada de rentabilidad de unos 8 p.b.

La reducción en los tipos negociados de la deuda española a raíz de la mejora en su calidad crediticia supondrá para el Tesoro una reducción de la carga por intereses durante los próximos años si, como es previsible, dicho efecto se consolida.

(a) Standard & Poor's no ha revisado, hasta ahora, la calificación de la deuda española y la continúa situando en el segundo mejor nivel.
 (b) Que son, probablemente, las dos agencias que gozan de una mayor reputación.
 (c) Concretamente, las categorías 1, 3 y 5 incluyen las emisiones que reciben, respectivamente, la primera, segunda y tercera mejor calificación por parte de ambas agencias. Las categorías pares incluyen emisiones con distinta calificación en cada agencia. Así, por ejemplo, las de la categoría 2 son las que reciben la mejor calificación en una agencia y la segunda mejor calificación en la otra agencia. Por último, la categoría 7 incluye la deuda peor calificada.

GRÁFICO 1

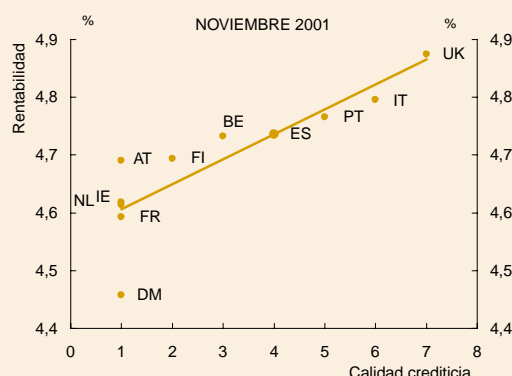
Diferencial de rentabilidad entre los bonos soberanos españoles y alemanes a 10 años



Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 2

Rentabilidades a 10 años de los bonos soberanos por calidad crediticia



Fuentes: Reuters y Banco de España.

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 | -21,4 |
| Sociedades no financieras y hogares e ISFL | -13,3 | -10,8 | -8,6 | -9,3 | -2,6 | 0,3 |
| Sociedades no financieras | -18,3 | -17,1 | -14,8 | -16,9 | -10,4 | -7,6 |
| Hogares e ISFL | 5,0 | 6,3 | 6,2 | 7,7 | 7,9 | 7,9 |
| Instituciones financieras | 8,8 | 7,2 | 5,1 | 7,0 | 5,2 | 3,7 |
| Instituciones de crédito (c) | 6,7 | 2,4 | -5,4 | -7,5 | -12,5 | -14,2 |
| Inversores institucionales (d) | 2,2 | 4,9 | 10,9 | 15,1 | 18,5 | 19,2 |
| 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 | -25,4 |

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 tercer trimestre.
 (c) Definido según la 1ª Directiva bancaria.
 (d) Empresas de seguros e Instituciones de inversión colectiva.

importe de 3,9 mm de euros, de los cuales 2,8 mm de euros están asociados con las subastas de liquidez del Tesoro.

La información provisional correspondiente al cuarto trimestre indica una continuidad en las emisiones netas de valores a largo plazo y en la amortización de letras del Tesoro y préstamos. Al mismo tiempo, parte de los recursos obtenidos se materializan en un aumento de los depósitos en entidades de crédito, de forma que las *necesidades financieras*, indicador que recoge la apelación de las AAPP a los mercados financieros y constituye una aproximación al ahorro del sector, se incrementa en el último trimestre del año (véase gráfico 27). Es importante destacar que, en el mes de diciembre, Moody's elevó la calificación crediticia de la deuda pública española a la de máxima solvencia, lo que va a suponer una reducción en el coste de financiación de las AAPP (véase recuadro 6).

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

El saldo de las operaciones financieras de la nación durante el tercer trimestre de 2001 fue algo menos negativo que en el mismo trimestre del año anterior, situándose en el -2% del PIB (véase cuadro 7). El ritmo de adquisición de activos financieros y pasivos exteriores ha ido reduciéndose a lo largo del año, debido, por un lado, a la ausencia de operaciones extraordinarias como las del año 2000, vinculadas a compras estratégicas de empresas en el exterior.

Por otro, la reducción de los flujos financieros con el exterior parece estar también relacionada con la mayor incertidumbre y la mayor debilidad de las principales economías mundiales, con el conflicto bélico que desencadenaron los atentados terroristas y con el agravamiento de la crisis económica y política en Argentina.

La inversión en activos financieros emitidos por no residentes ha ido reduciéndose paulatinamente a lo largo del año. En el tercer trimestre, el valor de la inversión neta en el exterior alcanzó el 16,2% del PIB, frente al 25,2% y 23,2%, respectivamente, del primero y segundo trimestres del año. Los mayores flujos de inversión se destinaron a la compra de *acciones y otras participaciones*, 8,1% del PIB en términos netos, y continúan estando relacionados, en gran parte, con inversiones de carácter permanente llevadas a cabo por el sector privado no financiero. Como consecuencia de estas inversiones, el crédito concedido al exterior por parte de los otros sectores residentes se mantiene en niveles en el entorno del 2% del PIB.

El volumen de pasivos acumulado frente al resto del mundo también mostró una clara desaceleración. En el tercer trimestre, la financiación neta recibida del exterior alcanzó el 18,2% del PIB, frente al 27,5% y 25,4%, respectivamente, del primero y segundo trimestres del año. Esta reducción en la captación de pasivos fue especialmente notable para las sociedades no financieras. En el caso de las AAPP, la financiación obtenida a través de la colocación de deuda pública en el exterior fue mayor que en los

dos primeros trimestres (aunque permanece por debajo de las cifras registradas en 1999 y 2000).

La información provisional de la balanza de pagos, correspondiente al mes de octubre, refleja entradas de capital netas en todos los sectores residentes. Los flujos de inversión directa muestran gran atonía, y las inversiones en cartera se concentran en la adquisición de bonos y obligaciones, en un contexto de gran incertidumbre en los mercados bursátiles. Asimismo, se registra una entrada de capital especialmente elevada en forma de préstamos a largo plazo al sector privado no financiero.

Como resultado de estas operaciones y de la evolución del tipo de cambio y del precio

de los activos financieros, la economía nacional mejoró su posición deudora neta frente al exterior, que se situó en el -21,4% del PIB (véase cuadro 8). El valor de los activos financieros netos del sector privado no financiero frente al exterior aumentó considerablemente, hasta convertirse en positivo, debido a la mejora de la posición de las sociedades no financieras. Los inversores institucionales vieron reducirse el valor de sus activos netos exteriores, aunque este es aún superior al de finales del 2000. Las instituciones de crédito y las AAPP, finalmente, experimentaron también una mejora de su posición aunque mantienen el deterioro frente al año 2000.

29.1.2002.