
Informe trimestral de la economía española

Nota metodológica

La Contabilidad Nacional Trimestral de España (CNTR), elaborada por el Instituto Nacional de Estadística (INE), publica los principales agregados macroeconómicos como series brutas, series corregidas de variaciones estacionales y de efectos calendario (desestacionalizadas) y series ciclo-tendencia. Dejando a un lado los datos brutos —de utilidad para algunos fines, como pueden ser la elaboración de modelos econométricos—, las series desestacionalizadas y las de ciclo-tendencia son las que suelen utilizarse de forma generalizada por la mayoría de los analistas. Las primeras son series más inestables, pues no están corregidas de la erradicidad propia de algunos fenómenos económicos ni de la que transfieren los indicadores y series de base que se utilizan para su estimación, mientras que las segundas proporcionan una información más estable, pero en la que, precisamente, no se recogen algunos aspectos transitorios que pueden ser relevantes.

Algo similar ocurre con las tasas de variación que se utilizan para el análisis. Las tasas interanuales, las que comparan un dato con su valor en igual trimestre del año anterior, son más estables que las tasas intertrimestrales, que comparan los valores de dos trimestres consecutivos. En las primeras se refleja el crecimiento a lo largo de cuatro trimestres —son tasas anuales, como las del promedio de un año natural— y por eso dan una información retrasada. Las segundas comparan solo la información más reciente, por lo que suelen ser mucho más variables y no tienen una dimensión anual (salvo que se anualicen, como es la práctica, por ejemplo, en Estados Unidos). Es frecuente, por tanto, que, tras una tasa intertrimestral elevada, se obtenga otra de rango inferior, y así sucesivamente. El perfil más errático de estas tasas es recogido de forma más suave, pero con cierto retraso, por las tasas interanuales.

Lógicamente, las tasas, de cualquier tipo, calculadas sobre las series desestacionalizadas serán siempre más variables que las calculadas sobre series ciclo-tendencia. Además, tienen el inconveniente de su mayor sensibilidad a los diferentes métodos de estimación del componente estacional, sobre todo cuando aún no se dispone de una suficiente perspectiva temporal para contrastar la calidad de los resul-

tados. Están sometidas, por lo tanto, a revisiones de mayor entidad.

Hasta ahora, el INE comunicaba sus estimaciones de la CNTR a partir de las series ciclotendencia, y, en concreto, a partir de sus tasas interanuales. Es decir, se basaba en señales muy estables de los diferentes agregados macroeconómicos trimestrales. Con ello, se diferenciaba de lo que es la práctica habitual en los países de la UE, que presentan sus datos referidos siempre a las series corregidas de estacionalidad y utilizan indistintamente, con algunas diferencias entre las instituciones, las tasas interanuales y las intertrimestrales.

El INE tiene la intención, a partir de la publicación de los datos de la CNTR referidos al primer trimestre de 2002, de presentar sus estimaciones, prioritariamente, a partir de las series corregidas de estacionalidad y calendario, en línea con la presentación usual en el ámbito de la Unión Europea. Para valorar la situación económica utilizará también, cuando lo considere apropiado, las series de ciclo-tendencia.

El Banco de España, de acuerdo con el INE, incorpora ya esta forma de presentar la información de los principales agregados macroeconómicos trimestrales en este Informe trimestral.

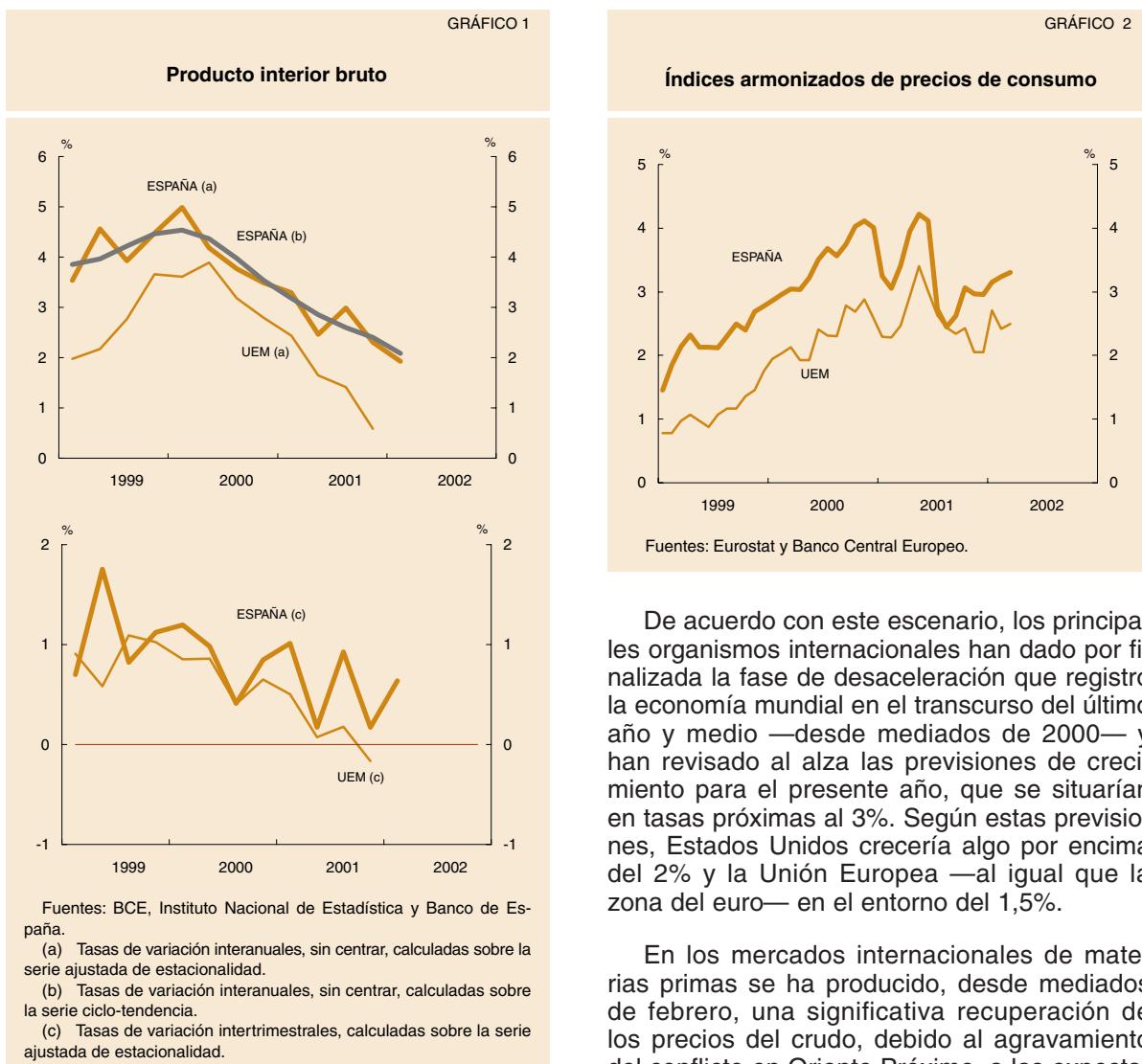
1. Rasgos básicos

Teniendo en cuenta las consideraciones metodológicas anteriores, se estima que la tasa de crecimiento interanual del producto interior bruto (PIB) real de la economía española en el primer trimestre de 2002 estuvo en torno al 2%. Del 1,9%, si se calcula sobre la serie corregida de variaciones estacionales y efecto calendario, y del 2,1%, si se refiere a la serie ciclo-tendencia. En ambos casos, ligeramente por debajo de los valores estimados por el INE para el último trimestre del pasado año. El crecimiento intertrimestral de la serie desestacionalizada habría estado en torno al 0,6%, lo que supone una importante recuperación con respecto al valor provisional estimado por el INE para el trimestre inmediatamente anterior, que fue del 0,2%.

Parece, pues, que el proceso de desaceleración de la economía española ha tendido a remitir en los primeros meses del año actual, participando, así, de las pautas que se observan en otras economías de nuestro entorno. En cualquier caso, el crecimiento estimado para el primer trimestre de 2002 sigue basándose, fundamentalmente, en las mismas variables que mantuvieron un tono relativamente más sostenido durante el pasado año: el consumo y la inversión en construcción. Las exportaciones y la inversión en equipo, las dos variables que más acusaron el empeoramiento del contexto internacional, no dan muestras claras de recuperación, aunque sí parece que han detenido el deterioro que caracterizó su evolución en la segunda mitad de 2001.

Si estos datos se confirman, la economía española estaría ya superando una fase de desaceleración que se ha caracterizado por su benignidad, no solo por su corta duración, sino, también, por haber mantenido un ritmo de crecimiento relativamente elevado, superior al de las economías de la zona euro (véase gráfico 1). El afianzamiento de este cambio en el perfil de crecimiento requiere que, a medida que se vaya consolidando la recuperación del entorno internacional y los agentes económicos incorporen a sus decisiones el cambio de expectativas, la inversión empresarial inicie un período de crecimiento sostenido y las exportaciones retomen su pasado dinamismo, convirtiéndose, ambas, en los motores de la nueva fase expansiva. Para ello, la economía tendrá que aumentar su tasa de ahorro, y la competitividad deberá asentarse en bases sólidas, eliminando los diferenciales de precios y costes que mantiene con sus principales competidores.

En los meses transcurridos de 2002 se ha producido una mejora sustancial en las perspectivas de recuperación de la economía mundial, reduciéndose la incertidumbre que había



Fuentes: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- (a) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.
- (b) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ciclo-tendencia.
- (c) Tasas de variación intertrimestrales, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

prevalecido en trimestres anteriores. La reactivación de la economía norteamericana se inició con mayor intensidad de la esperada en el último trimestre del año pasado y ha influido de manera decisiva en este cambio de expectativas. En los primeros meses de 2002, la Unión Europea y otras áreas geográficas se han ido incorporando gradualmente a este proceso, al tiempo que se observaba una incipiente recuperación de los flujos de comercio. Por el contrario, la situación en Japón continuó dando signos de estancamiento económico, y en las economías del este de Asia —excepto en China—, aunque persiste un tono de debilidad, se atisba una moderada recuperación, que está siendo liderada por el sector exterior. En Latinoamérica los riesgos continúan centrados principalmente en el continuo agravamiento de la crisis argentina, dado que otras economías de la zona —con la salvedad de Uruguay— han eludido los riesgos de contagio, si bien mantienen perspectivas de crecimiento moderadas.

De acuerdo con este escenario, los principales organismos internacionales han dado por finalizada la fase de desaceleración que registró la economía mundial en el transcurso del último año y medio —desde mediados de 2000— y han revisado al alza las previsiones de crecimiento para el presente año, que se situarían en tasas próximas al 3%. Según estas previsiones, Estados Unidos crecería algo por encima del 2% y la Unión Europea —al igual que la zona del euro— en el entorno del 1,5%.

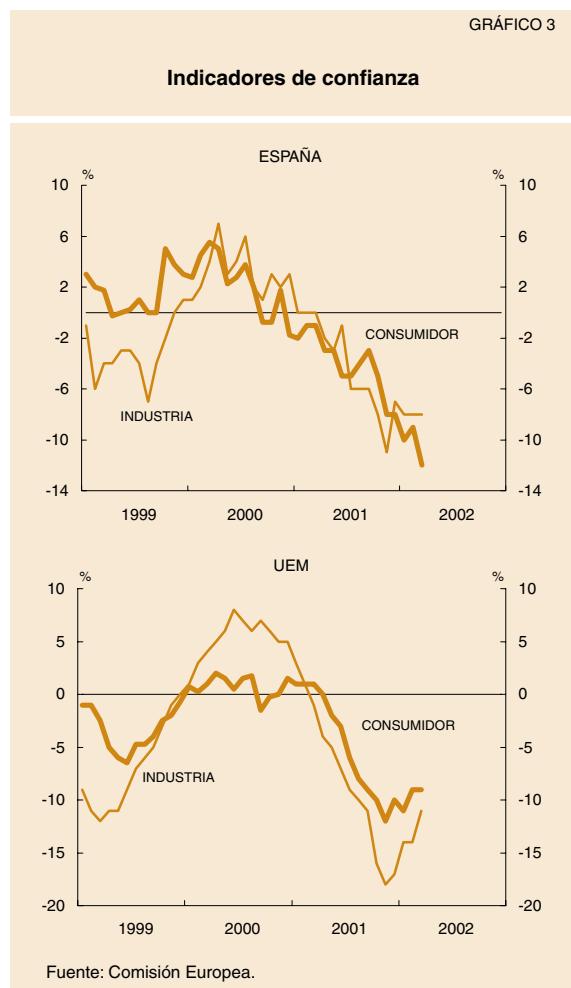
En los mercados internacionales de materias primas se ha producido, desde mediados de febrero, una significativa recuperación de los precios del crudo, debido al agravamiento del conflicto en Oriente Próximo, a las expectativas de recuperación de la economía mundial y, posiblemente, a las tensiones políticas surgidas recientemente en Venezuela. En cuanto a los mercados financieros, durante los primeros meses de este año se ha detenido la trayectoria descendente mostrada por las rentabilidades negociadas en los mercados monetarios y de deuda, lo que refleja la mejora de las perspectivas económicas. Sin embargo, se ha interrumpido la tendencia alcista que marcaron los mercados bursátiles en los últimos meses de 2001, influídos, probablemente, por las dudas suscitadas por el caso ENRON sobre la transparencia contable de algunas empresas multinacionales.

En Estados Unidos los últimos indicadores disponibles muestran una intensificación de la recuperación iniciada en el último trimestre de 2001 —período en el que se alcanzó una tasa intertrimestral anualizada del PIB del 1,7%—, en un contexto de mantenimiento de políticas económicas de orientación expansiva. Los tipos de intervención de la Reserva Federal se man-

tuvieron en los niveles mínimos —1,75% el tipo de los fondos federales— alcanzados tras los sucesivos recortes instrumentados a lo largo de 2001. Tras la aprobación por el Senado (en febrero) del último paquete de medidas fiscales, la política presupuestaria adquirió un nuevo impulso expansivo. Según la información procedente de los indicadores más recientes, el crecimiento del producto en el primer trimestre de este año se ha sustentado en el consumo privado —que habría continuado mostrando un considerable dinamismo— y en la recuperación de las existencias, mientras que la inversión ha detenido su caída. Los aumentos de la productividad registrados por la economía norteamericana en los últimos trimestres continuaron siendo elevados, lo que está contribuyendo a configurar unas expectativas muy favorables en torno a la evolución futura de la inflación y al potencial de crecimiento. En marzo, el IPC creció a una tasa del 1,5%.

Se estima que también la zona del euro ha registrado una moderada recuperación en los primeros meses de este año, tras experimentar una tasa de crecimiento negativa en el último trimestre de 2001 (del 0,2% en términos intertrimestrales). El mantenimiento de unas condiciones monetarias y financieras relativamente distendidas y la moderada recuperación del comercio mundial, en un entorno de menor incertidumbre, son factores que, sin duda, han incidido positivamente en esta recuperación. La información de indicadores apunta a que la recuperación de la actividad vendría impulsada por la demanda externa, por el fin del ciclo de desacumulación de existencias y, probablemente, por un mayor dinamismo de la inversión. Los indicadores sobre consumo proporcionan información menos concluyente y, en todo caso, parecen mostrar una cierta debilidad.

El IAPC mostró una trayectoria alcista a lo largo del trimestre —hasta alcanzar una tasa interanual de crecimiento del 2,5% en marzo—, motivada por la confluencia, a principios de año, de una serie de factores de naturaleza transitoria, como la elevación de algunos precios administrados y de ciertos impuestos indirectos y el alza de los precios del petróleo, aunque este último factor podría resultar ser más persistente de lo inicialmente previsto. Estimaciones preliminares realizadas por Eurostat en relación con el impacto sobre los precios de consumo de la sustitución de monedas nacionales por el euro indican un efecto reducido (un 0,16%, la tercera parte del 0,5% de incremento intermensual del IAPC en enero), aunque resulta improbable que el efecto total del *change over* se haya concentrado en un único mes. Este repunte de los precios de consumo no modifica, sin embargo, las perspectivas de la si-

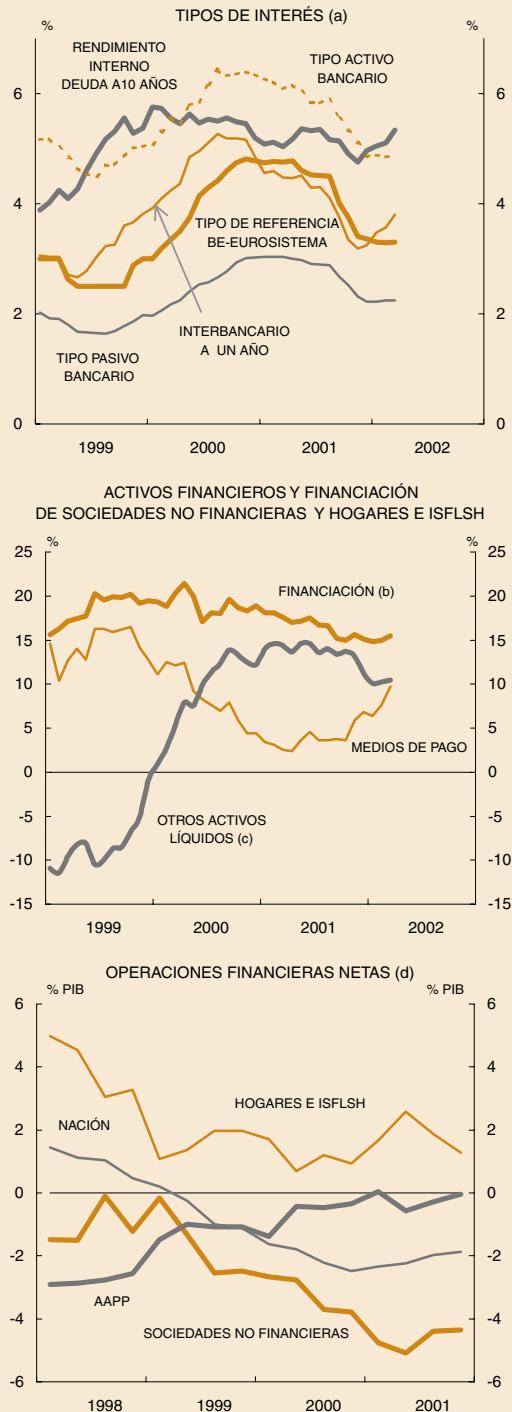


tuación inflacionista de la zona del euro para el año 2002, que apuntan a una moderación de la tasa de inflación subyacente en lo que queda de año.

En este entorno de perspectivas favorables de inflación y de moderado repunte de la actividad el BCE mantuvo los tipos de intervención en los niveles alcanzados a finales de 2001, que resultaron de los sucesivos recortes instrumentados a lo largo de ese año. De este modo, el tipo de intervención principal permaneció en el 3,25% y los tipos de las facilidades de depósito y de crédito en el 2,25% y en el 4,25%, respectivamente. Las políticas fiscales, por su parte, se guiaron por los compromisos contraídos en la Actualización de los Programas de Estabilidad y de Crecimiento, presentados al final del año anterior, y, en particular, por el compromiso de respetar el umbral del 3% para el déficit de las AAPP, lo que puede requerir de algunos países del área limitar el juego de los estabilizadores automáticos. Por último, en el Consejo Extraordinario de Lisboa, los países de la Unión Europea se comprometieron a dar un nuevo impulso a las reformas económicas necesarias para incrementar la competitividad de esta eco-

GRÁFICO 4

Indicadores financieros de la economía española



Fuente: Banco de España.

(a) Las series son medias de datos diarios.

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

(c) Incluye depósitos a plazo, adquisiciones temporales, valores bancarios, depósitos de residentes en el exterior y participaciones en FIAMM.

(d) Datos acumulados de cuatro trimestres.

nomía frente al resto del mundo. Además de algunas propuestas de modernización y de flexibilización del mercado de trabajo, se adoptaron un buen número de iniciativas, cuya puesta en marcha, según los calendarios establecidos, introducirá mejoras en el funcionamiento de los mercados energéticos, en el sector de transportes, en el de las telecomunicaciones, en el entorno empresarial y en los mercados financieros (véase recuadro 2).

La evolución de los tipos de interés en la zona del euro mostró una pauta ascendente a lo largo del primer trimestre, tanto en los mercados monetarios como en los de deuda pública, reflejando, en buena medida, una mejora en las perspectivas económicas para el área. Los mercados bursátiles, por su parte, experimentaron una evolución desigual, en un entorno de marcada volatilidad, por lo que en el conjunto del período no se han producido ganancias significativas sobre los niveles de los índices bursátiles de finales del año pasado. El tipo de cambio del euro ha mantenido una cotización muy estable frente al dólar en estos últimos meses, por lo que el tipo de cambio efectivo nominal frente a los países desarrollados se sitúa, en la fecha de cierre de este Boletín, en niveles similares a los de principios de año.

En resumen, durante los primeros meses de 2002 se ha producido una mejora en el escenario macroeconómico internacional. Como se ha visto, los signos de recuperación son más evidentes en Estados Unidos y algo menos concluyentes en Europa. Este panorama no está, sin embargo, exento de incertidumbres y de riesgos, entre los que cabe destacar los que planean sobre la fortaleza y duración de la fase alcista de la economía norteamericana, que podría verse comprometida por una pérdida de pulso del consumo, ante la acumulación de desequilibrios patrimoniales por las familias, o por un retraso del despegue de la inversión, si la situación financiera de las empresas no mejora sustancialmente. En un contexto de fuerte sincronía en los movimientos cíclicos de las principales economías, este hecho podría retrasar y debilitar la recuperación de la economía europea. Por último, de consolidarse la senda alcista que ha seguido el precio del crudo en los últimos meses, las perspectivas inflacionistas podrían empeorar, limitando el crecimiento de la renta disponible y, por tanto, del consumo, y retrasando las decisiones de inversión.

En este contexto se desenvolvió la actividad de la economía española en los primeros meses de 2002. El crecimiento estimado para el PIB en el primer trimestre del año que se avanzó al comienzo de este epígrafe (del 2,1%, si se refiere a la serie ciclo-tendencia) ha seguido

estando determinado por la evolución de la demanda nacional, cuya tasa de aumento interanual podría haber sido del orden del 2,3% en ese período, unas tres décimas porcentuales menos que en el trimestre precedente. Esta modesta pérdida de ritmo se produce también en la tasa interanual de la serie desestacionalizada, en la que, sin embargo, como ya ocurría con el producto, se aprecia un repunte cuando el crecimiento se calcula en términos intertrimestrales, aunque, ahora, bastante más atenuado.

Se ha estimado que la aportación de la demanda exterior neta real al crecimiento del producto ha vuelto a ser negativa en estos tres primeros meses del año, de unas tres décimas porcentuales en la serie ciclo-tendencia, similar a la del trimestre anterior. Parece, por tanto, que este proceso tiende a detenerse, aunque los incrementos interanuales de exportaciones e importaciones sean todavía muy reducidos. Es significativo, en este sentido, que los indicadores de turismo, que durante el pasado año habían conservado cierto dinamismo, se hayan deteriorado notablemente en los primeros meses de 2002.

Dentro de la demanda destaca, como ya se ha mencionado, el tono de relativa firmeza del consumo privado, cuya pérdida de ritmo está siendo inferior a la que se esperaba y se encuentra, además, condicionada por el rebrote que experimentó este agregado en la estimación del INE del cuarto trimestre del pasado año. Parece, pues, que la desaceleración que está registrando la remuneración de los asalariados en los primeros meses del año —tanto por la evolución del empleo como por la de las retribuciones— no está suponiendo un recorte significativo de las decisiones de gasto de las familias, a lo que podrían estar contribuyendo las transferencias de renta procedentes de las Administraciones Públicas. En este orden de cosas, la información disponible muestra una desaceleración en el crecimiento de las cotizaciones sociales y un aumento de las prestaciones. En cualquier caso, estos resultados indicarían que la modesta recuperación de las tasas de ahorro de los hogares que se aprecia en los datos del pasado año no tiende a acentuarse. De hecho, la tendencia al aumento de la tasa de endeudamiento de las familias en los últimos años ha proseguido en los primeros meses de 2002.

La evolución de la inversión residencial también da muestras de un dinamismo superior al esperado. Esto, junto con el comportamiento de la obra pública, hace que el crecimiento interanual de la inversión en construcción en el primer trimestre haya mantenido un ritmo muy

similar al de los trimestres precedentes. Este comportamiento contrasta, como ya se ha dicho, con el del otro componente principal de la formación bruta de capital fijo, la inversión en equipo, cuya valoración provisional es que ha estabilizado su ritmo de crecimiento, aunque en valores muy negativos.

Los resultados sobre la ejecución del presupuesto del Estado en términos de caja durante los tres primeros meses del año se ajustan a lo programado, aunque su análisis en un período tan breve se ve también dificultado por la introducción del nuevo sistema de financiación de las Comunidades Autónomas. Valoraciones homogéneas permiten señalar que se aprecia un buen comportamiento en la recaudación impositiva indirecta, sobre todo en el IVA, mientras que la recaudación del impuesto sobre la renta de las personas físicas da muestras de cierta atonía. Por el lado del gasto, destaca el control en los gastos de funcionamiento del Estado (consumo público y compras de bienes y servicios), mientras que la información proporcionada por otros indicadores presupuestarios confirmaría la pujanza de la inversión del conjunto de las Administraciones Públicas.

A la espera de conocer los datos de la Encuesta de Población Activa correspondientes al primer trimestre del año, cuyas novedades metodológicas ya han sido anticipadas por el INE y se comentan en un artículo de este Boletín, los indicadores indirectos muestran una desaceleración del empleo en los primeros meses del año, que prolongan las tendencias observadas en el ejercicio precedente. Puede estar produciéndose una recuperación en la productividad, que, unida a la contención que se aprecia en las negociaciones salariales, tras los acuerdos alcanzados entre los agentes sociales, están moderando el ritmo de aumento de los costes unitarios laborales.

Esta mayor contención en el ritmo de crecimiento de los costes es necesaria para que se vaya reduciendo el ritmo de crecimiento de los precios. El IPC estabilizó su tasa de variación interanual en el 3,1% durante el primer trimestre del año, siendo las notas más destacadas la desaceleración en el crecimiento de los precios de los productos industriales no energéticos y la aceleración en el componente de servicios. El diferencial entre las tasas de crecimiento con respecto al conjunto de países de la zona euro se encuentra en 0,8 puntos porcentuales, habiéndose ampliado de nuevo el correspondiente al índice de servicios. La incertidumbre que ha surgido en estos últimos meses sobre la evolución del mercado de productos petrolíferos marcará, sin duda, el comportamiento del IPC a lo largo del año.

2. El entorno exterior del área del euro

Durante el primer trimestre del año se han consolidado las perspectivas de recuperación global, sustentadas inicialmente en los positivos datos de actividad correspondientes al último trimestre de 2001 en Estados Unidos y reforzadas, a lo largo de los últimos meses, por la mejoría de los indicadores de actividad en la mayoría de los países. Se espera un cierto efecto de arrastre de la economía estadounidense sobre el resto de los países, aunque persiste la incertidumbre sobre la fortaleza y rapidez de la recuperación. Los flujos de comercio internacional, que en el año 2001 sufrieron un estancamiento, están empezando a adquirir paulatinamente un mayor dinamismo, aunque las expectativas de crecimiento en 2002 son muy moderadas, en torno al 2%.

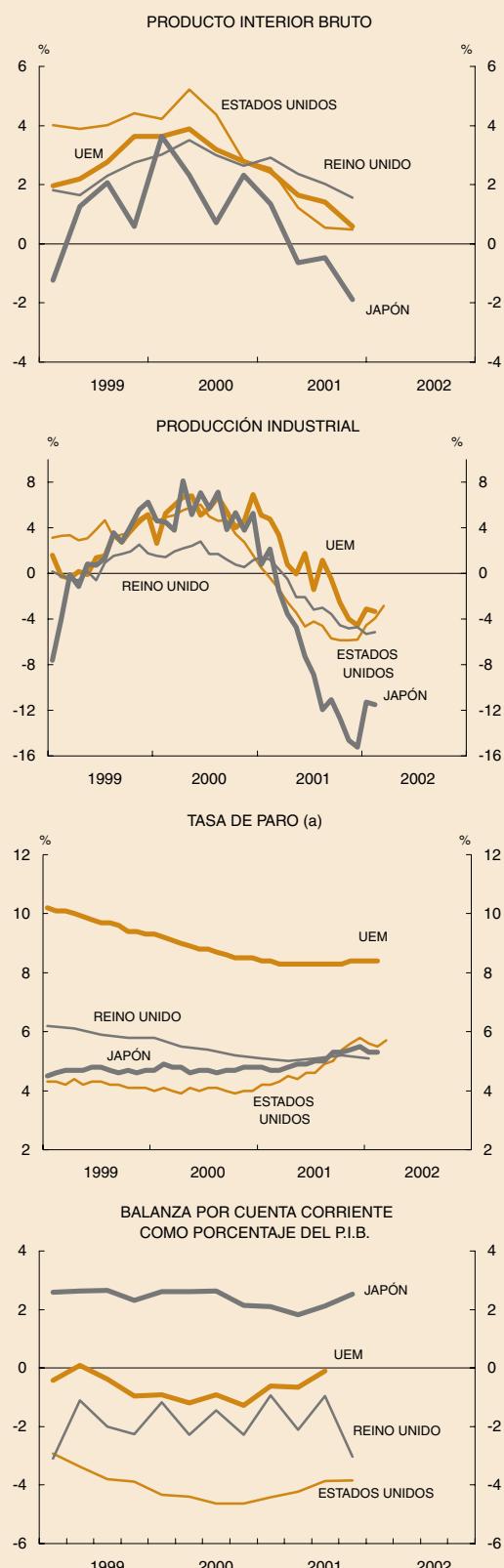
A pesar de la mejoría de las expectativas, los mercados bursátiles no han consolidado la tendencia alcista observada en el último trimestre de 2001, lastrados quizás por las dudas inducidas por el caso ENRON sobre la transparencia en la gestión contable de algunas grandes empresas y por el incremento de suspensiones de pagos en los últimos meses. Por el contrario, los mercados de deuda emergentes mantuvieron en conjunto un tono positivo, que se tradujo en un sustancial estrechamiento de los diferenciales de interés a largo plazo con EEUU, a pesar de la grave situación en Argentina y Venezuela. En los mercados de materias primas destaca la nueva subida de los precios del petróleo a partir de finales de marzo, inducida por la inestabilidad en regiones productoras, como Medio Oriente y Venezuela, y por las expectativas de incremento de la demanda mundial.

En Estados Unidos se alcanzó un crecimiento del PIB del 1,7% en el último trimestre de 2001, en tasa intertrimestral anualizada. Además, los indicadores de actividad en el primer trimestre del presente año han sido muy positivos, y se estima un crecimiento del producto del 5,8% en tasa intertrimestral anualizada. Es particularmente destacable el ritmo de avance de la productividad durante la fase bajista del ciclo, un 5,2% en el cuarto trimestre de 2001 y un 1,9% en el conjunto del año, excepcionalmente elevado en comparación con anteriores recesiones. El IPC de marzo se situó en el 1,5% interanual, y la tasa de inflación subyacente en el 2,4%.

Respecto a los indicadores de demanda, los más relevantes han recuperado los niveles previos al 11 de septiembre, lo que apunta a un elevado ritmo de aumento del producto en el primer trimestre de este año, gracias, en parte, a la recuperación de los inventarios. El consumo, del que se esperaba una moderación tras

GRÁFICO 5

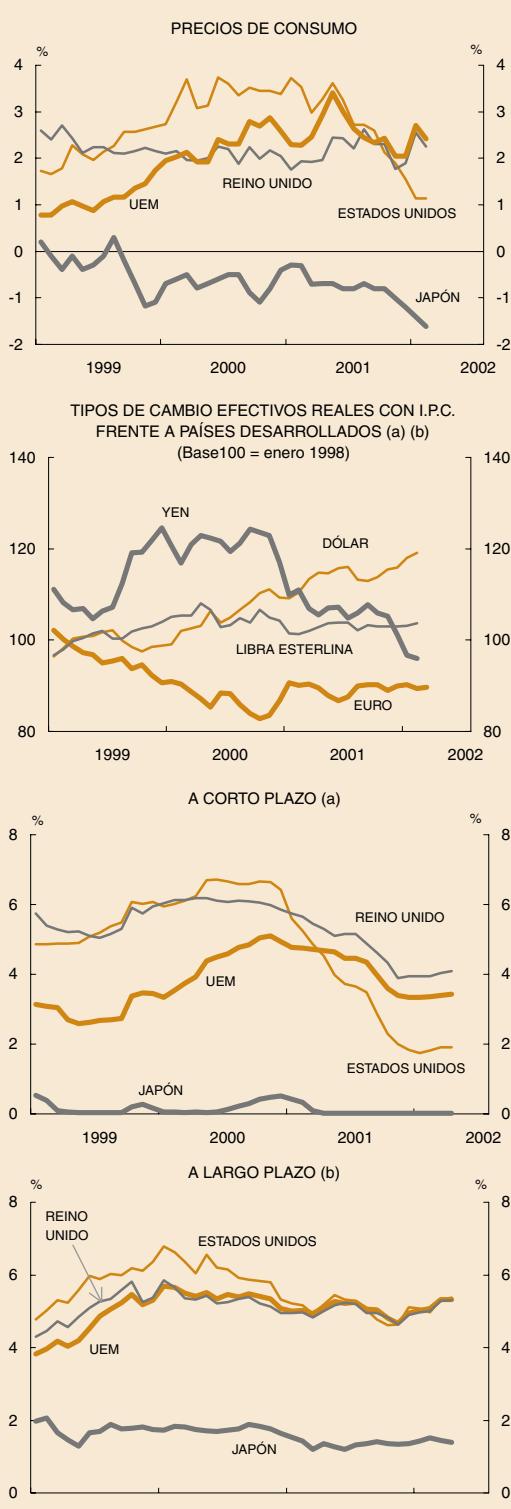
Principales indicadores macroeconómicos
Tasas de variación interanuales



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

GRÁFICO 6

Precios, tipo de cambio real y tipos de interés



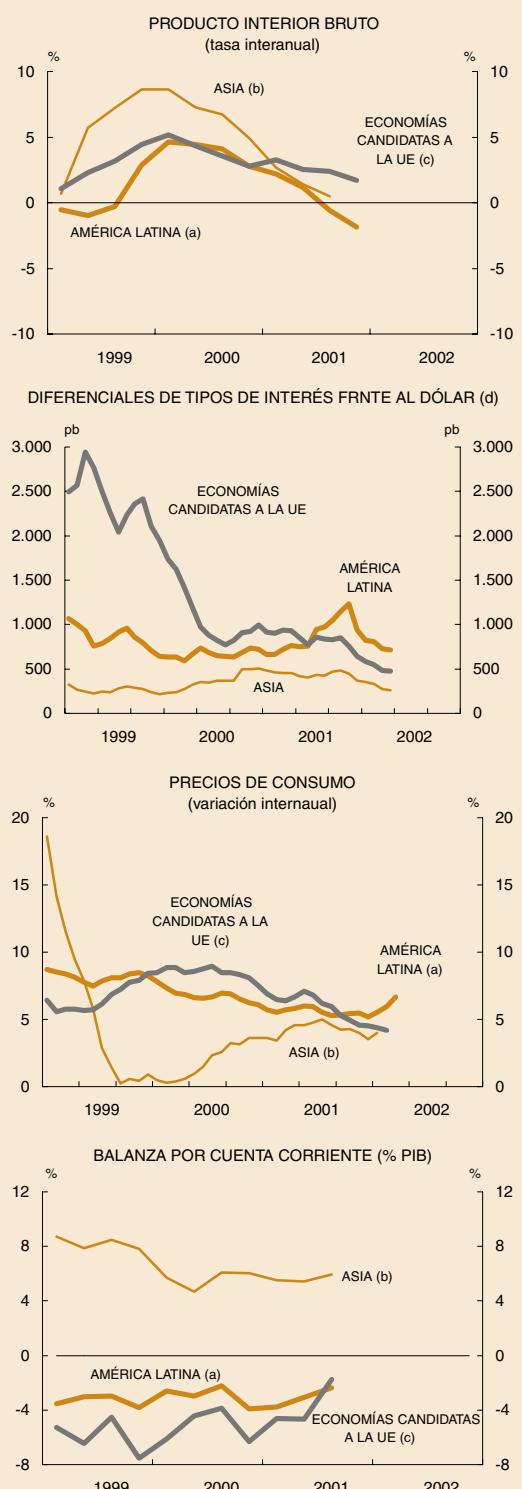
Fuente: Banco de España.

(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.

GRÁFICO 7

Principales indicadores macroeconómicos



Fuentes: estadísticas nacionales y JP Morgan.

(a) Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela, Perú.
 (b) Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur y Taiwán.

(c) Letonia, Lituania, Estonia, Chequia, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.

(d) Diferenciales del índice EMBI+ de JP Morgan. Las economías candidatas a la UE incluyen a Rusia.

el fuerte incremento en el último trimestre de 2001, parece mantener el dinamismo, a juzgar por el crecimiento de las ventas al por menor en el primer trimestre y la recuperación de los indicadores de confianza de los consumidores. La incipiente mejora del mercado de trabajo, tras los fuertes ajustes de finales del año pasado, ha propiciado un incremento de la renta disponible del 1,7% en enero y del 0,6% en febrero, que supone un sustento adicional al consumo privado. La recuperación de tasas positivas en los indicadores de producción y de gasto en bienes de inversión —especialmente intensa en los sectores de tecnologías de la información— podría indicar que el ciclo de la inversión ha tocado fondo. Sus perspectivas podrían verse, además, favorecidas si se consolida el fuerte repunte de los beneficios empresariales en el último trimestre de 2001.

Por el lado de la oferta también se perciben indicios de recuperación. El índice de producción industrial aumentó en marzo un 0,7%, lo que supone el tercer mes consecutivo de crecimiento, tras su prolongada caída en 2001. El vigor en la producción industrial se está notando, además, en los sectores más castigados por la recesión pasada: las manufacturas y, en especial, las tecnologías de la información. Las encuestas de manufacturas y servicios también muestran una recuperación robusta de la actividad.

A pesar de la evolución favorable de la economía americana, existen factores de riesgo por el lado de la inversión privada. Es importante que el consumo y la inversión tomen el relevo de las existencias en los próximos meses como impulsores de la demanda interna.

La persistencia de la situación recesiva en Japón se reflejó en el tercer descenso trimestral consecutivo del PIB en el último trimestre de 2001 (1,2%). La debilidad registrada por la demanda interna, lastrada por los descensos de la inversión privada y pública, se sumó a la caída de las exportaciones. No obstante, durante el primer trimestre del año se percibe una leve mejora de las perspectivas, basada en la desaceleración de la caída de algunos indicadores de actividad, particularmente en la industria y, de forma más tímida, en la construcción, así como en las exportaciones. El indicador sintético adelantado muestra también un ligero repunte y la tasa de paro se ha estabilizado en los dos primeros meses del año en el 5,3%. Se mantiene la deflación de precios (que en febrero cayeron un 1,6% en tasa interanual), mientras que el tipo de cambio del yen, tras depreciarse sensiblemente en enero, tendió a estabilizarse, e incluso se apreció ligeramente en marzo. En el terreno de la política económica, el Gobierno, tras presentar un presupuesto de

corte algo más restrictivo —con un ligero descenso del gasto público— para el año fiscal iniciado en abril, hizo público, a finales de febrero, un conjunto de propuestas de carácter muy general para favorecer la recuperación económica, que deberán concretarse a lo largo de los próximos meses, al igual que las medidas de actuación en el terreno del saneamiento del sector bancario.

La economía del Reino Unido registró un estancamiento de la actividad en el cuarto trimestre de 2001 respecto al trimestre anterior. Al igual que en Estados Unidos, el consumo privado mantiene su dinamismo, mientras la inversión privada y las exportaciones caían un 0,3% y un 1,2%, respectivamente. Con todo ello, el crecimiento del PIB real en 2001 fue del 2,2%. En el primer trimestre de 2002 se percibe una incipiente recuperación del sector industrial, mientras que la demanda interna sigue siendo robusta. La tasa de paro se ha mantenido estable en el 5,1%, mientras los salarios moderaron su crecimiento por debajo del 3%. Por su parte, la tasa de inflación (2,3% interanual en marzo) se ha mantenido por debajo de la meta del Banco de Inglaterra, que mantiene los tipos de interés oficiales inalterados en el 4% desde noviembre.

A lo largo de los últimos meses, la debilidad de la actividad económica ha persistido en las economías del Sudeste de Asia, salvo en el caso de China. Se percibe en la región, no obstante, una incipiente recuperación, gracias al elevado peso de la demanda externa en la mayoría de estas economías. A pesar de las políticas expansivas de demanda, varias economías han registrado tasas de inflación negativas en los meses iniciales del año 2002.

En cuanto a los países del centro y este de Europa, en general han resistido bien el estancamiento de la economía mundial, apoyados en políticas expansivas de demanda. Aunque el ritmo de crecimiento se ha desacelerado en el cuarto trimestre en todos los países, las tasas interanuales se han mantenido superiores al

3%, con la excepción de Polonia. La tasa de inflación ha seguido descendiendo en casi todos los países, debido a políticas monetarias prudentes y a la apreciación de los tipos de cambio.

En América Latina cabe destacar el mantenimiento de la inestabilidad política y económica en Argentina —que ha tenido un impacto económico adverso sobre Uruguay— y en Venezuela. En el resto de la región es destacable el escaso contagio de la crisis argentina a través de los mercados financieros, reflejado en una disminución de los diferenciales de la deuda respecto a Estados Unidos. Se espera que la recuperación global contribuya paulatinamente a reanimar las demandas externas de los países del área.

En Argentina ha continuado desplomándose la actividad económica, como demuestra la caída del PIB del 10,7% interanual en el cuarto trimestre del año pasado y el empeoramiento adicional de los indicadores en el primer trimestre de 2002. El tipo de cambio ha continuado depreciándose y las dificultades políticas han complicado la elaboración de un programa encaminado a reconducir la situación fiscal, económica y financiera con apoyo de la comunidad internacional. En Brasil, durante los primeros meses del año se observa una estabilización de la actividad económica, tras haberse alcanzado una tasa negativa interanual en el cuarto trimestre (del 0,7%) que situó el crecimiento en 2001 en el 1,5%. Los indicadores siguen reflejando la debilidad de la demanda y la lenta recuperación de la producción industrial. Solo el sector exterior está mostrando un fuerte dinamismo, explicado por la depreciación acumulada del real el año pasado. México se ha beneficiado de la obtención del grado de inversión por las agencias de calificación crediticia. Sin embargo, los influjos de capitales siguen presionando al alza el peso, lo que puede generar desequilibrios en el incipiente proceso de recuperación, espoleado por el previsible incremento de la demanda proveniente de Estados Unidos.

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

Según la información más reciente, a lo largo del primer trimestre de 2002 la actividad en la zona del euro ha comenzado a recuperarse, tras la desaceleración observada durante 2001, que se prolongó hasta los últimos meses del año pasado. De acuerdo con las previsiones de los principales organismos internacionales, la incipiente recuperación del primer trimestre se intensificará en los próximos meses, pudiéndose alcanzar en 2002 un crecimiento medio del PIB para la UEM algo por debajo del 1,5%. Esto sería el reflejo de un entorno menos incierto y de la recuperación del comercio mundial, elementos apoyados, además, por el mantenimiento de unas condiciones monetarias y financieras relativamente holgadas y por la ausencia de desequilibrios macroeconómicos significativos. Entre los principales riesgos a los que se enfrenta este escenario se encuentran la incierta evolución del precio del crudo, en un contexto de tensión política internacional, y la posibilidad de que los desequilibrios macrofinancieros en Estados Unidos afecten a la actividad económica global en mayor medida de lo previsto. Respecto a los precios, aunque las perspectivas son, en general, favorables, un encarecimiento adicional del petróleo, una eventual aceleración de los costes laborales, como resultado de elevadas demandas salariales en algunos sectores, y la posibilidad de que se manifieste algún impacto adicional sobre los precios, como consecuencia del canje al euro, son factores que podrían modificar la tendencia prevista al descenso de la inflación en la UEM.

3.1. Evolución económica

De acuerdo con los datos más recientes de Contabilidad Nacional publicados por Eurostat, en el cuarto trimestre de 2001 el PIB del área se redujo un 0,2% en términos intertrimestrales, frente al aumento de la misma magnitud en el trimestre anterior. En términos interanuales, el producto creció un 0,6%, de modo que el crecimiento del conjunto de 2001 fue del 1,5%, casi dos puntos porcentuales por debajo de la tasa registrada el año anterior (véase gráfico 8). La disminución del producto en relación con el trimestre precedente está determinada por la desacumulación de existencias y el deterioro de la inversión, ya que el consumo experimentó un crecimiento positivo, aunque débil, y la contribución al crecimiento intertrimestral del PIB de la demanda exterior fue nula. La evolución del sector exterior reflejó una notable atonía de los flujos comerciales, ya que tanto las exportaciones como las importaciones se redujeron.

El análisis de la Contabilidad Nacional por países del cuarto trimestre muestra una cierta disparidad en la evolución del PIB. Aunque la

desaceleración de la actividad fue común a todos los países, esta fue más intensa en aquellos que habían registrado una evolución más favorable del producto en el tercer trimestre (Finlandia, España y Francia). No obstante, en el cuarto trimestre, España es el único país con una variación intertrimestral del PIB positiva. En términos generales, todos los países de mayor peso en el agregado registraron un empeoramiento de la formación bruta de capital fijo y de las exportaciones y, salvo Alemania, una reducción adicional de la contribución de la variación de existencias al producto. El resto de agregados presentó una evolución más desigual. Así, el consumo privado se mantuvo relativamente vigoroso en Francia y España, mientras que las importaciones disminuyeron en Francia y Holanda de forma más intensa que en el resto de países considerados.

Por el lado de la oferta, la caída del ritmo de crecimiento del producto se concentró en la industria y, en menor medida, en la agricultura. El valor añadido bruto de los servicios presentó tasas de crecimiento intertrimestral positivas y similares a las del trimestre anterior, mientras que en la construcción, en los últimos meses del año, se detuvo el deterioro registrado durante el primer semestre de 2001. En lo relativo a la evolución del mercado de trabajo, el crecimiento intertrimestral del empleo en los tres meses finales de 2001 alcanzó el 0,2%, al igual que en los dos trimestres previos, lo que situó la tasa de variación interanual en un 0,8%. La productividad aparente del trabajo apenas varió en relación con el mismo trimestre del año anterior, lo que se reflejó en un aumento de los costes laborales unitarios, que llegaron a crecer por encima del deflactor del PIB, lo que sugiere que pudo producirse una leve contracción de márgenes.

La información disponible sobre la evolución económica del área del euro en el primer trimestre de 2002 es acorde con una moderada recuperación del producto, que ha podido alcanzar una tasa de crecimiento intertrimestral positiva. Esta percepción vendría avalada por la evolución de los indicadores de confianza en la industria y en los servicios elaborados por la Comisión Europea, así como por el comportamiento de otros indicadores sintéticos basados en un conjunto más amplio de información, y sería congruente, además, con la estimación que realiza la Comisión Europea para el crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2002 (véase recuadro 1). El índice de producción industrial, por su parte, apunta hacia una paulatina recuperación de la actividad industrial, y, de hecho, las tres últimas tasas intermensuales publicadas hasta febrero han sido positivas.

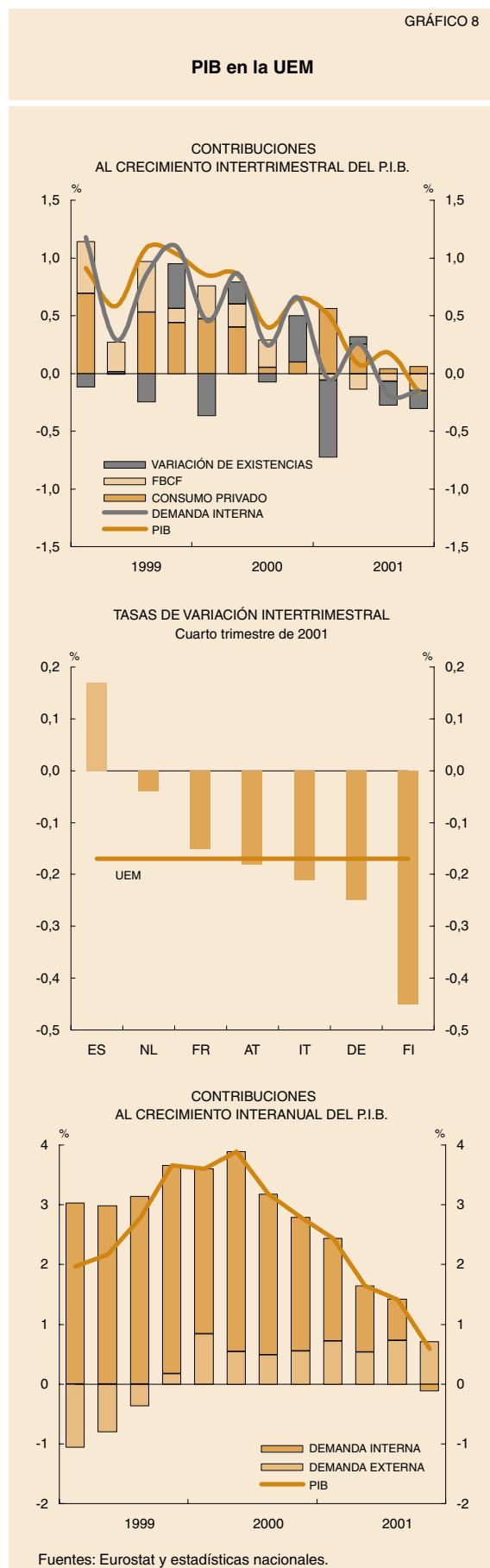
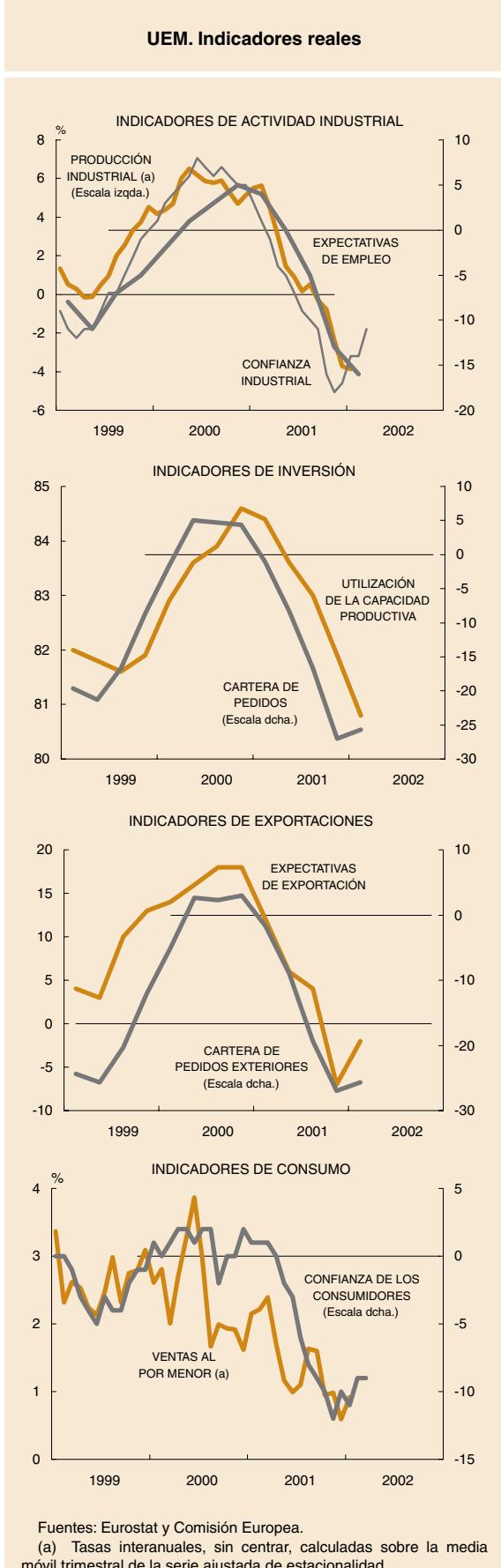


GRÁFICO 9



En cambio, por el lado de los indicadores de demanda, la información, todavía incompleta, no es tan concluyente (véase gráfico 9). Los indicadores de consumo han registrado, en general, una ligera mejora en los primeros meses del año, aunque no de forma generalizada. En particular, mientras que el nivel del indicador de confianza de los consumidores aumentó ligeramente en el primer trimestre, el de los minoristas registró un empeoramiento adicional. Por su parte, los indicadores de ventas al por menor y de matriculación de automóviles mejoraron en enero y febrero, respectivamente, compensando así las caídas que cada uno de ellos había mostrado en el mes previo. En todo caso, de la evolución de los factores determinantes del consumo no cabe esperar un rápido fortalecimiento de este agregado, ya que la menor incertidumbre, el aumento del poder adquisitivo de las rentas que se deriva de la progresiva disminución de la inflación y las favorables condiciones de financiación pueden estar siendo contrarrestadas por el deterioro de las perspectivas de empleo.

Por su parte, los indicadores relativos a las exportaciones han mejorado ligeramente a lo largo de los primeros meses del año, en tanto que la información relacionada más estrechamente con la inversión industrial también parece reflejar un mayor dinamismo. Por último, según los resultados de la encuesta de confianza industrial, en el primer trimestre del año disminuyó la proporción de los encuestados que consideraban que su nivel de existencias se encuentra por encima del deseado, lo que podría estar indicando que el ajuste de inventarios podría haberse completado. Por lo tanto, por el lado de la demanda, la recuperación que señalan los indicadores de actividad puede basarse en el agotamiento de la fase de desacumulación de inventarios y en un mayor dinamismo de las exportaciones y, probablemente, de la inversión.

En relación con la situación inflacionista en la zona del euro, el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) creció en términos interanuales un 2,5% en marzo, cinco décimas por encima de la tasa de diciembre (véase el gráfico 10). La evolución alcista del IAPC a lo largo del primer trimestre estuvo provocada por la evolución de los precios de la energía y los servicios, ya que se moderó el crecimiento de los precios de los alimentos, y los de los bienes industriales no energéticos mostraron en marzo una tasa de avance similar a la de diciembre. Por lo tanto, el reciente aumento de los precios del petróleo y la elevación de algunos precios administrados e impuestos indirectos a principios de año han sido responsables de la aceleración de los precios en el período considerado,

RECUADRO 1

Indicadores compuestos de la UEM

La información estadística oficial disponible para la zona del euro, construida a partir de indicadores armados de los países miembros, presenta todavía una cobertura insuficiente y se publica con cierto retraso, lo que limita su utilidad para el análisis de la situación cíclica y de las perspectivas a corto plazo de esta área. Este problema adquiere especial relieve en momentos en los que la economía está próxima a un punto de giro en su evolución cíclica. Para suplir estas carencias, varias instituciones públicas y privadas han abordado la construcción de indicadores sintéticos para aproximar la evolución de la producción —ya sea el índice de producción industrial (IPI) o el PIB—, que explotan información procedente de fuentes —como encuestas de opinión o indicadores de ámbito nacional— disponibles con mayor antelación que el resto de estadísticas oficiales.

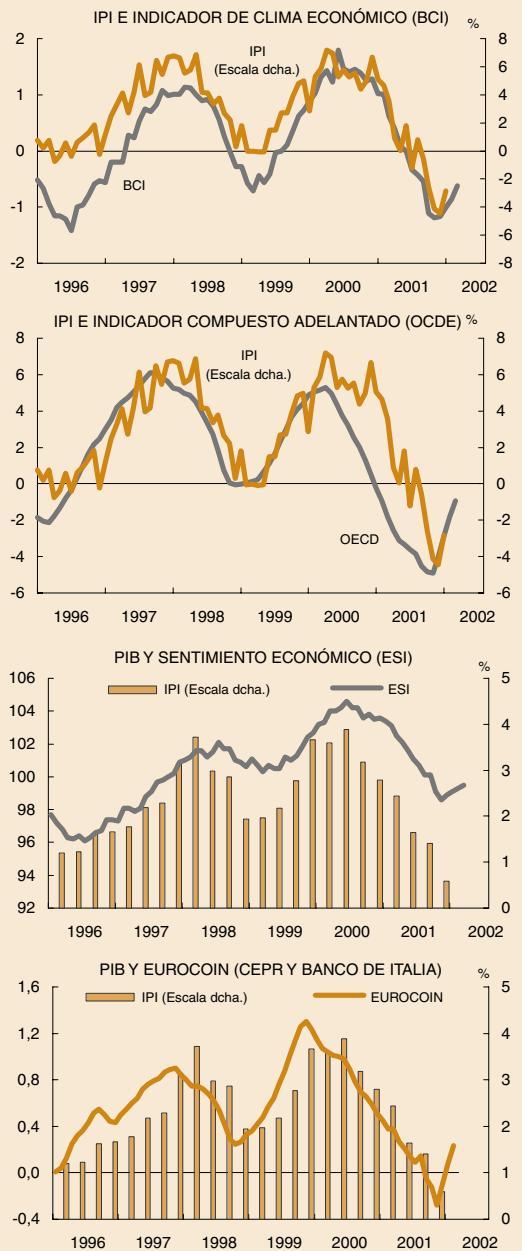
En primer lugar, existe un grupo de indicadores que emplean la gran riqueza de datos recogidos mediante encuestas de opinión. Así, el índice de sentimiento económico (*Economic Sentiment Indicator, ESI*), elaborado por la Comisión Europea (CE) para aproximar la evolución del PIB, se construye como una media ponderada de los indicadores de confianza de la industria, de la construcción, de los minoristas y de los consumidores. La CE también elabora el indicador de clima económico de la industria (*Business Climate Indicator, BCI*) a partir de series procedentes de la encuesta de confianza de la industria. Cada serie se divide en un componente común con el resto de las otras series, que trata de captar la situación cíclica en un momento determinado, y en un componente específico. El primer componente es el que se toma para elaborar el indicador.

En segundo lugar, existe otro grupo de indicadores que explotan información procedente de estadísticas nacionales. Cabe señalar en este grupo el indicador adelantado compuesto de la OCDE (*Composite Leading Indicator, CLI*) y el EuroCOIN del CEPR y el Banco de Italia. El primero se elabora a partir de diversos indicadores nacionales y ofrece estimaciones del IPI para cada país y, como agregación, para el conjunto de la UEM. El EuroCOIN es un indicador coincidente del crecimiento del PIB del área del euro, elaborado mediante la extracción del componente común de unas mil series procedentes de varias instituciones nacionales y supranacionales.

Por último, la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros (DG ECFIN) de la CE ha comenzado a publicar recientemente una estimación del crecimiento intertrimestral del PIB en forma de intervalos para los dos trimestres que siguen al período de referencia del último dato publicado por Eurostat. El modelo dispone de dos ecuaciones, una para cada trimestre a predecir, con variables explicativas reales u opiniones sobre estas, así como variables financieras, referidas todas a la UEM.

La evolución de los cuatro indicadores recogidos en el gráfico adjunto coincide en señalar un punto de giro a finales del año 2001. Concretamente, tras sendos mínimos en noviembre del año pasado, esos indicadores muestran una flexión al alza y una tendencia de recuperación gradual hasta marzo de este año, que es el último dato disponible. Estos datos concuerdan con el pronóstico de una recuperación en el primer trimestre de 2002 que señala el indicador de previsión intertrimestral del PIB elaborado por la DG ECFIN (véase cuadro adjunto), que, frente al descenso del 0,2% del PIB en términos intertrimestrales en el cuarto trimestre de 2001, anticipa un incremento entre el 0,2% y el 0,5% para el período enero-marzo de 2002.

Indicadores compuestos de la UEM



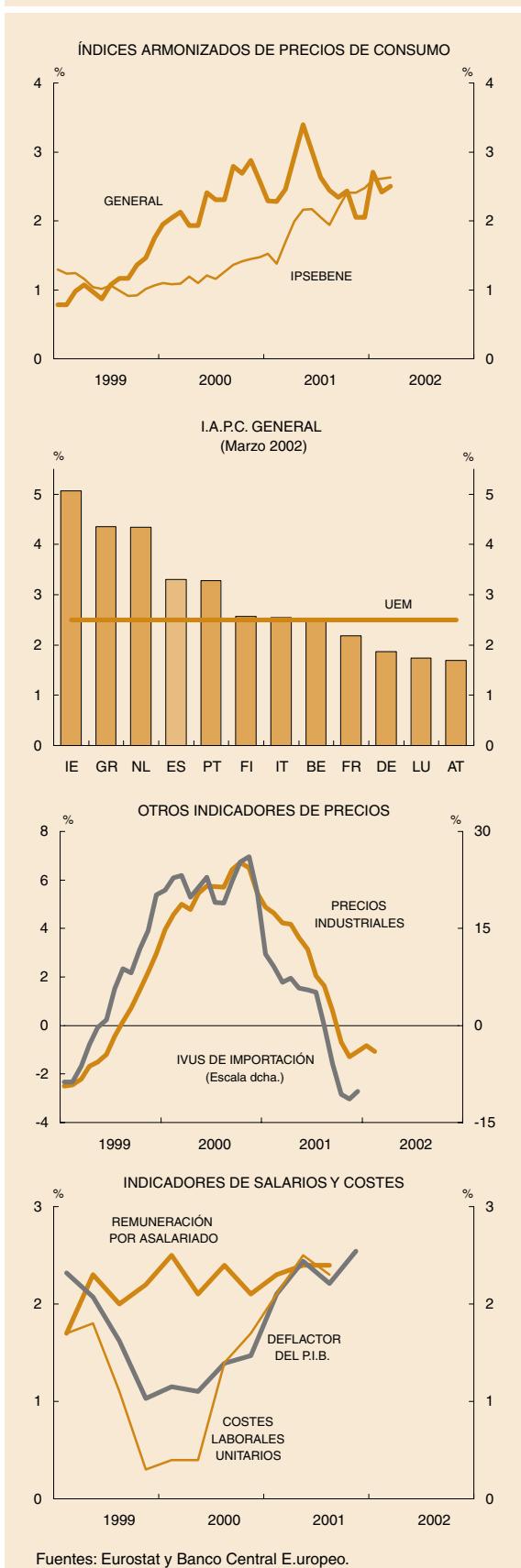
Fuentes: Comisión Europea, OCDE, CEPR y Banco de Italia.

Previsiones intertrimestrales del PIB

	DG ECFIN (Intervalos)			
	ENE 2002	FEB 2002	MAR 2002	ABR 2002
2002 Q1	(0,1; 0,4)	(0,1; 0,4)	(0,1; 0,4)	(0,2; 0,5)
2002 Q2			(0,4; 0,7)	(0,5; 0,8)

Fuente: Comisión Europea.

GRÁFICO 10

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


sin que se haya apreciado, hasta ahora, un efecto sustancial derivado de la conversión de las antiguas monedas nacionales al euro. En cualquier caso, existe una gran incertidumbre para determinar el posible efecto de la introducción del euro sobre la inflación, ya que es muy difícil aislar qué parte de la elevación de los precios es atribuible a este factor. En este sentido, según un estudio preliminar de Eurostat, del aumento del 0,5% intermensual que registró el IAPC en el mes de enero entre el 0% y 0,16% pudo deberse a la sustitución de monedas. No obstante, es muy probable que el eventual efecto sobre la inflación no se haya limitado al mes de enero, sino que en los meses sucesivos también puedan producirse elevaciones de los precios derivadas de este fenómeno. De hecho, el notable ascenso producido en los precios de algunas rúbricas —como jardinería, alquileres, reparación de vehículos, servicios recreativos y restaurantes— en enero, febrero y, en algún caso, también en marzo, podría estar relacionado con la introducción del euro.

El aumento de la tasa de inflación de los servicios se ha reflejado en un ligero ascenso del ritmo de crecimiento del IPSEBENE (índice que excluye los precios de los bienes energéticos y de los alimentos no elaborados), situándose su tasa de variación en marzo en el 2,6%, una décima por encima de la registrada en diciembre. Por países, solamente Alemania, Luxemburgo y Austria mantuvieron una tasa de inflación inferior al 2% (véase gráfico 10). Por último, la diferencia entre la tasa máxima de inflación del 5,1%, correspondiente a Irlanda, y la mínima, del 1,7%, de Austria y Luxemburgo, disminuyó en marzo casi un punto en relación con la correspondiente a diciembre.

Por lo que respecta al índice de precios industriales (IPRI), los datos más recientes reflejan una relativa estabilidad en el ritmo de disminución que venía registrando este indicador desde finales de 2001. En concreto, el IPRI cayó en febrero un 1,1%, la misma tasa del pasado diciembre. Por componentes, se observa una desaceleración de los precios de los bienes industriales de consumo, lo que anticipa una menor inflación de los alimentos elaborados y bienes industriales no energéticos que se incluyen en el IAPC.

Los indicadores de precios del área apuntan hacia una ligera moderación de las tensiones inflacionarias a lo largo de 2002, que resultaría, en gran parte, atribuible a la progresiva desaparición de los efectos de la depreciación del tipo de cambio y de las crisis alimenticias de 2001. No obstante, este proceso de mejora de las perspectivas inflacionistas podría verse interrumpido en caso de un encarecimiento adi-

CUADRO 1

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

% del PIB

	1998	1999	2000	2001	2002 (b)	2002 (c)
Bélgica	-0,8	-0,6	0,1	0,0	0,0	-0,2
Alemania	-2,2	-1,6	-1,3	-2,7	-2,0	-2,8
Grecia	-3,1	-1,8	-0,8	-0,4	0,8	0,3
España	-2,6	-1,1	-0,4	0,0	0,0	-0,2
Francia	-2,7	-1,6	-1,4	-1,5	-1,4	-2,0
Irlanda	2,3	2,3	4,5	1,7	0,7	0,4
Italia	-2,8	-1,8	-1,7	-1,4	-0,5	-1,3
Luxemburgo	3,5	3,7	5,7	5,0	2,8	2,0
Holanda	-0,8	0,4	1,5	0,2	1,0	0,0
Austria	-2,4	-2,2	-1,5	0,1	0,0	-0,1
Portugal	-2,4	-2,1	-1,9	-2,7	-1,8	-2,6
Finlandia	1,3	1,9	7,0	4,9	2,6	3,3
PRO MEMORIA:						
UEM						
Saldo primario	2,6	3,0	3,3	2,6	2,7	2,3
Saldo total	-2,2	-1,3	-0,8	-1,3	-0,9	-1,5
Deuda pública	73,7	72,6	70,2	69,1	67,2	68,6

Fuentes: Comisión Europea, Programas de Estabilidad nacionales y Banco de España.

(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.

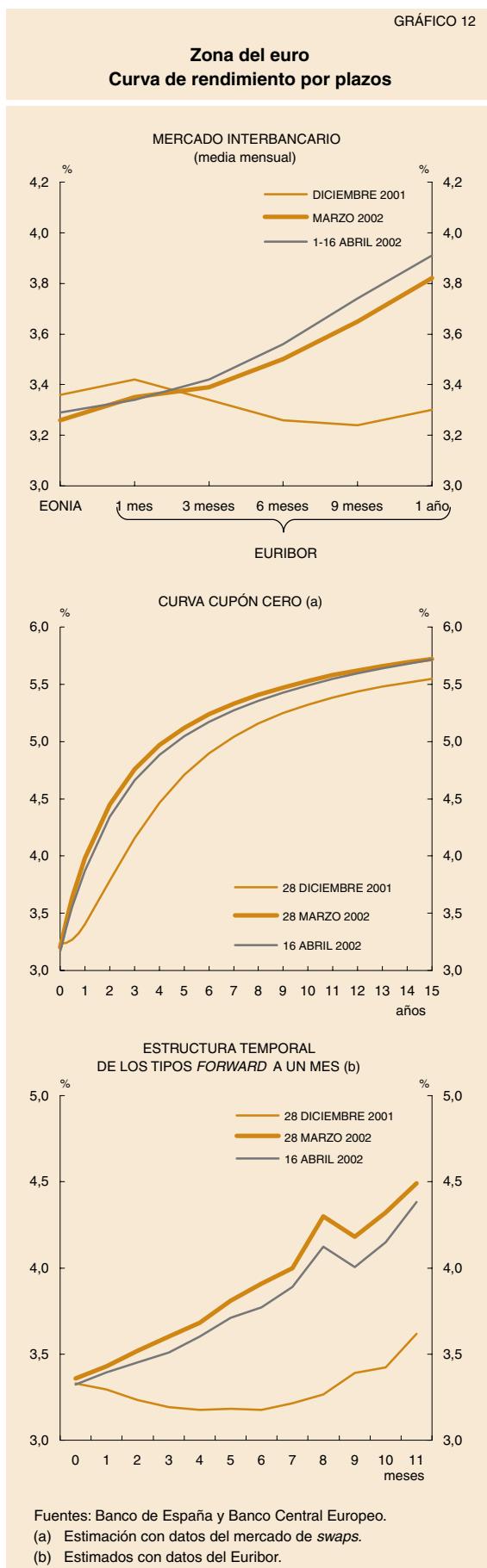
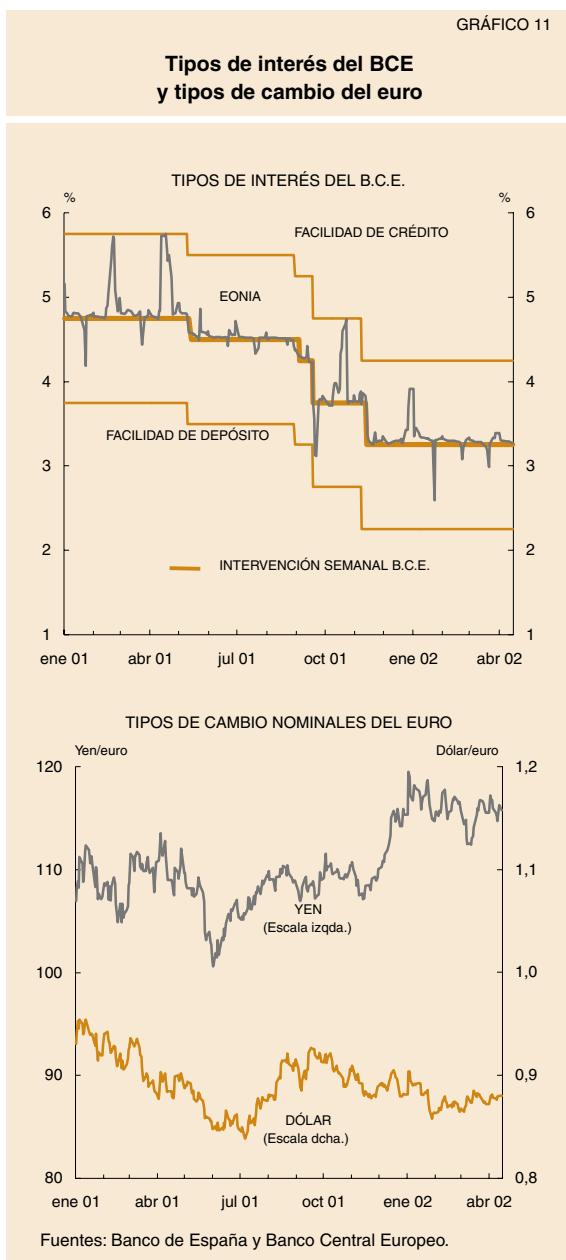
(c) Previsiones de la Comisión Europea (primavera 2002).

cional del crudo o de una evolución salarial que se desviara de las ganancias de productividad sectoriales. En este sentido, las elevadas demandas salariales en sectores relevantes de algunos países de la UEM o la tendencia alcista que están registrando los precios del petróleo, asociada a los recortes de la producción mundial y a la escalada de la tensión socio-política en Oriente Próximo, introducen riesgos al alza sobre la evolución futura de la inflación en la UEM.

A partir de los datos recientemente facilitados por el BCE, el déficit por cuenta corriente de la zona euro se redujo significativamente en enero de 2002. En concreto, su magnitud ha pasado de 11,1 mm de euros en enero de 2001, a 1,5 mm de euros en el mismo mes del presente año. Esta mejora ha estado asociada, fundamentalmente, a la evolución de la balanza comercial, pues la fuerte contracción experimentada por las importaciones (que se redujeron un 11,4% en términos interanuales) compensó con creces la caída de un 4,4% de las exportaciones.

De acuerdo con las notificaciones realizadas por los Estados miembros en el marco del procedimiento de déficit excesivos, las Administraciones Públicas del conjunto del área del euro alcanzaron en 2001 unas necesidades de fi-

nanciación del 1,3% del PIB, lo que representa un incremento de medio punto porcentual con respecto al ejercicio precedente. Dada la disminución de los gastos por intereses en una cuantía de dos décimas del PIB, el deterioro ascendió, en términos del saldo primario, al 0,7% del PIB. Según los cálculos de la Comisión Europea, este empeoramiento se explicaría, aproximadamente, a partes iguales, por las contribuciones respectivas del ciclo económico y de las acciones discretionales de las autoridades (medida, esta última, por el cambio en el saldo primario ajustado de ciclo). Tan solo cuatro países (Grecia, España, Italia y Austria) mejoraron sus saldos presupuestarios en el año 2001. En Alemania y Portugal, el déficit aumentó hasta situarse en el 2,7% del PIB. Puesto que en ambos países habían tenido lugar importantes deslizamientos con relación a los objetivos recogidos en sus programas de estabilidad precedentes y, a juicio de la Comisión Europea, existía un cierto riesgo de que se rebasara el límite de déficit del 3% del PIB en este año y de que no se alcanzara un saldo equilibrado en 2004, la Comisión decidió, a finales de enero, adoptar una propuesta para que el Consejo activara el denominado procedimiento de alerta temprana (o *early warning*). Sin embargo, el Consejo no adoptó la recomendación de la Comisión, a la vista del compromiso público de las autoridades alemanas y portuguesas



de respetar el valor de referencia del 3% del PIB en 2002 y alcanzar una posición presupuestaria próxima al equilibrio en 2004.

En general, parece difícil alcanzar los objetivos de saldo presupuestario fijados para este año en los programas de estabilidad, tal y como se desprende de la comparación de las dos últimas columnas del cuadro 1. En parte, esto se debe al carácter optimista de las previsiones de crecimiento económico sobre las que se sustentan los objetivos fiscales de los programas, en los que, por ejemplo, se prevé una tasa de expansión de la actividad del 2% en 2002, frente al 1,4% proyectado por la Comisión Europea.

En lo que concierne al proceso de reformas estructurales en la UE, el Consejo Europeo de

RECUADRO 2

Reformas estructurales en Europa: del Consejo Europeo de Lisboa al de Barcelona

Con el fin de alcanzar en 2010 el pleno empleo y de reforzar la cohesión social, en el Consejo Extraordinario de Lisboa, de marzo de 2000, la Unión Europea (UE) se fijó como objetivo estratégico «convertirse en la economía basada en el conocimiento más competitiva y dinámica del mundo, capaz de crecer económicamente de manera sostenible con más y mejores empleos, y con mayor cohesión social». Con posterioridad, esa estrategia se reforzó en la dimensión social, con la Agenda Social de Niza, y en la medioambiental, con la estrategia de desarrollo sostenible de Göteborg.

Los objetivos más ambiciosos establecidos en Lisboa fueron quizás los referidos al mercado de trabajo. Junto con la meta del pleno empleo, en Lisboa se estableció que, para el año 2010, la tasa de empleo total en la UE debería ser del 70% (en 2001 fue del 63,9%), mientras que las de las mujeres y de la población de más edad (entre 55 y 64 años) se deberían situar en el 60% y 50%, respectivamente (en 2001 alcanzaron el 54,7% y el 38,3%). El diseño de políticas macroeconómicas equilibradas, la aplicación de una serie de reformas económicas, el aumento de la investigación y la innovación, y el incremento de la inversión en capital humano se consideraron requisitos indispensables para lograr un crecimiento económico medio del 3% para los próximos años y alcanzar los objetivos allí marcados.

Transcurridos dos años desde el establecimiento de esos objetivos, en el Consejo de Barcelona se ha hecho balance del desarrollo de este proceso. Las áreas en las que los progresos han sido insuficientes son numerosas: apertura de la contratación pública, desarrollo de los mercados de capital riesgo y de servicios financieros, creación de una patente comunitaria, establecimiento de un mercado único energético e implantación de sistemas de navegación por satélite. Por el contrario, se han producido avances significativos en el comercio electrónico, el sector de comunicaciones y el transporte ferroviario, aunque son deseables progresos adicionales en estas materias. Respecto al objetivo del pleno empleo, los avances también han sido modestos.

Por ello, en Barcelona se ha dado un nuevo impulso al proceso de Lisboa. En el ámbito de las políticas económicas, se han reafirmado los compromisos de disciplina fiscal del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, se ha acordado reforzar la coordinación de políticas y se ha subrayado la necesidad de acelerar la reforma de los sistemas de pensiones, tanto para asegurar su sostenibilidad financiera como para cumplir sus objetivos sociales. Respecto al mercado de trabajo, se ha fortalecido la estrategia de empleo y de cohesión social, estableciéndose un amplio conjunto de actuaciones para incidir sobre la brecha fiscal, la tasa de participación (de mujeres y mayores, principalmente), los incentivos a la búsqueda activa de empleo y la negociación salarial. Para que Europa se convierta en una sociedad basada en el conocimiento y altamente competitiva se han adoptado también una serie de medidas relacionadas con las telecomunicaciones, la educación y la investigación. Además, el Consejo Europeo de Barcelona ha reafirmado la mayoría de los compromisos adquiridos en Lisboa que presentaban retrasos en su implementación. En este sentido, hay que destacar la confirmación de las fechas para la integración de los mercados de valores y de servicios financieros —2003 y 2005, respectivamente—. Los mercados de la electricidad y del gas se abrirán para las empresas en 2004, aunque no se ha alcanzado un acuerdo de liberalización para los consumidores domésticos. Además, en 2005 deberá existir una interconexión eléctrica mínima del 10% de la capacidad de producción instalada en cada Estado miembro. En el cuadro adjunto se resumen los compromisos más relevantes suscritos y/o reafirmados en Barcelona, indicando la fecha en la que deberán cumplirse.

	<u>Entrada en vigor</u>
MERCADO DE TRABAJO:	
Objetivo pleno empleo	2010
Reducción fiscalidad salarios bajos	sin fecha
Regímenes fiscales y de prestaciones por desempleo favorecedores de búsqueda de empleo	sin fecha
Determinación salarial adaptada a productividad y conocimientos	sin fecha
Incentivos específicos y cuantificados para la participación laboral femenina	2010
Aumento edad jubilación	2010
Fomento movilidad laboral	varias fechas
MERCADOS ENERGÉTICOS:	
Liberalización gas y electricidad para los consumidores no domésticos	2004
Normativa servicios interés general	2003
Interconexión eléctrica (10%)	2005
Impulso a separación actividades	sin fecha
TRANSPORTES:	
Hacer realidad el «Cielo Único»	2004
Adopción propuestas pendientes en materia de servicios portuarios	2002
Revisión directrices en materia de redes de transporte transeuropeas	2002
TELECOMUNICACIONES:	
Proyecto Galileo (sistema de satélites)	2008
Transposición nuevo paquete normativo	2003
Segundo Plan de Acción e-europa	2005
Un ordenador de Internet por 15 alumnos	2003
Acceso electrónico a servicios públicos	sin fecha
ENTORNO EMPRESARIAL:	
Reducción déficit transposición directivas	2003
Modernización normas de competencia	2002
Reducción y racionalización de las ayudas de Estado	2003
Nuevas normas de contratación pública	2002
EDUCACIÓN:	
Dimensión europea de la enseñanza	2004
Diplomas y cualificaciones comunitarios	2003
Fomento estudio de lenguas extranjeras	sin fecha
Crear un indicador de competencia lingüística	2003
<i>Titulación informática e Internet</i>	sin fecha
Formación adultos	sin fecha
I + D:	
Sexto programa marco de investigación	2002
Gasto del 3% del PIB en I+D	2010
Implantación de la patente comunitaria	2002
MERCADOS FINANCIEROS:	
Integración mercados valores	2003
Integración servicios financieros	2005

CUADRO 2

Situación monetaria y financiera de la UEM y España

%

	1999 DIC	2000 DIC	2001		2002		
			NOV	DIC	ENE	FEB	MAR

MAGNITUDES MONETARIAS (a):

UEM

M3	5,8	4,1	7,9	8,1	7,9	7,4	7,3
M1	10,7	5,3	5,9	5,4	6,4	6,0	5,8
Crédito al sector privado	10,3	10,1	6,9	6,8	6,3	6,0	5,4

ESPAÑA

Medios de pago	12,7	4,4	5,9	6,8	6,4	7,6	9,7
Otros pasivos bancarios	3,9	19,6	11,0	8,4	7,0	7,1	6,8
Fondos de inversión	-21,9	-27,1	23,3	26,2	29,0	28,5	30,1
Financiación al sector privado	19,5	18,9	15,6	15,1	14,8	15,0	15,5

MERCADOS FINANCIEROS (b):

EONIA	3,04	4,83	3,51	3,36	3,29	3,28	3,26	3,28
EURIBOR a tres meses	3,44	4,94	3,39	3,35	3,34	3,36	3,39	3,41
Deuda pública								
Rendimiento bonos a diez años UEM	5,32	5,07	4,67	4,96	5,02	5,07	5,32	5,31
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	1,04	0,25	-0,02	0,16	0,05	-0,09	0,02	0,04
Diferencial bonos a diez años España-Alemania	0,22	0,31	0,31	0,23	0,19	0,19	0,18	0,17
Tipos de interés bancarios en España								
Tipo sintético pasivo	1,98	3,02	2,31	2,22	2,22	2,25	2,25	
Tipo sintético activo	5,03	6,35	5,11	4,86	4,88	4,85	4,88	
Tipo de cambio dólar/euro	1,011	0,897	0,888	0,892	0,883	0,870	0,876	0,882
Renta variable (d)								
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio	39,5	-5,9	-22,3	-19,7	-2,2	-3,2	1,6	-0,1
Índice General Bolsa de Madrid	16,2	-12,7	-6,4	-6,4	-2,6	-1,3	0,6	2,3

Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

(a) Tasa de variación interanual.

(b) Medias mensuales.

(c) Media del mes hasta el día 16 de abril de 2002.

(d) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 15 para el EURO STOXX y 16 para la Bolsa de Madrid.

Barcelona, celebrado el pasado mes de marzo, evaluó el estado de desarrollo de la estrategia diseñada en el Consejo de Lisboa de marzo de 2000. Aunque en los últimos años se han producido avances satisfactorios en algunos ámbitos, el programa de reformas económicas en Europa ha podido perder algo de impulso recientemente, por lo que en Barcelona se han dado pasos positivos que deben contribuir a la consecución de los objetivos marcados en Lisboa (véase recuadro 2).

3.2. Evolución monetaria y financiera

En el contexto descrito anteriormente, caracterizado por la ausencia de presiones inflacionistas y por indicios de recuperación de la actividad, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener inalterados los tipos de interés

de las operaciones principales a lo largo del primer trimestre de 2002 y en la parte transcurrida de abril. Por tanto, tras la última reducción de 50 puntos básicos el 8 de noviembre, el tipo de intervención semanal ha permanecido en el 3,25% y el de las facilidades de depósito y de crédito, en el 2,25% y 4,25%, respectivamente (véase gráfico 11).

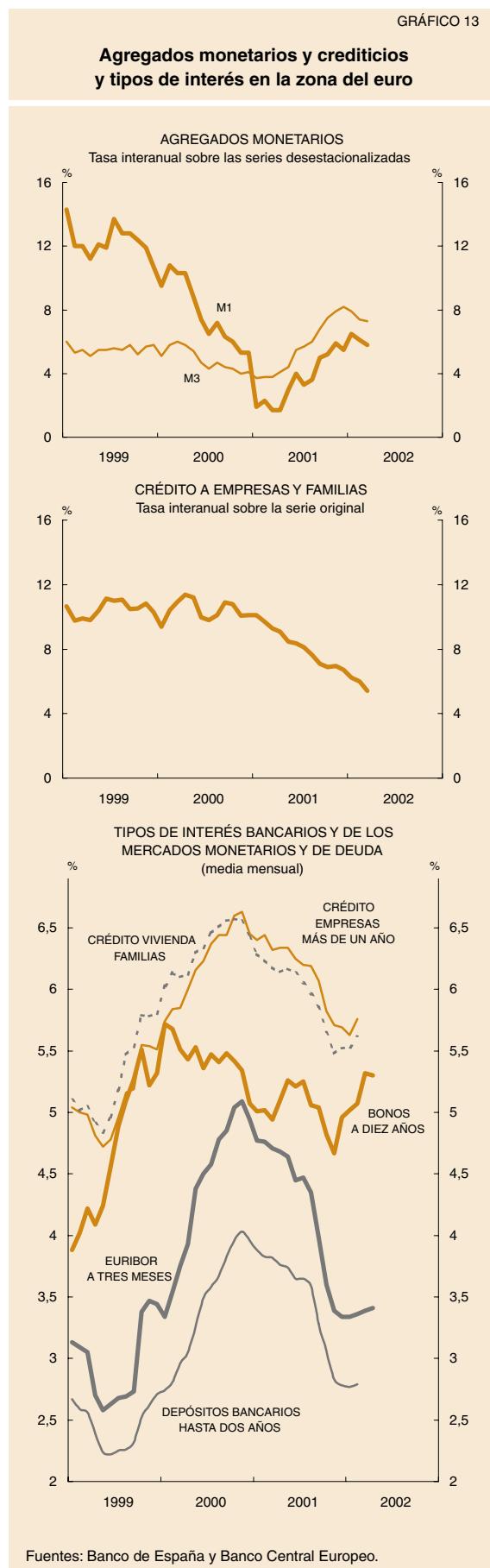
No obstante, los tipos de interés de los mercados monetarios han experimentado a lo largo del trimestre una suave pauta ascendente, creciente con el plazo. Así, mientras que el tipo a un mes osciló a lo largo de todo el período en torno al 3,35%, en el resto de los plazos los tipos de interés mostraron aumentos más acusados para los vencimientos más próximos a los 12 meses, sobre todo en la última parte del trimestre. Estos desarrollos han determinado un cambio de la pendiente de la curva de rendi-

mientos del mercado interbancario respecto a la existente en diciembre, que, ahora, como puede observarse en la parte superior del gráfico 12, es marcadamente positiva. En este sentido, tal como señala la progresiva ampliación del diferencial de los tipos *forward* a un mes entre uno y doce meses, a lo largo del primer trimestre ha empezado a descontarse un cambio de orientación de las decisiones de política monetaria, en consonancia con los signos de recuperación de la actividad que muestran los indicadores disponibles, si bien esas expectativas se han moderado algo en las últimas semanas (véase la parte inferior del gráfico 12).

Esta mejora de las perspectivas económicas también se ha reflejado en un aumento de las rentabilidades de la deuda pública a diez años en la zona del euro, especialmente a partir de marzo. Así, el tipo de interés a largo plazo de la deuda alemana se situó a mediados de abril en el 5,2%, más de cuarenta puntos básicos por encima de la rentabilidad media de diciembre. La mejora generalizada de las perspectivas económicas ha repercutido en que las rentabilidades de largo plazo de otras áreas económicas también se hayan incrementado en las últimas semanas. En particular, el rendimiento de la deuda estadounidense mostró en los primeros meses del año un perfil ligeramente ascendente, desde niveles de alrededor del 5% hasta el 5,3%, lo que ha supuesto un cierto mantenimiento del diferencial con la deuda alemana en el período considerado (véase el cuadro 2).

Como se observa en la parte inferior del gráfico 13, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a las operaciones de activo y pasivo con sus clientes también registraron en el primer trimestre una detención en la pauta descendente que se venía observando desde diciembre del 2000. De hecho, con información hasta febrero, los tipos de interés aplicables a los créditos destinados a la adquisición de vivienda y a los créditos a empresas a más de un año aumentaron ligeramente, entre seis y ocho puntos básicos, en relación con diciembre. En España se han percibido las mismas tendencias, sin que los tipos sintéticos de las entidades bancarias españolas hayan experimentado variaciones apreciables en los dos primeros meses del año (véase cuadro 2).

A lo largo del trimestre, las cotizaciones de los mercados bursátiles de la zona del euro no registraron cambios sustanciales, a la vez que se redujo notablemente la elevada volatilidad que las caracterizó tras los atentados terroristas de septiembre de 2001. En particular, hasta el mes de febrero, las cotizaciones se mantuvieron en niveles algo por debajo de los obser-



vados a finales de 2001, y a partir de entonces mostraron una recuperación y un ligero deterioro en el mes de abril. En cierta medida, los mercados bursátiles han reflejado en este período la mejora de las expectativas sobre actividad, aunque el conflicto político internacional y la incertidumbre que todavía existe sobre el afianzamiento de la incipiente recuperación económica en los principales países industrializados han impedido que las cotizaciones de las acciones registraran una tendencia más firme al alza. El índice *Dow Jones EURO STOXX* amplio se situó a mediados de abril un 1,6% por debajo del dato de finales del año pasado. En el caso de España, el índice general de la Bolsa de Madrid presentó en los primeros meses del año una evolución similar a la descrita para el conjunto del área, si bien, a partir de marzo, se comportó mejor, alcanzando a mediados de abril niveles algo superiores a los de finales de 2001.

El tipo de cambio del euro, por su parte, no ha experimentado movimientos significativos desde diciembre: ha oscilado alrededor de 0,88 dólares por euro, mientras que, frente al yen, registró una ligera apreciación en enero, que se ha mantenido durante el resto del primer trimestre (véase gráfico 11). En conjunto, el tipo de cambio efectivo del euro frente a los países desarrollados se situaba al cierre de este Boletín muy próximo al nivel de principios de enero.

El agregado monetario M3 de la zona del euro mostró un cambio de tendencia en el transcurso del primer trimestre del año. La tasa de variación interanual se situó en el 7,3% en marzo, tras registrar un máximo en diciembre del 8,1%. Si se observan tasas más cortas, la desaceleración es más evidente: así, el ritmo del crecimiento intertrimestral anualizado en los últimos tres meses, hasta marzo, fue del 4,3%, frente al 10,1% observado en el último trimestre del año 2001. Esta desaceleración refleja la in-

cidencia de la menor incertidumbre que rodea los mercados financieros sobre las decisiones de cartera de los agentes, al inducir una menor preferencia por la liquidez. Los agregados más estrechos, como M1 y M2, han presentado, por su parte, tasas de variación menores, alrededor del 6%, similares a las de finales de 2001. En España, por el contrario, los activos financieros más líquidos registraron una ligera aceleración en los primeros meses del año, ya que la pérdida de tono que siguieron mostrando los depósitos a plazo fue contrarrestada por un mayor dinamismo de los medios de pago y de los fondos de inversión.

Por lo que respecta a las contrapartidas de los agregados monetarios, el crédito al sector privado de la UEM ha seguido desacelerándose, hasta situarse la tasa de variación interanual en el 5,4% en marzo, lo que supone un mínimo desde el comienzo de la Unión Monetaria. La moderación de la financiación captada es, sobre todo, la consecuencia de la desaceleración del pulso de la actividad económica en los últimos meses, ya que esta variable muestra una gran sintonía con el ciclo. Los datos disponibles del crédito por finalidades y agentes correspondientes al cuarto trimestre de 2001 señalan que la moderación del crédito está explicada tanto por el componente de las empresas no financieras como por el de las familias y, dentro de estas, tanto por la evolución del crédito de consumo como por el de adquisición de vivienda. En España, la financiación otorgada al sector privado no financiero ha mantenido una tasa de variación relativamente constante en los primeros meses del año y, además, continúa expandiéndose a ritmos sustancialmente más elevados que en el conjunto del área (15,5% en marzo). El crédito concedido por las entidades residentes —principal componente de la financiación recibida por el sector privado no financiero— creció en marzo a una tasa interanual del 14,4%, algo superior a la observada a finales del año 2001.

4. La economía española

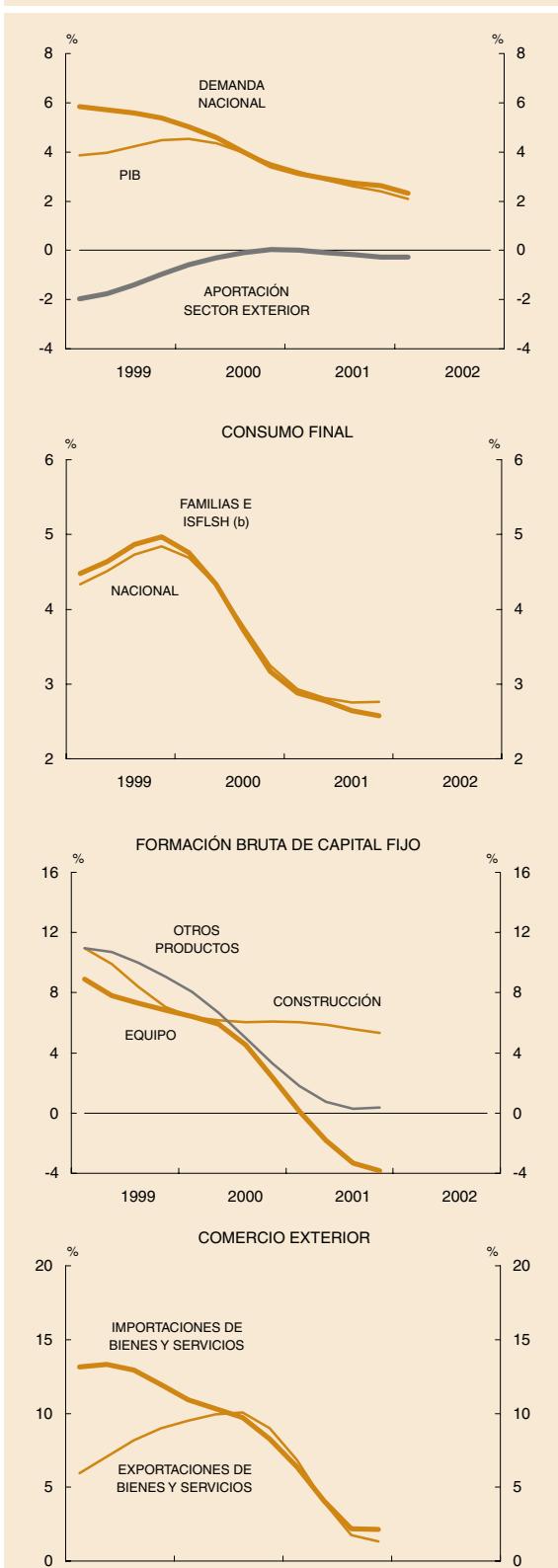
En el segundo semestre de 2001, la economía española prolongó la fase de desaceleración cíclica que venía experimentando desde el año 2000, en el contexto de deterioro del entorno exterior que se ha descrito en los epígrafes anteriores. En consecuencia, la aportación de la demanda exterior al crecimiento del producto aumentó progresivamente su carácter contractivo, debido a la pérdida de impulso de las exportaciones, mientras que la demanda nacional siguió desacelerándose suavemente, de forma que registró todavía ritmos de crecimiento comparativamente elevados —del 2,6% en tasa interanual real, medida sobre la serie de ciclo-tendencia (1), en el cuarto trimestre—. El avance del gasto interior se apoyó en una creación de empleo todavía elevada, que sostuvo el gasto de consumo, y en el continuado empuje de la construcción (pública y residencial). Sin embargo, la inversión productiva siguió experimentando descensos importantes, especialmente afectada por el retroceso de los mercados de exportación y por el deterioro de las expectativas. En el primer trimestre de 2002, habría proseguido la desaceleración gradual de la demanda nacional —hasta tasas interanuales en el entorno del 2,3%—, como consecuencia de un crecimiento algo más moderado del consumo y de la construcción, mientras que la tasa de variación de la inversión en bienes de equipo habría sido algo menos negativa que en la parte final del año 2001. Por su parte, la demanda exterior neta habría sustraído tres décimas al crecimiento del producto en el primer trimestre de 2002, cuantía similar a la estimada por el INE para el trimestre anterior, destacando en esta ocasión el debilitamiento del turismo.

En conjunto, se estima que el PIB en términos reales, tras registrar un aumento interanual del 2,4%, en el cuarto trimestre del pasado año, según las estimaciones de la CNTR, en términos de ciclo-tendencia, habría aumentado un 2,1% en el primero de 2002. En términos de la serie del PIB ajustada de estacionalidad, la tasa interanual se habría situado ligeramente por debajo del 2%, tras el 2,3% alcanzado el trimestre anterior. Sin embargo, el crecimiento del PIB medido en tasas intertrimestrales de la serie ajustada de estacionalidad —una señal más contemporánea que las tasas interanuales, aunque también más errática— habría pasado del 0,2% a finales de 2001, al 0,6% en el primer trimestre de 2002.

Desde la óptica de la actividad, la nueva pérdida de empuje del producto en el primer trimestre de 2002 se plasmó, según apuntan los

(1) Las tasas de la Contabilidad Nacional Trimestral de España se expresarán en términos de ciclo-tendencia, salvo que expresamente se indique lo contrario.

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.

indicadores disponibles, en un debilitamiento de los servicios de mercado y de la construcción —aunque con ritmos todavía elevados—, acompañado de una evolución menos negativa de la actividad industrial, que habría pasado a registrar tasas intertrimestrales positivas. Todo indica que la moderación de la actividad productiva se tradujo en una nueva reducción —posiblemente más intensa que en trimestres anteriores— del ritmo de crecimiento del empleo, que había finalizado el año anterior en una tasa interanual del 2%; de esta forma, el ritmo de avance de la productividad, aunque reducido, habría tendido a recuperarse. La información disponible muestra que el crecimiento de la remuneración por asalariado tendió a moderarse en el primer trimestre del año, lo que habría repercutido favorablemente sobre los costes laborales unitarios. Además, los precios de importación mantuvieron un comportamiento descendente, que compensó parcialmente la nueva ampliación de márgenes, frenando las alzas de los principales indicadores de precios finales.

4.1. Demanda

Según las estimaciones de la CNTR, a lo largo del año 2001 el gasto en consumo final de los hogares prolongó, aunque con menor intensidad, la pauta de desaceleración gradual que había mantenido desde el comienzo del año anterior (véase gráfico 14). En el promedio anual aumentó un 2,7%, mientras que en el cuarto trimestre su crecimiento interanual fue del 2,6%. Este comportamiento supuso un recorte superior al punto porcentual respecto al incremento del 4% del año 2000, lo que habría permitido a las familias recuperar ligeramente su tasa de ahorro durante el pasado año. La información disponible sobre el comportamiento del consumo en el primer trimestre de 2002, todavía muy parcial, indica que este agregado mantuvo ritmos de crecimiento cercanos a los estimados a finales de 2001, lo que habría sido compatible con un cierto debilitamiento adicional de su ritmo de avance interanual.

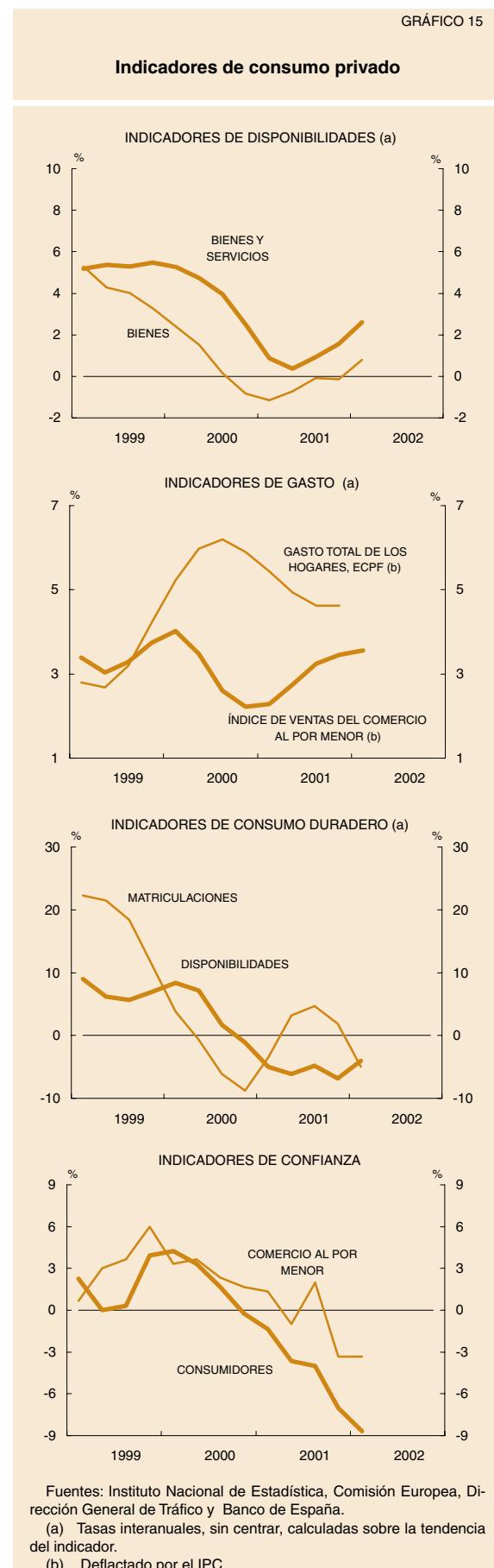
Los indicadores más directamente relacionados con el gasto de las familias apuntan a una moderación adicional en el ritmo de expansión del consumo duradero durante los primeros meses de 2002, mientras que el gasto no duradero habría evolucionado de forma más sostenida (véase gráfico 15). Con información todavía incompleta, las disponibilidades de bienes de consumo crecieron a ritmos similares a los de los trimestres anteriores. Este perfil se correspondió con un ligero aumento de las tasas de crecimiento de las disponibilidades de los bienes no alimenticios, que se vio modera-

da por un comportamiento menos expansivo del componente alimenticio. Por su parte, el índice de ventas del comercio al por menor y la encuesta de opinión sobre la evolución del negocio en el sector, también ofrecen síntomas de estabilidad, con datos hasta marzo. Dentro de los indicadores de consumo duradero, las disponibilidades de este tipo de bienes mostraron una evolución similar a la de los últimos meses de 2001, mientras que las matriculaciones de automóviles y las opiniones de los consumidores respecto a la compra de estos bienes retrocedieron en el primer trimestre de 2002. Por último, el indicador de confianza de los consumidores prolongó su tendencia descendente en ese período, reflejando el deterioro de las perspectivas de empleo y el sentimiento menos favorable sobre la posibilidad de ahorrar en el futuro próximo, en un contexto de expectativas al alza sobre la evolución de los precios. En cualquier caso, la evolución negativa de las entradas de turistas en los primeros meses del año indicaría que, pese al debilitamiento del consumo inferior, el gasto de los residentes evolucionó de forma más sostenida.

Entre los factores determinantes del consumo de los hogares, se estima que la renta disponible, en términos reales, estaría registrando un crecimiento menos intenso que en el año 2001, en un contexto de ligero repunte de la tasa de inflación y de moderación de los salarios nominales, acompañada de un menor ritmo de creación de empleo. De hecho, como se ha señalado en el párrafo anterior, estas tendencias han incidido ya en un descenso de la confianza de los consumidores. Por otra parte, la atonía que continúan mostrando los mercados de valores no permite esperar que las ganancias de riqueza proporcionen un apoyo significativo al gasto, salvo en la medida en que la riqueza no financiera siga revalorizándose, lo que apoyaría un comportamiento menos expansivo del consumo de los hogares.

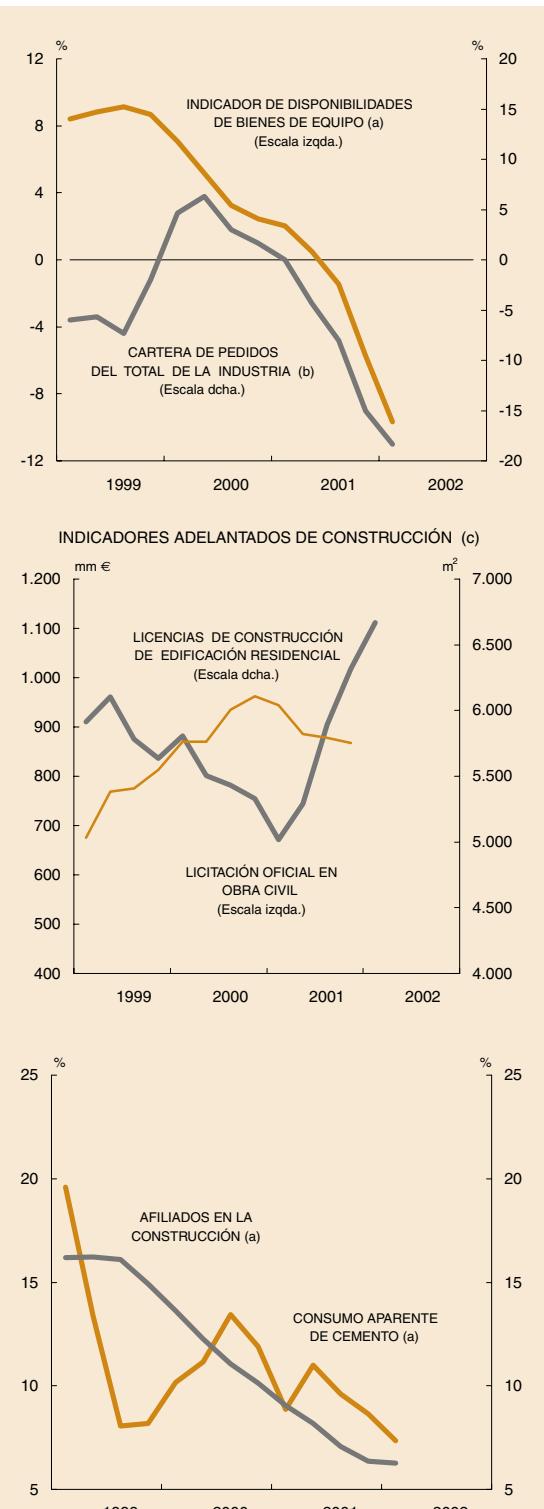
El consumo final de las AAPP mostró un crecimiento medio del 3,1% en 2001. La información coyuntural disponible, todavía poco significativa, señala una desaceleración de este agregado en los primeros meses de 2002, en línea con el objetivo presupuestario para el año.

La formación bruta de capital fijo siguió perdiendo dinamismo a lo largo del pasado año, en línea con su comportamiento desde comienzos de 1999, y su crecimiento medio se redujo hasta el 2,9%, frente al 5% del promedio de 2000. Dentro del año, el perfil fue de desaceleración continuada, alcanzando una tasa interanual del 2,3% en el último trimestre. A esta evolución contribuyó, básicamente, el comportamiento descendente de la inversión en bienes



**Indicadores de formación bruta
de capital fijo**

GRÁFICO 16



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.

de equipo, que terminó el año con una notable contracción. El gasto en construcción también mostró una menor fortaleza en 2001, a pesar de mantener un ritmo de crecimiento elevado. En el primer trimestre de 2002 la construcción habría seguido pautas similares de desaceleración gradual, mientras que la inversión en bienes de equipo tendió a frenar ligeramente su fuerte ritmo de descenso interanual.

En cualquier caso, los principales indicadores coyunturales referidos a la inversión en bienes de equipo prolongan la tónica de debilidad y contracción en los primeros meses del año actual (véase gráfico 15). En concreto, el índice de disponibilidades de bienes de equipo, para el que todavía se dispone de información muy parcial, habría registrado nuevos retrocesos, aunque menos acentuados que los de la producción industrial de este tipo de bienes, arrastrada también por las fuertes caídas de las ventas al exterior. En la misma línea, las opiniones sobre la cartera de pedidos de la industria, proporcionadas por la encuesta de coyuntura industrial, se mantienen en niveles muy negativos, aunque han empeorado especialmente en lo que a cartera extranjera se refiere, y el indicador de clima industrial en el sector de bienes de equipo sigue situado en niveles fuertemente negativos, si bien ha tendido a frenar su deterioro.

Según los últimos datos de la encuesta semestral de inversiones en la industria, las empresas encuestadas estiman una caída nominal de la inversión del 2% en 2002, ligeramente menor que la de 2001. En relación con los resultados de años anteriores, destaca el cambio de signo en la influencia que tiene sobre las decisiones de inversión la situación financiera de las empresas, que ha pasado a ser negativa. La información procedente de la Central de Balances Trimestral del Banco de España, disponible hasta el cuarto trimestre de 2001, ha reflejado las consecuencias de la desaceleración de la actividad sobre los resultados de las sociedades no financieras, que cerraron el año con avances inferiores a los registrados en 2000. Tanto la rentabilidad del activo neto como la *ratio* de apalancamiento —diferencial entre dicha rentabilidad y el coste de la financiación recibida— se mantienen elevadas. Sin embargo, el aumento del endeudamiento, en un contexto de menor generación de recursos, podría frenar el alcance de una eventual recuperación del gasto en capital cuando mejoren las perspectivas económicas y se reactiven los planes de inversión.

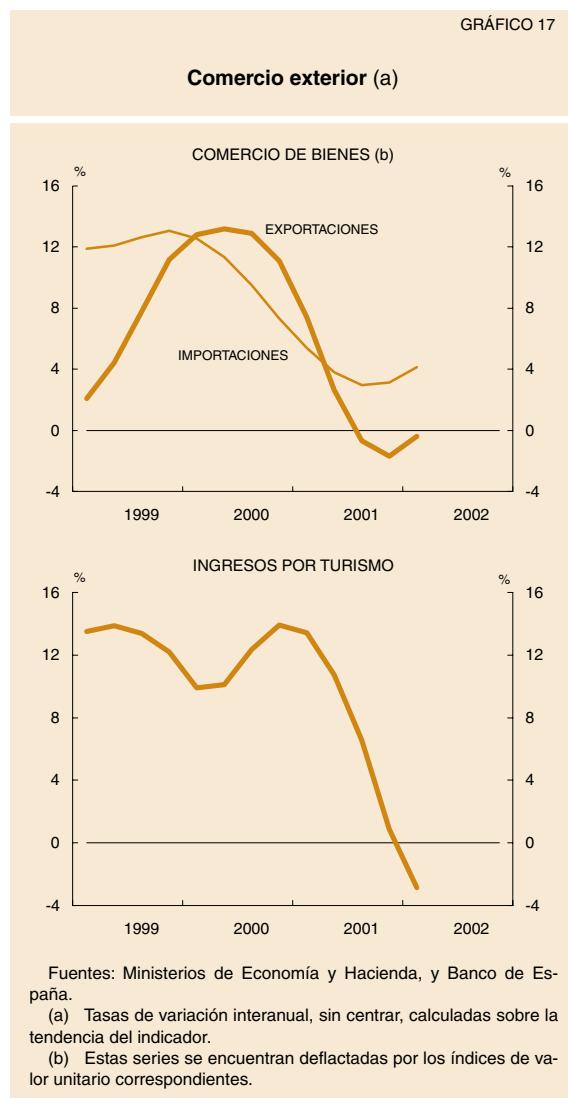
La información coyuntural más reciente sobre la evolución de la inversión en construcción sigue mostrando un tono relativamente firme,

aunque confirma la tendencia a la desaceleración iniciada en la segunda mitad de 1999. La encuesta coyuntural de la construcción (ECIC), disponible hasta el cuarto trimestre de 2001, mostró una aceleración en el volumen de los trabajos realizados en ese período, con un crecimiento del 8,5% en tasa real interanual. Este elevado dinamismo fue fruto de la pujanza de la obra civil y del vigor de la edificación, particularmente del componente residencial.

Los indicadores contemporáneos de la construcción —consumo aparente de cemento, producción de materiales de construcción y afiliados, algunos de los cuales aparecen en el gráfico 16— registraron una recuperación en enero y febrero del presente año, que, en el caso del cemento, se vio interrumpida por el dato de marzo; frente a ello, el número de desempleados en el sector se incrementó a tasas cada vez más elevadas hasta ese mes. Asimismo, el indicador de confianza en la construcción experimentó un descenso en el primer trimestre. En cuanto a los indicadores adelantados, los datos de licitación oficial apuntarían hacia el mantenimiento de un considerable dinamismo, particularmente intenso para la edificación. Las licencias y visados de edificación, cuya información está algo más atrasada, muestran el menor volumen de iniciaciones de viviendas en el año 2001.

De acuerdo con los resultados de la CNTR, en el cuarto trimestre del pasado año la inversión en existencias contribuyó de forma positiva al crecimiento del PIB en una décima. La información más actualizada, procedente de los datos de la encuesta de coyuntura industrial, reflejó el mantenimiento de unos niveles de existencias por encima de los deseados, en el conjunto de la industria, y para los distintos tipos de bienes.

Como se ha señalado al inicio del epígrafe, la aportación al crecimiento del PIB de la demanda exterior neta en el último trimestre de 2001 acentuó su carácter contractivo, detrazando tres décimas. Las exportaciones de bienes y servicios, en términos reales, que habían iniciado una suave ralentización en el último trimestre de 2000, intensificaron su desaceleración a lo largo del pasado ejercicio, en un contexto de intenso debilitamiento del comercio mundial y de una cierta pérdida de competitividad, de forma que su incremento interanual en el cuarto trimestre solo fue del 1,3%. Las importaciones, por su parte, estabilizaron su tasa de crecimiento interanual en niveles muy próximos a los del trimestre precedente, truncando el perfil de progresiva desaceleración que les había caracterizado a lo largo de los trimestres anteriores. La información correspondiente al



primer trimestre de 2002, todavía muy incompleta, indica que la demanda exterior neta tendió a estabilizar su contribución negativa al producto en torno a los niveles alcanzados a finales de 2001. En el caso de las exportaciones, la ligera mejora que apuntan los intercambios de bienes se habría visto compensada por un deterioro del turismo, mientras que las importaciones mostrarían un comportamiento coherente con la desaceleración estimada para la demanda final.

Las exportaciones de bienes mostraron un perfil de desaceleración a lo largo de 2001, que se intensificó en la segunda mitad del ejercicio —a medida que la debilidad de la actividad se extendía a la UE, principal mercado de los productos españoles—, llegando a cerrar el año con tasas de crecimiento negativas. Las cifras de comercio disponibles para el mes de enero arrojan un crecimiento ligeramente positivo de las exportaciones en términos reales, en este mes, aunque dada la elevada erradicidad de estas series, resulta prematuro afirmar que este

dato muestra el final de la desaceleración de las ventas al exterior. Por áreas geográficas, estos datos reflejan una cierta recuperación de las ventas dirigidas a la UE, tras el retroceso observado en los últimos meses de 2001, y un aumento significativo, cuando se mide en términos reales, de las exportaciones a otros mercados. Por grupos de productos, en el mes de enero los distintos componentes se fortalecieron, con la salvedad de las exportaciones de bienes de equipo y de productos energéticos, que continuaron profundizando en la senda de fuerte retroceso que les caracteriza desde buena parte del año anterior.

Respecto a las exportaciones de servicios, el consumo de no residentes, medido por la CNTR, mostró un perfil de moderación a lo largo de 2001, que se acentuó en el último trimestre, coincidiendo con la fuerte reducción de la demanda turística mundial que provocaron los atentados del 11 de septiembre en Estados Unidos. Los indicadores más recientes de pernoctaciones y viajeros extranjeros alojados en hoteles continuaron reflejando un comportamiento muy negativo en enero y febrero —al igual que los ingresos por turismo de enero—, si bien las entradas de turistas han alcanzado tasas positivas en los dos primeros meses del año. En cuanto al resto de servicios no turísticos, en el último trimestre de 2001 reflejaron un ligero repunte, tras el perfil de ralentización que les venía caracterizando. Cabe destacar la notable desaceleración en el conjunto del año, coherente con el debilitamiento de las exportaciones de mercancías y de la entrada de visitantes extranjeros. Adicionalmente, el fuerte dinamismo que venían mostrando en los últimos años los servicios financieros se truncó en 2001, como consecuencia de la reducción en los flujos de inversiones con el exterior.

La importaciones reales de bienes frenaron su desaceleración en el cuarto trimestre de 2001, apoyadas en el incremento sostenido del consumo, en dicho período, e impulsadas por la reducción de sus precios; en el conjunto del año, sin embargo, acusaron la ralentización de la demanda final y la debilidad de la producción industrial. Los datos de Aduanas correspondientes a enero de 2002 han mostrado un repunte de las compras en el exterior, aunque, como se señaló en el caso de las exportaciones de bienes, su interpretación debe ser matizada a la luz de la notable variabilidad de estas series. Por grupos de productos, en el mes de enero destacaron el impulso que registraron las compras reales de bienes de equipo, después de haber descendido fuertemente desde el segundo trimestre de 2001, y el mayor vigor de las compras de bienes intermedios no energéticos, en línea con la mejora de la producción in-

dustrial de este tipo de bienes en los meses recientes. Sin embargo, las importaciones de bienes de consumo, que fueron las más dinámicas a lo largo del ejercicio anterior, se desaceleraron notablemente en enero, especialmente en su componente no alimenticio. Por último, las compras de productos energéticos intermedios crecieron a un ritmo muy abultado, acentuando el vigor que las ha caracterizado desde el tercer trimestre del anterior ejercicio, en un contexto de fuerte reducción de sus precios.

Las importaciones reales de servicios prolongaron su perfil de ralentización en el cuarto trimestre de 2001, reflejando una intensa moderación en el conjunto del año, derivada de la evolución de los servicios no turísticos, la ralentización de las importaciones de mercancías y el retroceso de las inversiones extranjeras. Sin embargo, los pagos por turismo mantuvieron un tono elevado a lo largo del año, solo ligeramente inferior al observado en el ejercicio anterior, en línea con el tono que mantuvo el consumo privado a lo largo de 2001.

4.2. Producción y empleo

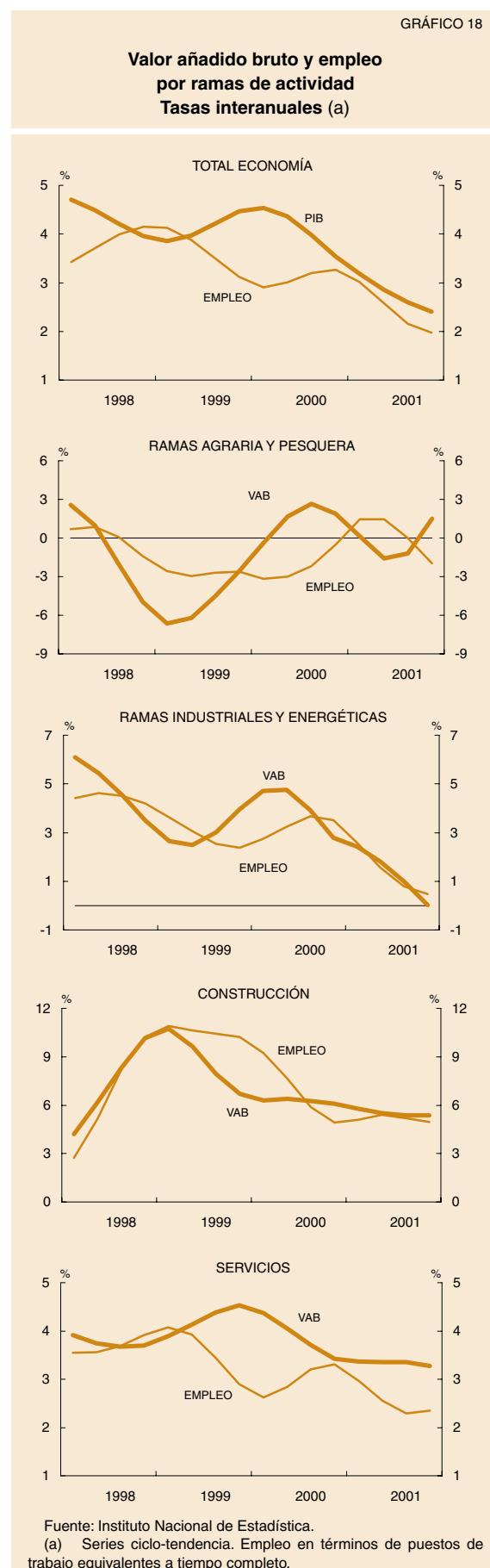
Todas las ramas productivas de mercado contribuyeron a la desaceleración del PIB en el cuarto trimestre de 2001, con la salvedad de las ramas primarias, que finalizaron el año 2001 recuperando un cierto dinamismo, tras los descensos observados en los trimestres anteriores. La recuperación del sector tuvo su origen en la producción animal, ya que la agrícola continuó afectada por una climatología desfavorable, mientras que la producción ganadera y los productos animales (leche y huevos) finalizaron el año 2001 con un tono claramente expansivo. Las perspectivas para el conjunto de las ramas primarias en 2002 no son favorables, dado el mal comienzo del año hidrológico. De no producirse una mayor pluviosidad en los primeros meses primaverales, podría haber sensibles recortes en la producción agrícola.

La fase de desaceleración que viene registrando la actividad industrial desde principios del año 2000 tuvo su continuidad en los meses finales de 2001, en un contexto adverso de pérdida de pujanza de la demanda interna y de desaceleración económica internacional. Según las estimaciones de la CNTR, esta actividad habría registrado un crecimiento próximo a cero en el último trimestre del pasado año, destacando la contracción de la producción en los sectores relacionados con las tecnologías de la información —material electrónico y máquinas de oficina— así como en los bienes destinados a la inversión —esencialmente los derivados de la industria transformadora de los metales—.

La información coyuntural disponible para los primeros meses del año 2002 podría indicar que la industria está iniciando un cambio de tendencia. El índice de producción industrial (IPI) evolucionó favorablemente en los dos primeros meses del año, al registrar un ritmo de caída de la producción sensiblemente inferior al del cuarto trimestre del año anterior. No obstante, el indicador de confianza del sector se mantuvo en el primer trimestre en niveles similares a los de finales de 2001, con una cartera de pedidos aún deprimida y una valoración de existencias que no ha experimentado todavía corrección alguna. Por último, los indicadores relativos al empleo en la industria siguen inmersos en un proceso de desaceleración —las afiliaciones a la Seguridad Social registraron un menor incremento en los meses iniciales del año—, mientras que el paro aumentó en el primer trimestre.

El elevado dinamismo que ha mostrado la construcción en los últimos cuatro años —el sector más pujante de la economía española en el período más reciente— ha seguido presente en los meses finales del año 2001. Según las estimaciones de la CNTR, la actividad constructora aumentó en ese período a un ritmo similar al del tercer trimestre de 2001, interrumpiendo el proceso de desaceleración que había registrado hasta entonces. Entre sus componentes, destaca el impulso registrado por la ingeniería civil. Como se ha comentado al analizar el gasto en construcción, los indicadores coyunturales disponibles señalan que el dinamismo del sector se ha mantenido en los primeros meses de 2002, aunque dentro de una tendencia a la moderación.

Las actividades terciarias mantuvieron en los meses finales de 2001 la línea de crecimiento estable que vienen presentando desde el cuarto trimestre del año 2000, al registrar un crecimiento superior al 3%, según la CNTR. Al igual que en los trimestres anteriores, esta evolución estable fue resultado de evoluciones contrapuestas de los servicios de mercado y el resto: los servicios no de mercado prolongaron su perfil expansivo, mientras que los de mercado se moderaron ligeramente, como consecuencia del tono contenido del consumo y la debilidad del sector industrial. Estos factores han seguido estando presentes en el primer trimestre del año 2002, por lo que se estima que la actividad de los servicios de mercado ha mantenido un perfil desacelerado en ese período. Entre la información coyuntural disponible, todavía incompleta, las afiliaciones a la Seguridad Social del sector servicios han continuado desacelerándose en los meses iniciales del año, aunque los indicadores de opinión han tendido a mostrar un perfil de recuperación.



Dentro de las ramas de los servicios de mercado, las actividades de comercio habrían mantenido la línea de desaceleración que ya se observó en el año 2001, de acuerdo con la evolución de las afiliaciones a la Seguridad Social en los primeros meses de 2002; en contraposición, el índice de ventas del sector marcó una cierta recuperación en enero y febrero que, en cualquier caso, debe ser tomada con cautela, debido al cambio metodológico llevado a cabo en dicha encuesta. La hostelería también ha moderado su ritmo de crecimiento en los primeros meses del año, como se refleja en la evolución de los afiliados a la Seguridad Social y las pernoctaciones en hoteles. Asimismo, el sector de transportes y comunicaciones ha mantenido el patrón de desaceleración que se venía observando a lo largo de 2001, intensificado por la contracción del transporte aéreo en los meses finales del año; sin embargo, el transporte terrestre y marítimo, así como las comunicaciones, han mostrado señales de cierta reactivación. Por último, de acuerdo con los indicadores laborales, tanto la rama de instituciones financieras como la de actividades empresariales e inmobiliarias estarían experimentando un cambio de tendencia hacia mayores tasas de crecimiento.

La ralentización económica en el año 2001 repercutió sobre el proceso de generación de empleo. Según la CNTR, los puestos de trabajo —medidos en términos de empleo equivalente a jornada completa— aumentaron un 2,4% en el promedio del ejercicio, por debajo del 3,1% registrado en el año anterior, de forma que la productividad aparente del trabajo avanzó solo un 0,3%. No obstante, en la economía de mercado la desaceleración del empleo fue más intensa y las ganancias de productividad se aproximaron al 1%, por encima de lo observado en los tres años precedentes, aunque reducidas en perspectiva histórica. En el cuarto trimestre el total de ocupados aumentó un 2%, lo que supone una suave desaceleración respecto a los meses de verano, en línea con la tónica de relativa estabilidad mostrada por los indicadores: los afiliados a la Seguridad Social recortaron su ritmo de avance interanual en una décima entre ambos trimestres, hasta el 4%, mientras que los ocupados de la EPA crecieron un 1,8% en ambos períodos. La información disponible relativa a los primeros meses de 2002 apunta a una nueva ralentización del proceso de creación de puestos de trabajo, a tenor del recorte observado (0,3 pp) en el ritmo de avance de las afiliaciones en el primer trimestre y de las expectativas menos optimistas de los empresarios.

La menor pujanza de la actividad de las ramas orientadas al mercado en el pasado año

se trasladó de forma generalizada al proceso de generación de puestos de trabajo, con la excepción de la agricultura. El ritmo de crecimiento del empleo se redujo en torno a dos puntos porcentuales en las distintas actividades no agrícolas, dando lugar a un avance de la productividad, más importante en los servicios de mercado y en la construcción; en la industria, por el contrario, la pérdida de dinamismo del VAB fue más intensa que la del empleo. En el último trimestre del año, se apreció un cambio de tendencia de los ocupados en los servicios de mercado, cuya tasa interanual repuntó en 0,5 pp, hasta el 1,9%, lo que en parte podría relacionarse con la contratación de personal adicional ante la introducción del euro. En el resto de ramas de actividad, la evolución del empleo mostró menor empuje que en el otoño, destacando el retorno en la agricultura a tasas negativas, tras los aumentos del primer semestre. La información de las afiliaciones a la Seguridad Social, todavía parcial, apunta a que en el primer trimestre de 2002 el empleo se habría desacelerado nuevamente, especialmente en la industria.

Por primera vez desde el año 1996, el empleo por cuenta propia mostró un mayor avance que el asalariado, al crecer un 2,8% en 2001, mientras que los asalariados se incrementaron un 2,4%. Atendiendo a la duración del contrato, según la EPA, los trabajadores con contrato indefinido experimentaron una mayor desaceleración en el año 2001, aunque crecieron un 2,8%, tasa que dobla a la registrada por los trabajadores temporales; de esta forma, la *ratio* de temporalidad se redujo nuevamente, aunque de forma modesta, hasta el 31,7%. Pese a la aprobación de ciertas medidas de fomento del empleo estable en marzo, desde la primavera el número de trabajadores con contrato indefinido aminoró su ritmo de avance, hasta situarlo en el 2,1% en el cuarto trimestre, mientras que los contratados por tiempo determinado siguieron una senda de recuperación. La estadística de contratos reflejó una ganancia de peso de la contratación indefinida, que se extendió al primer trimestre de 2002 y que se concentró en las conversiones de temporales a fijos, favorecidas por la reintroducción de las bonificaciones, en marzo, y la confirmación del contrato indefinido de fomento. En cuanto al empleo de jornada reducida, los efectos de la nueva regulación aún no se perciben en los datos de la EPA: la *ratio* de parcialidad de los asalariados (8,2%) aumentó levemente en el año, y lo hizo en mayor medida por el avance de los temporales que de los indefinidos. De hecho, los contratos estables a tiempo parcial redujeron su protagonismo a partir del segundo trimestre del año, después de entrar en vigor el RD-L/2001.

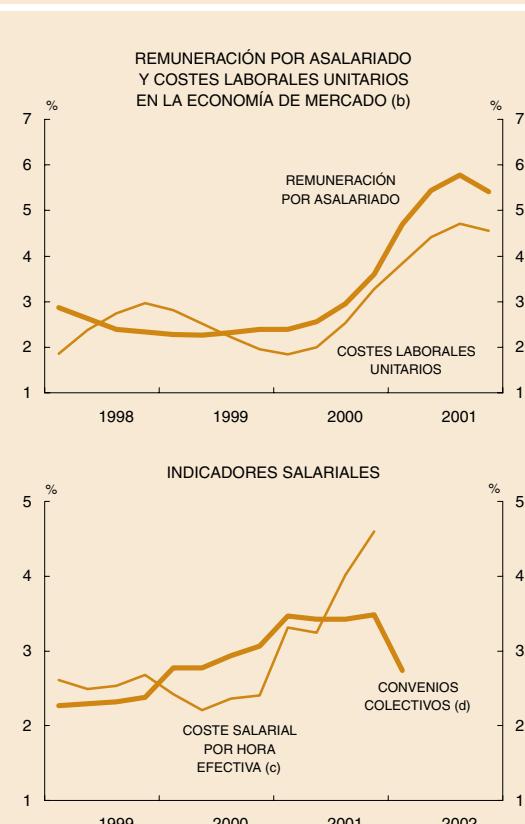
Desde el punto de vista de la oferta de trabajo, cabe destacar el moderado crecimiento de la población activa en 2001, si bien en los dos últimos trimestres del año empezó a mostrar una tendencia alcista. La tasa de actividad se situó en el 51,6%, lo que supone un avance de 0,2 pp respecto al año anterior, con un perfil ascendente a partir de la primavera, que colocó dicha tasa en el 51,8% en los últimos meses de 2001. El ligero aumento de la participación permitió que se produjera un descenso del desempleo del 6,6% en el año, proceso que fue perdiendo empuje a lo largo del mismo; esta tendencia parece continuar en los primeros meses de 2002, a tenor del aumento observado en el paro registrado. La tasa de paro experimentó un recorte de 1 pp, hasta situarse en el 13%, tanto en el conjunto del año 2001 como en la última parte del mismo. En el promedio del año, dicha tasa se redujo en mayor medida entre las mujeres —a pesar de lo cual sigue doblando a la masculina— y los jóvenes. Asimismo, el desempleo de larga duración disminuyó su importancia relativa.

4.3. Costes y precios

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, en el cuarto trimestre de 2001 el deflactor del PIB —que resume los componentes internos de la inflación— registró un crecimiento interanual del 3,5%, cinco décimas por debajo del correspondiente al trimestre anterior, y cuatro por debajo de su media anual. Esta desaceleración fue consecuencia, por un lado, de la incidencia moderadora de los impuestos indirectos (netos de subvenciones) sobre la formación de precios, hecho que explica que el deflactor del valor añadido aumentara un 3,8%, por encima del deflactor del PIB. Por otro lado, se produjo una desaceleración del excedente por unidad de valor añadido —una contracción de márgenes—, al tiempo que el coste laboral unitario crecía un 4%, tasa muy similar a la del trimestre anterior. Entre los componentes del coste laboral unitario, el valor añadido por ocupado creció un 0,6%, al igual que en el tercer trimestre, mientras que la remuneración por ocupado mantuvo el mismo crecimiento del período anterior (4,7%).

En la economía de mercado, el crecimiento del deflactor del valor añadido bruto ascendió al 4% en el cuarto trimestre, seis décimas menos que en el trimestre anterior. Como en el caso de la economía en su conjunto, esta desaceleración fue de mayor magnitud que la correspondiente al coste laboral unitario, que creció un 4,6%, frente al 4,7% del trimestre anterior. En este caso, el aumento de la remuneración por ocupado alcanzó el 5,4% (un 5,8% en el tri-

GRÁFICO 19
Evolución de los salarios y costes laborales (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

(a) Tasas de variación interanuales.

(b) Tasas calculadas sobre series de ciclo-tendencia de la CNTR.

(c) Pagos totales.

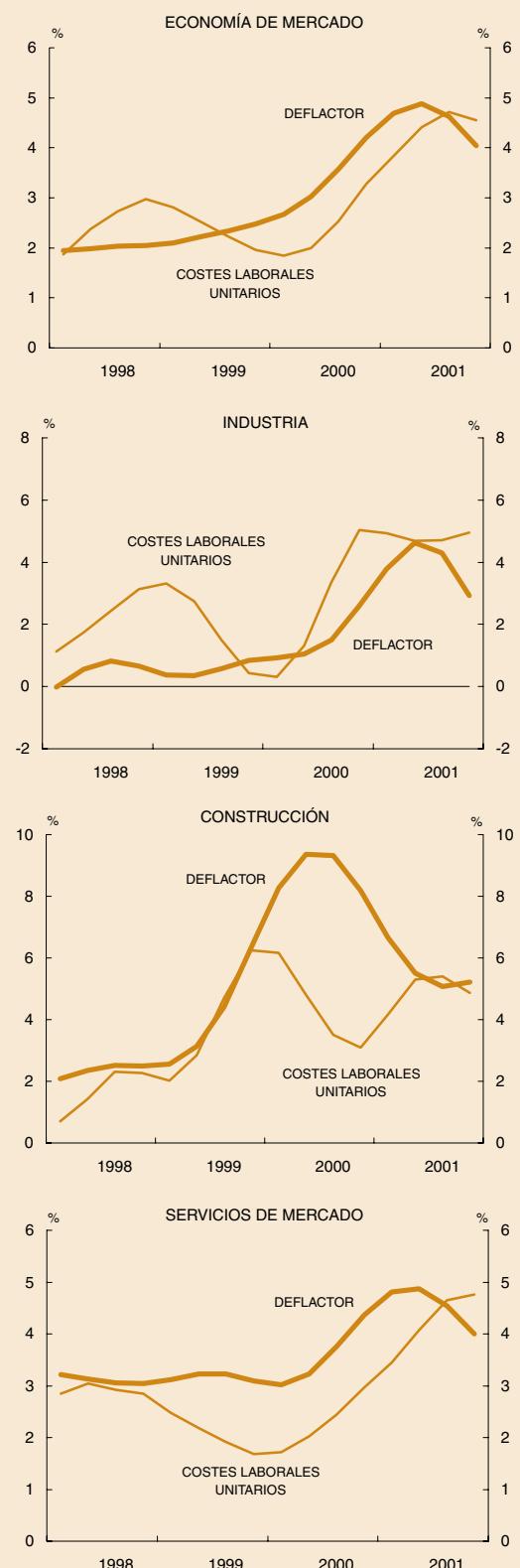
(d) Incremento salarial medio para el año en curso, acumulado hasta el mes de referencia. Sin cláusula de salvaguarda.

mestre anterior). Por su parte, el excedente por unidad de valor añadido moderó su crecimiento hasta alcanzar el 3,2%, 1,3 puntos porcentuales por debajo del trimestre anterior, y por debajo también del aumento del deflactor. En media anual, el margen unitario de explotación se recuperó ligeramente, si bien en el segundo semestre del año se observó una contracción progresiva.

Entre los indicadores disponibles sobre la evolución del coste del trabajo, el índice de costes laborales (ICL) registró un incremento interanual del 5,1%, por hora efectiva trabajada, en el cuarto trimestre, superior al registrado en el trimestre anterior (véase gráfico 19). Este resultado combinó un aumento del 4,5% en el coste salarial y del 7,2% en los otros costes laborales, ambos más elevados que los de los trimestres precedentes. Por ramas de actividad, el ICL aumentó un 5% en la industria, un 5,8% en la construcción y un 5,1% en los servicios. Por

GRÁFICO 20

Precios y costes por ramas de actividad (a)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

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

trabajador y mes se observaron crecimientos algo más moderados, del 4,4% para el coste laboral, y del 3,7% para el coste salarial. Por su parte, la información disponible sobre la negociación colectiva en el año 2002 recoge una reducción significativa del incremento pactado para las tarifas salariales, que se ha situado en el 2,7%, con datos hasta el 31 de marzo, ocho décimas por debajo del incremento negociado en el año 2001 —sin incluir el efecto de las cláusulas de revisión—. Los convenios revisados, prácticamente la totalidad de los registrados hasta la fecha, incorporan un aumento salarial del 2,7%. Por su parte, en los convenios de nueva firma el incremento pactado es del 2,8%, acorde con el contenido del Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva. Por ramas de actividad, el mayor aumento corresponde a la construcción (3,7%) —aunque todavía poco representativo—, por encima de los servicios (2,5%), la industria (2,9%) y la agricultura (3,3%).

En el gráfico 20 aparece representada la evolución de los precios y los costes por ramas de actividad, tal y como los aproxima la CNTR. Se observa que en la industria, el deflactor del valor añadido se desaceleró en el cuarto trimestre, tras la intensa subida del primer semestre, situándose en el 2,9%, mientras que los costes laborales unitarios se aceleraron como resultado de la pérdida de dinamismo de la productividad; en consecuencia, el margen bruto de explotación unitario disminuyó de forma significativa. Por su parte, el deflactor de los servicios de mercado creció por debajo del trimestre anterior, a pesar de la ligera aceleración de los costes laborales unitarios; de esta forma, el margen unitario se contrajo, tras la fuerte ampliación de márgenes del primer semestre. Por último, en la rama de construcción, los costes laborales unitarios y el deflactor crecieron a tasas muy próximas desde el segundo trimestre del año, por lo que los márgenes tendieron a estabilizarse.

Los precios finales de la economía, aproximados por el deflactor de la demanda final, se desaceleraron sensiblemente a lo largo de 2001. El deflactor recortó su tasa de variación interanual en más de 2 pp entre el primero y el cuarto trimestre del año, dejándola situada en el 2% al finalizar el año. Cabe destacar la importante contribución que tuvieron los precios de importación a esta evolución. Así, el deflactor de las importaciones de bienes disminuyó un 0,4% en el conjunto del año (3,5% en el cuarto trimestre), frente al aumento del 10,4% del año 2000; esto permitió moderar las presiones sobre los precios de origen interno. El recorte de los precios de importación obedeció al descenso de los precios energéticos, a la ligera

apreciación del euro y a la moderación general de los precios en la economía internacional.

Entre los indicadores de precios finales, el índice de precios al consumo (IPC) se ha mantenido en una tasa interanual del 3,1% a lo largo del primer trimestre del año, tras el repunte registrado en el mes de enero (véase gráfico 21). Antes de continuar el análisis de este indicador, cabe señalar que el cambio metodológico (2) introducido en el cálculo del IPC en enero del presente año hace que las comparaciones entre las tasas de variación del año 2002 y las de años anteriores deban ser interpretadas con cautela. El IPSEBENE —una de las medidas habituales del núcleo inflacionista— se desaceleró en tres décimas a lo largo de los tres primeros meses del año, cifrándose la tasa interanual correspondiente al mes de marzo en el 3,5%. En términos de los principales componentes del IPC, los precios energéticos y los correspondientes a los servicios se aceleraron en el primer trimestre, mientras que los precios de los alimentos acentuaron la trayectoria descendente que, en términos interanuales, iniciaron en el último trimestre del año anterior; por último, los precios de los bienes industriales no energéticos, tras un ligero repunte en el mes de enero, registraron una acusada desaceleración en marzo.

El aumento de los precios energéticos en enero, en tasa interanual, fue consecuencia de aumentos impositivos en los carburantes y el gas butano, y también por del descuento de la fuerte bajada experimentada a principios del año anterior. En los meses siguientes se inició una trayectoria ascendente en los precios de los combustibles, más acentuada en marzo, acorde con la evolución del petróleo en los mercados internacionales en un contexto de relativa estabilidad de la cotización del euro. La desaceleración de los precios de los alimentos no elaborados fue consecuencia de la evolución descendente de los precios de las carnes y del pescado, que habría compensado sobreadamente los importantes aumentos de los precios de las hortalizas y las patatas en los primeros meses del año. Por otra parte, las distintas partidas de los alimentos elaborados mantuvieron comportamientos muy moderados, con la principal salvedad de los precios de los aceites. En relación con los precios de los servicios, el repunte registrado en el primer trimestre del año, hasta situar su tasa de variación interanual en el 4,7% en marzo, refleja las tensiones observadas en los precios de los servicios de hostelería y en el transporte público, lo que pudiera estar relacionado con los

(2) Véase *Boletín económico* (2002), «Principales cambios metodológicos en el IPC base 2001», febrero.

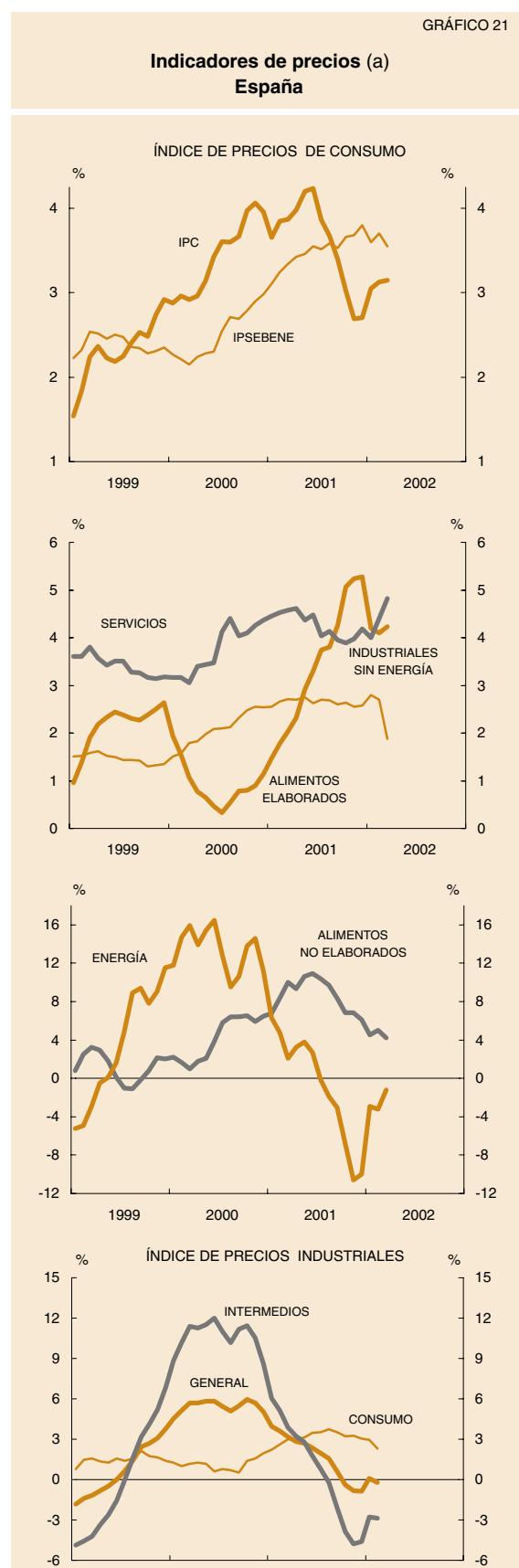
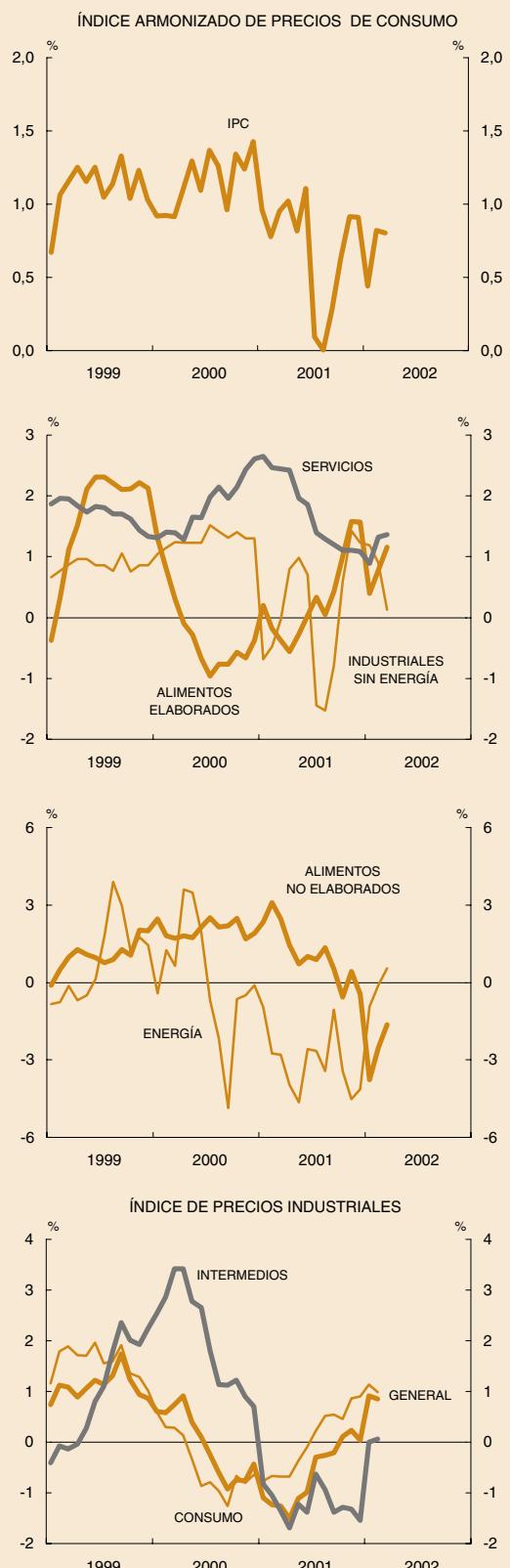


GRÁFICO 22

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


Fuentes: Eurostat y Banco de España.

(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

ajustes realizados para alcanzar precios atractivos en euros. Por su parte, los precios relacionados con el turismo se tensionaron de forma más acusada en el mes de marzo, afectados por la Semana Santa. Por último, los precios de los bienes industriales no energéticos, registraron un descenso muy acusado en el mes de marzo, hasta una tasa interanual del 1,9%. Las partidas relacionadas con el vestido y calzado, tras reflejar incrementos interanuales anormalmente elevados en los dos primeros meses del año, retomaron ritmos más habituales en marzo. En las restantes partidas se registraron comportamientos muy moderados, destacando la trayectoria descendente de los precios de los equipos de imagen y sonido, fotográficos e informáticos.

En marzo, el diferencial de inflación entre España y la zona del euro, medido a través del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), se situó en 0,8 pp. Cabe destacar el recorte del diferencial de inflación experimentado por los precios de los bienes industriales no energéticos en los primeros meses del año y el diferencial negativo en el caso de los alimentos no elaborados. Ambos compensan los diferenciales positivos de los alimentos elaborados y, especialmente, de los servicios.

El índice de precios industriales (IPRI) continuó registrando variaciones interanuales en torno a 0% en los primeros meses de 2002, si bien algo menos acentuadas que en el último trimestre de 2001. Los precios de los bienes intermedios registraron caídas sucesivas en los meses más recientes, a los que se ha sumado la desaceleración de los precios de los bienes de consumo alimenticio. Por último, los precios percibidos por los agricultores continuaron reduciendo su ritmo de avance, tras los abultados crecimientos alcanzados a partir de abril de 2001, de forma que su tasa interanual se situó en el -0,5% en diciembre. Esta pauta de desaceleración también habría afectado al componente de precios destinados al consumo de los hogares.

4.4. La actuación del Estado

Las cifras publicadas de la ejecución del presupuesto del Estado hasta el mes de marzo de 2002 en el marco de la Contabilidad Nacional muestran un aumento del superávit en las cuentas del Estado, en comparación con el mismo período del año anterior. Sin embargo, hay que tener presente que las cifras del año 2002 reflejan (tanto en Contabilidad Nacional como en caja) el nuevo sistema de financiación de las Comunidades Autónomas, que supone nuevas cesiones de determinados impuestos y,

CUADRO 3

Estado. Ejecución presupuestaria

Millones de € y %

	Liquidación	Variación	Presupuesto	Variación	Liquidación		
	2001	porcentual	2002	porcentual	2001	2002	Variación
		2001/2000		2002/2001	ENE-MAR	ENE-MAR	porcentual
	1	2	3	4=3/1	5	6	7=6/5
1. Ingresos no financieros	125.187	5,5	110.620	-11,6	31.005	27.948	-9,9
Impuestos directos	55.697	8,3	52.084	-6,5	11.375	10.327	-9,2
IRPF	36.469	13,4	30.967	-15,1	10.619	9.326	-12,2
Sociedades	17.217	0,1	18.982	10,3	528	601	13,8
Otros (a)	2.012	-3,0	2.134	6,1	228	400	75,8
Impuestos indirectos	53.157	3,7	45.489	-14,4	15.919	13.751	-13,6
IVA	34.674	3,8	30.266	-12,7	11.590	10.600	-8,5
Especiales	16.612	3,5	13.170	-20,7	3.880	2.681	-30,9
Otros (b)	1.871	2,5	2.052	9,7	449	470	4,9
Otros ingresos	16.333	2,1	13.047	-20,1	3.711	3.870	4,3
2. Pagos no financieros (c)	128.072	5,7	114.294	-10,8	36.579	30.794	-15,8
Personal	16.827	3,5	17.525	4,1	3.873	3.843	-0,8
Compras	2.554	7,7	2.320	-9,2	697	565	-19,0
Intereses	18.264	3,1	17.736	-2,9	8.986	7.465	-16,9
Transferencias corrientes	77.151	5,9	62.890	-18,5	18.930	15.373	-18,8
Inversiones reales	6.461	7,1	6.978	8,0	2.322	2.095	-9,8
Transferencias de capital	6.815	15,2	6.845	0,4	1.770	1.452	-17,9
3. Saldo de caja (3 = 1 - 2)	-2.884	18,7	-3.675	27,4	-5.573	-2.846	-48,9
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL (d):							
Ingresos no financieros	126.338	5,9	—	—	31.007	28.476	-8,2
Pagos no financieros	129.380	5,0	—	—	30.375	24.810	-18,3
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	-3.042	-22,3	-3.525	15,9	632	3.666	—

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) La cifra correspondiente a la previsión del 2002 (columna 3) procede de la contestación del Ministerio de Hacienda al cuestionario de Protocolo sobre Déficit Excesivo.

paralelamente, una disminución de las transferencias del Estado, por el lado de los pagos. Aunque, en principio, estos cambios no deberían afectar al déficit en el conjunto del año, no es posible conocer, dada la novedad del sistema, su efecto sobre la evolución mensual del déficit del Estado y, en consecuencia, no se puede evaluar en qué medida el aumento observado del superávit en este primer trimestre podría estar reflejando cambios en la estacionalidad de la serie.

En los tres primeros meses del año, el Estado acumuló un superávit de 3.666 millones de

euros (0,5% del PIB), frente a los 632 millones de euros (0,1% del PIB) registrados en el mismo período del año anterior (véase cuadro 3). Tanto los ingresos como los gastos disminuyeron apreciablemente en comparación con el primer trimestre del año anterior (un 8,2% y un 18,3%, respectivamente), debido a los efectos del cambio en la financiación autonómica. Entre las rubricas no afectadas por este cambio, cabe destacar los menores recursos por rentas de la propiedad, debido al descenso de los beneficios del Banco de España, y el aumento de las transferencias de capital recibidas, que proceden casi en su totalidad de la Unión Europea.

Balanza de pagos: resumen (a)			CUADRO 4
			Millones de euros
	ENE-ENE		
	2001	2002	
	Ingresos	Ingresos	
Cuenta corriente	18.524	18.827	
Mercancías	10.193	10.337	
Servicios	4.604	4.353	
<i>Turismo</i>	2.367	2.094	
<i>Otros servicios</i>	2.237	2.259	
Rentas	2.083	1.958	
Transferencias corrientes	1.643	2.180	
Cuenta de capital	507	1.644	
	Pagos	Pagos	
Cuenta corriente	19.807	20.208	
Mercancías	12.435	12.675	
Servicios	2.994	3.365	
<i>Turismo</i>	528	553	
<i>Otros servicios</i>	2.466	2.812	
Rentas	3.152	3.198	
Transferencias corrientes	1.227	969	
Cuenta de capital	105	89	
	Saldos	Saldos	
Cuenta corriente	-1.283	-1.381	
Mercancías	-2.242	-2.338	
Servicios	1.610	988	
<i>Turismo</i>	1.839	1.541	
<i>Otros servicios</i>	-229	-553	
Rentas	-1.068	-1.241	
Transferencias corrientes	417	1.211	
Cuenta de capital	403	1.555	

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

Entre los gastos, se aprecia una cierta contencción en los de funcionamiento (personal y compras) con un crecimiento del 3,3%.

En términos de caja, los datos disponibles proporcionan un déficit del Estado de 2.846 millones de euros hasta marzo de 2002, con una importante reducción respecto a los 5.573 millones de euros de déficit acumulado en el mismo período de 2001, estimándose que la discrepancia con las cifras de Contabilidad Nacional se debe, sobre todo, a los derechos pendientes de cobro y a la diferencia entre intereses pagados y devengados. Esta reducción del déficit de caja, en el primer trimestre de 2002, se ha debido a una caída de los ingresos menor de la presupuestada para el conjunto del año y una caída de los pagos superior a la presupuestada (cuadro 3).

Para analizar la evolución de los ingresos, se dispone de datos homogéneos, que incluyen la totalidad de la recaudación de las principales figuras impositivas, tanto la parte asignada al Estado como la que corresponde a otras Administraciones —que no están incluidas en el cuadro 3—. En términos homogéneos, el IRPF tuvo un crecimiento del 4,2% en el primer trimestre, desacelerándose significativamente respecto al conjunto del año anterior. Esta desaceleración del IRPF se debe, por una parte, a la caída de las retenciones de los rendimientos del capital y, por otra, a una clara desaceleración de las retenciones por los rendimientos del trabajo. Los impuestos indirectos, por el contrario, registraron una significativa aceleración en el primer trimestre. El IVA creció un 8,7% en términos homogéneos, frente al 3,8% en el conjunto del año 2001, y los impuestos especiales aumentaron, también en términos homogéneos, un 4,8% (3,5% en 2001). Esta evolución está afectada, en parte, por los aumentos de algunos tipos impositivos, más relevantes en el caso de los impuestos especiales.

Por el lado del gasto, en el primer trimestre se ha observado una caída del capítulo de transferencias corrientes, en línea con la pre- vista para el conjunto del año 2002. Destacan, por otra parte, las caídas de los gastos en personal y compras, que no están afectadas por el nuevo sistema de financiación autonómica. El gasto por intereses ha registrado también un importante descenso, debido al calendario de vencimientos de la deuda pública, por lo que cabe esperar que se vaya moderando a lo largo del ejercicio. En cuanto a los gastos de capital, también han disminuido, si bien cabe esperar que se recuperen en el conjunto del año 2002, especialmente en el caso de las inversiones reales, en línea con el Presupuesto y con las directrices establecidas en el Programa de Estabilidad.

En cuanto a la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social, solo se dispone de información parcial del Sistema, referida al mes de enero. En términos de derechos reconocidos, las cotizaciones sociales experimentaron un aumento del 3,6% respecto a enero del año anterior; teniendo en cuenta algún efecto de carácter puntual que tuvo lugar en dicho mes, la tasa de crecimiento, en términos homogéneos, habría sido del 5,4%, lo que supone una apreciable desaceleración respecto a la evolución seguida en el 2001. Esta desaceleración se explica, en parte, por el menor crecimiento del número de afiliados a la Seguridad Social, que fue del 3,4% en enero del 2002 (y ha llegado al 3% en marzo), frente al 3,9% en 2001. Por el lado del gasto, las pensiones aumentaron un 6,4% en enero, respecto al mismo mes del año ante-

rior, ligeramente por encima de lo presupuestado para el conjunto del año. El número de pensiones contributivas, sin embargo, ha seguido una evolución muy moderada, situándose su tasa de crecimiento acumulado hasta marzo en el 0,8%. Las prestaciones por desempleo han alcanzado una mayor desviación al alza, al situar su crecimiento en el 12,8% hasta marzo, debido tanto al aumento del paro registrado (5,2% hasta marzo) como a una mayor tasa de cobertura, que se situó en el 72,9% en febrero, frente al 68,5% con que terminó el año 2001.

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

En enero de 2002 el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un superávit de 174 millones de euros, frente al déficit de 881 millones de euros observado en el mismo mes del año anterior. Esta mejora se explica por el intenso aumento del saldo por cuenta de capital, dado que el déficit por cuenta corriente se amplió en este período debido al deterioro de la mayoría de sus partidas.

El déficit de la balanza comercial aumentó un 4,3%, en tasa interanual, frente al descenso del 6,6% observado en el conjunto del año anterior. La mejora de la relación real de intercambio que tuvo lugar en este mes no pudo compensar totalmente el mayor vigor que, como se comentó en el epígrafe anterior, siguieron reflejando los flujos reales de importaciones de mercancías en relación con los de exportaciones. Por su parte, el superávit de turismo se situó en 1.541 millones de euros en enero, lo que supone un descenso de 298 millones de euros con

respecto al registrado en el mismo período del ejercicio anterior, fruto de la caída del 11,5% que reflejaron los ingresos nominales en este mes, frente al avance del 4,7% de los pagos. El déficit del resto de servicios no turísticos también se deterioró en 324 millones de euros, hasta situarse en 553 millones de euros.

El déficit de la balanza de rentas continuó ampliándose en enero, con un incremento interanual del 16,2%, situándose en 1.241 millones de euros, fruto del retroceso de los ingresos que reflejó el sector privado financiero. Los pagos, si bien se desaceleraron notablemente, reflejaron un crecimiento ligeramente positivo (1,5%), debido a la aceleración que mostraron los correspondientes al sector público. El saldo de la balanza de transferencias, por el contrario, registró una notable mejora en enero (794 millones de euros), situándose en 1.211 millones de euros, gracias al aumento de los flujos procedentes de la UE en concepto de FEOGA-Garantía, así como al descenso de los pagos destinados al recurso IVA.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital también experimentó un aumento sustancial (1.055 millones de euros), hasta situarse en 1.555 millones de euros, fruto del incremento que reflejó la totalidad de los fondos estructurales procedentes de la UE, especialmente de los destinados al FEDER.

La capacidad 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 la progresiva ralentización de las inversiones residenciales y de la debilidad de la inversión productiva privada, en un contexto de crecimiento más moderado.

5. Los flujos financieros de la economía española

5.1. Los flujos financieros del conjunto de la economía

Durante el cuarto trimestre de 2001, en línea con la evolución registrada a lo largo de todo el año, se redujo ligeramente el saldo deudor de las operaciones financieras netas de la nación, que terminó situándose en el -1,9% del PIB en términos acumulados de cuatro trimestres (3) (véase cuadro 5). Esta moderada reducción del recurso neto al ahorro generado en el resto del mundo fue, sin embargo, el resultado de un comportamiento dispar por parte de los distintos sectores institucionales de nuestra economía.

Así, por un lado, las AAPP culminaron el proceso de consolidación fiscal iniciado hace unos años y cerraron el ejercicio alcanzando el equilibrio en sus cuentas financieras, un hito en la historia reciente de la política presupuestaria en nuestro país. Por otro, sin embargo, aumentaron las necesidades netas de financiación del sector privado no financiero, que se situaron en niveles superiores al 3% del PIB. De acuerdo con la información provisional disponible para el primer trimestre de 2002, el crédito recibido por este sector de las entidades de crédito residentes está creciendo a tasas que resultan inferiores a las registradas en 2001, pero que continúan siendo elevadas —en el entorno del 14%—, habida cuenta de la relativa debilidad cíclica de la actividad.

La evolución del saldo neto del sector privado no financiero vino determinada por el comportamiento de los hogares. De este modo, la información correspondiente al cuarto trimestre parece confirmar la ralentización, que ya se apuntaba en el trimestre anterior, del proceso de recuperación del ahorro de este sector. Esta ralentización se produjo, pues, en paralelo con un crecimiento del consumo de los hogares por encima del PIB en los últimos meses del año 2001 y propició un nuevo aumento de su endeudamiento. Las sociedades no financieras, por su parte, mantuvieron el mismo saldo neto del tercer trimestre (-4,4% del PIB), que evidencia unas necesidades de financiación relativamente elevadas.

5.2. Los flujos financieros de los hogares

A lo largo del cuarto trimestre de 2001, el ahorro financiero neto de los hogares e ISFL fue del 0,2% del PIB, por lo que, en términos

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

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.

acumulados para el conjunto del año, se situó en el 1,3% del PIB. De este modo, parece confirmarse la ralentización del perfil de recuperación del ahorro de las familias que se observó durante los dos primeros trimestres del año (véase cuadro 5). Este comportamiento y el del consumo privado (que en el cuarto trimestre del año creció más que el PIB) podrían responder, al menos en parte, a la continuidad del proceso de revalorización de la riqueza inmobiliaria y, en alguna medida también, a las implicaciones de la proximidad de la puesta en circulación de los billetes y monedas denominados en euros.

El análisis de la evolución de los instrumentos financieros en los que se ha materializado el ahorro de los hogares muestra que, al igual que a lo largo de todo el año 2001, su adquisición de activos financieros fue menos intensa en el cuarto trimestre que en el trimestre anterior, situándose en el 8,2% del PIB (véanse cuadro 6 y gráfico 23). Aumentaron ligeramente los *medios de pago* hasta el 1,3% del PIB (con una fuerte recomposición de los mismos a favor de los depósitos a la vista y de ahorro, en detrimento del efectivo), pero se redujeron los *otros depósitos y valores de renta fija* (3,1%, frente al 4,6% del trimestre anterior). La adquisición de

CUADRO 6

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

% PIB

	1998	1999	2000	2001		
				II TR	III TR	IV TR
HOGARES E ISFLSH:						
Operaciones financieras (activos)	9,7	9,3	8,7	10,2	9,1	8,2
Medios de pago	3,2	4,5	1,0	1,4	0,9	1,3
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	-1,8	2,5	6,3	5,3	4,6	3,1
Acciones y otras participaciones (b)	0,0	0,1	0,5	0,4	0,5	-0,1
Fondos de inversión	5,0	-2,2	-3,4	-0,4	0,2	0,8
FIAMM	-1,1	-1,4	-1,4	0,1	0,7	1,3
FIM	6,1	-0,8	-2,0	-0,5	-0,5	-0,5
Reservas técnicas de seguros	2,4	3,2	3,4	2,5	2,4	2,7
Del cual:						
Seguros de vida	1,2	2,0	2,0	1,1	1,0	1,7
Fondos de pensiones	1,0	0,9	1,1	1,1	1,1	0,6
Resto	0,9	1,1	1,0	1,1	0,5	0,6
Operaciones financieras (pasivos)	6,4	7,3	7,8	7,6	7,3	7,0
Créditos de entidades de crédito residentes	5,9	6,5	6,8	6,3	5,8	5,0
Fondos de titulización	0,5	0,6	0,1	0,0	0,2	0,3
Resto	0,1	0,2	0,8	1,2	1,2	1,6
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	14,0	17,5	27,4	24,9	19,6	18,0
Medios de pago	1,5	0,7	0,9	0,6	0,7	1,6
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	0,2	-0,2	1,1	1,0	0,2	0,5
Acciones y otras participaciones	3,1	8,2	14,0	11,6	8,2	4,3
Del cual:						
Frente al resto del mundo	2,2	6,5	10,8	9,5	7,6	3,6
Resto	9,2	8,8	11,3	11,7	10,5	11,6
Operaciones financieras (pasivos)	15,2	20,0	31,1	30,0	24,0	22,3
Créditos de entidades de crédito residentes	4,6	4,8	6,7	5,5	5,3	6,1
Fondos de titulización	0,2	0,4	0,9	0,7	0,9	0,8
Préstamos exteriores	1,6	3,0	3,5	4,9	3,3	3,5
Valores de renta fija (a)	0,0	0,5	-0,5	-0,2	0,1	0,1
Acciones y otras participaciones	2,7	5,1	12,3	11,3	7,2	3,9
Resto	6,2	6,0	8,2	7,7	7,1	7,9
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Financiación (c)	16,7	19,5	18,9	17,5	15,2	15,1
Hogares e ISFLSH	19,3	19,6	17,3	15,0	14,0	12,2
Sociedades no financieras	14,7	19,4	20,0	19,4	16,0	17,3

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.

participaciones en FIAMM, como ya se ha comentado, aumentó a tasas elevadas, lo que confirma el cambio de la tendencia descendente iniciada en 1999. La expansión de esta modalidad de inversión colectiva es coherente con la evolución más estable de su rentabilidad frente a otros instrumentos de mayor riesgo, en un contexto de elevada incertidumbre sobre la

evolución de la actividad económica y de pronunciada volatilidad de los mercados bursátiles nacionales e internacionales. Por último, durante el cuarto trimestre, se aprecia una estabilización de las reservas técnicas de seguros (2,7% del PIB) que podría reflejar, al menos en parte, el agotamiento del proceso de crecimiento de los *unit-linked*.

Respecto a las operaciones de pasivo, como muestra el cuadro 6, la financiación recibida por las familias alcanzó el 7% del PIB, lo que supone un ligero descenso respecto del 7,6% y el 7,3% de los trimestres precedentes. El crecimiento del crédito concedido por entidades residentes, que sigue siendo la principal fuente de financiación de las familias, alcanzó el 5% del PIB, que, una vez ajustado de la evolución de los fondos de titulización, evidencia una ralentización de la financiación de los hogares solo moderada. El recuadro 3 proporciona mayor información sobre el peso relativo de los principales factores que han influido en la evolución reciente de esta variable. El comportamiento del crédito ha determinado un aumento adicional del endeudamiento de los hogares españoles (véase gráfico 25).

De acuerdo con la información disponible sobre la distribución del crédito por finalidades, la financiación otorgada por las entidades residentes para la adquisición de vivienda se desaceleró, si bien continuó creciendo a tasas interanuales elevadas (16,5%, frente al 19,8% del trimestre anterior). Por su parte, la financiación destinada al consumo continuó registrando tasas de crecimiento interanuales importantes —por encima del 22% en el cuarto trimestre—, lo que ha podido contribuir a mantener la relativa fortaleza del consumo privado a lo largo del pasado año.

La información provisional disponible para los primeros meses de 2002 indica una relativa continuidad de las principales pautas anteriormente señaladas (véase gráfico 24). Por el lado de la inversión financiera neta, continúan creciendo a buen ritmo las participaciones en FIAMM y, en menor medida, en FIM de renta fija, cuyas perspectivas han mejorado tras el anuncio de la supresión de la retención a cuenta en las operaciones de cambio de fondo. Simultáneamente, se aprecia un moderado avance de los medios de pago, que, no obstante, se ve compensado con un menor crecimiento de los otros pasivos bancarios. En cuanto a la financiación, prosigue el mantenimiento de una tasa relativamente elevada de crecimiento de los préstamos de entidades de crédito residentes.

Hay que señalar, finalmente, que, al final del cuarto trimestre, el endeudamiento de las familias aumentó tanto en términos del componente más líquido de la riqueza financiera de los hogares como en términos de PIB, registrando, sobre todo en este último caso, un avance significativo (49,6%, frente al 48,7% del trimestre anterior) (véase gráfico 25). Sin embargo, la rápida recuperación de los índices bursátiles tras

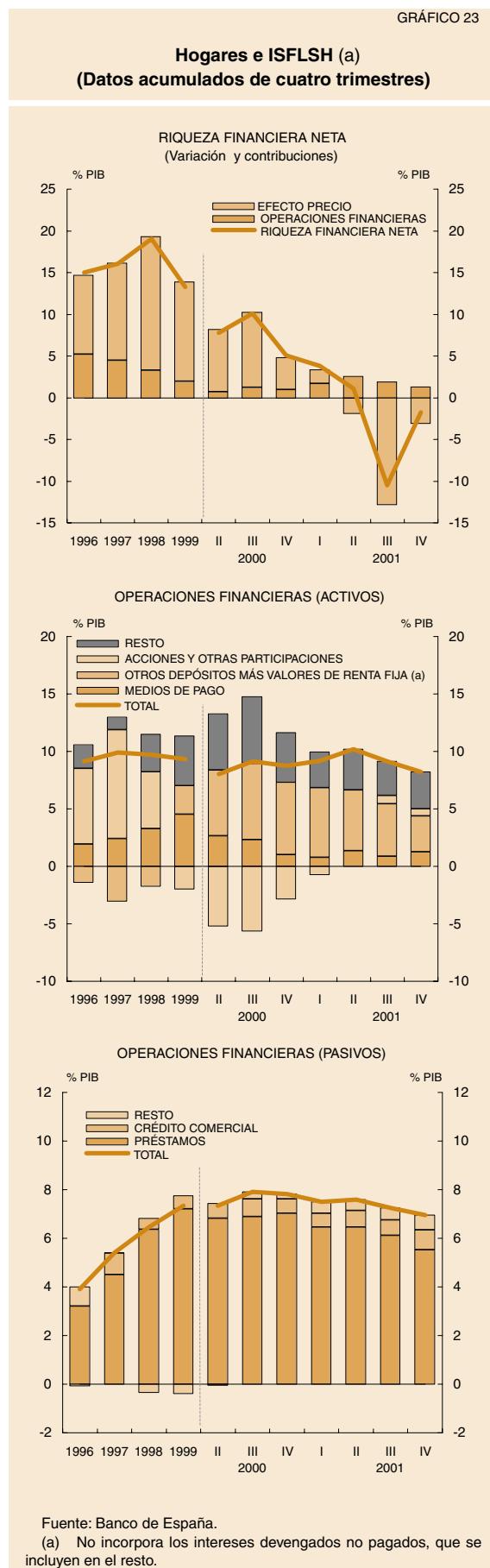
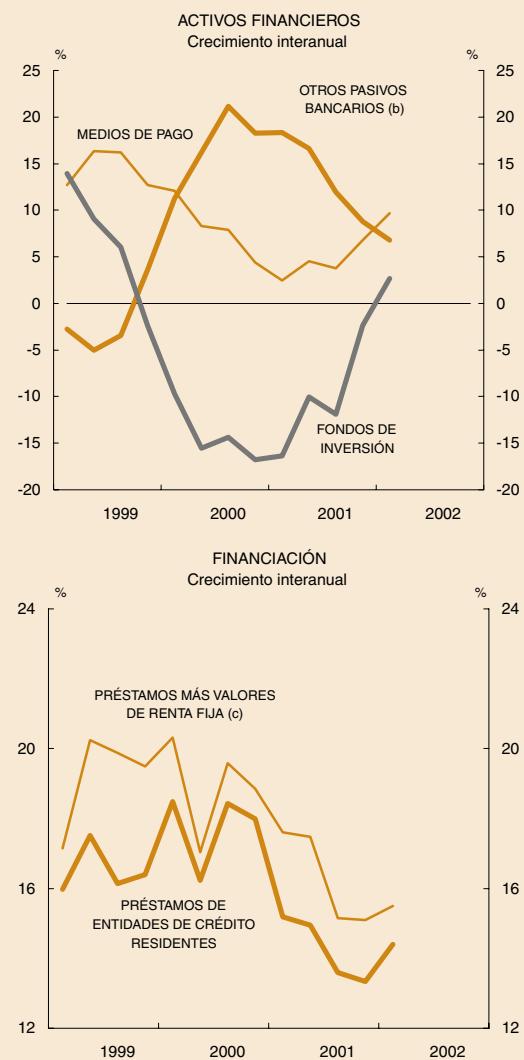


GRÁFICO 24

Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH (a)

Fuente: Banco de España.

(a) Los datos del primer trimestre de 2002 son provisionales.

(b) Incluye depósitos a plazo, cesiones temporales, valores bancarios y depósitos en el exterior.

(c) Incluye préstamos de entidades de crédito residentes y del exterior, emisión de valores y financiación intermediada por fondos de titulización.

los atentados del 11 de septiembre propició que el nivel de endeudamiento en relación con el volumen total de activos financieros se redujera ligeramente hasta el 27,6%, nivel superior, en todo caso, al registrado a finales del año 2000 (25,2%).

5.3. Los flujos financieros de las sociedades no financieras

Durante el cuarto trimestre de 2001, el saldo de las operaciones financieras netas de las so-

ciedades no financieras fue del -0,3% del PIB, lo que, en términos acumulados de cuatro trimestres, supuso un saldo deudor del 4,4% del PIB. Se mantuvo, así, un nivel similar al registrado un trimestre antes (véase cuadro 5) que, como ya se comentó en el Informe anterior, puede estar reflejando la menor capacidad de las empresas para generar recursos —y, por tanto, para autofinanciarse— en un contexto de desaceleración de la inversión en bienes de equipo y pujanza aún elevada de la construcción.

El volumen de activos financieros adquiridos y de pasivos contraídos por este sector mantuvo la tendencia descendente iniciada a principios del año 2001. Es preciso recordar, no obstante, que las cifras del año 2000 incluyen operaciones especiales asociadas al fuerte incremento de las compras de empresas en el exterior o a la financiación de licencias de telefonía móvil de tercera generación (véanse gráfico 26 y cuadro 6).

Por el lado de los activos, las adquisiciones netas de las sociedades no financieras supusieron, en el cuarto trimestre de 2001, el 18% del PIB, frente a casi el 20% registrado en el trimestre anterior. Esta reducción fue el resultado neto de la continuación de las tendencias apuntadas en trimestres anteriores: por un lado, se mantiene el descenso en la compra de acciones y participaciones (un 4,3% del PIB, frente al 8,2% del trimestre previo). Por otro lado, como muestra el cuadro 6, los medios de pago alcanzaron un máximo del 1,6% del PIB. Aunque este valor es relativamente moderado, su evolución podría reflejar, en alguna medida, un fenómeno transitorio derivado de las mayores necesidades de tesorería por la proximidad del canje a euros.

Por lo que se refiere a los pasivos, la reducción de los flujos fue de similar magnitud. Uno de los aspectos más destacables radica en la evolución de la financiación recibida de las entidades de crédito residentes (ajustada de los efectos de la titulización), que creció durante el cuarto trimestre un punto porcentual, hasta alcanzar casi el 7% del PIB. Por sectores productivos, se aceleró el crecimiento del crédito al sector servicios (12,1%, en tasa interanual), mientras que el concedido al sector de la construcción se mantuvo en los mismos niveles del trimestre anterior (9%). Los préstamos a la industria —excluida la construcción— se desaceleraron, sin embargo, de forma intensa. Se aceleraron, por otro lado, los préstamos exteriores, aunque de forma moderada (3,5% del PIB), pero las empresas redujeron la emisión de acciones desde el 7,2% del PIB del tercer trimestre hasta el 3,9% del cuarto trimestre de 2001.

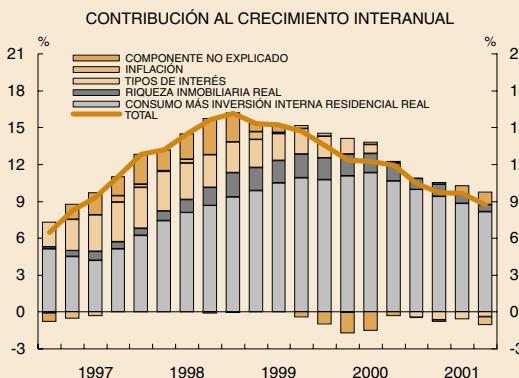
RECUADRO 3

Los determinantes del crecimiento del crédito a los hogares

En la segunda mitad de la década de los noventa, el crédito concedido por las instituciones financieras residentes a los hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH) experimentó una rápida expansión, alcanzando tasas de crecimiento elevadas, en términos nominales, que se situaron por encima del 17% en el período 1998-2000. En el año 2001, la financiación de este sector registró una desaceleración, de modo que, al finalizar el año, su ritmo de crecimiento se situó en el entorno del 12%. Los factores que han determinado esta evolución se encuentran estrechamente relacionados con la situación cíclica de la economía, los cambios en las condiciones financieras y la situación patrimonial de los hogares. Así lo indican los resultados de un modelo econométrico uniecuacional recientemente estimado.

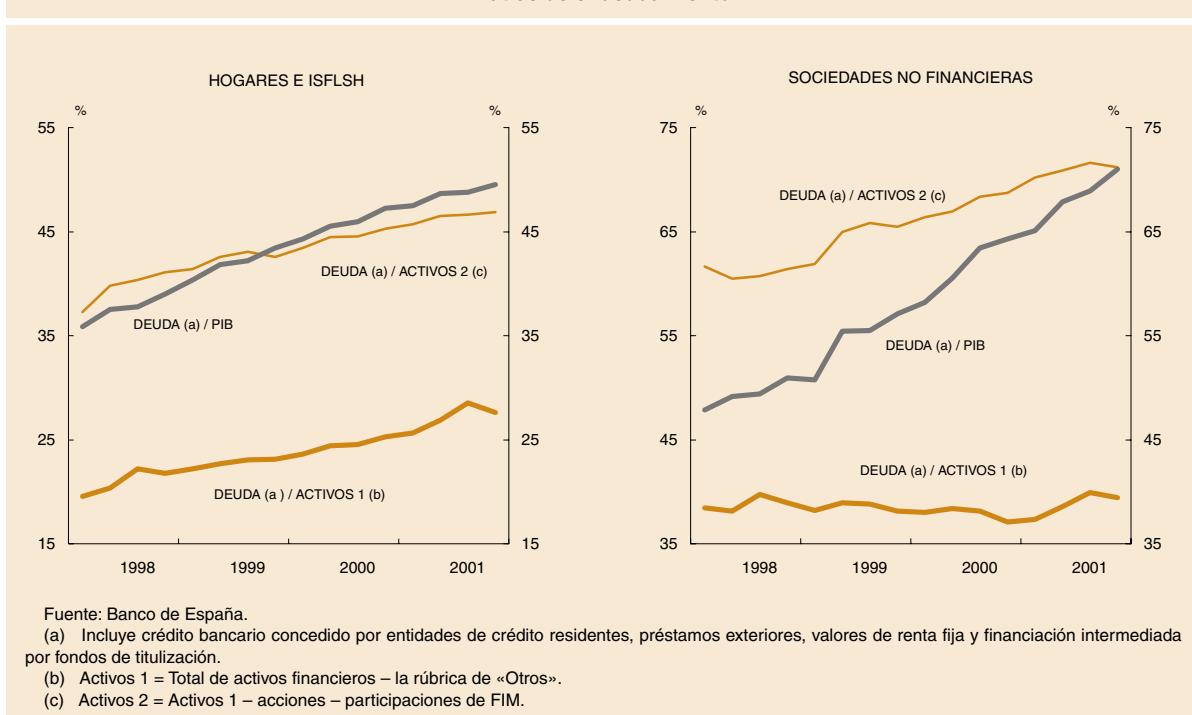
En este modelo, entre los determinantes del crédito bancario a hogares, se ha incluido, en primer lugar, el gasto que este sector realiza en consumo y adquisición de vivienda. Además de ser una variable de escala, el gasto es también un indicador de la situación cíclica de la economía y, en este sentido, puede incorporar, adicionalmente, la influencia de esta sobre las políticas crediticias de las entidades financieras. Un segundo factor relevante en la determinación del crédito obtenido por las familias es el coste de los préstamos bancarios, que afecta directamente a su capacidad de endeudamiento. Un tercer grupo de variables que influyen sobre el crédito bancario son las relacionadas con la solvencia de los agentes económicos, en especial, las que se refieren a su posición patrimonial: riqueza o patrimonio neto, activos financieros, activos reales, deuda. Así, el patrimonio neto de los hogares incide, por un lado, sobre su capacidad de endeudamiento, al afectar a la renta permanente del sector. Por otro lado, la situación patrimonial de las familias, al afectar a su solvencia financiera, influye, de manera importante, en la disposición de las entidades a ofrecer crédito a este sector. Por último, el grado de estabilidad de precios que enmarca los procesos de toma de decisiones de los agentes económicos afecta también a la demanda de financiación del sector privado no financiero, así como sobre la política de concesión de créditos de los intermediarios bancarios.

La estimación de la ecuación así construida permite analizar la contribución de cada uno de estos factores al crecimiento anual del crédito. Así, la expansión experimentada por esta variable, en términos reales, desde 1997 se explica, fundamentalmente, por el avance del consumo y la inversión interna residencial, que han tenido una contribución creciente hasta el año 2000 (véase gráfico adjunto). Desde finales de ese año, la desaceleración del gasto de los hogares explicaría, en parte, la reducción en la tasa de crecimiento del crédito, en términos reales. Asimismo, la reducción del coste de los préstamos bancarios que tuvo lugar en el período 1997-1999 —en el marco del proceso de convergencia de los tipos de interés, previo al inicio de la Tercera Etapa de la UEM— contribuyó, también, a expandir el crédito bancario de forma significativa (su aportación media en dicho período fue de 2,5 puntos porcentuales). El efecto expansivo de esta variable disminuyó notablemente durante el año 2000, pasando a tener una contribución negativa en 2001, como consecuencia del progresivo incremento de los tipos de interés que las entidades bancarias fueron aplicando a sus operaciones de préstamo. Coincidiendo con el paulatino agotamiento del efecto de los tipos de interés, cobró una creciente importancia el aumento de la riqueza real, propiciado por la intensa revalorización de los activos inmobiliarios. Así, en el período 1999-2000, la aportación media de esta variable fue de casi 2 puntos porcentuales, aunque se redujo ligeramente con posterioridad. Por último, la inflación parece haber incidido solo de forma transitoria en los últimos años.

Crédito real de instituciones financieras a hogares e ISFLSH

Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 25

Ratios de endeudamiento

Como consecuencia del aumento del volumen de financiación recibido por las empresas no financieras se produjo un nuevo crecimiento de sus *ratios* de endeudamiento, que alcanzaron, a finales de diciembre de 2001, el 70% en términos de PIB y el 71,2% en relación con sus activos más líquidos (véase gráfico 25). Estos niveles son similares a los registrados en otros países europeos, aunque resultan superiores a los observados históricamente en nuestro país en condiciones cíclicas similares a la actual.

5.4. Los flujos financieros de las Administraciones Públicas

El saldo de las operaciones financieras de las AAPP fue negativo durante el cuarto trimestre de 2001 (véase gráfico 27), pero, en términos acumulados de cuatro trimestres, supuso unas necesidades de financiación nulas. Este equilibrio presupuestario fue el resultado de la combinación del superávit de la Seguridad Social y los déficit de la Administración Central y de las Administraciones Territoriales.

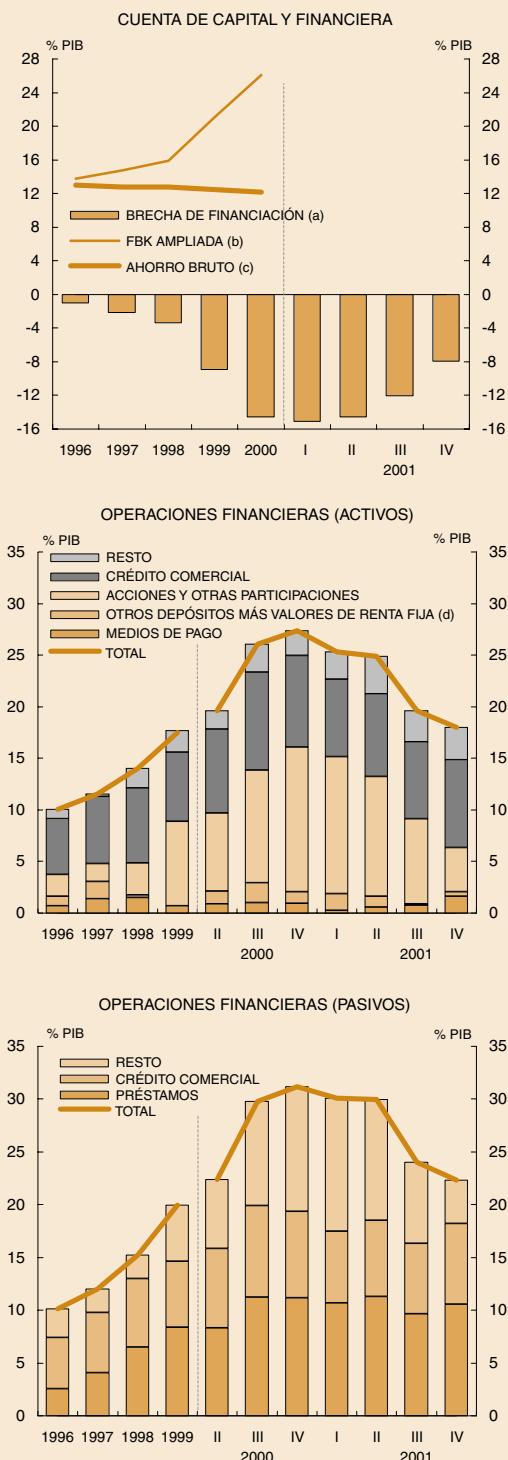
La ausencia de necesidades de financiación adicionales no ha detenido, sin embargo, el proceso de recomposición de las cuentas financieras de las AAPP (véase gráfico 27). Por un lado, continuó el avance de la financiación neta recibida de las instituciones financieras

(2,6% del PIB), como consecuencia, entre otros factores, de la fuerte disposición de los depósitos del Estado en el Banco de España y de las subastas de liquidez del Tesoro. Por otro lado, se mantuvo el ritmo de adquisición de deuda por parte de no residentes (1,8% del PIB), que se vio más que compensado, sin embargo, por las desinversiones netas en estos activos por parte de los inversores institucionales residentes.

Los avances provisionales disponibles sobre los flujos del primer trimestre de 2002 apuntan hacia el mantenimiento del equilibrio en las cuentas de las AAPP. Por lo que se refiere a los pasivos, persiste el descenso de la emisión neta de valores a corto plazo (574 mm de €), mientras que aumenta la emisión de valores a largo plazo (1.961 mm de €). Al mismo tiempo, continúan creciendo a tasas similares a las del trimestre anterior los créditos recibidos. Por el lado de los activos financieros, destaca el crecimiento de la cuenta corriente del Estado en el Banco de España (2.488 mm de €). Es, asimismo, importante destacar que, a lo largo de los meses transcurridos del año 2002, la deuda española ha consolidado un diferencial respecto al *bund* alemán en el entorno de los 15-20 puntos básicos (casi 10 puntos básicos menos que a comienzos de 2001), como resultado de la mayor calidad crediticia concedida en diciembre de 2001 por la agencia Moody's, que elevó su *rating* al de máxima solvencia.

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.

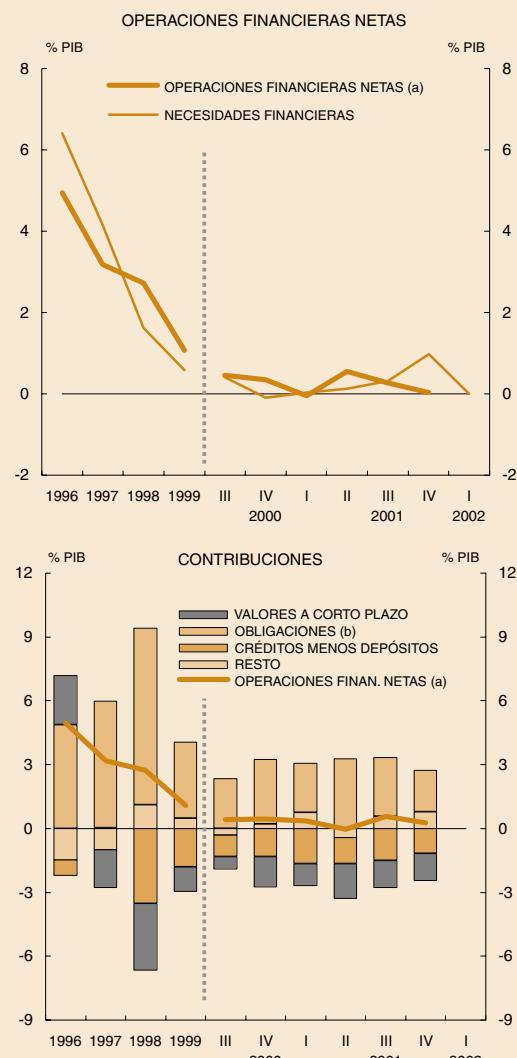
(b) Incluye la formación bruta de capital, la variación de existencias y la renta variable en el exterior.

(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.

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

Como ya se ha comentado al inicio de este epígrafe, el saldo de las operaciones financieras de la nación durante el cuarto trimestre de 2001 fue algo menos negativo que en el mismo trimestre del año anterior, situándose en el -1,9% del PIB, en términos acumulados (véase cuadro 7). Al igual que en los tres trimestres anteriores, el volumen de las operaciones financieras (activas y pasivas) con no residentes continuó moderándose en el último trimestre de 2001. Esta menor pujanza de la actividad financiera con el resto del mundo refleja, en primer lugar, la moderación de las adquisiciones de empresas financieras y no

CUADRO 7

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

% PIB

	1998	1999	2000	2001		
				II TR	III TR	IV TR
Operaciones financieras netas	0,5	-1,1	-2,5	-2,2	-2,0	-1,9
Operaciones financieras (activos)	12,3	14,8	24,4	23,1	16,0	10,3
Oro y DEG	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	3,2	1,7	2,8	2,4	-0,5	-2,6
Sistema crediticio	0,0	3,7	2,5	1,8	-0,5	-2,8
Otros sectores residentes	3,2	-2,0	0,4	0,6	0,1	0,1
Valores distintos de acciones	3,4	2,8	3,8	6,6	5,7	6,8
Sistema crediticio	-1,4	-0,9	-0,3	1,8	1,0	2,0
Otros sectores residentes	4,7	3,7	4,1	4,9	4,8	4,8
Acciones y otras participaciones	4,3	9,8	15,1	10,9	8,1	3,6
Sistema crediticio	0,4	0,7	1,7	0,6	0,3	-0,1
Otros sectores residentes	3,9	9,0	13,3	10,2	7,8	3,7
Del cual:						
Sociedades no financieras	2,2	6,5	10,8	9,5	7,6	3,6
Créditos	1,4	0,7	2,7	3,1	2,6	2,5
Sistema crediticio	0,2	-0,2	0,5	0,6	0,7	0,8
Otros sectores residentes	1,2	0,9	2,2	2,5	1,9	1,8
Operaciones financieras (pasivos)	11,8	15,9	26,9	25,3	18,0	12,2
Depósitos	5,9	4,1	6,7	5,9	5,0	2,8
Del cual:						
Sistema crediticio	5,9	4,1	6,8	6,0	5,0	2,8
Valores distintos de acciones	1,0	5,4	6,9	5,6	4,0	3,1
Sistema crediticio	0,2	0,9	0,8	0,8	0,6	0,6
Administraciones Públicas	1,0	4,3	5,7	4,3	2,9	1,6
Otros sectores residentes	-0,2	0,2	0,5	0,5	0,4	0,9
Acciones y otras participaciones	2,9	3,9	9,0	8,4	5,9	3,5
Sistema crediticio	0,1	0,3	1,6	1,1	0,4	0,5
Otros sectores residentes	2,8	3,6	7,4	7,3	5,5	3,0
Créditos	2,2	3,4	4,5	5,8	4,0	4,3
Administraciones Públicas	0,1	-0,4	0,1	0,0	0,0	0,1
Otros sectores residentes	2,1	3,7	4,4	5,8	4,0	4,2
Otros neto (a)	-0,2	-0,9	-0,3	-0,5	-0,9	-1,5

Fuente: Banco de España.

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

financieras en el exterior. Del mismo modo, el descenso de los flujos financieros con el exterior está asociado al debilitamiento de la actividad en buena parte de las economías mundiales y al aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, propiciado, en primera instancia, por los atentados del 11 de septiembre, y sostenido, más tarde, por la evolución del precio de la energía, los conflictos en Oriente Medio y las crisis sociales y políticas en algunos países latinoamericanos.

La adquisición de activos financieros en el exterior alcanzó, en el cuarto trimestre, el 10,3% del PIB, frente al 23,1% y el 16% del segundo y tercer trimestres, respectivamente, del año. Destaca, en todo caso, el avance de las compras de valores de renta fija (6,8% del PIB) como resultado de la continuidad del proceso de internacionalización de las carteras de los sectores residentes (principalmente, entidades de crédito e inversores institucionales), que no alcanzó a compensar, sin embargo, la sensible

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	-20,2	-21,0	-21,8	-22,0	-20,2	-22,5
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-13,3	-10,8	-8,6	-8,7	-0,8	-2,1
Sociedades no financieras	-18,3	-17,1	-14,8	-16,3	-8,4	-9,7
Hogares e ISFLSH	5,0	6,3	6,2	7,6	7,6	7,6
Instituciones financieras	8,3	6,7	4,7	6,8	5,1	4,6
Instituciones de crédito (c)	6,7	2,4	-5,4	-7,5	-12,5	-14,6
Inversores institucionales (d)	1,7	4,4	10,5	14,9	18,4	20,8
Resto de instituciones financieras	-0,1	-0,1	-0,4	-0,6	-0,8	-1,6
Administraciones Públicas	-15,3	-17,0	-17,9	-20,1	-24,5	-24,9

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

reducción de la adquisición de acciones y otras participaciones en el exterior. Los créditos concedidos a no residentes se mantuvieron en niveles similares a los del trimestre anterior (en torno al 2,5% del PIB).

Por el lado de los pasivos, los flujos netos alcanzaron el 12,2% del PIB, frente al 18% y 25,3% del tercero y segundo trimestres, respectivamente, del año 2001. Lo más sobresaliente de este descenso en la obtención de financiación fue la significativa reducción de las adquisiciones de acciones de sociedades no financieras por parte de no residentes, que re-

gistraron una caída del 2,5% del PIB en el trimestre. La financiación obtenida por las entidades de crédito, principalmente mediante depósitos, y por las AAPP, a través de la colocación de deuda pública en el exterior, fue también inferior a la del trimestre precedente.

Respecto al primer trimestre de 2002, solo se dispone de la información de la balanza de pagos del mes de enero, que, en líneas generales, apunta cierta continuidad de las pautas observadas en el trimestre anterior.

29.4.2002.