

---

# Informe trimestral de la economía española

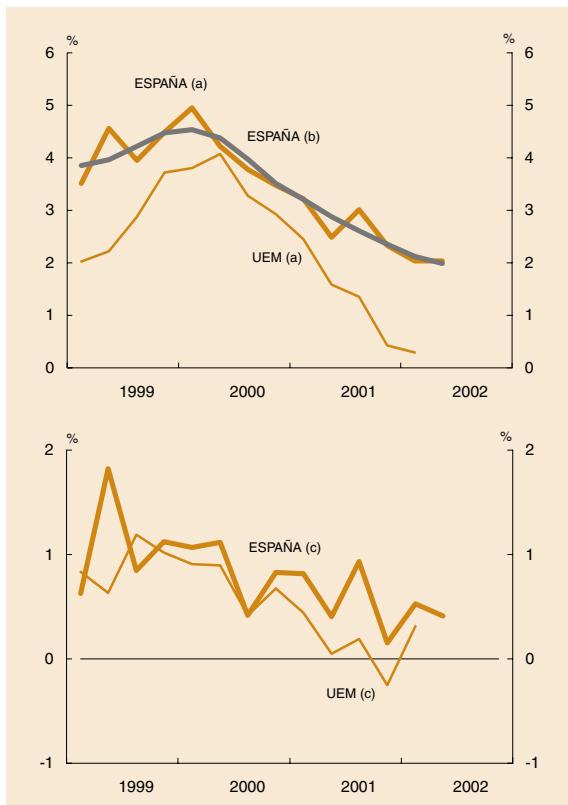
## 1. Rasgos básicos

A medida que avanza el año 2002 se han ido confirmando las perspectivas de recuperación de la economía mundial. Así lo avalan los datos disponibles para Estados Unidos, para el conjunto de la zona del euro y para numerosas economías asiáticas, incluida la japonesa, siendo Latinoamérica la única excepción notable. Permanece, sin embargo, un clima de desconfianza e incertidumbre, asociado, principalmente, a la evolución de algunos desequilibrios en la economía norteamericana y a las noticias que ponen en entredicho la solvencia o las prácticas contables que se aplican en algunas empresas, lo que ha provocado una fuerte corrección de los mercados bursátiles, que puede llegar a dañar el proceso de recuperación y limitar su intensidad. Las políticas macroeconómicas conservan, en general, un tono expansivo —especialmente en su vertiente monetaria—, mientras que en los mercados cambiarios se ha producido un giro profundo, pero ordenado, en la cotización del dólar estadounidense, que se ha depreciado notablemente frente a las principales monedas. La apreciación del euro frente al dólar ha sido del orden del 15%, lo que ha situado la cotización de la divisa europea en un nivel que se corresponde más con sus fundamentos y contribuirá a moderar las tensiones inflacionistas que subyacen en algunas economías de la zona.

En este contexto, la economía española ha mantenido un ritmo de crecimiento sostenido, sin que se aprecien cambios relevantes en relación con los resultados avanzados por el Instituto Nacional de Estadística (INE) para el primer trimestre de 2002. En concreto, con la información disponible en este momento, se estima que la tasa de crecimiento interanual del producto interior bruto (PIB) real durante el segundo trimestre del año ha sido del orden del 2%, calculada a partir de la serie desestacionalizada, igual que en el período precedente. En términos intertrimestrales, la tasa de aumento fue del 0,4%, una décima menos que en el trimestre anterior. Las cuantificaciones realizadas a partir de las series de ciclo-tendencia, que se caracterizan, como es bien conocido, por su mayor estabilidad, confirman que se ha alcanzado un suelo en el proceso de desaceleración que tuvo lugar a lo largo del pasado año —en valores que se encuentran en torno al 2%—, lo que sitúa a la economía española en unas condiciones de partida favorables para ir afianzando su ritmo de crecimiento en los próximos meses, si se consolida la recuperación de la economía mundial.

La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real alcanzó valores modestos, pero positivos, en el segundo trimestre, aunque ha vuelto a ser el gasto de las familias —en consumo y en compra de viviendas— el

GRÁFICO 1

**Producto interior bruto**

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

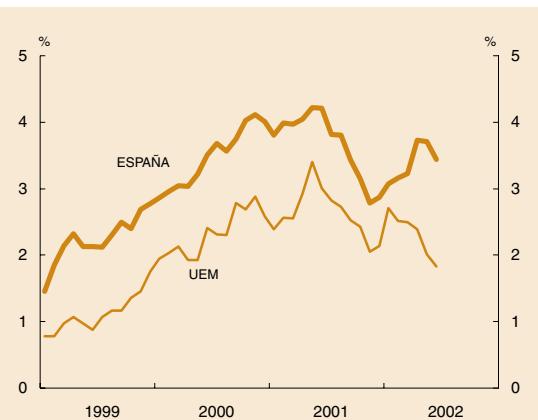
(a) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

(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.

componente más dinámico de la demanda final de la economía española en ese período, a lo que hay que añadir, con notable intensidad, la actividad inversora de las Administraciones Públicas. El crecimiento de la renta disponible real, aunque inferior al del pasado ejercicio, ha sido un factor determinante de las decisiones de gasto de las familias, que, no obstante, y en un contexto de tipos de interés particularmente reducidos, han seguido apelando de forma intensa al endeudamiento para financiar el consumo y, en especial, la compra de viviendas. Los niveles de endeudamiento de las empresas también han crecido en el pasado reciente, aunque parece que tienden a estabilizarse, sin que acabe de despegar la inversión empresarial. Por el lado de la oferta, la actividad industrial da muestras de una incipiente recuperación, y el crecimiento del empleo se está desacelerando. Por último, aunque los costes unitarios laborales han reducido su tasa de aumento, los diferenciales de precios con la zona euro permanecen elevados.

GRÁFICO 2

**Índices armonizados de precios de consumo (a)**

Fuentes: Eurostat y Banco Central Europeo.

(a) Tasas de variación interanual. Hasta diciembre de 2001, las tasas corresponden a las publicadas en esa fecha.

Las políticas expansivas han impulsado el crecimiento de la economía de Estados Unidos desde el comienzo del año. Los indicadores disponibles para el segundo trimestre confirman la continuidad de este proceso, aunque con menor intensidad que en el trimestre precedente. El fuerte descenso de las bolsas de valores, que se encuentran ya por debajo de los niveles que prevalecían antes del 11 de septiembre, no parece que haya afectado, hasta ahora, al gasto de las familias, aunque podría hacerlo en el futuro. Este agregado —que está sostenido, en parte, por una evolución expansiva del precio de la vivienda—, junto con el consumo público, son los elementos más dinámicos de la economía norteamericana en la fase actual. Las tasas de crecimiento de la productividad siguen siendo considerablemente elevadas, pero descansan, de forma especial, en un comportamiento del empleo poco favorable, sin que todavía se perciba una recuperación de la inversión de las empresas. En esta situación, y ante la ausencia de cambios en el panorama inflacionista, la Reserva Federal ha mantenido los bajos tipos de interés vigentes desde el pasado mes de diciembre. El hecho de que la fase de recuperación de la economía haya comenzado sin que se hayan depurado los desequilibrios financieros de familias y empresas y con un creciente déficit de las cuentas exteriores son factores adicionales de riesgo que podrían comprometer su consolidación. En ese sentido, y aunque sea difícil buscar una relación directa entre ambos acontecimientos, la reciente depreciación del dólar puede contribuir a la corrección del abultado déficit comercial.

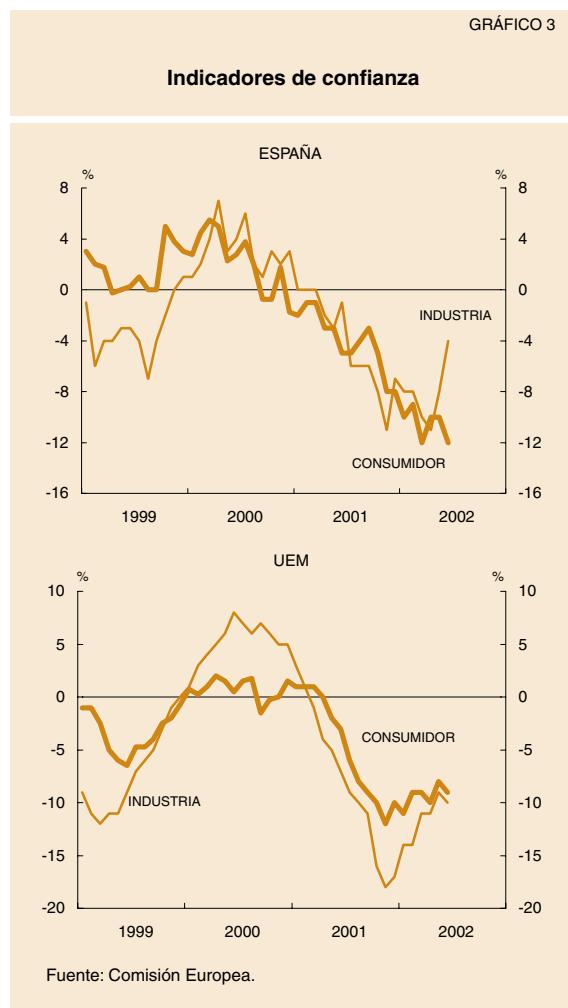
La recuperación de la zona euro discurrió por pautas distintas a las de la economía norte-

americana. El tono de la política monetaria sigue siendo expansivo, y aunque la política fiscal no ha adquirido una orientación similar, equiparable a la de la economía estadounidense, se han producido desviaciones de los objetivos presupuestarios en algunos países que han tendido a relajar la evolución de las cuentas públicas en el conjunto del área. El crecimiento del PIB real del primer trimestre —del 0,3%, tanto en términos interanuales como intertrimestrales— ha estado basado, en gran medida, en la contribución de la demanda externa, ya que el gasto interior no dio muestras de una clara recuperación, a pesar de que la evolución del empleo está siendo más sostenida que en otras fases cíclicas precedentes. Los indicadores disponibles para los meses más recientes apuntan hacia una modesta recuperación del consumo y la inversión, aunque, posiblemente, algo menos intensa de lo esperado, en un entorno de expectativas inciertas y considerable inestabilidad de los mercados bursátiles.

La tasa de crecimiento de los precios de consumo (IAPC) ha tendido a moderarse en los dos últimos meses, tras el rebrote experimentado al comienzo del año, situándose en el 1,8% el pasado mes de junio. Los mismos factores que impulsaron su ascenso —precios energéticos y alimenticios— han permitido, ahora, su corrección, que no abarca, por el momento, al componente más estable del índice (IPSEBENE), que ha estabilizado su ritmo de aumento ligeramente por encima del 2,5%. La aceleración que han registrado los costes unitarios laborales en el primer trimestre —al unirse un crecimiento modesto de la productividad con aumentos salariales relativamente elevados— podría dificultar la desaceleración de la tasa de inflación, aunque la relativa debilidad de la demanda, el comportamiento favorable de los precios en los mercados mundiales y la apreciación del euro deberían contribuir a ello.

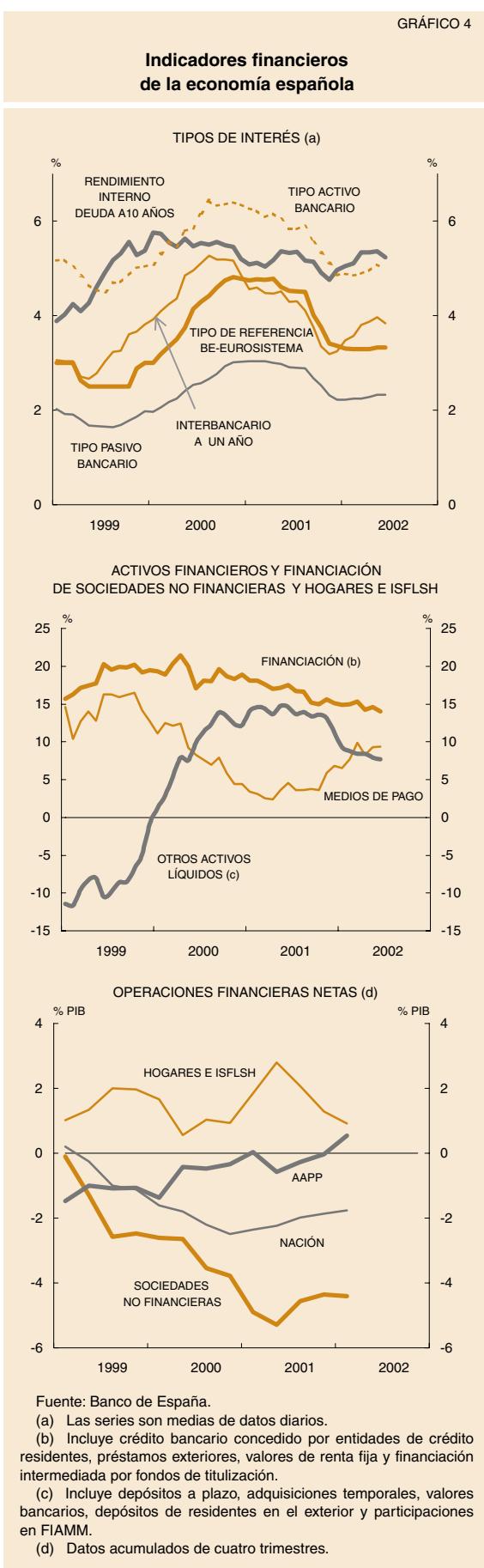
En esta situación, el BCE ha mantenido inalterado en el 3,25% el tipo de intervención fijado el pasado mes de noviembre. El crecimiento del agregado monetario de referencia ha tendido a acelerarse en los dos últimos meses, un movimiento, de nuevo, que podría estar relacionado con la inestabilidad de los mercados financieros, mientras que el ritmo de aumento del crédito al sector privado se ha estabilizado en un nivel inferior al prevaleciente a comienzos del año. En conjunto, las expectativas sobre aumentos futuros de los tipos de interés han tendido a retrasarse y a moderarse apreciablemente en su cuantía.

La evolución de la economía española se enmarca dentro del contexto monetario expansivo que caracteriza a la política monetaria co-



mún, pero con una modulación más estricta de la política fiscal, de acuerdo con la información disponible para los seis primeros meses del año. El comportamiento de los ingresos impositivos está siendo, en conjunto, favorable, destacando el crecimiento de la imposición indirecta y, dentro de esta, del IVA. La recaudación del IRPF se espera que atenúe su ritmo de crecimiento en el conjunto del ejercicio —en relación con el año 2001—, en línea con el comportamiento de las rentas salariales y del capital. Por el lado del gasto, los mayores incrementos han sido en los gastos de capital y en las prestaciones sociales. Una de las consecuencias de estos resultados —desaceleración del IRPF y aumento de las prestaciones sociales— es que la contribución de las Administraciones Públicas al sostenimiento de la renta disponible de los hogares está siendo apreciable.

Como ya se ha dicho, la tasa de crecimiento interanual del PIB real estimada para el segundo trimestre de 2002 ha sido similar a la del trimestre precedente —del 2%, en términos de la serie desestacionalizada—, destacando la contribución del consumo privado y de la inversión en construcción —residencial y obra civil—, así



como la modesta aportación positiva de la demanda neta exterior. El ritmo de crecimiento del consumo de los hogares podría haberse desacelerado ligeramente durante el segundo trimestre, mientras que la inversión en el sector de la construcción mantuvo su notable dinamismo. La tasa de aumento que se ha calculado para la demanda nacional es ligeramente inferior a la del primer trimestre del año, cuando alcanzó un valor del 2,1%, ya que a la atonía de la inversión en equipo hay que añadir el efecto de descontar la fuerte inversión en existencias que recogen las cifras del INE para los tres primeros meses del año.

El cambio de signo en la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real ha sido consecuencia, por una parte, de una ligera recuperación en la tasa de variación de las exportaciones, que, en cualquier caso, mantienen un tono deprimido, lo mismo que las importaciones. La debilidad del sector turístico, que ya se apreciaba en los indicadores disponibles para los primeros meses del año, parece haberse accentuado en el segundo trimestre, aunque su impacto final difiere apreciablemente, tanto en lo que se refiere a los países de origen —donde destaca el descenso del turismo alemán y británico— como a las áreas de destino.

Uno de los rasgos significativos del patrón de crecimiento actual de la economía española es su fuerte apelación al endeudamiento del sector privado, que no acaba de recuperar sus tasas de ahorro ni su capacidad de financiación, con el consiguiente reflejo en la necesidad de financiación de la economía en su conjunto. Así lo muestran también las estimaciones sobre las operaciones financieras netas correspondientes al primer trimestre del año, en las que se aprecia que sigue disminuyendo —en términos de su participación en el PIB— el ahorro financiero neto de los hogares, a la vez que se estabiliza, en valores negativos considerablemente elevados, el resultado de las operaciones financieras netas del sector de sociedades no financieras. Los datos recientes sobre la evolución del crédito confirman este diagnóstico ya que, en el primer trimestre, se recupera el ritmo de crecimiento de la financiación otorgada a las familias y, dentro de ella, destaca el notable aumento del crédito para la compra de viviendas.

Aunque los niveles de endeudamiento que han alcanzado las familias son similares a los que se dan en otras economías de nuestro entorno y responden, en gran medida, a la adaptación de los agentes económicos a un contexto financiero más estable y en el que, además, se registran actualmente tipos de interés particularmente reducidos, hay que considerar con

cautela sus consecuencias a medio plazo, especialmente en lo que se refiere a los riesgos que se derivan de la evolución del sector de la vivienda.

En este marco, el afianzamiento de la recuperación de la economía española, a medida que se vaya confirmando la mejora de la economía mundial, debe basarse en la fortaleza de las exportaciones y de la inversión empresarial —y con ellas de la actividad industrial—, y en la continuidad de un dinamismo del gasto de las familias que se asiente en unas expectativas fundadas sobre la evolución futura de sus rentas. Las bases de partida para ello son, en principio, adecuadas.

El crecimiento del empleo en el segundo trimestre se ha desacelerado, pero es superior al de otras fases cíclicas similares, por lo que está ejerciendo un papel fundamental en el mantenimiento del ritmo de crecimiento de la economía. Los aumentos salariales se han moderado, lo que, unido a la ligera recuperación de la productividad, han contenido las alzas de los costes laborales unitarios. La rentabilidad de las empresas es elevada y sus *ratios* de endeudamiento, que habían crecido apreciablemente, tienden a estabilizarse, apreciándose, en fin, una ligera recuperación en la actividad industrial y en los indicadores de confianza de este sector.

Frente a estos desarrollos favorables, la ampliación de los diferenciales de inflación con respecto a los países de la UEM que ha tenido lugar durante el segundo trimestre de este año alertan sobre los problemas de competitividad que podrían incubarse y que terminarían limitando el ritmo de recuperación de la economía

española. El diferencial entre las tasas de crecimiento interanual del IAPC se situó en 1,6 puntos porcentuales el pasado mes de junio, destacando, por su significado, los valores de 1,7 y 1,4 puntos que alcanzaron los diferenciales correspondientes a los servicios y a los bienes industriales no energéticos, respectivamente.

El hecho de que los aumentos en la tasa de crecimiento de los precios hayan tenido lugar a la vez que se producía una contención en el ritmo de crecimiento de los costes unitarios laborales es ilustrativo de las rigideces que siguen observándose en el comportamiento de algunos mercados. La ampliación de márgenes que se deduce de estos resultados —mayores aumentos de precios y desaceleración de costes unitarios laborales— se concentra, de forma destacada, precisamente, en las ramas de construcción y servicios de mercado, mientras que es mucho más limitada en el caso de los sectores industriales, que son los que, en un entorno competitivo, más han reducido la creación de empleo.

Existen condiciones, en síntesis, para que la economía española reanude en la segunda mitad del año 2002 una senda de mayor dinamismo, basada en la previsible recuperación del entorno exterior y en los factores que alientan el gasto interno, entre los que destaca el mantenimiento de la creación de empleo. No obstante, la elevada incertidumbre internacional que se canaliza a través de los mercados financieros puede obstaculizar el necesario clima de confianza. La sostenibilidad a medio plazo de la reactivación requiere una contención de los ritmos de endeudamiento del sector privado y una continuada mejora de la competitividad de la economía.

## 2. El entorno exterior del área del euro

La recuperación del crecimiento económico mundial continuó su curso durante el segundo trimestre de 2002, si bien a un ritmo moderado y con una distribución geográfica algo distinta de la que se vislumbraba a comienzos de año: el dinamismo está siendo mayor en EEUU y Asia, y menor en Europa y Latinoamérica. En la mayor parte de los países el crecimiento fue liderado por el buen comportamiento de la demanda externa, en particular la demanda de importaciones por parte de EEUU, lo que parece poner de relieve, en esta fase inicial del ciclo, cierta dependencia del crecimiento de la economía mundial respecto al comportamiento de la economía americana.

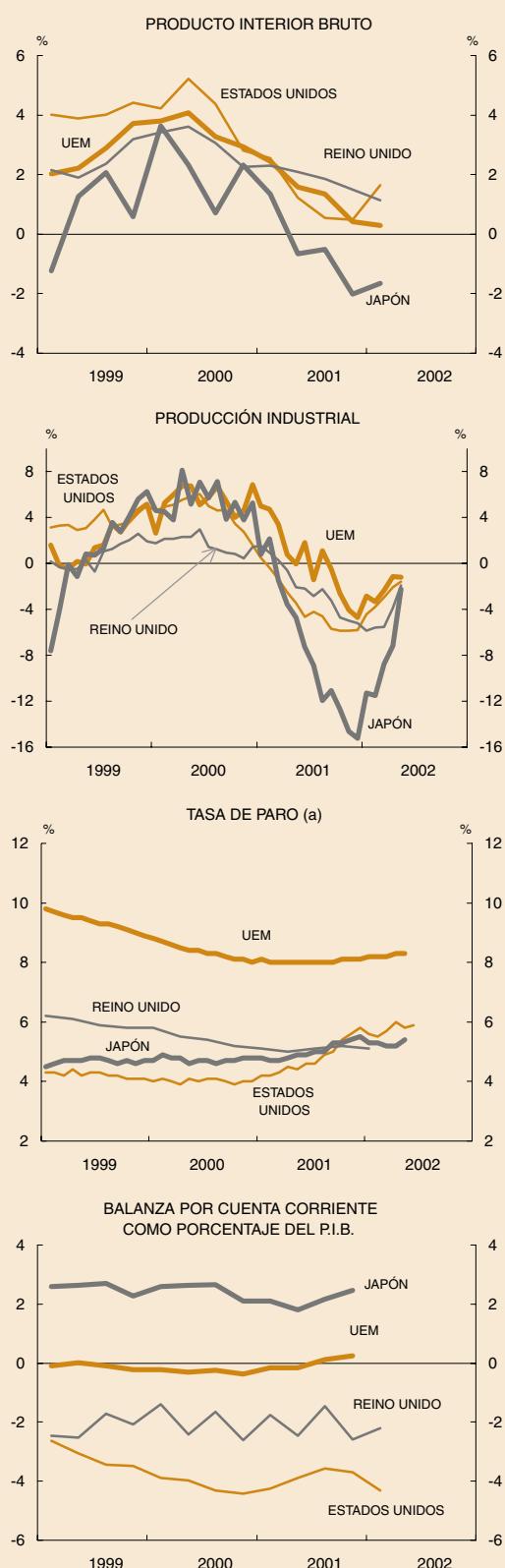
En contraste con un panorama económico relativamente favorable, los mercados bursátiles registraron fuertes descensos a lo largo de todo el trimestre, de manera que se corrigió por completo la recuperación ocurrida entre octubre y marzo; la mayor parte de los índices estadounidenses y europeos se situaron en niveles mínimos de los tres o cuatro últimos años. Dicho comportamiento ha estado asociado a la desconfianza sobre la calidad de la información contable proporcionada por las empresas, a raíz de la difusión de numerosos casos de irregularidades contables y fraudes, generados posiblemente durante los últimos años del auge bursátil. Esta desconfianza se ha traducido en un aumento de la incertidumbre sobre la correcta valoración de los precios de los activos, que parece estar en el origen de la recomposición de carteras ocurrida a lo largo del trimestre, desde acciones y renta fija privada de baja calificación hacia activos más seguros, como bonos del Tesoro y bonos privados de alta calificación y liquidez.

El dólar se depreció de forma continua, aunque ordenada, frente a la mayor parte de las divisas, con excepción de las latinoamericanas. La depreciación fue de un 8% en términos efectivos, de un 11% frente al yen y de un 15% frente al euro, respecto al cual la divisa estadounidense se ha situado en niveles mínimos de los dos últimos años. En el ámbito de los mercados emergentes, la inestabilidad política en diversos países de Latinoamérica, junto con una recuperación del crecimiento más lenta de lo esperado en el conjunto de la región, ha propiciado un comportamiento muy diferenciado y claramente más negativo de los mercados financieros latinoamericanos, respecto a las otras dos áreas emergentes: Asia y Europa del Este.

En EEUU, el PIB del primer trimestre se revisó al alza hasta un crecimiento del 6,1% trimestral anualizado. Dicho crecimiento sitúa la tasa interanual en un 1,7%, frente al 0,5% del cuarto trimestre, lo que pone de manifiesto el

GRÁFICO 5

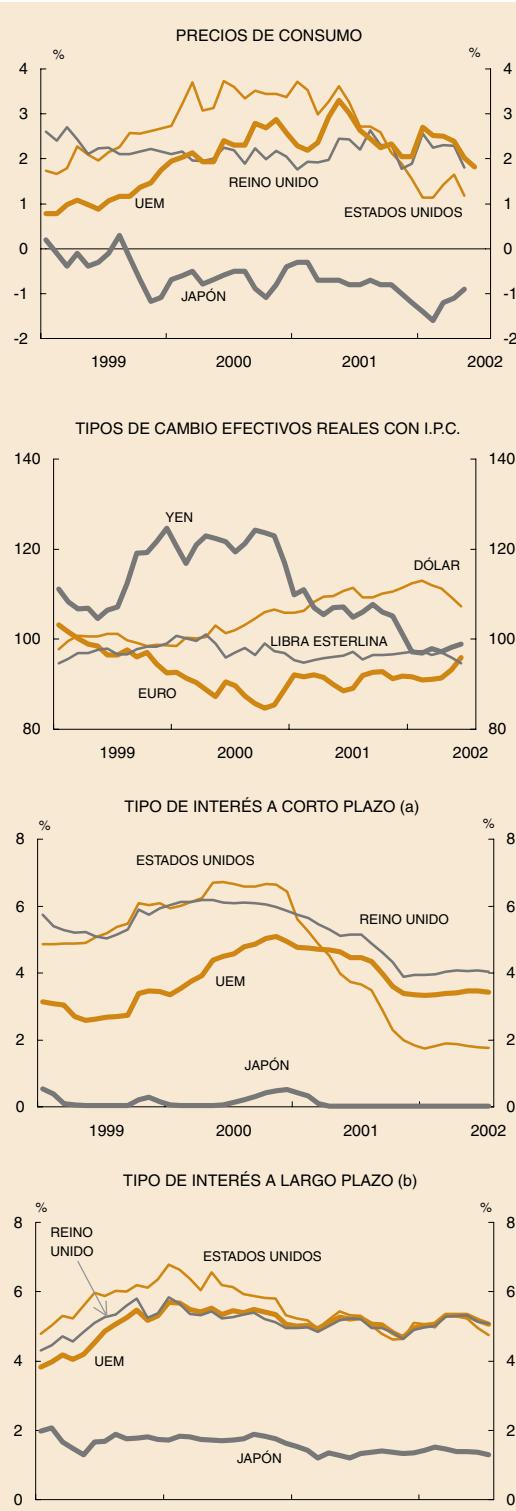
**Principales indicadores macroeconómicos**  
Tasas de variación interanuales



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

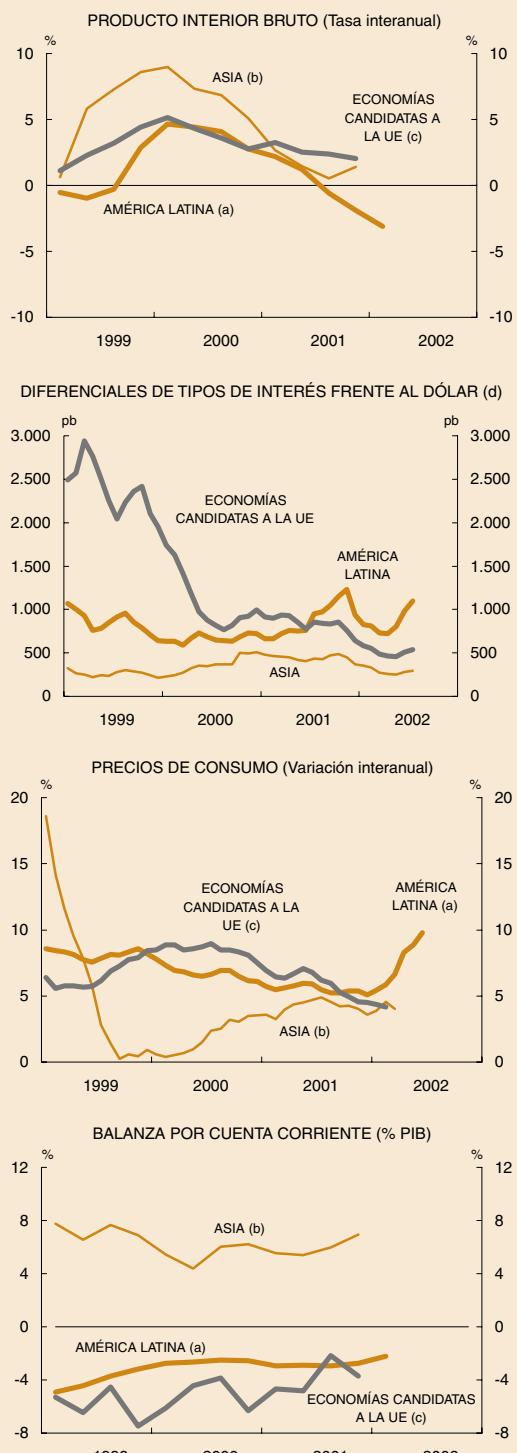


Fuente: Banco de España.

(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

**Economías emergentes: principales indicadores macroeconómicos**

Fuentes: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

(a) Argentina, Brasil, Chile, Méjico, 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

afianzamiento de la recuperación. Por componentes, destaca el mantenimiento de fuertes ritmos de crecimiento en el consumo privado (3,3% trimestral anualizado) y en el público (6,6%), la moderación de la caída de la formación bruta de capital sin existencias (0,8%) y, sobre todo, la aceleración del proceso de acumulación de inventarios, cuya aportación al crecimiento del PIB fue de 3,4 puntos porcentuales. La demanda externa continuó detrayendo algunas décimas del crecimiento (0,75 puntos porcentuales), aunque en menor medida que en trimestres anteriores. Cabe destacar también el moderado comportamiento de los precios, que se observa en los deflactores del PIB, con tasas interanuales de crecimiento del 1,2% interanual para el general y del 1% para el del consumo. La ausencia de presiones inflacionistas se hace patente también en el comportamiento de los precios de consumo, cuya tasa interanual descendió hasta el 1,1% interanual en junio, y la subyacente, hasta el 2,3%.

Los indicadores disponibles sobre la evolución del segundo trimestre apuntan a que la recuperación económica sigue su curso, si bien se observan algunos signos de moderación respecto a las elevadas tasas de crecimiento registradas en los primeros meses del año. Por el lado de los indicadores de demanda, cabe destacar el buen comportamiento del sector inmobiliario, en el que se aceleró la venta de nuevas viviendas y se mantuvieron en ritmos de crecimiento positivos las viviendas iniciadas, en un contexto de bajos tipos de interés hipotecarios y facilidad de refinanciación de las hipotecas. Las ventas al por menor mantuvieron un perfil irregular, pero en el conjunto del trimestre parece que su crecimiento podría haber sido incluso superior al del primero. La renta personal continuó creciendo a ritmos alrededor del 3%, con datos hasta mayo, aunque parece haberse producido cierta moderación en el consumo personal. Todo ello parece apuntar al mantenimiento de un ritmo de crecimiento del consumo privado moderado en el trimestre, menos dinámico que en el primero, en un contexto de escasa creación de empleo neto y de estabilización de la tasa de paro en torno a niveles del 5,9% de la población activa, todavía relativamente elevados. En la vertiente de los indicadores de expectativas, los índices de confianza del consumidor se mantuvieron fuertes durante la mayor parte del trimestre, pero los últimos datos de junio, y, en mayor medida, julio, parecen mostrar que el deterioro de las bolsas y la atonía del mercado de trabajo están teniendo una incidencia negativa en el sentimiento de los consumidores.

En cuanto a la inversión, las perspectivas de mejora parecen reforzarse, entre otros factores,

por la recuperación de los pedidos de bienes duraderos, sobre todo en los sectores de capital, excluyendo defensa, y por el aumento de la producción de bienes tecnológicos. En la medida en que existen, además, indicios de que el ajuste de existencias está prácticamente finalizado en muchos de los sectores, que las perspectivas de las ventas y los beneficios parecen haber mejorado, que los costes de financiación son bajos y que la productividad se mantiene fuerte, incluso en el punto bajo del ciclo, cabe esperar que se afiancen las bases para una recuperación gradual de la inversión en los próximos meses. Frente a este escenario favorable, el principal factor de riesgo e incertidumbre es la tendencia a la baja de las bolsas, que, si se acentuara, podría dificultar la financiación de las empresas y afectar a las expectativas de beneficios y de crecimiento económico. Por lo que respecta al sector exterior, el déficit por cuenta corriente se amplió en el primer trimestre hasta un 4,3% del PIB, desde el 3,9% del cuarto trimestre de 2001, mientras que el déficit comercial aumentó nuevamente en abril, un 10,4% mensual, debido al crecimiento significativamente más fuerte de las importaciones (4,7% mensual) que de las exportaciones (2,2%).

Por el lado de la oferta, los indicadores han mostrado, en general, un comportamiento favorable. La producción industrial creció durante el segundo trimestre a tasas ligeramente más moderadas que las del primero, pero claramente positivas, y los índices de gestores de compras parecen anticipar una recuperación robusta de la actividad para los próximos meses. En definitiva, el patrón esperado de recuperación, caracterizado por cierta moderación del consumo y por el progresivo repunte de la inversión, no se ha alterado en este trimestre, aunque el deterioro de los mercados financieros constituye, indudablemente, un factor de riesgo a la baja. En este contexto, la Reserva Federal ha mantenido el nivel objetivo de los fondos federales sin cambios en el 1,75%, mientras en los mercados se observa un retraso de las expectativas de elevación de tipos de interés en EEUU hasta el año próximo.

En Japón, después de tres trimestres de continuado descenso, el PIB del primer trimestre del año registró un aumento del 1,4% trimestral. Este aumento del producto parece confirmar el final de la recesión en sentido técnico. En cualquier caso, la recuperación es muy incipiente y su solidez deberá confirmarse en los próximos meses. El PIB creció gracias a la reactivación de las exportaciones (6% trimestral) y al comportamiento, moderadamente positivo, del consumo privado (1,2%), en contraste con las caídas de la inversión privada residencial y no residencial. Desde la perspectiva de la evolución de los precios,

cabe destacar el nuevo descenso interanual registrado por el deflactor del PIB (0,9%), aunque la tendencia negativa se ha moderado respecto a trimestres previos.

Los indicadores del segundo trimestre publicados hasta la fecha parecen apuntar hacia una progresiva recuperación de la actividad, a tenor de la evolución de los indicadores sintéticos avanzado y coincidente, fundamentalmente por el notable incremento de las exportaciones. Por el lado de la oferta, se aceleró la producción industrial, aumentó el grado de utilización de la capacidad productiva en las manufacturas, los niveles de las carteras de pedidos industriales se recuperaron y, en general, parece observarse cierta mejora del clima empresarial, a juzgar por la encuesta Tankan. Esta recuperación sigue siendo, no obstante, dual, y basada en el sector exterior y en las grandes empresas manufactureras, mientras que los indicadores de la demanda de consumo —gasto de los hogares y ventas al por menor, especialmente— no muestran una mejora comparable, sino un ritmo de actividad débil e irregular todavía en la mayoría de los casos. Además, durante abril y mayo, el empleo registró descensos y la tasa de paro siguió creciendo hasta el 5,4% en mayo. En este contexto, la apreciación del yen frente al dólar se produce en un momento delicado para la incipiente recuperación del crecimiento en Japón, lo que ha suscitado declaraciones por parte de las autoridades monetarias japonesas, e incluso su intervención en el mercado de cambios a comienzos del trimestre. Por lo que respecta a la política monetaria, el Banco de Japón no modificó sus tipos de interés, si bien, en contra de lo sucedido en el primer trimestre, siguió una política de restricción de la oferta de liquidez, de modo que el crecimiento de la oferta monetaria se desaceleró hasta un 3,4% en tasa interanual en junio, desde el 3,7% en abril. La bolsa de Japón se ha visto favorecida por la mejora en las expectativas de crecimiento y ha logrado terminar el trimestre con mínimas pérdidas, que contrastan con la evolución del resto de los mercados bursátiles mundiales. Esta evolución tuvo reflejo en el comportamiento del mercado de bonos, en el que las rentabilidades tendieron al alza al comienzo del trimestre, en paralelo a cierta recomposición de las carteras en favor de la bolsa. Sin embargo, esta tendencia parece haber revertido a lo largo del último mes, en el que las rentabilidades han vuelto a descender hacia niveles del 1,3%.

En el Reino Unido se moderó el ritmo de crecimiento interanual del PIB en el primer trimestre, desde el 1,5% al 1,1% interanual, básicamente por la caída de la inversión y la demanda externa, y, por el lado de la oferta, de la

producción del sector industrial. En el segundo trimestre, sin embargo, los indicadores económicos señalan una recuperación del sector industrial y de las exportaciones, principalmente por el aumento de la demanda procedente de EEUU, mientras la demanda interna sigue siendo fuerte, por lo que se espera que el crecimiento del PIB repunte con fuerza. La tasa de paro se ha mantenido estable en el 5,1%, mientras los salarios mantuvieron un crecimiento interanual en torno al 3%. La tasa de inflación descendió hasta el 1,8% interanual en mayo, la menor desde 1975, por lo que el Banco de Inglaterra ha mantenido los tipos de interés oficiales en el 4%, a pesar del constante ascenso de los precios de la vivienda, que se aproximan a tasas del 20% interanual.

En *Asia*, la recuperación de las exportaciones y de la producción industrial permitió un fuerte crecimiento durante el primer trimestre, que, según los indicadores publicados, se ha mantenido en el segundo. Los tipos de cambio de las divisas de Corea, Tailandia, Indonesia y Singapur registraron a lo largo del trimestre una notable apreciación frente al dólar, mientras China, Hong Kong y Malasia, con regímenes fijos frente al dólar, han mejorado su posición competitiva tras la depreciación de la divisa estadounidense.

En los países del *Centro y Este de Europa*, el crecimiento en el primer trimestre del año se moderó, por la falta de dinamismo de la demanda externa, si bien la demanda interna continuó ofreciendo muestras de solidez. Estas tendencias parecen haberse mantenido en el segundo trimestre, salvo en el caso de Polonia, donde la producción industrial sigue débil y el elevado nivel de los tipos de interés reales parece limitar las perspectivas de una recuperación significativa en un horizonte próximo. La tasa de inflación ha seguido descendiendo en la mayoría de los países, entre los que destacan la República Checa, con un 1,2% interanual en junio, por la apreciación de la corona, y Polonia, con un 1,9% en mayo, por el débil crecimiento y las caídas en los precios de los alimentos y la energía. En *Turquía*, pese a la mejora en los indicadores económicos y al cumplimiento del programa del FMI, se ha producido una crisis gubernamental que ha afectado negativamente a la confianza de los mercados.

En *América Latina*, tras un comienzo de año positivo, ya que las principales economías se habían visto relativamente poco afectadas por la crisis argentina, la situación empeoró durante el segundo trimestre. Por un lado, el proceso de recuperación de las economías de la región está siendo más lento y menos dinámico de lo esperado. Por otro, dificultades de otra índole,

en particular la situación política, han dominado el panorama y han pesado gravemente sobre las expectativas en algunos países, al interaccionar desfavorablemente con las vulnerabilidades intrínsecas de sus economías. Estas expectativas negativas se han reflejado en un deterioro generalizado de los indicadores financieros, que ha sido particularmente intenso en Brasil, Uruguay y Venezuela, países que han registrado recortes en sus calificaciones por parte de las principales agencias de calificación crediticia. En el polo opuesto, en aquellos países que mantienen el grado de inversión (Chile y México) y en Colombia, el deterioro ha sido menor. En cualquier caso, sobre el conjunto de la región ha pesado negativamente el mayor grado de aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, muy sensibilizados por la prolongación de la crisis en Argentina y otros factores globales.

En *Argentina*, aunque se han producido algunos avances en la configuración de un nuevo programa económico, quedan pendientes de solución aspectos esenciales, como el plan de reestructuración del sistema financiero o la definición de un programa monetario que permita el anclaje de las expectativas de inflación. El tipo de cambio ha conseguido estabilizarse en el entorno de los 3,60-3,70 pesos por dólar hacia el final del trimestre, y su impacto sobre la inflación (que se situó en el 28% interanual en junio) ha sido, por el momento, limitado. Los datos del PIB del primer trimestre muestran una acentuación del ritmo de deterioro de la actividad (-16,3% interanual), aunque se perciben ligeros indicios de que la depresión podría haber tocado fondo. *Brasil*, que en el primer trimestre mostraba una mejora sustancial en sus expectativas, se ha visto afectado por el aumento de la incertidumbre política. Aunque se han cubierto ya las necesidades de financiación del sector público brasileño en este año, el tamaño de la deuda pública y, sobre todo, su composición, muy sensible a la evolución del tipo de cambio del real y de los tipos de interés a corto plazo, constituyen un foco de vulnerabilidad potencial, en una región muy sensibilizada tras la crisis argentina. En el plano económico, los indicadores muestran una recuperación paulatina de la actividad, aunque más lenta de lo esperado, lastrada por la atonía de la demanda interna. En *Méjico*, los indicadores económicos apuntan una recuperación gradual de la actividad, gracias a la positiva evolución de la economía estadounidense. En *Chile*, ante la relativa atonía de la economía (crecimiento del 1,5% interanual en el primer trimestre), las autoridades monetarias han recortado sus tipos oficiales hasta el 3,75%, aprovechando el margen de maniobra que les proporciona la moderada tasa de inflación.

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

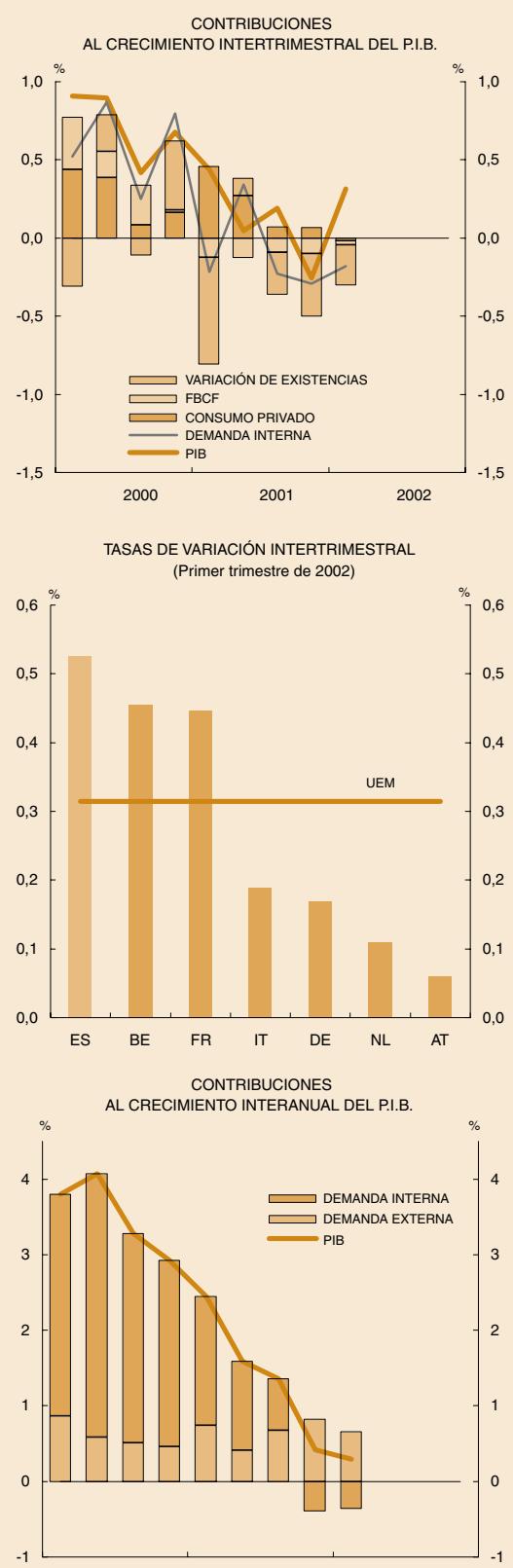
La información disponible sobre la evolución económica del área del euro referida al segundo trimestre confirma la prolongación de la fase de recuperación de la actividad observada desde el comienzo del año, aunque esta presenta un menor vigor del previsto inicialmente, ya que la demanda interna no ha adquirido todavía un ritmo de avance sostenido. El contexto actual se caracteriza por la ausencia de desequilibrios macroeconómicos significativos, el mantenimiento de unas condiciones financieras favorables y un gradual fortalecimiento de la actividad en el resto del mundo, por lo que reúne los elementos precisos para una paulatina recuperación de las tasas de crecimiento. Además, la apreciación cambiaria puede constituir un factor dinamizador del consumo privado en el corto plazo, en la medida en que mejore la renta real disponible de los hogares. Sin embargo, las caídas experimentadas por los mercados bursátiles, a través del impacto sobre la riqueza de las familias y de las mayores dificultades de las empresas para financiar sus proyectos de inversión, y el efecto de la apreciación del euro sobre el sector exportador constituyen dos elementos que podrían ralentizar el ritmo de la recuperación. Por último, las dificultades para el cumplimiento por parte de algunos Estados miembros de los compromisos fiscales adquiridos suponen un reto para la efectividad de los mecanismos de coordinación y de vigilancia multilateral de las políticas económicas.

#### 3.1. Evolución económica

De acuerdo con la segunda estimación de la contabilidad nacional del área, el PIB creció en el primer trimestre del año un 0,3% en términos intertrimestrales, frente a la caída de la misma magnitud registrada en los tres últimos meses de 2001 (véase gráfico 8). En tasa interanual, el aumento fue, asimismo, del 0,3%, una décima por debajo de la tasa observada en el trimestre precedente. La recuperación del producto, en términos intertrimestrales, vino determinada por el comportamiento del sector exterior, cuya aportación al crecimiento fue de medio punto porcentual, tras haber sido nula en el trimestre final de 2001. Este cambio en la contribución de la demanda externa a la expansión del PIB obedeció a la notable mejora de las exportaciones, ya que se atenuó el ritmo de caída de las importaciones. Por su parte, la demanda interna —excluidas las existencias— solo aportó una décima al crecimiento del producto, al igual que ocurriera en el trimestre precedente. El consumo privado permaneció estancado en el nivel de los tres últimos meses de 2001, en tanto que se desaceleró la caída de la formación bruta de capital fijo. Finalmente, continuó el proceso de desacumulación de existencias,

GRÁFICO 8

## PIB en la UEM



Fuentes: Eurostat y estadísticas nacionales.

de modo que este componente siguió realizando una aportación negativa al crecimiento económico, que, en este caso, fue de tres décimas.

El detalle de la contabilidad nacional por países del primer trimestre revela que, de entre los ocho países para los que se dispone de datos, tan solo Finlandia continuó mostrando una tasa de crecimiento intertrimestral negativa, mientras que, en el cuarto trimestre de 2001, esa circunstancia se había manifestado en siete Estados miembros. Las cuatro mayores economías del área experimentaron una clara aceleración, si bien el crecimiento fue más robusto en España y Francia, con tasas del 0,5 y 0,4%, respectivamente, que en Alemania e Italia, cuyo producto se expandió un 0,2% (véase la parte intermedia del gráfico 8). La diferencia más importante entre ambos grupos de países se deriva del distinto dinamismo de la demanda interna. Mientras que en Francia y en España el consumo y la formación bruta de capital fijo registraron tasas de crecimiento positivas, en Italia y Alemania estos dos agregados sufrieron contracciones. Por otra parte, la mejora de las exportaciones en el primer trimestre del año en la UEM no tuvo un carácter generalizado. Así, mientras que en Alemania y Francia las ventas al exterior mostraron un gran dinamismo, las tasas de avance intertrimestral fueron negativas en Italia y España.

Por ramas de producción destaca la fuerte recuperación del valor añadido en la industria, que, tras decrecer un 1,6% en el cuarto trimestre de 2001, aumentó un 0,8% en los tres primeros meses de este año. Ello resulta consistente con el repunte de las exportaciones, dada la mayor proporción de bienes comerciables dentro de este sector. Por su parte, el valor añadido del sector servicios creció en el primer trimestre de 2002 un 0,3%, tasa algo inferior a la media registrada a lo largo del año pasado.

Por lo que concierne al segundo trimestre del año, los indicadores de oferta disponibles apuntan a un fortalecimiento adicional de la actividad, por lo que podría haberse alcanzado un ritmo de crecimiento similar o algo superior al del primer trimestre. En particular, el indicador resultante de la encuesta de confianza industrial realizado por la Comisión Europea con periodicidad mensual ha permanecido a lo largo del segundo trimestre en niveles ligeramente más favorables que los registrados al final del primero, en torno a los vigentes en los meses previos a los acontecimientos de septiembre de 2001. En cambio, el índice de directores de compras del sector manufacturero ha experimentado una mejora inequívoca en comparación con esos períodos de referencia, que, sin

embargo, ha sido más moderada en el indicador análogo referido al sector servicios. Finalmente, a pesar de su evolución un tanto errática en el período marzo-abril, el índice de producción industrial ha mostrado una tendencia al alza desde principios de año hasta mayo (véase la parte superior del gráfico 9).

Por el lado de los indicadores de la demanda interna, las señales de mejora son menos concluyentes. En particular, los indicadores de consumo no muestran un avance generalizado. Así, mientras que el indicador de confianza de los consumidores registró una ligera mejora en el segundo trimestre, el de los minoristas reflejó un deterioro adicional (véase la parte inferior del gráfico 9). Por su parte, las ventas al por menor empeoraron en abril, en tanto que el ritmo de caída de las matriculaciones de automóviles ha venido atenuándose entre los meses de marzo y junio. Por lo que respecta a la demanda de bienes de equipo, los resultados de abril de la encuesta semestral de inversión industrial llevada a cabo por la Comisión Europea muestran un descenso en el año 2002 del gasto real en este componente de la demanda, cuya magnitud es superior a la que se esperaba en el mes de noviembre de 2001. En cuanto a la evolución previsible de los inventarios, según los resultados del correspondiente apartado de la encuesta de confianza industrial, en el segundo trimestre del año disminuyó la proporción de encuestados que consideraban que su nivel de existencias se encontraba por encima del deseado. Finalmente, por lo que respecta a la demanda externa, los indicadores relativos a las exportaciones han vuelto a mejorar en el segundo trimestre del año, tal como muestra la parte intermedia del gráfico 9.

Por lo tanto, el fortalecimiento del ritmo de avance del PIB que señalan los indicadores de actividad podría basarse, por el lado de la demanda, en un dinamismo adicional de las exportaciones y, probablemente, de la inversión, y en el agotamiento de la fase de desacumulación de inventarios, mientras que es probable que el consumo privado mantenga un ritmo de avance débil, en línea con la evolución de sus factores determinantes. Entre estos, se estima que la renta disponible, en términos reales, está registrando un crecimiento menos intenso que en el año 2001, en un contexto de menor creación de empleo y de ausencia de rebajas impositivas, aunque la actual apreciación del tipo de cambio del euro, de mantenerse, podría moderar parcialmente la desaceleración prevista de la renta disponible real. Por otra parte, la fuerte caída de las cotizaciones bursátiles a lo largo del segundo trimestre del año podría incidir negativamente sobre las decisiones de gasto de los hogares a través de la pérdida de va-

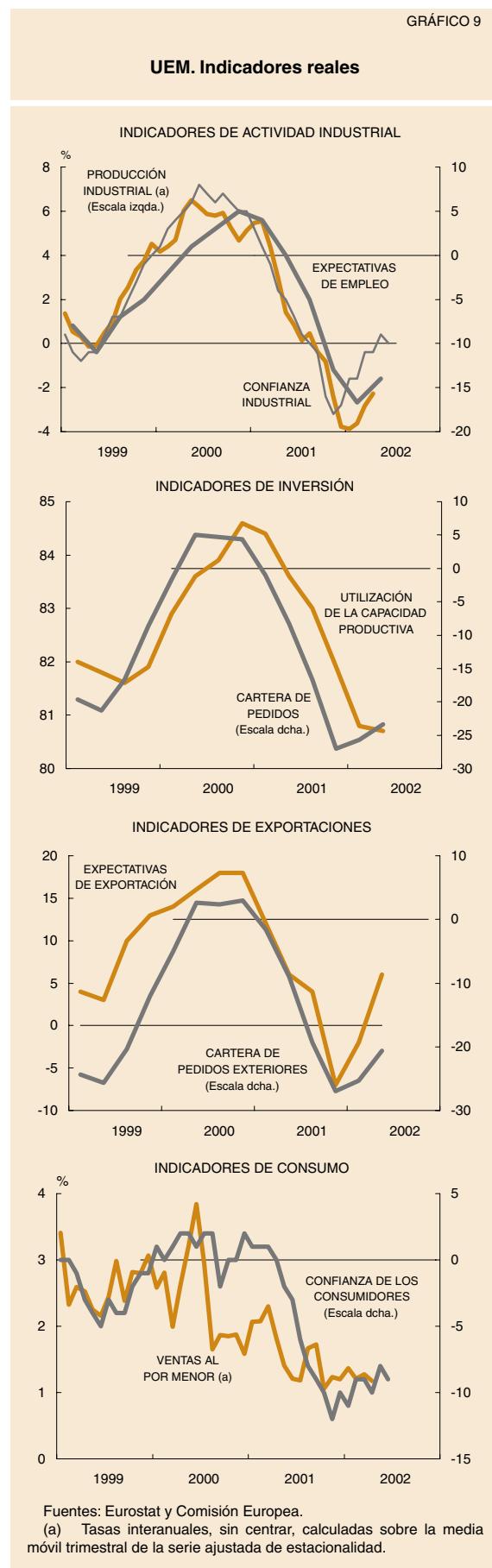
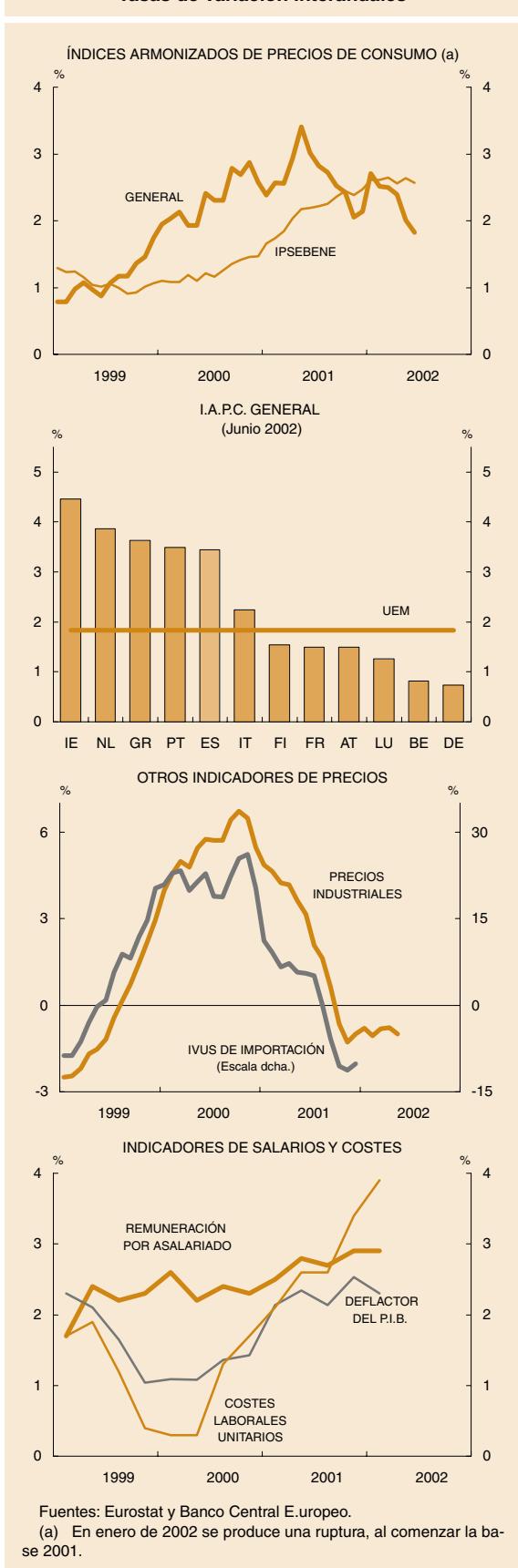


GRÁFICO 10

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


lor de su riqueza financiera. Como se analiza en el recuadro 1, esta composición de la recuperación no difiere sustancialmente de la observada en episodios cíclicos similares.

En lo que se refiere al mercado de trabajo de la UEM, según estimaciones del BCE, el crecimiento del empleo en el primer trimestre del año fue del 0,2%, ligeramente inferior a la tasa del último semestre de 2001. Con ello, la tasa interanual se situó en el 0,8%, lo que representa el valor más bajo desde 1997. La desaceleración del ritmo de generación de empleo ha llevado aparejado un leve repunte de la tasa de paro, que, en el mes de mayo, se situó en el 8,2% de la población activa, dos décimas por encima del nivel con que cerró el año 2001. Sin embargo, según se recoge en el recuadro 2, los indicadores de empleo procedentes de las encuestas de opinión han mejorado recientemente.

La evolución de los precios de consumo del área ha venido marcada en el segundo trimestre por una notable moderación del ritmo de incremento del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), que ha pasado del 2,5% en marzo al 1,8% en junio (véase gráfico 10). Sin embargo, esta evolución ha venido determinada fundamentalmente por el comportamiento de los componentes más volátiles —alimentos no elaborados y energía—, cuyo ritmo de avance se ha moderado notablemente en el período abril-junio, en tanto que los precios de los restantes grupos de bienes han mostrado una fuerte resistencia a desacelerarse. Así, la tasa de incremento del indicador que reúne los precios de los servicios y de los bienes no energéticos ha permanecido estable en el 2,6% entre los meses de enero y junio. En particular, la inflación en los servicios, que en junio alcanzó el 3,2%, constituye un elemento preocupante de la situación inflacionista del área, toda vez que la persistencia de tasas elevadas de aumento de estos precios está teniendo lugar en un contexto de debilidad de la demanda interna. No obstante, este comportamiento inflacionista puede estar recogiendo todavía los efectos tardíos de la conjunción de un elevado número de perturbaciones ocurridas en el pasado reciente, relacionadas con la evolución del precio del petróleo, la intensa depreciación del euro, las crisis alimenticias y la introducción de los billetes y monedas en euros, que deberían ir disminuyendo gradualmente. En cuanto a la evolución por países, seis Estados miembros mantienen una tasa de inflación superior al 2%, que constituye la cota superior del intervalo de referencia en la definición de estabilidad de precios adoptada por el BCE, en tanto que el diferencial entre las tasas de los dos países con mayor y con menor inflación (Irlanda y Alemania, respectivamente) se

RECUADRO 1

**Pautas de recuperación cíclica en la UEM**

Los últimos datos disponibles de Eurostat confirman que la actividad económica en la UEM comenzó a recuperarse en los primeros meses del presente año, tras alcanzar un mínimo cílico en el cuarto trimestre de 2001. Para evaluar las perspectivas de recuperación, resulta interesante comparar la evolución reciente del PIB y sus principales componentes con la observada en episodios cíclicos anteriores.

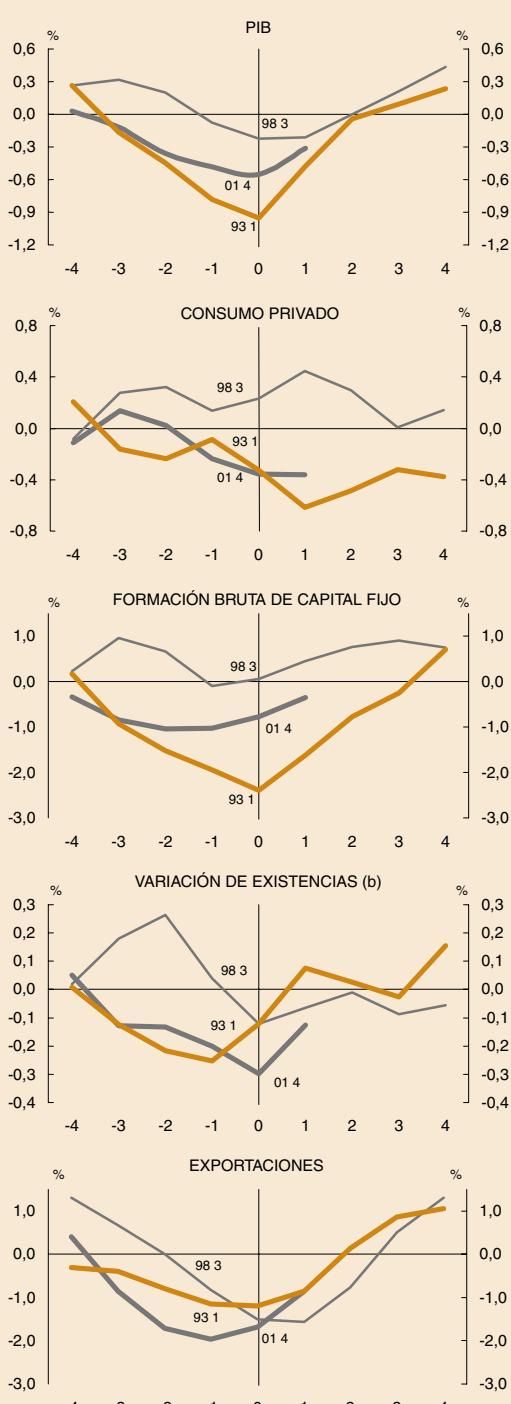
Los gráficos adjuntos muestran los tres episodios cíclicos principales de la UEM durante la década de los noventa, que se han identificado aproximando el ciclo del PIB en términos de sus tasas de crecimiento intertrimestral a partir de las desviaciones respecto a su tendencia de largo plazo (1). El mismo procedimiento se ha aplicado a los principales componentes del producto. En el gráfico superior se presenta la evolución del PIB un año antes y después de alcanzarse su mínimo cílico, mientras que en los otros gráficos aparecen las desviaciones de cada componente respecto de su crecimiento tendencial en esos mismos períodos, lo que permite analizar su contribución a la desaceleración del producto y a su recuperación.

Aunque la intensidad de la desaceleración es diferente en los episodios cíclicos analizados, todos se caracterizan por el hecho de que el producto recupera su crecimiento tendencial de forma bastante rápida, dos trimestres después de alcanzarse el mínimo. La contribución al ciclo de las variables económicas ha sido distinta en cada caso. En 1992 y 1993, la desaceleración fue especialmente acusada, debido a la caída de la demanda interna, en particular, de la formación bruta de capital fijo. Por su parte, la desaceleración cíclica del año 1998 tuvo su principal factor determinante en el retroceso de las exportaciones, que fue consecuencia de la crisis de las economías emergentes asiáticas y de la inestabilidad financiera en Rusia, mientras que la demanda interna se mantuvo relativamente estable.

En su fase de desaceleración, el ciclo actual presentó algunos rasgos comunes a los dos episodios comentados, pues se caracterizó por una caída bastante intensa de las exportaciones, como en 1998, y por una contracción de la demanda interna, que, en el caso del consumo privado, fue similar a la observada en 1992-1993. La disminución de las exportaciones fue consecuencia lógica del origen internacional de este período de ralentización de la actividad y del descenso del comercio mundial, mientras que el deterioro en la confianza de consumidores y empresarios y el encarecimiento de la energía explicaron, en parte, la desaceleración de la demanda interna. En cualquier caso, el efecto conjunto de estos factores supuso una desaceleración del PIB más moderada que la de la recesión de 1993. Por otra parte, la contribución de la variación de existencias al producto mostró un proceso de desacumulación cíclica similar al de 1993, aunque más retrasado. Por último, las importaciones también experimentaron una notable desaceleración, en línea con la moderación de la demanda final.

Por lo que respecta a la actual fase de recuperación, las exportaciones han iniciado su mejora de forma anticipada al mínimo cílico, como ya ocurrió en 1993. También la formación bruta de capital fijo ha comenzado una senda de recuperación suave, pero sostenida, con anterioridad a la del producto, que parece haberse consolidado en el primer trimestre de 2002. Sin embargo, parece que es la actividad en construcción más que la inversión en bienes de equipo la que está impulsando esa recuperación. En cuanto al consumo privado, no se observa, por el momento, una senda de recuperación clara, aunque, como ya ocurrió a principios de la década de los noventa, este componente puede tener un comportamiento ligeramente retrasado en relación con el resto de variables. Finalmente, la desacumulación de existencias ha comenzado ya a corregirse en los primeros meses de 2002, aunque todavía ha detraído crecimiento del producto.

(1) En concreto, se ha aplicado el filtro de Hodrick-Prescott a partir del componente tendencia-ciclo, extraído mediante el procedimiento TRAMO-SEATS. Véase Kaiser, R. y Maravall A. (1999), *Short-Term and Long-Term Trends, Seasonal Adjustment, and the Business Cycle*, Documento de Trabajo nº 9918, Servicio de Estudios, Banco de España.

**Desviación respecto al crecimiento tendencial (a)**  
**Crecimiento intertrimestral**

Fuentes: EUROSTAT, BCE y Banco de España.

(a) Estimado mediante el filtro HP aplicado al componente de tendencia-ciclo. Se representan los cuatro trimestres anteriores y posteriores al punto de giro.

(b) Contribución al crecimiento del PIB.

CUADRO 1

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

% del PIB

	1998	1999	2000	2001 (b)	2002 (c)	2002 (d)
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
<b>PRO MEMORIA:</b>						
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) Cifras provisionales correspondientes a la notificación realizada por los Estados miembros en el marco del procedimiento de déficit excesivos en marzo de 2002.

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

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

sitúa actualmente en 3,8 puntos porcentuales, esto es, cuatro décimas por encima del observado en marzo. Por su parte, el índice de precios industriales descendió un 1% interanual en mayo, ritmo de caída similar al que viene mostrando desde el pasado otoño. Por componentes, los precios de los bienes de consumo han continuado moderando sus tasas positivas de crecimiento —como viene ocurriendo desde comienzos de 2001—, en tanto que la caída de los precios industriales de los bienes intermedios ha tendido a desacelerarse en los meses de abril y mayo.

Resulta interesante examinar en qué medida la apreciación del euro puede modificar las perspectivas inflacionistas. En principio, la revalorización de la moneda única frente al dólar representa un elemento de alivio de las presiones inflacionistas, en la medida en que su transmisión a los precios de las importaciones de petróleo y otras materias primas es rápida y muy elevada. En este sentido, la depreciación del dólar ha abaratado el precio en moneda nacional del petróleo, que ha evolucionado a lo largo del segundo trimestre del año en torno a 25 dólares por barril. Aunque en términos efectivos nominales, la apreciación del euro ha sido más limitada, es previsible que en los próximos meses comience a transmitirse a los precios

de importación de otros bienes. No obstante, junto con este elemento positivo, la evolución de los costes internos arroja dudas sobre las perspectivas de precios. Así, los costes laborales unitarios repuntaron medio punto porcentual en el primer trimestre del año, hasta crecer a una tasa del 3,9%, como consecuencia tanto del mantenimiento de ritmos elevados de aumento de la remuneración por asalariado como, sobre todo, de la caída de la productividad del trabajo. El deflactor del PIB creció en el primer trimestre un 2,3%, dos décimas menos que en el período precedente, con lo que la aceleración de los costes laborales unitarios ha supuesto una ralentización de los márgenes (véase gráfico 10).

El déficit de la balanza por cuenta corriente del área del euro disminuyó en el primer cuatrimestre de 2002 hasta 1,5 mm de euros, frente a los 17,2 mm de euros del mismo período de 2001. Tras esta mejora se encuentran la favorable evolución de las exportaciones y el avance de la relación real de intercambio, que han contribuido al incremento del superávit de la balanza de bienes. Asimismo, resulta destacable la evolución de la cuenta financiera, en la que las salidas netas en inversión directa y en cartera acumuladas en los primeros cuatro meses del año se redujeron hasta 35,2 mm de

RECUADRO 2

## Perspectivas del empleo en la UEM

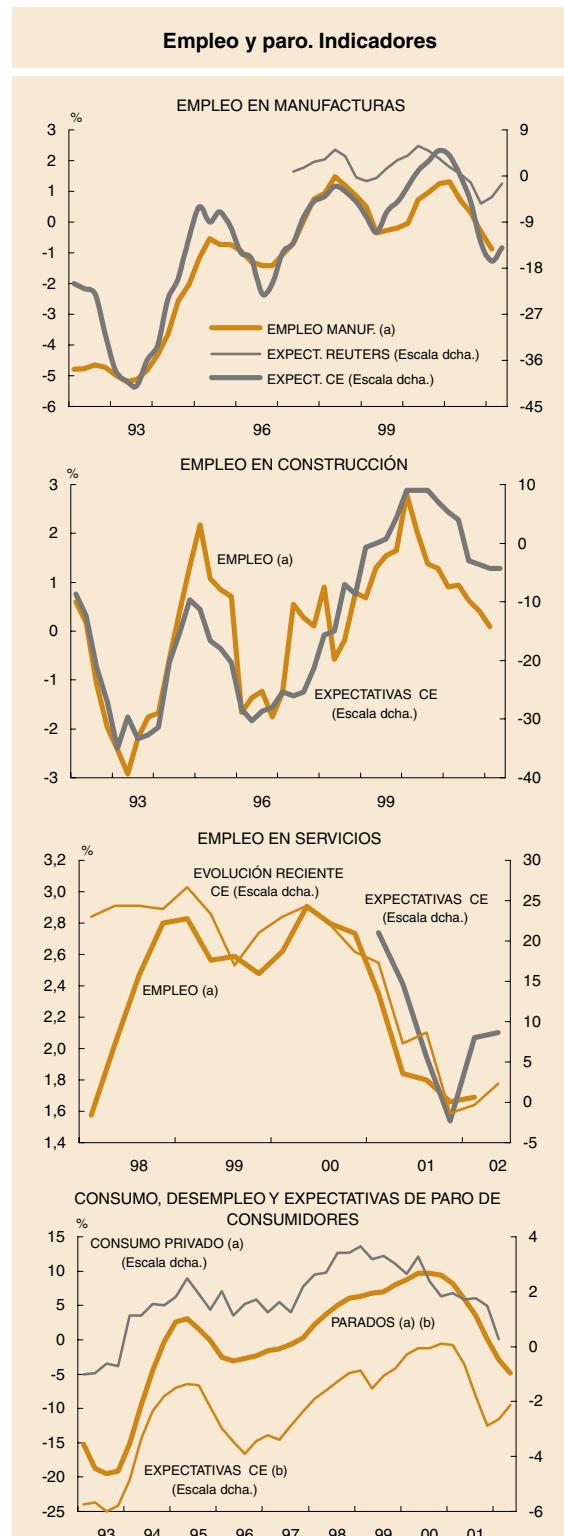
El logro de una recuperación sostenida de la actividad en la UEM depende de la reactivación de la demanda interior y, en particular, dada su importancia relativa, del consumo privado. El comportamiento de esta variable responde, en gran medida, a la evolución del mercado de trabajo, ya que, por un lado, el empleo es un determinante fundamental de la renta disponible y, por otro, el clima de confianza de los consumidores es muy sensible a la marcha del desempleo.

El retraso con que se publican los datos de empleo de Contabilidad Nacional de la UEM condiciona su utilización para el análisis coyuntural. En concreto, en el momento de la publicación de este Boletín, el último dato disponible sobre la evolución del empleo en la zona se refiere al cuarto trimestre de 2001, aunque se dispone de una estimación del BCE para el primer trimestre de 2002 calculada a partir de los datos de algunos países. La información sobre la tasa de paro se publica con un retraso muy inferior, si bien su utilidad para extraer conclusiones sobre la evolución del empleo está condicionada por su dependencia del comportamiento de la población activa.

En el análisis de coyuntura del mercado de trabajo, para suprir el retraso en la publicación de los datos oficiales de empleo se utiliza la información procedente de las encuestas de opinión. En particular, las elaboradas por la Comisión Europea (CE) y por Reuters proporcionan indicadores muy correlacionados con la evolución efectiva del empleo y del desempleo. La CE facilita indicadores mensuales de las perspectivas de empleo a corto plazo en la industria manufacturera, en la construcción y en los servicios, de evolución reciente del empleo en los servicios y de las expectativas de los consumidores sobre desempleo en los próximos doce meses. Reuters, por su parte, publica indicadores sobre la dirección del cambio en el empleo en el mes corriente en comparación con el anterior en la industria y en los servicios, así como un índice compuesto de ambos. Adicionalmente, esta agencia proporciona predicciones del nivel de la tasa de paro durante los próximos siete trimestres. En estos momentos se dispone de información de ambas fuentes hasta junio de 2002, lo que facilita una evaluación actualizada, aunque preliminar, de la situación del mercado de trabajo.

Según se observa en el gráfico adjunto, las perspectivas de empleo en la UEM reflejadas en esas encuestas vienen mostrando en la primera mitad de 2002 una recuperación respecto a los mínimos alcanzados a finales del año pasado. Así, los resultados de las encuestas sobre empleo en el sector de manufacturas de la CE y de Reuters recogen un cambio de tendencia en el primer trimestre de 2002, que es especialmente reseñable dada la estrecha relación entre los puntos de giro de las encuestas y los del empleo total de la UEM. En el sector de la construcción, los indicadores señalan un detenimiento en el proceso de desaceleración del empleo y, en el de servicios, los indicadores referidos a la situación actual muestran una leve mejora desde finales de 2001, que en el caso de las expectativas ha sido muy pronunciada.

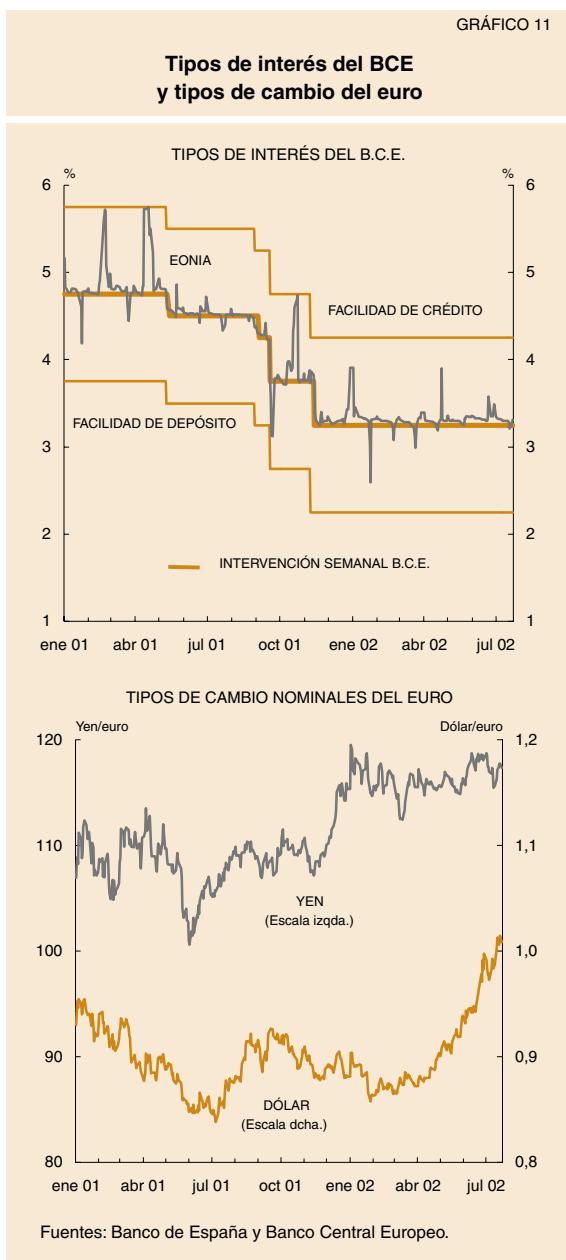
En relación con los indicadores de desempleo, las perspectivas declaradas por los consumidores en la encuesta de la CE —que guardan una estrecha relación con la evolución efectiva del paro— registran un punto de giro en el cuarto trimestre de 2001 (véase la parte inferior del gráfico adjunto). Se observa, además, que estas variables están muy correlacionadas con la evolución del consumo privado. Por lo tanto, es previsible que, en línea con la mejora gradual de la actividad económica iniciada a principios de año, se produzca una leve recuperación del empleo en los meses centrales de 2002, lo que impulsará el consumo privado y el proceso de expansión económica. En esta ocasión, también parece que se mantiene la pauta observada en otras fases cíclicas, según la cual las variables del mercado de trabajo solo reaccionan con retraso a los cambios cíclicos, como consecuencia de un ajuste incompleto de ese factor de producción en el corto plazo.



Fuentes: Comisión Europea, BCE y Reuters.

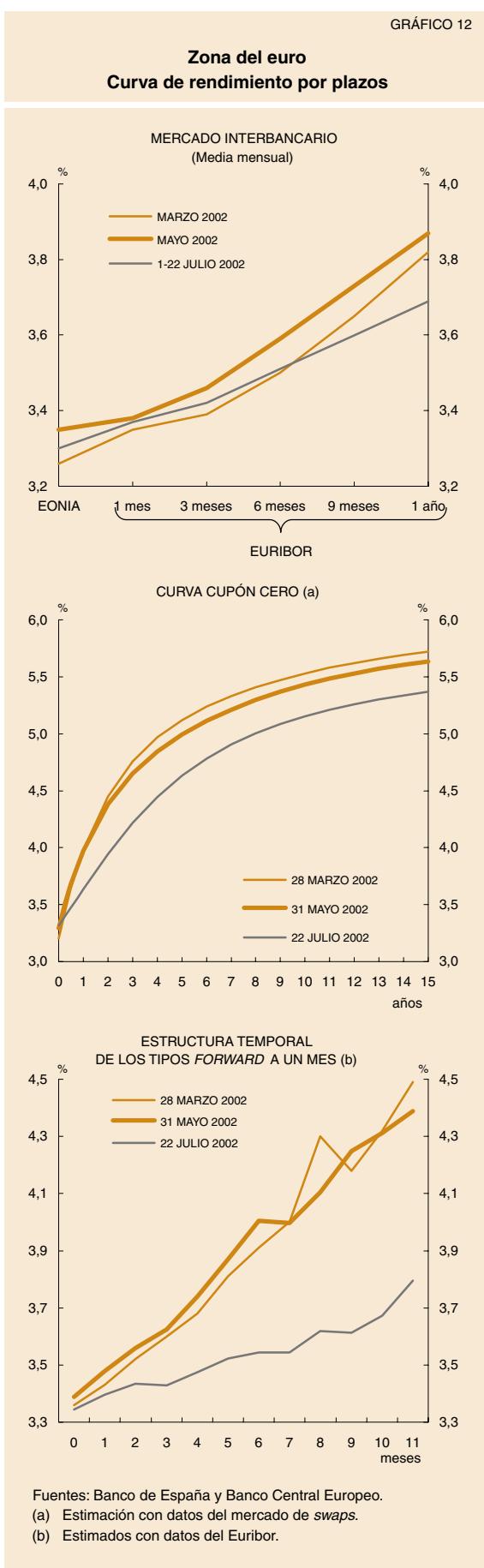
(a) Tasa de variación interanual.

(b) Escala invertida.



euros, frente a los 97,5 mm durante el mismo período de 2001, como consecuencia de la disminución tanto de las inversiones directas como de cartera de los residentes del área en el exterior.

En el ámbito de las políticas fiscales, las autoridades de varios Estados miembros que no han alcanzado todavía saldos presupuestarios equilibrados han dado a conocer recientemente información que sugiere una situación fiscal más desfavorable que la prevista. Así, el gobierno portugués ha reconocido que el déficit de las Administraciones Públicas rebasó el 3% del PIB en el año 2001, lo que dará lugar a la puesta en marcha, por parte de la Comisión Europea, del procedimiento de déficit excesivo. Al mismo tiempo, las autoridades lusas han



CUADRO 2

## Situación monetaria y financiera de la UEM y España

%

	2000	2001		2002				
	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL (c)
<b>MAGNITUDES MONETARIAS (a):</b>								
<b>UEM</b>								
M3	4,1	8,2	7,4	7,2	7,3	7,7	7,1	
M1	5,3	5,6	6,2	5,8	6,6	6,8	6,9	
Crédito al sector privado	10,1	6,7	6,0	5,5	5,1	5,4	5,4	
<b>ESPAÑA</b>								
Medios de pago	4,4	6,8	7,7	9,9	8,3	9,3	9,4	
Otros pasivos bancarios	19,6	8,4	6,1	5,3	5,5	4,7	4,6	
Fondos de inversión	-27,1	26,2	25,8	25,7	24,6	24,7	24,4	
Financiación al sector privado	18,9	15,1	14,9	15,3	14,2	14,6	14,0	
<b>MERCADOS FINANCIEROS (b):</b>								
EONIA	4,83	3,36	3,28	3,26	3,32	3,31	3,35	3,30
EURIBOR a tres meses	4,94	3,35	3,36	3,39	3,41	3,47	3,46	3,42
Deuda pública								
Rendimiento bonos a diez años UEM	5,07	4,96	5,07	5,32	5,30	5,30	5,17	5,06
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,25	0,16	-0,09	0,02	-0,01	-0,08	-0,22	-0,28
Diferencial bonos a diez años España-Alemania	0,31	0,23	0,19	0,18	0,19	0,19	0,21	0,20
Tipos de interés bancarios en España								
Tipo sintético pasivo	3,02	2,22	2,25	2,24	2,28	2,32	2,33	
Tipo sintético activo	6,35	4,86	4,85	4,88	4,95	5,08	4,98	
Tipo de cambio dólar/euro	0,897	0,892	0,870	0,876	0,886	0,917	0,955	0,993
Renta variable (d)								
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio	-5,9	-19,7	-3,2	1,6	-3,4	-7,2	-15,2	-25,9
Índice General Bolsa de Madrid	-12,7	-6,4	-1,3	0,6	0,4	-1,2	-12,3	-20,4

Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

(a) Tasa de variación interanual.

(b) Medias mensuales.

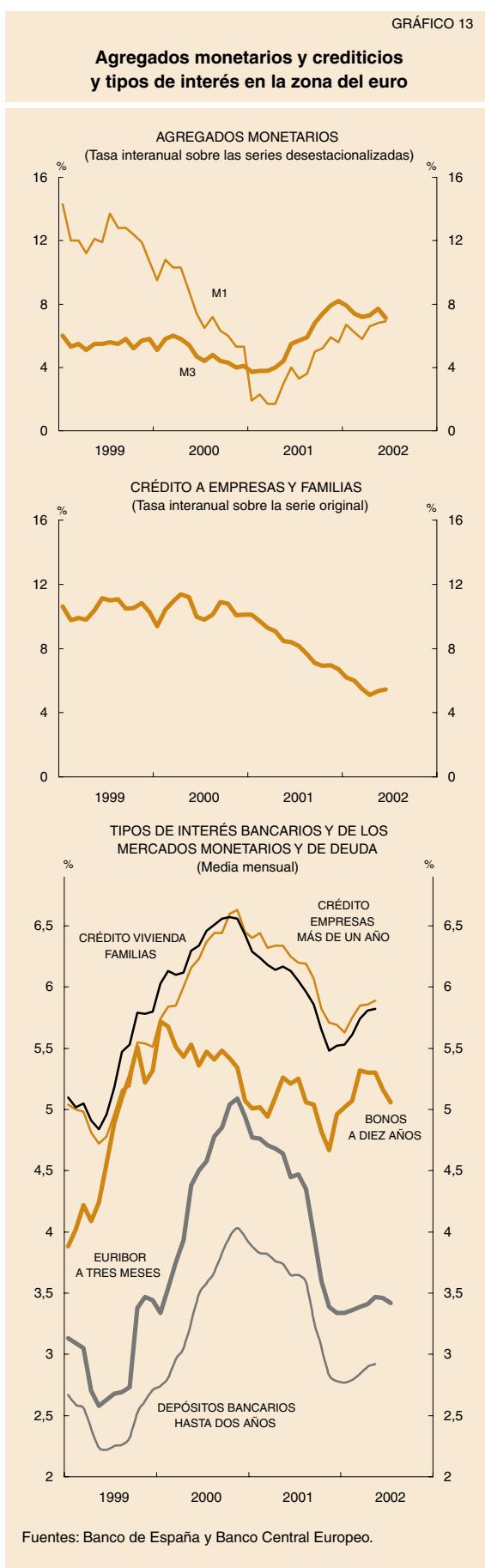
(c) Media del mes hasta el día 22 de julio de 2002.

(d) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 19 para el EURO STOXX y 22 para la Bolsa de Madrid.

adoptado un conjunto de medidas presupuestarias para evitar que durante el presente ejercicio se exceda ese límite. En Francia, el nuevo gobierno presentó, a finales de junio, los resultados de una auditoría sobre la situación de las finanzas públicas y, poco después, un proyecto de ley que revisa el presupuesto inicial del Estado para el año 2002 y que incluye una rebaja del 5% en las cuotas del impuesto sobre la renta de las familias. Como consecuencia, el objetivo inicial de déficit de las Administraciones Públicas para 2002 (el 1,4% del PIB) ha sido revisado hasta el 2,6% del PIB (véase cuadro 1). Finalmente, es posible que el déficit italiano alcance el 2,2% del PIB en 2001, tras ser revisado al alza en 0,6 puntos porcentuales como consecuencia de la resolución de Eurostat, a comienzos de julio, acerca del método de contabilización de diversas operaciones lleva-

dadas a cabo recientemente en varios países. En particular, la resolución se pronuncia sobre la forma correcta de contabilizar algunas operaciones de titulización de activos llevadas a cabo en 2001 por el gobierno italiano. Además, en este país, las autoridades anunciaron a comienzos del mes de julio que las cuentas públicas no alcanzarán una posición cercana al equilibrio presupuestario hasta 2004, lo que supone un retraso de un año en relación con sus planes iniciales.

En este sentido, las recomendaciones de las Grandes Orientaciones de Política Económica (GOPES) para el año 2002 —adoptadas formalmente por el ECOFIN tras el Consejo Europeo de Sevilla— reiteran la necesidad de que, en el año 2004, todos los Estados miembros hayan alcanzado posiciones presupuestarias próximas al equili-



brio presupuestario o en superávit. La visibilidad de este compromiso aconseja que se realicen todos los esfuerzos posibles para su cumplimiento en la fecha prevista, con objeto de reforzar la credibilidad de los mecanismos de disciplina fiscal vigentes en el área.

### 3.2. Evolución monetaria y financiera

El contexto para la toma de decisiones de política monetaria se ha caracterizado por una elevada incertidumbre en cuanto a las perspectivas inflacionistas, puesto que, de un lado, permanecen todavía algunas dudas sobre la intensidad de la recuperación económica y cabe prever que la apreciación del euro mitigará las presiones de precios, mientras que, por otro lado, la resistencia a la baja de los precios de los servicios y el comportamiento de los costes laborales constituyen factores preocupantes. En este marco, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido mantener inalterados los tipos de interés oficiales. Así, el tipo mínimo de las operaciones principales de financiación ha permanecido en el nivel del 3,25% fijado el 8 de noviembre del pasado año.

Como se puede observar en el gráfico 12, la evolución de la curva de tipos de interés en los mercados monetarios a lo largo del trimestre mostró dos fases bien diferenciadas. Hasta finales de mayo, la curva se desplazó hacia arriba, posiblemente como consecuencia del deterioro de las perspectivas de precios. Sin embargo, a partir de entonces comenzó a producirse un descenso de las rentabilidades negociadas, que reflejó la progresiva disminución de las expectativas de incrementos futuros de los tipos oficiales (véase parte inferior del gráfico 11). Este proceso ha estado seguramente relacionado con la apreciación del tipo de cambio del euro, en la medida en que este contribuye a moderar las tensiones inflacionistas del área al reducir la holgura de las condiciones monetarias y financieras.

En los mercados de deuda, las rentabilidades han caído en todos los plazos desde mediados de mayo. Al plazo de diez años, la disminución fue de 30 puntos básicos aproximadamente, hasta situarse por debajo del 5,1%. El descenso del rendimiento de la deuda pública estadounidense ha sido más intenso, por lo que el diferencial con la del área del euro —que, a mediados de mayo, era negativo en una cuantía de 5 puntos básicos— se ha ampliado hasta el entorno de 30 puntos básicos.

Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito del área del euro a las operaciones con sus clientes mantuvieron hasta mayo

la tendencia creciente iniciada hacia el comienzo del año, en línea con la evolución de los tipos de los mercados monetarios hasta ese mes (véase la parte inferior del gráfico 13). Los tipos de interés aplicables a los créditos a empresas a más de un año y a la adquisición de vivienda se situaron, respectivamente, 20 y 30 puntos básicos por encima de los niveles en que cerraron el pasado ejercicio, en tanto que el aumento, en el mismo período, de la remuneración de los depósitos a menos de dos años fue de 14 puntos básicos. En España, los incrementos de los tipos sintéticos de las instituciones crediticias, entre diciembre de 2001 y mayo de 2002, han sido similares (cuadro 2).

Los índices de los mercados bursátiles del área, que habían evolucionado dentro de un rango relativamente estrecho entre diciembre de 2001 y finales de mayo, iniciaron a partir de este momento un proceso de caída muy intensa, en línea con las principales Bolsas internacionales. Así, el índice *Dow Jones EURO STOXX* amplio y el general de la Bolsa de Madrid acumulan, respectivamente, descensos aproximados superiores al 25 y 20% entre el comienzo del año y la fecha de cierre de este Boletín, con lo que alcanzan niveles similares a los observados tras los ataques terroristas del pasado mes de septiembre. Entre las probables causas de este proceso, cabe mencionar la pérdida de confianza de los participantes en los mercados en la fiabilidad de la información contable de las empresas, tras la sucesión de escándalos financieros en Estados Unidos.

En los mercados cambiarios, el euro se ha revalorizado en este período en relación con la divisa norteamericana (en torno al 16%, hasta rebasar, en algunos momentos, la paridad) y también, en menor medida, con la mayoría de las monedas de los principales socios comerciales del área. Con ello, la apreciación del tipo

de cambio efectivo nominal del euro ha sido superior al 6% desde finales de abril.

El agregado monetario M3 mantuvo un ritmo de crecimiento relativamente alto en el segundo trimestre, mostrando una tasa interanual del 7,1% en junio (véanse cuadro 2 y gráfico 13). El crecimiento interanual medio en el período abril-junio fue del 7,4%, muy similar al registrado en el primer trimestre del año. Esta expansión del agregado refleja posiblemente los desplazamientos registrados en las carteras de los agentes hacia activos líquidos a corto plazo, como consecuencia de los dos brotes de inestabilidad en los mercados financieros registrados en el otoño de 2001 y en la primavera de 2002. La existencia de esta amplia liquidez no entraña necesariamente riesgos inflacionistas a medio plazo, en la medida en que refleja de manera prioritaria decisiones de cartera ajenas a los planes de gasto de los agentes. Por su parte, el agregado más estrecho M1, que había venido desacelerándose en el primer trimestre del año, repuntó en el segundo trimestre, hasta situarse su tasa interanual en casi un 7% en junio.

Por lo que hace referencia a las contrapartidas de los agregados monetarios, en el segundo trimestre se detuvo el proceso de desaceleración del crédito concedido a los agentes privados residentes, cuya tasa interanual se situó en junio en el 5,4%, nivel similar al observado al final del primer trimestre. En un contexto en que persisten condiciones favorables en términos del coste de la financiación, esta evolución podría estar relacionada con la recuperación de la actividad económica del área. En España, la financiación concedida al sector privado no financiero mantuvo un crecimiento bastante elevado en el segundo trimestre, en que creció a un ritmo interanual por encima del 14%, tasa sustancialmente superior a la correspondiente al conjunto del área.

## 4. La economía española

Los datos de la CNTR del primer trimestre de 2002 confirmaron que el PIB de la economía española continuó su trayectoria de desaceleración en ese período, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 2% (1), en términos reales, en línea con las estimaciones presentadas en el anterior Informe trimestral (véase gráfico 1). A partir de la información coyuntural disponible en este momento se estima que el producto habría mantenido una tasa de crecimiento interanual en torno al 2% también en el segundo trimestre del año, como consecuencia de una moderada desaceleración adicional de la demanda nacional —a la que habrían contribuido la suave contención del gasto de las familias y el recorte de las existencias— y de una aportación ligeramente positiva del sector exterior (véase gráfico 14). En cualquier caso, los componentes más dinámicos del gasto han seguido siendo el consumo —tanto público como privado— y la construcción, mientras que las exportaciones han tendido a recuperarse, tras experimentar fuertes descensos en los dos trimestres anteriores, y la inversión en bienes de equipo ha mantenido tasas interanuales de variación negativas.

Desde la óptica de las ramas productivas, además de la construcción, que, en coherencia con el avance del gasto, ha mantenido un notable vigor, la actividad en los servicios de mercado ha crecido a tasas relativamente elevadas, aunque inferiores a las alcanzadas el pasado año; por el contrario, en las ramas industriales no se vislumbra un perfil claro de recuperación de la actividad. La moderación de la actividad productiva se ha reflejado en una trayectoria descendente del ritmo de creación de empleo, de forma que la productividad ha crecido a tasas similares a las registradas desde la segunda mitad de 2001. En la industria, donde el empleo viene contrayéndose desde finales del pasado año, la productividad ha tendido a recuperarse.

En este contexto, la ligera desaceleración que ha experimentado la remuneración por asalariado en los primeros trimestres de 2002 —en un clima de contención de los incrementos salariales— ha repercutido favorablemente sobre la evolución de los costes laborales unitarios, que han reducido sus tasas de crecimiento. Por el contrario, los precios finales de la economía, y en particular los precios de consumo, se han acelerado en el primer semestre de forma casi generalizada, aunque más acusada en los servicios, dando lugar a una recuperación de los márgenes, que ha debido de ser más intensa en aquellos sectores en los

---

(1) Las tasas de la Contabilidad Nacional Trimestral se expresarán en términos de serie corregida de efectos estacionales, salvo que expresamente se indique lo contrario

que la demanda ha mantenido un mayor impulso. En consecuencia, el diferencial de inflación con la zona del euro se ha ampliado significativamente.

#### 4.1. Demanda

Dado su peso en el gasto, el consumo final de los hogares ha contribuido en gran medida a moderar el ritmo de avance de la demanda nacional en los últimos trimestres, aunque también ha permitido a este agregado mantener tasas de crecimiento superiores a las de otros países europeos. Como se aprecia en el gráfico 14, el consumo se desaceleró en seis décimas en el primer trimestre de 2002, según las estimaciones de la CNTR, situando su tasa de variación real en el 2,1%, y la información disponible sobre su evolución en el segundo trimestre, todavía muy parcial, apuntaría hacia una desaceleración adicional, aunque de menor intensidad que en el trimestre anterior.

La pérdida de dinamismo del consumo se ha centrado fundamentalmente en el gasto en bienes alimenticios y en la compra de automóviles. Entre los indicadores habituales, el índice de disponibilidades de bienes y servicios de consumo ha tendido a estabilizar su ritmo de avance en el segundo trimestre (véase gráfico 15), apoyado en el componente de bienes no alimenticios, mientras que las disponibilidades de alimentos registraron un ligero retroceso. El índice de disponibilidades de consumo duradero se ha mantenido en tasas de variación negativas, reflejando el descenso de las adquisiciones de automóviles, y las opiniones de los consumidores respecto a la oportunidad de compra de bienes duraderos han retrocedido a lo largo del primer semestre del año. Otros indicadores de gasto, como el índice de ventas del comercio al por menor, que no incluye las ventas de vehículos, apuntan una cierta estabilidad. Por su parte, el indicador de confianza de los consumidores se ha reducido solo levemente en el segundo trimestre, tras el empeoramiento registrado a principios de año, y ha reflejado una valoración algo más positiva de la situación económica esperada para los próximos doce meses.

La evolución del consumo en la primera parte del año 2002 es coherente con el menor crecimiento estimado de la renta real de las familias, en relación con el año anterior, como consecuencia, por una parte, de la moderación de los salarios y de un ritmo más reducido de creación de empleo, y, por otra parte, del repunte de la tasa de inflación. Ambos factores han compensado con creces una aportación algo más expansiva de las Administraciones

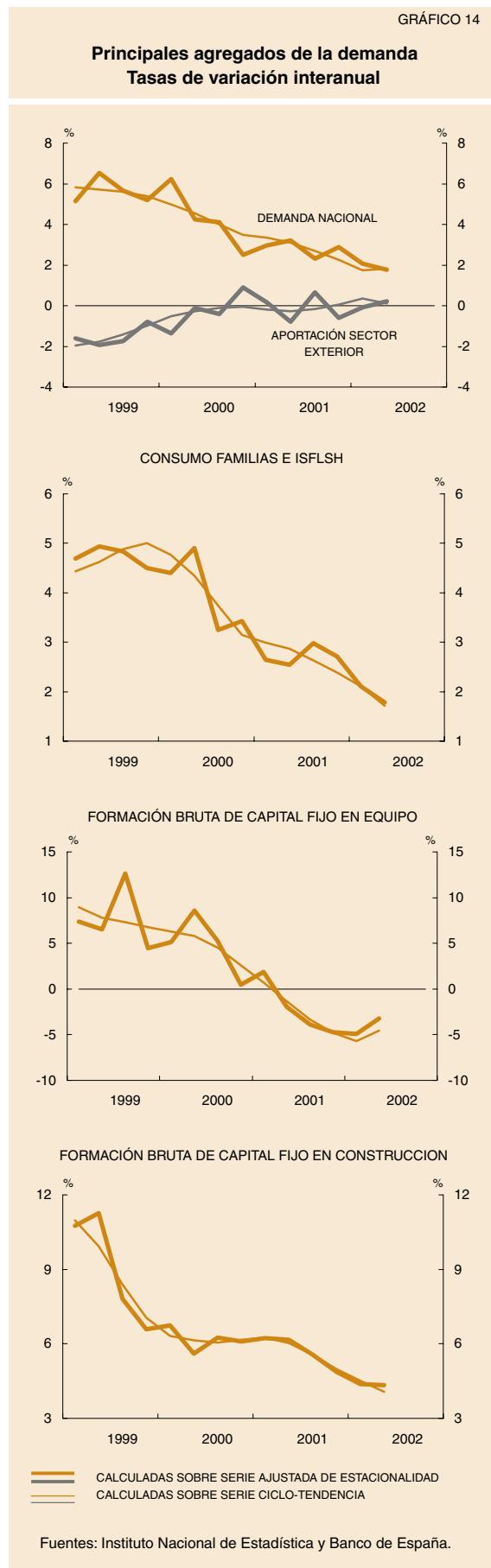
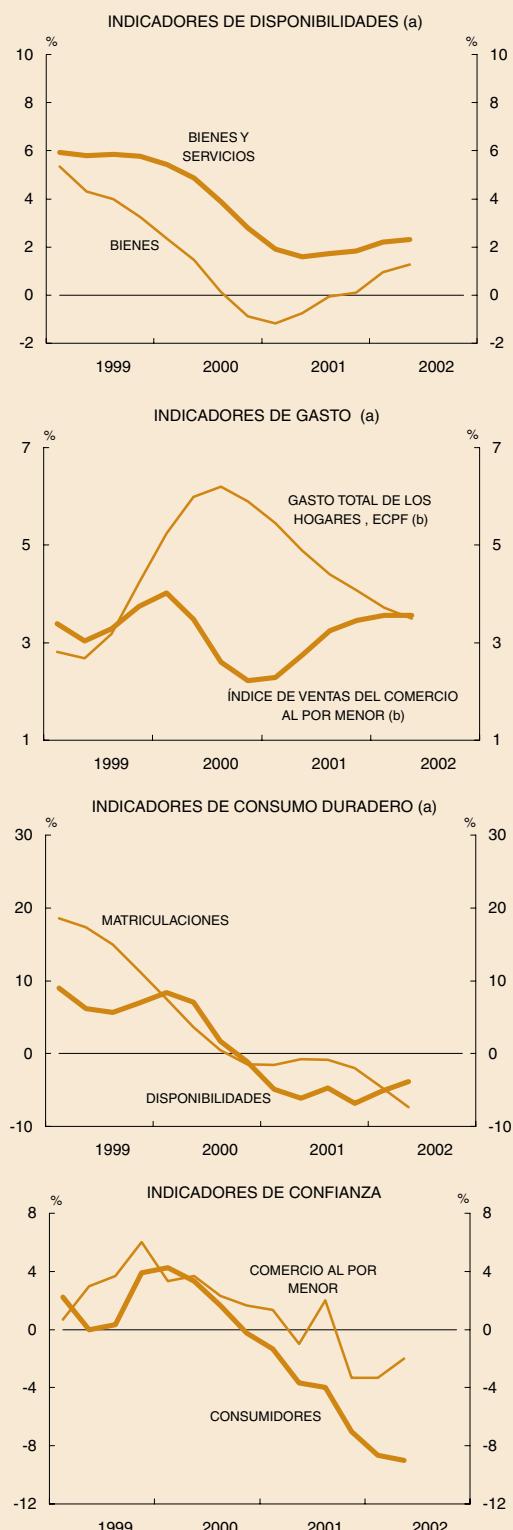


GRÁFICO 15

## Indicadores de consumo privado



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Dirección General de Tráfico y Banco de España.

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

(b) Deflactado por el IPC.

Públicas (AAPP) al avance de la renta. Adicionalmente, la pérdida de valor de los activos financieros ligados a las bolsas de valores y el aumento de la incertidumbre —ilustrado por el deterioro de la confianza de los consumidores— ayudan a explicar el menor dinamismo del consumo, que, según las estimaciones disponibles, habría acomodado su ritmo de crecimiento al de la renta real, estabilizando la tasa de ahorro.

El consumo final de las AAPP creció un 3% en el primer trimestre de 2002, dos décimas menos que en el período precedente, y continúa siendo, junto con la construcción, uno de los componentes más dinámicos de la demanda nacional. Según la información más reciente, el ritmo de creación de empleo en las AAPP se mantiene en tasas ligeramente inferiores a las registradas en 2001, y los otros gastos de consumo siguen reduciendo sus tasas de variación, de forma que se estima una pauta de suave desaceleración también en el segundo trimestre.

En el primer trimestre de 2002, la formación bruta de capital fijo prolongó la tendencia descendente que caracterizó su evolución durante el año 2001, hasta alcanzar un incremento interanual del 0,9%, dos décimas menos que en el cuarto trimestre del año anterior. Este menor empuje de la inversión fue debido al comportamiento de los bienes de equipo, que continuaron reflejando un notable deterioro e intensificaron su ritmo de caída interanual hasta el 4,9%. La construcción, también creció a una tasa inferior a la del cuarto trimestre, aunque volvió a ser el agregado más expansivo de la demanda nacional, al experimentar un avance del 4,5%; la inversión en otros productos atenuó algo su ritmo de descenso interanual, hasta situarlo en el -0,1%.

La escasa información relativa al comportamiento de la inversión en bienes de equipo en el segundo trimestre de 2002 apunta hacia el mantenimiento de este agregado en tasas de variación bastante negativas. En concreto, el índice de disponibilidades de bienes de equipo habría registrado un retroceso adicional en ese período, debido al descenso de la producción industrial y de las importaciones de bienes de inversión (véase gráfico 16). En esta misma línea, los datos de primavera de la encuesta semestral de inversiones en la industria muestran que las empresas industriales han revisado a la baja sus planes de inversión para el año 2002, que ahora suponen una caída del 6% de este tipo de gasto, en términos nominales (frente al -2% de la encuesta de otoño).

Según esa encuesta, la contribución de la demanda total como factor influyente en las

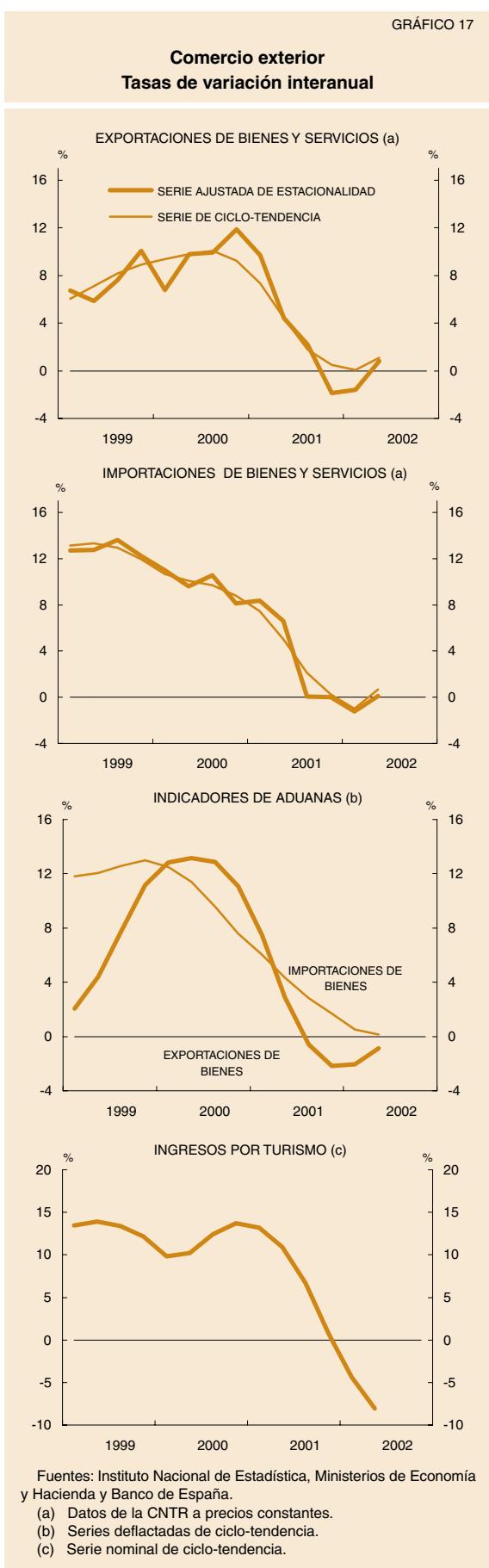
decisiones de inversión se ha deteriorado sensiblemente en los dos últimos años, siendo en la actualidad apenas favorable a este respecto. Sin embargo, otros indicadores de presión de la demanda han mostrado una evolución algo mejor en los meses más recientes: la valoración de la cartera de pedidos del conjunto de la industria fue menos negativa en el conjunto del segundo trimestre que en los trimestres anteriores, rompiendo su tendencia descendente, y el indicador de clima industrial del sector de productor bienes de equipo también frenó su deterioro. Por su parte, el porcentaje de utilización de la capacidad productiva en la industria ha registrado un ligero aumento, de siete décimas, en los primeros meses del año en curso, hasta el 77%, todavía por debajo de su media histórica.

Los datos procedentes de la Central de Balances Trimestral del Banco de España, correspondientes al primer trimestre de 2002, muestran que el proceso de desaceleración de la actividad empresarial, que ha afectado en mayor medida a las empresas industriales, se ha trasladado a un menor crecimiento del resultado ordinario neto. No obstante, las *ratios* de rentabilidad se mantienen en niveles relativamente elevados y la *ratio* de apalancamiento financiero sigue siendo netamente positiva, a lo que ha contribuido también el descenso en el coste de la financiación ajena, de 0,8 puntos porcentuales respecto al primer trimestre de 2001. En cuanto al endeudamiento, según la CBT la *ratio* correspondiente se situó en el primer trimestre 1,2 puntos por debajo de la media del pasado año. Otras fuentes —como las Cuentas Financieras— apuntarían, más bien, hacia una estabilización o un leve aumento adicional de esa *ratio*, en relación con los elevados niveles alcanzados, hecho que puede condicionar la fortaleza de la recuperación inversora.

Por otra parte, se estima que la inversión en construcción continuó siendo el componente más dinámico de la demanda nacional en el segundo trimestre de 2002. Los síntomas que se observan de agotamiento de su fase expansiva son moderados y acordes con la suave desaceleración que viene experimentando desde el comienzo de 2001. En cuanto a la composición del gasto, los datos de la encuesta coyuntural de la actividad constructora (ECIC), correspondientes al primer trimestre de 2002, han recogido un comportamiento de la edificación y de la obra civil algo divergente con el que proporcionan otros indicadores. En concreto, la obra civil ha frenado el fuerte empuje que experimentó en el pasado año, mientras que, dentro de la edificación, la residencial mantiene un perfil de aceleración, y la no residencial, tasas muy moderadas.



GRÁFICO 17



Entre los indicadores contemporáneos de la construcción, el consumo aparente de cemento redujo significativamente su crecimiento en el segundo trimestre (véase gráfico 16). Sin embargo, la producción de materiales para la construcción y los indicadores de empleo en esta actividad —como las afiliaciones a la Seguridad Social— mantienen un tono más sostenido, aunque el paro registrado se incrementó fuertemente en junio. También el indicador de clima en la construcción aumentó cuatro puntos en el segundo trimestre, debido a la mejora del nivel de contratación y de las perspectivas de empleo.

En cuanto a los indicadores de iniciaciones de obras, como ya se ha apuntado, la superficie a construir, según las licencias de edificación residencial, registró una caída interanual del 9,3% en el cuarto trimestre de 2001, seguida de un nuevo recorte del 4% entre enero y febrero de 2002, datos que apuntan hacia una ralentización de este componente de la inversión en construcción en 2002, en línea con la desaceleración de la renta real de los hogares y con el incremento de los precios de la vivienda. Respecto a la obra civil, el fuerte crecimiento de la licitación oficial desde el segundo semestre del pasado año sustentaría un dinamismo importante de la construcción en este segmento.

En el primer trimestre de 2002 la inversión en existencias contribuyó en una décima al crecimiento interanual del PIB, frente a las cinco décimas del trimestre anterior. La información procedente de la encuesta de coyuntura industrial hasta el mes de junio refleja una disminución del nivel de existencias, en relación con los niveles deseados, que ha sido generalizada, aunque más intensa en la industria productora de bienes de consumo, y de menor cuantía en las productoras de bienes de equipo y de bienes intermedios.

A lo largo del primer semestre del año, la demanda exterior neta ha ido mejorando su aportación al crecimiento interanual del PIB, tras la importante contribución negativa contabilizada en el trimestre final de 2001. Así, en el primer trimestre de 2002 detrajo solo una décima del crecimiento del PIB, en un contexto en el que las exportaciones de bienes y servicios volvieron a registrar una notable caída interanual, del 1,6%, en términos reales, ante la persistente debilidad del comercio mundial y el deterioro de la competitividad frente a los países de la zona del euro (véase gráfico 17). Las importaciones, por su parte, intensificaron su desaceleración en ese período, reduciéndose un 1,2% en tasa interanual, influidas por la pérdida de dinamismo de la demanda final. Las estimaciones realizadas para el segundo trimestre

de 2002 muestran una mejora adicional de la contribución de la demanda exterior neta al incremento del producto en ese período, en el que habría sido ligeramente positiva. Las exportaciones, sin llegar a crecer significativamente, habrían registrado una leve recuperación, apoyadas en un repunte del comercio mundial, que habría permitido compensar el impulso experimentado por las importaciones ante la mejora de la actividad industrial y de las propias exportaciones.

Las exportaciones de bienes intensificaron su desaceleración a lo largo de 2001, a medida que la crisis económica se extendía al continente europeo, principal mercado de los productos españoles, hasta cerrar el último trimestre con tasas de variación negativas del 4,5% en términos reales, y continuaron retrocediendo a lo largo del primer trimestre del ejercicio actual, registrando una caída interanual del 4,3%, muy próxima a la del trimestre precedente. Según los datos de Aduanas, que muestran un perfil similar al de las exportaciones de bienes de la CNTR, en el mes de mayo las exportaciones cayeron un 4,2%, en tasa interanual, tras crecer un 7% en abril, dato que estuvo afectado positivamente por el efecto de la Semana Santa. En el conjunto de los primeros cinco meses, las exportaciones retrocedieron un 2,3% interanual, frenando el fuerte ritmo de caída que les caracterizó en los meses finales de 2001 (véase gráfico 17). Este comportamiento de las exportaciones es coherente con la incipiente recuperación de los mercados mundiales, especialmente los ligados al área del dólar, que, no obstante, podría verse frenada por la ampliación de los diferenciales de precios y costes españoles frente a los países desarrollados, en un contexto de notable apreciación del euro.

Por grupos de productos, cabe destacar la debilidad de las exportaciones de bienes de equipo en los cinco primeros meses, cuando retrocedieron un 19,1%, en términos reales, en un contexto de fuerte incremento de sus precios. Las ventas de bienes de consumo crecieron ligeramente, un 0,2%, a pesar de que las ventas de automóviles mantuvieron una notable debilidad, derivada de la caída de la demanda de estos bienes en Europa. Las ventas de bienes intermedios, por su parte, se incrementaron un 1,9%, en línea con la incipiente recuperación de la actividad mundial. Por áreas geográficas, las exportaciones a zonas extracomunitarias reflejaron un ligero avance del 0,6%, en términos reales, en el conjunto de los cuatro primeros meses del año, que contrasta con los importantes retrocesos registrados desde el segundo trimestre del ejercicio anterior. Estos mejores resultados son consecuencia de la recu-

peración de ciertos mercados, como Estados Unidos o los países del Sudeste Asiático, y del notable dinamismo de las ventas a los países del centro y del este de Europa, mientras que los mercados de Japón y América Latina han continuado debilitándose. Por su parte, las ventas a la UE mostraron un nuevo deterioro en el primer cuatrimestre del año, con una caída interanual del 2,8%, en términos reales, fruto de los malos resultados de las ventas a los dos principales mercados de la zona: Alemania y Francia. Por el contrario, las ventas al Reino Unido reflejaron un renovado impulso.

Las exportaciones de servicios turísticos, medidas por la CNTR, prolongaron su perfil de ralentización en el primer trimestre de 2002, con una tasa de variación interanual del 1,9%, en términos reales, cuatro décimas inferior a la del trimestre precedente. Los indicadores reales de turismo han recogido retrocesos más acentuados, como también sucede con los ingresos por turismo de la balanza de pagos (véase gráfico 17). El número de turistas entrados por fronteras en el primer semestre del año fue similar al del año anterior, destacando el fuerte descenso de las entradas de alemanes y la ralentización de los británicos, principales mercados emisores de turistas hacia España, aunque se incrementaron notablemente las entradas de turistas procedentes de Francia y Países Bajos. Los viajeros extranjeros alojados en hoteles y las pernoctaciones retrocedieron a tasas del 2,3% y 5,5%, respectivamente, en el primer semestre, a lo que cabe añadir la importante caída de las reservas para los meses de julio y agosto (-12,7%). En cuanto a los servicios no turísticos, que en el primer trimestre de 2002 crecieron un 7,5%, solo cabe señalar la notable desaceleración que han experimentado en relación con su evolución en años anteriores a 2001, coherente con el debilitamiento de las exportaciones de mercancías y de la entrada de visitantes extranjeros, y con los menores flujos de inversiones con el exterior.

En el primer trimestre del año, las importaciones reales de bienes acentuaron la tónica de notable desaceleración que les caracteriza desde mediados del año anterior, registrando una caída interanual del 2,1%, al acusar la progresiva ralentización de la demanda final. Los datos de Aduanas correspondientes al mes de mayo reflejaron una caída del 2,7%, tras el pequeño incremento de abril del 1,7%, aunque esta tasa también está afectada positivamente por el efecto de la Semana Santa. En el conjunto de los cinco primeros meses, las importaciones descendieron un 0,8%, destacando el retroceso de las importaciones de bienes de equipo (9,7%), coherente con la caída que ha continuado mostrando la inversión productiva priva-

da. Las compras de bienes de consumo, mostraron una importante moderación en ese período (0,5%), debido, en parte, al comportamiento negativo de las compras de automóviles y a la ralentización del resto de bienes de consumo duradero, y las importaciones de bienes intermedios no energéticos crecieron a un ritmo muy moderado, del 0,6%, manteniendo la atonía del año precedente. Por el contrario, las compras de productos energéticos reflejaron un importante vigor (8,2%), impulsadas por un precio del petróleo que, aunque aumentó en dicho período, mantuvo niveles inferiores a los del primer semestre de 2001.

Por último, las importaciones reales de servicios, aunque repuntaron ligeramente en el primer trimestre del ejercicio, creciendo un 3,4% interanual, mantienen el tono moderado del año anterior, acorde con la ralentización de las importaciones de mercancías y el retroceso de las inversiones extranjeras. Los servicios no turísticos crecieron solo un 2,5% en ese período, tasa que cabe comparar con el notable dinamismo observado en la primera mitad de 2001. Los pagos por turismo se ralentizaron en este período, aunque siguieron creciendo a un ritmo elevado, del 7,3%, según la CNTR, si bien las cifras de la Balanza de Pagos reflejan una desaceleración más intensa y acorde con los bajos niveles de confianza mantenidos por los consumidores.

## 4.2. Producción y empleo

Como puede observarse en el gráfico 18, se estima que el valor añadido de la economía de mercado se incrementó en el segundo trimestre de 2002 a tasas interanuales similares a las alcanzadas a finales del año anterior, período en el que registró una brusca desaceleración. Las ramas de actividad primaria iniciaron el año dentro del entorno contractivo que presentaron en 2001, aunque la contracción fue menos intensa que en los meses finales de ese año, en línea con el entorno más favorable en el que se está desarrollando la actividad de esta rama en el presente año. En efecto, los cuatro primeros meses de 2002 se han caracterizado, en su conjunto, por un régimen de lluvias que, aunque no ha destacado por su magnitud, ha sido oportuno en términos de distribución temporal y espacial. En consecuencia, se esperan cosechas muy elevadas de algunos productos relevantes como los cereales y las leguminosas, y algo más moderadas para las frutas. No obstante, este optimismo se ha visto algo matizado por el deterioro climatológico observado en el mes de mayo —régimen de lluvias escaso, con heladas y pedrisco en algunas zonas—, manteniéndose, en cualquier caso, las perspectivas favorables para el sector.

Tras finalizar el año 2001 en un tono claramente contractivo, la actividad industrial registró un crecimiento interanual nulo en el primer trimestre de 2002, posiblemente estimulado por las tímidas señales de recuperación del entorno económico internacional. En ese período, se agudizó el deterioro de la producción del material de transporte privado, así como de la de calzado, vestido y confección; sin embargo, la fabricación de bienes domésticos duraderos se aceleró. En cualquier caso, la información disponible para el segundo trimestre de 2002 no termina de perfilar claramente la recuperación de la actividad industrial: a pesar de la evolución positiva del indicador de clima industrial, la recuperación de la cartera de pedidos y el descenso de las existencias no deseadas, el indicador fundamental a este respecto, el índice de producción industrial, experimentó un retroceso en el mes de mayo, frenando la recuperación que se anunciaba en el dato de abril. Además, en el segundo trimestre del año se harán patentes las consecuencias de la huelga del 20 de junio sobre el crecimiento de la producción industrial.

Acorde con la fortaleza de la inversión en construcción, la actividad en la rama correspondiente siguió siendo la más dinámica en el primer trimestre de 2002, como ha venido sucediendo desde mediados de 1998, si bien se observa también una continua —aunque leve— pérdida de vigor. Según las estimaciones de la CNTR, el crecimiento interanual del VAB en los primeros meses de 2002 fue del 4,6%, cuatro décimas menos que en el trimestre anterior. Como ya se comentó al hablar de la inversión en construcción, en el segundo trimestre del año la actividad en esta rama habría sostenido un elevado dinamismo, manteniendo al mismo tiempo el perfil de lenta desaceleración.

Las actividades terciarias prolongaron en los primeros meses de 2002 el perfil desacelerado que ya mostraron en el cuarto trimestre de 2001, y el VAB creció a un ritmo interanual del 2,6%, cuatro décimas menos que en los tres meses anteriores. La pérdida de intensidad del crecimiento fue mayor en los servicios no orientados al mercado, que recortaron en un punto porcentual su ritmo de avance. Los servicios de mercado también se desaceleraron, aunque en menor medida que en el trimestre anterior, condicionados por el debilitamiento del consumo privado y el escaso dinamismo de la industria. Los indicadores más recientes apuntan la continuidad de estos ritmos más bajos de crecimiento en el segundo trimestre. En efecto, aun cuando los indicadores de opinión muestran registros cada vez más positivos, las afiliaciones a la Seguridad Social se desaceleraron adicionalmente entre abril y mayo, y el análisis de las

ramas que integran este sector muestra una pérdida de tono en muchas de ellas. El comercio, lastrado por la caída en la venta de vehículos, mantuvo un bajo nivel de confianza hasta mayo, y el empleo, aproximado por los afiliados a la Seguridad Social, se desaceleró en abril, a pesar de la aceleración de las ventas del comercio al por menor en ese mes. La hostelería presenta una situación más negativa, ilustrada por la rápida pérdida de intensidad en la creación de empleo, que cabe asociar al descenso del turismo. En el sector del transporte y las comunicaciones, a pesar del mayor dinamismo del transporte terrestre y marítimo, se ha intensificado la debilidad del transporte aéreo, y correos y comunicaciones ha perdido empuje. En cuanto a la intermediación financiera, los datos de afiliados a la Seguridad Social indicarían una evolución acorde con el tono económico general, experimentando una ligera reducción en su ritmo de avance. Por último, las actividades inmobiliarias, de alquiler y empresariales, constituyen la única rama de actividad con cierto sostenimiento del crecimiento, según los afiliados a la Seguridad Social, a pesar del mal momento que atraviesa un sector extremadamente dinámico hasta hace poco: la informática y el I+D.

El empleo (2) aumentó un 1,4% en tasa interanual, en el primer trimestre de 2002, dos décimas por debajo del aumento experimentado en la parte final de 2001, según la CNTR (véase gráfico 18). La ralentización del empleo fue de magnitud similar a la manifestada por el PIB en ese período, manteniéndose, por tanto, estable el avance de la productividad aparente del trabajo. No obstante, en las ramas orientadas al mercado, el VAB registró un cierto repunte en su tasa de variación interanual, que propició una modesta recuperación de la productividad hasta el 0,8%, ya que el ritmo de crecimiento de la ocupación se moderó ligeramente, hasta el 1,2%.

Los indicadores coyunturales también reflejaron el menor impulso de la creación de empleo en la primera parte de 2002. En el caso de la EPA (3), las estimaciones del número de ocupados en la economía arrojaron un aumento del 2,2% en tasa interanual, en el primer trimestre, frente al 3,1% de finales de 2001, desaceleración similar a la recogida por la CNTR, una vez que las cifras de la EPA se corrigen de efectos estacionales. Por otro lado, las afiliaciones a la Seguridad Social crecieron un 3% en el conjunto del primer trimestre, tres décimas menos que en el período precedente (recorte

(2) Medido en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

(3) Según la nueva metodología 2002.

GRÁFICO 18  
Valor añadido bruto y empleo  
por ramas de actividad  
Tasas interanuales (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Series ajustadas de estacionalidad. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

similar al que se aprecia en la serie ajustada de estacionalidad). Para el segundo trimestre del año, las afiliaciones han sostenido un incremento estable en torno al 3%, si bien las previsiones de los empresarios para la economía de mercado no agrícola reflejaban un tono algo más pesimista, según las últimas cifras publicadas por la Encuesta de Coyuntura Laboral. En conjunto, cabe estimar una tasa de aumento de la productividad próxima a la observada en el trimestre anterior, aunque con notable variabilidad entre ramas.

En el primer trimestre de 2002 solo se registraron aumentos de la ocupación en la construcción y los servicios, a la vez que se destruía empleo en la agricultura y en la industria, únicas ramas en las que se apreció una recuperación de la productividad aparente del trabajo. En términos interanuales, la actividad constructora siguió destacando por la elevada utilización del factor trabajo, ya que el empleo aumentó un 5% en el primer trimestre (4,9% en el período anterior), según la CNTR. La creación de nuevos puestos de trabajo en el sector terciario avanzó a un ritmo del 2,3% a principios de 2002, ligeramente superior al 2,1% con que finalizó el año anterior; este perfil refleja el comportamiento del empleo en el conjunto de ramas orientadas al mercado, que, prolongando la senda alcista iniciada en la primavera de 2001, elevó su tasa de aumento interanual en siete décimas, hasta el 2,5%. En las actividades no destinadas a la venta, el proceso de generación de puestos de trabajo continuó debilitándose (creció un 1,9%, frente al 2,7% del período anterior). Por lo que se refiere a la agricultura, el proceso de destrucción de empleo se agudizó, con una caída interanual del 4,6% (tres puntos superior a la registrada a finales del año anterior). En las ramas industriales (incluyendo la energía) el número de ocupados disminuyó entre enero y marzo un 1,7%, en relación con el mismo período de 2001, frente a una caída del 0,7% en el trimestre precedente. La información coyuntural más reciente, referida a las afiliaciones de abril y mayo, apunta a una ligera moderación de la destrucción de puestos de trabajo en la industria y del ritmo de avance de los ocupados en los servicios de mercado, mientras que la creación de empleo mantendría un notable dinamismo en la construcción.

Atendiendo a la distinción entre empleo asalariado y no asalariado, cabe señalar el cambio de tendencia que experimentó el empleo por cuenta propia en el primer trimestre de 2002, pues, tras haber tenido un elevado protagonismo en el año 2001 (cuando aumentó el 2,8%), descendió un 0,5% en términos interanuales, creciendo únicamente, y de forma notable, en

la construcción. El ritmo de aumento de los asalariados, por el contrario, permaneció estabilizado en el 1,7%, apoyado en la significativa aceleración que registró en los servicios de mercado, que contrarrestó el menor avance (o la caída) del resto de ramas, siempre según los datos de la CNTR. Según la EPA, el incremento del número de trabajadores por cuenta ajena se redujo en 0,6 pp —medido en serie original—, debido a la pérdida de empuje del empleo temporal, que rebajó su tasa de crecimiento del 3,1% a finales de 2001 al 1,3%, mientras que los trabajadores con contrato indefinido mantuvieron un tono sostenido (3,4%); de esta forma, la *ratio* de temporalidad experimentó un recorte de casi medio punto porcentual, respecto al primer trimestre de 2001, situándose en el 31,2%. La información de contratos apunta a que el mayor peso de la contratación indefinida en el trimestre descansó, en gran medida, en las conversiones de temporales, tras la reintroducción, en marzo de 2001, de las bonificaciones y las mayores posibilidades de celebrar contratos de fomento. Entre abril y junio, no obstante, esta estadística reflejó un menor impulso de la contratación estable. Por último, el empleo a tiempo parcial se desaceleró en mayor medida que el de jornada completa, según la EPA; no obstante, dado que sigue registrando tasas de crecimiento elevadas (5,2% interanual), la *ratio* de parcialidad aumentó ligeramente, hasta el 8,3% en el primer trimestre.

Desde la óptica de la oferta laboral, destaca el notable incremento del desempleo de la EPA (4) en el primer trimestre de 2002 (un 8,6% en tasa interanual), así como el avance de la población activa (un 2,9% interanual), que dio lugar a un aumento de un punto porcentual de la tasa de participación, respecto a principios de 2001, situándose esta en el 53,5%. La tasa de paro alcanzó el 11,5% en el primer trimestre de 2002, frente al 10,9% del período enero-marzo de 2001. Tanto la tasa de paro de los hombres como la de las mujeres experimentaron un importante repunte, alcanzando el 8,2% en el primer caso y el 16,5% en el segundo. Por grupos de edad, el aumento del desempleo fue generalizado, aunque algo más importante para los mayores de 45 años, que alcanzaron una tasa de paro del 7,3%, y para los jóvenes menores de 30 años (hasta el 17,9%). Las ayudas a la contratación de parados de larga duración han seguido teniendo un gran impacto para reducir la incidencia de este fenómeno: se redujo en cuatro puntos en los últimos doce meses, quedando en el 38,1% del to-

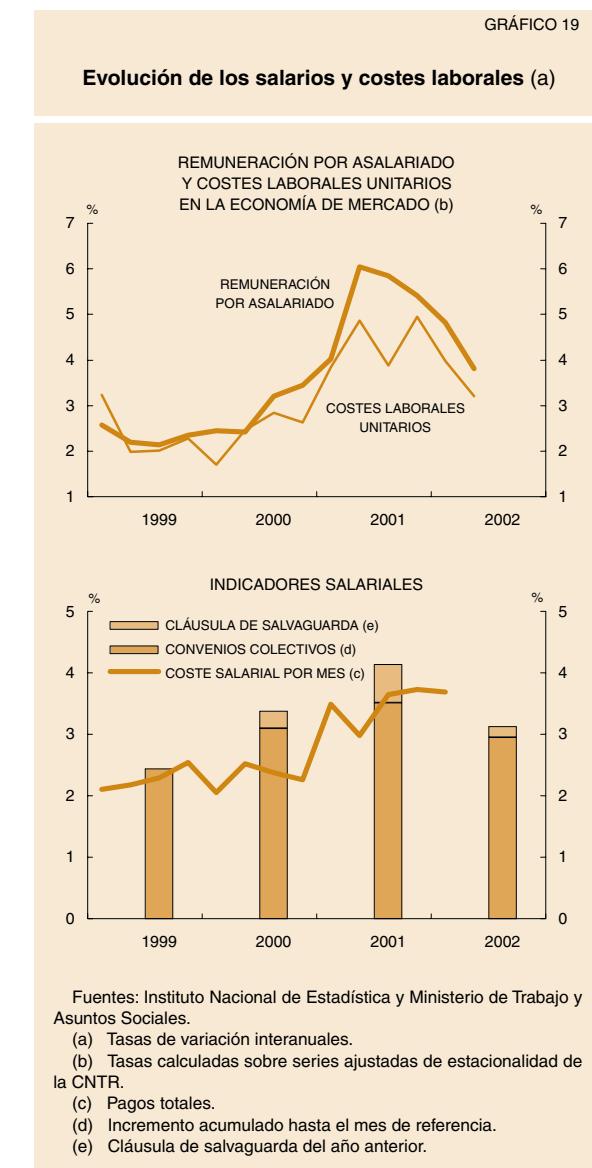
(4) Con la publicación de los datos del primer trimestre de 2002, el INE ha introducido algunos cambios metodológicos importantes en la EPA que se detallan en el artículo del *Boletín económico* del mes de abril de 2002, «Cambios metodológicos de la EPA en 2002».

tal de parados. El paro registrado, por su parte, experimentó un crecimiento del 3,5% en el primer trimestre, y del 7,1% en el segundo, prolongando la senda ascendente iniciada a finales de 2001.

#### 4.3. Costes y precios

Las cifras de la CNTR del primer trimestre de 2002 situaron el aumento de la remuneración por asalariado, en el conjunto de la economía, en el 4,2% interanual, frente al 4,8% con que había finalizado 2001, tras experimentar una notable aceleración a lo largo del año. La desaceleración de la remuneración al comienzo de 2002, en un contexto de crecimiento estable de la productividad aparente del trabajo, dio lugar a una desaceleración de los costes laborales unitarios hasta el 3,5%, nueve décimas menores que en el trimestre precedente. En la economía de mercado, la desaceleración de la remuneración por asalariado fue de magnitud similar al total de la economía (del 5,4% en el último trimestre de 2001 al 4,8% al inicio de 2002), aunque en este caso el perfil menos estable de la productividad intensificó la desaceleración de los costes laborales unitarios, que crecieron un 4%, frente al 4,9% en el trimestre anterior (véase gráfico 19). Se estima que tanto la desaceleración de la remuneración como la del coste laboral unitario habrán continuado en el segundo trimestre del año.

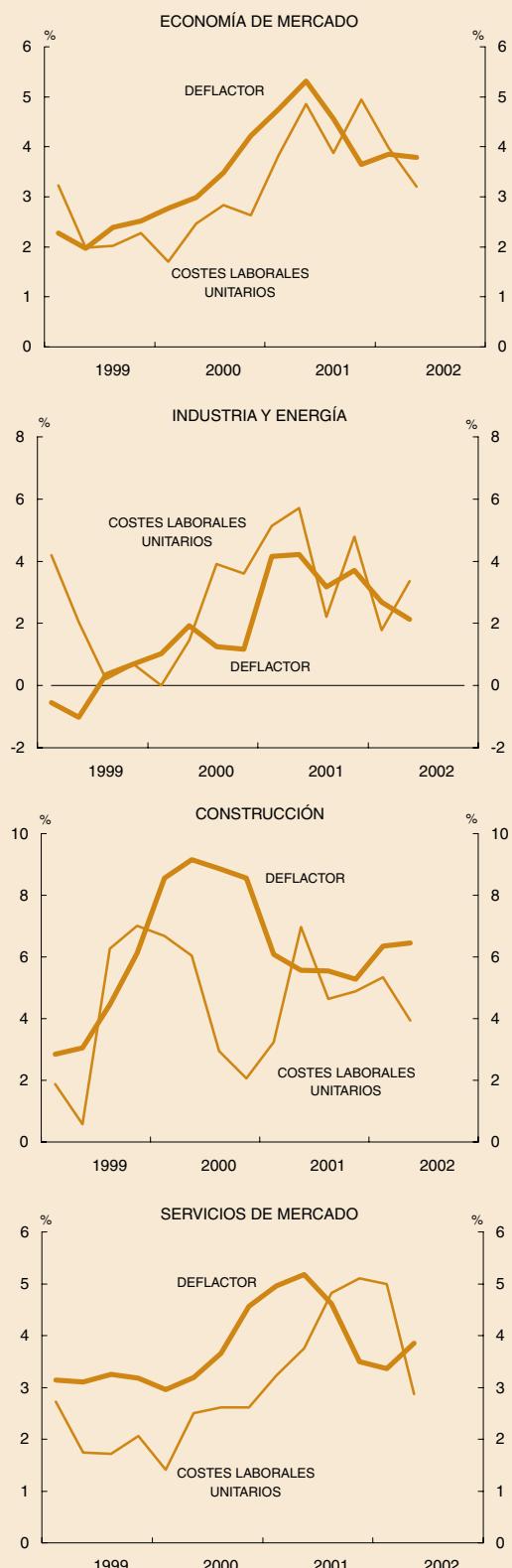
Según la información facilitada por el Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales sobre la evolución de la negociación colectiva en los primeros meses de 2002, hasta el 30 de junio se registraron convenios colectivos que afectan a unos 5 millones y medio de trabajadores, algo más de la mitad del total de trabajadores cubiertos por la negociación colectiva en el año anterior. En estos convenios, el aumento salarial medio pactado para 2002 es del 2,95%, frente al 3,5% de 2001 (véase gráfico 19), lo que supone una moderación en los incrementos salariales negociados. La mayor parte de los convenios registrados hasta esa fecha son revisiones de convenios firmados en años anteriores, e incorporan una subida salarial del 2,8%. Por su parte, el incremento salarial pactado en los convenios de nueva firma se ha situado en el 5,1%. Sin embargo, esta cifra es poco representativa, ya que afecta únicamente a unos cuatrocientos mil trabajadores: se espera que los nuevos convenios se sitúen más en línea con el contenido del Acuerdo Interconfederal de Negociación Colectiva, firmado en diciembre, por el que los agentes sociales se comprometieron a utilizar la previsión oficial de inflación (2%) como referencia básica de la negociación.



Por su parte, en el primer trimestre de 2002 el crecimiento del índice de coste laboral total por trabajador fue del 4%, en tasa interanual, lo que supuso una desaceleración de tres décimas respecto al último trimestre de 2001. Dentro de este índice, el incremento de los costes salariales se mantuvo por tercer trimestre consecutivo en el 3,7%, mientras que los costes no salariales, que representan alrededor del 25% del coste laboral total para las empresas, crecieron un 5% en el primer trimestre de 2002, desacelerándose en 1,5 puntos porcentuales respecto al trimestre precedente. Por ramas de actividad, el coste total por trabajador creció un 3,7% en la industria (4,3% en el último trimestre de 2001), mientras que en la construcción este incremento fue del 4,6%, y del 4,4% en los servicios (frente a unos incrementos en el último trimestre de 2001 del 4,7% y 4,5%, respectivamente).

GRÁFICO 20

## Precios y costes por ramas de actividad (a)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

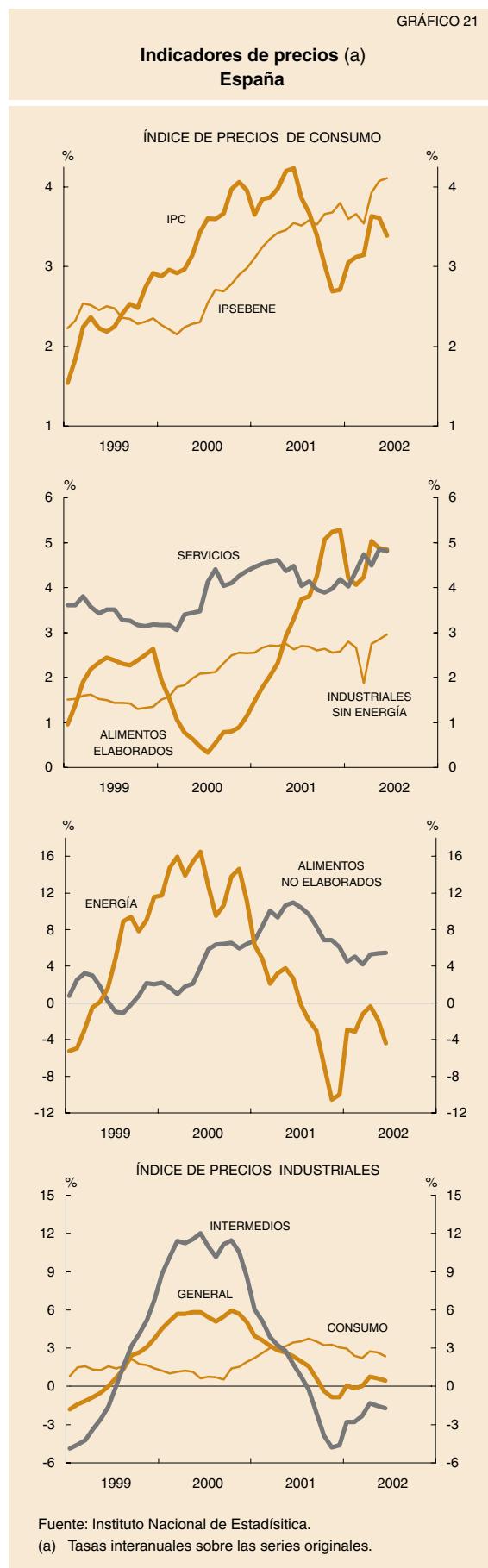
Frente a la desaceleración de los costes laborales, de acuerdo con las estimaciones de la CNTR, el deflactor del valor añadido bruto en la economía de mercado creció un 3,9% en el primer trimestre de 2002, tres décimas más que en el trimestre anterior, de forma que el excedente por unidad de valor añadido se recuperó notablemente, tendencia que se estima que ha podido intensificarse en el segundo trimestre. Como se observa en el gráfico 20, en la rama de industria y energía los costes laborales unitarios han venido creciendo, de forma oscilante, en torno al deflactor del valor añadido, tras un período de fuerte contracción de márgenes que finalizó a mediados de 2001. Las condiciones de competencia en las que se desarrolla la actividad de esta rama limitan el crecimiento de sus precios, de forma que la recuperación de márgenes, en un contexto de expansión de las remuneraciones, tiende a producirse a través de las ganancias de productividad conseguidas mediante la contracción del empleo; esta es la pauta que se observó en el primer trimestre de 2002. Por su parte, en los servicios de mercado las cifras de la CNTR han mostrado una notable desaceleración del deflactor del valor añadido a partir del trimestre final de 2001, que habría dado lugar a una contracción de márgenes; no obstante, el repunte de los precios finales de los servicios en la primera mitad de 2002 no permite extrapolar este comportamiento a los próximos trimestres. Por último, en la rama de construcción, los costes laborales unitarios han venido creciendo por debajo del deflactor, marcando una ampliación de márgenes, que es coherente con la fuerte presión de la demanda que viene experimentando esta actividad.

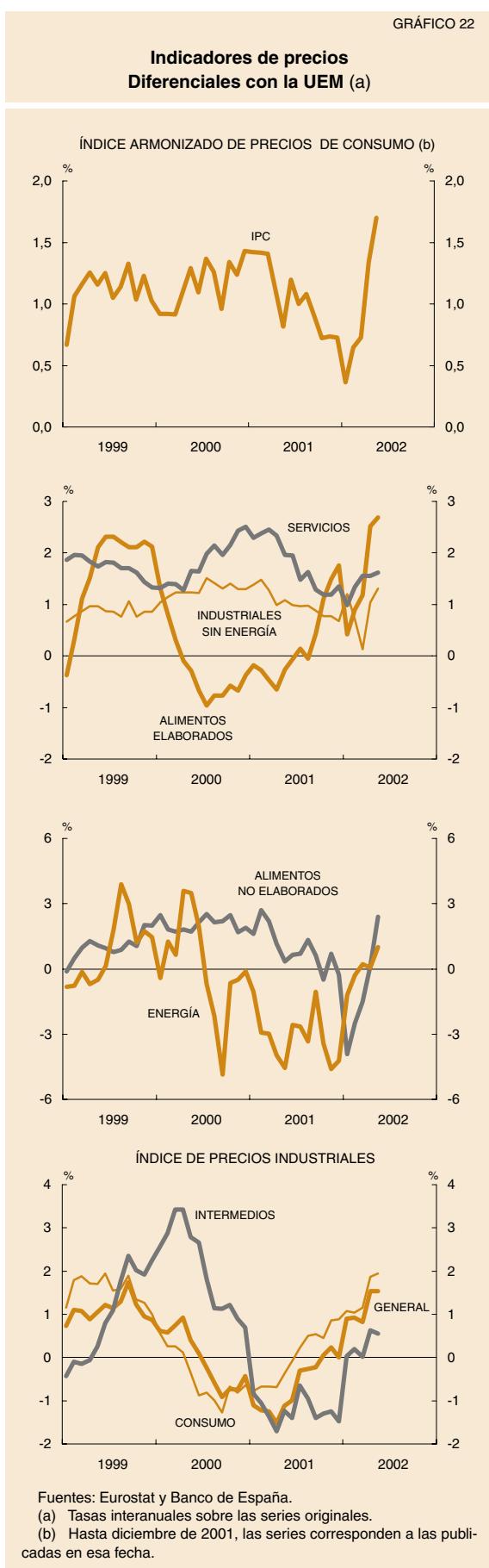
Siguiendo la evolución del deflactor del valor añadido bruto en la economía de mercado, el deflactor del PIB para el conjunto de la economía se aceleró en el primer trimestre de 2002, creciendo un 3,5%, dos décimas más que en el trimestre anterior. Esta evolución del componente interno de los precios vino acompañada de un ligero incremento interanual del deflactor de las importaciones de bienes y servicios, del 0,5%, frente al recorte de 2,5% que experimentaron los precios exteriores al final de 2001. En consecuencia, el deflactor de la demanda final aumentó un 2,8%, en tasa interanual, en el primer trimestre, un punto porcentual más que en el período anterior. Los indicadores de precios finales de la economía, y en particular el índice de precios de consumo (IPC), han recogido este aumento de la inflación al comienzo del año, que se ha prolongado en el segundo trimestre. En concreto, el IPC se incrementó un 3,5% interanual en el promedio del segundo trimestre, cuatro décimas más que en el trimestre anterior, mientras que la inflación subyacente, aproximada por el IPSEBENE, se incrementó

un 4% en relación con el segundo trimestre de 2001. En el mes de junio, la tasa interanual del IPC fue del 3,4% y la del IPSEBENE del 4,1% (véase gráfico 21).

A la aceleración del IPC en el segundo trimestre han contribuido, aunque en distinto grado, sus principales componentes. Por una parte, los precios de los servicios aumentaron un 4,7% en el conjunto del trimestre, tres décimas más que en el período anterior. Los precios de los servicios relacionados con el turismo y el ocio, así como la hostelería, mantuvieron una trayectoria alcista. Por otra parte, el componente de bienes industriales no energéticos, que había registrado un acusado descenso de su tasa de variación interanual en el mes de marzo, recuperó en abril las tasas alcanzadas en los meses anteriores y aumentó un 2,8% en el segundo trimestre. La mayor volatilidad registrada en este componente está estrechamente relacionada con los cambios metodológicos introducidos en el IPC al comienzo del presente año, y, en particular, con la inclusión de precios rebajados en el cálculo del índice, que han afectado especialmente a las rúbricas donde mayor incidencia tienen las rebajas: vestido, calzado y artículos textiles para el hogar. En otras partidas de este componente se han registrado comportamientos muy moderados, destacando la trayectoria descendente de los precios de equipos de imagen y sonido, fotográficos e informáticos.

El componente de precios energéticos del IPC mantuvo tasas interanuales de variación negativas a lo largo del segundo trimestre, próximas a las del primero. El precio del gas butano se redujo en el mes de abril, aunque los precios de los carburantes y del combustible de calefacción intensificaron su aumento en dicho mes, permaneciendo posteriormente bastante estables, hasta la última semana de mayo, cuando comenzaron a abaratarse. Esta trayectoria es acorde con la evolución de los precios internacionales del crudo y con la apreciación del euro frente al dólar registrada en los últimos dos meses. Por su parte, los precios de los alimentos —tanto elaborados como no elaborados— se aceleraron significativamente entre el primero y el segundo trimestre del año. Entre los elaborados cabe destacar el importante aumento de los precios del tabaco en abril, así como el mantenimiento de elevados ritmos de crecimiento de los precios de los aceites comestibles. Entre los alimentos no elaborados destacan el fuerte incremento del precio de la carne de ave y de los crustáceos y moluscos; además, siguen registrándose elevadas tasas de variación de los precios de frutas y hortalizas frescas.





La aceleración de los precios de consumo en España en el segundo trimestre ha venido también recogida por el índice armonizado (IAPC), y contrasta con la desaceleración ocurrida en el conjunto de la UEM en ese período, de forma que el diferencial de inflación con la zona del euro ha aumentado hasta alcanzar 1,6 puntos porcentuales en junio. La ampliación del diferencial ha cobrado más intensidad en el caso de los bienes que en el de los servicios, de forma que se ha igualado en ambos. Entre los bienes, destaca el importante aumento del diferencial de inflación de los alimentos, que, tras ser favorable a España en la media del primer trimestre, ha cambiado de signo en los últimos meses y supera los 2 puntos porcentuales (véase gráfico 22).

El índice de precios industriales (IPRI) también elevó su tasa de variación en el conjunto del segundo trimestre de 2002, alcanzando un crecimiento interanual del 0,6%, frente a la estabilidad registrada en el trimestre anterior. Sin embargo, la mayor subida de estos precios se produjo en el mes de abril, habiéndose moderado ligeramente a partir de entonces (véase gráfico 21). Por componentes, la tasa interanual de los bienes de consumo, que alcanzó un máximo del 2,8% en abril, ha descendido hasta un 2,4% en junio. Los precios de los bienes de inversión, siguiendo un perfil similar, se situaron en una tasa interanual del 1,5% en junio. Por último, el fuerte recorte de los precios de producción de energía en junio compensó la menor caída de los no intermedios no energéticos.

#### 4.4. La actuación del Estado

Las cifras publicadas de la ejecución del Presupuesto del Estado hasta el mes de junio de 2002 en el marco de la Contabilidad Nacional muestran una notable disminución del déficit en las cuentas del Estado, en comparación con el mismo período del año anterior. Sin embargo, hay que tener presente que los ingresos y los gastos del año 2002 reflejan (tanto en Contabilidad Nacional como en caja) el nuevo sistema de financiación de las Comunidades Autónomas. Aunque, en principio, estos cambios no deberían afectar al saldo en el conjunto del año, no es posible evaluar, dada la novedad del sistema, en qué medida la reducción observada del déficit en esta primera parte del año podría estar reflejando cambios en la estacionalidad de las cifras. Además, en 2002 el plazo de presentación de declaraciones positivas del IRPF se ha retrasado hasta el 1 de julio, mientras que en el año 2001 el cierre se produjo en junio, hecho que ha influido en la evolución de los ingresos y, por tanto, en el déficit.

CUADRO 3

## Estado. Ejecución presupuestaria

Millones de € y %

	Liquidación 2001	Variación porcentual 2001/2000	Presupuesto 2002	Variación porcentual 2002/2001	Liquidación ENE-MAR VARIACIÓN PORCENTUAL 2002/2001	Liquidación		
						2001	2002	Variación porcentual 8=7/6
						1	2	3
<b>1. Ingresos no financieros</b>	<b>125.187</b>	<b>5,5</b>	<b>110.620</b>	<b>-11,6</b>	<b>-9,9</b>	<b>57.281</b>	<b>47.703</b>	<b>-16,7</b>
Impuestos directos	55.697	8,3	52.084	-6,5	-9,2	23.842	19.029	-20,2
IRPF	36.469	13,4	30.967	-15,1	-12,2	18.958	14.075	-25,8
Sociedades	17.217	0,1	18.982	10,3	13,8	3.820	4.078	6,8
Otros (a)	2.012	-3,0	2.134	6,1	75,8	1.064	875	-17,7
Impuestos indirectos	53.157	3,7	45.489	-14,4	-13,6	27.324	21.772	-20,3
IVA	34.674	3,8	30.266	-12,7	-8,5	18.407	15.610	-15,2
Especiales	16.612	3,5	13.170	-20,7	-30,9	7.992	5.200	-34,9
Otros (b)	1.871	2,5	2.052	9,7	4,9	924	962	4,1
Otros ingresos	16.333	2,1	13.047	-20,1	4,3	6.115	6.902	12,9
<b>2. Pagos no financieros (c)</b>	<b>128.072</b>	<b>5,7</b>	<b>114.294</b>	<b>-10,8</b>	<b>-15,8</b>	<b>65.298</b>	<b>56.188</b>	<b>-14,0</b>
Personal	16.827	3,5	17.525	4,1	-0,8	8.446	8.692	2,9
Compras	2.554	7,7	2.320	-9,2	-19,0	1.235	1.204	-2,5
Intereses	18.264	3,1	17.736	-2,9	-16,9	11.736	10.286	-12,4
Transferencias corrientes	77.151	5,9	62.890	-18,5	-18,8	37.613	29.929	-20,4
Inversiones reales	6.461	7,1	6.978	8,0	-9,8	3.224	3.159	-2,0
Transferencias de capital	6.815	15,2	6.845	0,4	-17,9	3.044	2.918	-4,1
<b>3. Saldo de caja (3 = 1 - 2)</b>	<b>-2.884</b>	<b>18,7</b>	<b>-3.675</b>	<b>27,4</b>	<b>-48,9</b>	<b>-8.017</b>	<b>-8.485</b>	<b>5,8</b>
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL (d):								
Ingresos no financieros	126.338	5,9	—	—	-8,2	58.163	49.348	-15,2
Pagos no financieros	129.380	5,0	—	—	-18,3	62.043	51.804	-16,5
<b>Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación</b>	<b>-3.042</b>	<b>-22,3</b>	<b>-3.525</b>	<b>15,9</b>	<b>—</b>	<b>-3.880</b>	<b>-2.456</b>	<b>-36,7</b>

Fuente: Ministerio de Hacienda.

(a) Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.

(b) Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

(c) Incluye pagos sin clasificar.

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

Los datos disponibles de Contabilidad Nacional muestran una necesidad de financiación de 2.456 millones de euros (0,4% del PIB) hasta junio de 2002 para el Estado, en comparación con el déficit de 3.880 millones (0,6% del PIB) acumulado en el mismo período de 2001. Tanto los ingresos como los gastos se redujeron notablemente en comparación con el mismo período del año anterior, como consecuencia de los cambios citados en el párrafo anterior. Entre las rúbricas no afectadas por estos cambios conviene destacar, entre los otros ingresos corrientes, las tasas por la utilización del dominio pú-

blico radioeléctrico (sin contrapartida el año anterior) y el fuerte aumento en las transferencias de capital recibidas (en su mayor parte de la Unión Europea). Entre los gastos, se aprecia una cierta contención en los de funcionamiento (personal y compras), con un crecimiento inferior al del PIB nominal.

En términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta junio de 2002 (la ejecución del presupuesto de la Seguridad Social se comenta en el recuadro 3) se saldó con un déficit de 8.485 millones de euros, frente a un

CUADRO 4 Balanza de pagos: resumen (a)		
	Millones de euros	
	ENERO-ABRIL	
	2001	2002
	Ingresos	Ingresos
<b>Cuenta corriente</b>	<b>77.736</b>	<b>74.635</b>
Mercancías	44.796	44.020
Servicios	18.276	18.329
<i>Turismo</i>	9.664	9.072
<i>Otros servicios</i>	8.611	9.256
Rentas	7.960	6.304
Transferencias corrientes	6.705	5.983
<b>Cuenta de capital</b>	<b>3.157</b>	<b>2.953</b>
	Pagos	Pagos
<b>Cuenta corriente</b>	<b>81.190</b>	<b>79.951</b>
Mercancías	54.405	52.802
Servicios	11.868	12.440
<i>Turismo</i>	1.961	2.002
<i>Otros servicios</i>	9.907	10.438
Rentas	10.837	10.529
Transferencias corrientes	4.080	4.179
<b>Cuenta de capital</b>	<b>310</b>	<b>304</b>
	Saldos	Saldos
<b>Cuenta corriente</b>	<b>-3.454</b>	<b>-5.316</b>
Mercancías	-9.609	-8.782
Servicios	6.407	5.889
<i>Turismo</i>	7.703	7.070
<i>Otros servicios</i>	-1.296	-1.182
Rentas	-2.877	-4.226
Transferencias corrientes	2.624	1.804
<b>Cuenta de capital</b>	<b>2.847</b>	<b>2.649</b>

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

déficit ligeramente menor, de 8.017 millones de euros, en el mismo período de 2001. Se estima que la mayor parte de la discrepancia con las cifras de Contabilidad Nacional se debe a los derechos pendientes de cobro y a la diferencia entre los intereses pagados y devengados. Aunque tanto los ingresos como los pagos registran caídas hasta junio, la de los ingresos ha pasado a ser mayor que la de los pagos, en contra de lo que había sucedido en el primer trimestre. Así, los ingresos registraron una tasa del -16,7% (frente al -9,9% del primer trimestre), mientras que la de los pagos fue del -14% (frente al -15,8%).

Para el análisis de la evolución de los ingresos, se cuenta con datos homogéneos que in-

cluyen 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 los impuestos directos se desaceleraron sensiblemente en el segundo trimestre, reflejando la evolución seguida por la mayor parte de sus componentes. El IRPF disminuyó un 5,8% hasta junio, lo que contrasta con el crecimiento del 4,2% registrado en el primer trimestre. Esta desaceleración se debe, principalmente, al cambio de calendario para la presentación de declaraciones positivas, que se ha ampliado hasta el 1 de julio, y se ha reflejado en una caída notable de la cuota diferencial neta. Por el contrario, los ingresos por retenciones sobre rendimientos tanto del trabajo como del capital mobiliario se han acelerado con respecto al primer trimestre. Este efecto de calendario también ha afectado al Impuesto sobre el Patrimonio, aunque en cuantía mucho menor. En cuanto al Impuesto sobre Sociedades, se ha observado una notable desaceleración tras el primer pago a cuenta, pasando del 13,8% hasta el 6,8%, a finales de junio. Los impuestos indirectos, por su parte, mantuvieron prácticamente sin cambios su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre, registrando una tasa del 7,8% hasta junio (7,6% hasta marzo). El IVA se aceleró durante el segundo trimestre hasta una tasa del 9,5%, en términos homogéneos, frente al 8,7% del primer trimestre, compensando la ligera desaceleración de los impuestos especiales que, en términos homogéneos, se incrementaron un 4,2%, frente al 4,8% registrado hasta marzo.

Por el lado del gasto, se ha observado una caída del capítulo de transferencias corrientes, ligeramente superior a la prevista en los Presupuestos para el conjunto del año 2002 (reflejando el citado cambio en la financiación autonómica), siendo el único capítulo que se desacelera con respecto al primer trimestre. Destaca, por otra parte, la contención que se observa en los gastos de funcionamiento (personal y compras), que no están afectados por el nuevo sistema de financiación autonómica, y que mantienen tasas de variación inferiores a las del PIB nominal. El gasto por intereses registra una disminución sustancial, aunque debida al calendario de vencimientos de la deuda pública, por lo que cabe esperar que sigan acelerándose en los próximos trimestres. En cuanto a los gastos de capital (inversiones y transferencias), registran también sendas caídas. No obstante, cabe esperar una recuperación 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.

## RECUADRO 3

**Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social**

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 5.101 millones de euros hasta abril de 2002, inferior en 1.257 millones de euros (un 19,8%) al registrado durante el mismo período del año precedente (véase cuadro adjunto). Como en el caso del Estado, estos datos se hallan afectados por el nuevo modelo de financiación autonómica, que supone una reducción tanto de ingresos (por las transferencias que el INSALUD recibe del Estado) como de gastos (por las transferencias para financiar la sanidad y los servicios sociales asumidos). Dichas reducciones resultaron en el primer cuatrimestre de 2002 muy superiores a las previstas en el Presupuesto.

Los ingresos por cotizaciones sociales aumentaron un 5,5% hasta abril, lo que supone una apreciable desaceleración respecto a la evolución seguida en 2001 y resulta muy inferior al 8,4% previsto en el Presupuesto. Esta desaceleración se explica, en parte, por un menor crecimiento del número de afiliados a la Seguridad Social, que fue del 3% hasta junio (3,9% en el conjunto del año 2001). La otra fuente importante de ingresos, las transferencias corrientes, procedentes del Estado casi en su totalidad, registró una disminución del 73,5% hasta abril (más intensa que la presupuestada), como consecuencia del nuevo sistema de financiación de las CCAA.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas experimentó un incremento del 5,4% hasta abril, algo por debajo de lo presupuestado para el conjunto del año. El número de pensiones contributivas sigue una evolución muy moderada, situándose su tasa de crecimiento en el 0,8% hasta junio, en línea con lo previsto y ligeramente por debajo del crecimiento registrado en 2001.

Con respecto al gasto del INEM, el destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 15,9% hasta junio de 2002. Esta evolución estuvo determinada tanto por el aumento del paro registrado (un 6,9% hasta junio, frente al 0,1% en el conjunto de 2001) como por el de la tasa de cobertura, que se situó en el 72,4% hasta mayo, frente al 68,5% con que terminó el año 2001. Como consecuencia, el número de beneficiarios creció un 13,3% hasta mayo, frente al 5,9% de crecimiento medio en 2002.

Por otra parte, las cotizaciones percibidas por el INEM se incrementaron un 6,2% hasta marzo, frente al 9,4% previsto en el Presupuesto, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 0,2% en el primer trimestre, por debajo del 5,6% previsto.

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

Millones de euros y %

	Presupuesto			Liquidación ENE-ABR		
	2001 (c) 1	2002 2	% variación 3=2/1	2001 4	2002 5	% variación 6=5/4
<b>Ingresos no financieros</b>	<b>94.576</b>	<b>83.282</b>	<b>-11,9</b>	<b>34.825</b>	<b>26.555</b>	<b>-23,7</b>
Cotizaciones sociales (d)	62.618	67.852	8,4	21.783	22.987	5,5
Transferencias corrientes	30.796	14.389	-53,3	12.620	3.350	-73,5
Otros (e)	1.162	1.042	-10,4	422	219	-48,2
<b>Pagos no financieros</b>	<b>92.267</b>	<b>79.411</b>	<b>-13,9</b>	<b>28.467</b>	<b>21.455</b>	<b>-24,6</b>
Personal	14.355	6.683	-53,4	5.138	1.573	-69,4
Gastos en bienes y Servicios	8.967	4.214	-53,0	3.038	742	-75,6
Transferencias corrientes	67.514	67.615	0,1	19.978	19.065	-4,6
Prestaciones	67.063	67.615	0,8	19.949	19.065	-4,4
<i>Pensiones contributivas</i>	<i>53.047</i>	<i>56.231</i>	<i>6,0</i>	<i>15.036</i>	<i>15.841</i>	<i>5,4</i>
<i>Incapacidad temporal</i>	<i>3.557</i>	<i>4.027</i>	<i>13,2</i>	<i>1.156</i>	<i>1.195</i>	<i>3,4</i>
<i>Resto</i>	<i>10.459</i>	<i>7.358</i>	<i>-29,6</i>	<i>3.757</i>	<i>2.028</i>	<i>-46,0</i>
Resto transferencias corrientes	451	0	-100,0	30	0	-98,7
Otros (f)	1.432	899	-37,2	312	74	-76,3
<b>Saldo no financiero</b>	<b>2.309</b>	<b>3.871</b>	<b>67,7</b>	<b>6.358</b>	<b>5.101</b>	<b>-19,8</b>

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

(a) Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues no se hallan disponibles los correspondientes a las Otras Administraciones de Seguridad Social para el año 2002.

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

(c) La referencia presupuestaria toma como base para la comparación el Presupuesto para 2001, ya que aún no se dispone de la liquidación completa para dicho año.

(d) Incluye recargos y multas.

(e) Excluye recargos y multas.

(f) Minorados por la enajenación de inversiones.

#### 4.5. La balanza de pagos

En el período enero-abril de 2002, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital arrojó un déficit de 2.666 millones de euros, frente al saldo también negativo de 607 millones de euros observado en las mismas fechas del año anterior. Este deterioro se explica, fundamentalmente, por la desfavorable evolución que registraron los principales componentes del saldo por cuenta corriente, a excepción de la balanza de mercancías. El superávit de la cuenta de capital también registró una ligera disminución.

En el conjunto del primer cuatrimestre del año el déficit de la balanza comercial experimentó una reducción de 827 millones de euros (un 8,6%), en comparación con el mismo período del ejercicio anterior. Esta disminución del desequilibrio comercial se debió al menor avance del déficit en términos reales (como se ha analizado en un epígrafe anterior) y a la nueva mejora de la relación real de intercambio que tuvo lugar en el período, derivada fundamentalmente de la reducción en los precios de los productos energéticos importados.

En cuanto a los servicios, el saldo positivo acumulado en el período enero-abril se situó en 5.889 millones de euros, frente a los 6.407 millones de euros contabilizados en igual período de 2001. Este deterioro se tradujo en una caída interanual del 8,1%, que se explica por el descenso del superávit de turismo y viajes (8,2%), ya que el déficit del resto de servicios disminuyó un 8,8%. Los flujos turísticos intensificaron su desaceleración en este período, especialmente los ingresos, que registraron una caída interanual del 6,1%, en línea con la atonía de las entradas de turistas extranjeros. Por su parte, los pagos frenaron su avance hasta el 2,1%, en el conjunto del primer cuatrimestre, en línea con el debilitamiento de la confianza de los consumidores y la sustitución de turismo extranjero por turismo interior, en un contexto de inestabilidad en el plano internacional.

En el período enero-abril la balanza de rentas acentuó notablemente su deterioro, situando su déficit en 4.226 millones de euros, 1.349

millones de euros por encima del nivel registrado en las mismas fechas del ejercicio anterior. Los ingresos descendieron un 20,8%, afectados por el recorte de los flujos de inversiones en el exterior, que viene teniendo lugar desde el ejercicio anterior, asociado a la debilidad de la actividad mundial, al aumento de la incertidumbre en los mercados financieros y a las crisis sociales y políticas que atraviesan algunos países latinoamericanos. Los pagos también descendieron en este período, aunque a un ritmo menor, un 2,8%, influidos también por el debilitamiento que en 2001 acusó la inversión extranjera en España, si bien, en el ejercicio actual se observa un aumento de estos flujos, especialmente de las inversiones por no residentes en valores de renta fija así como de las colocaciones de depósitos a corto plazo.

El superávit de la balanza de transferencias corrientes se situó en 1.804 millones de euros, en el período enero-abril, lo que supone un descenso de 821 millones de euros en relación con el observado en idénticas fechas de 2001. Los ingresos retrocedieron un 10,8%, fruto de la disminución de los flujos procedentes de la UE, tanto en concepto de FEOGA-Garantía como, en mayor medida, de Fondo Social Europeo, que incorporó en el ejercicio anterior importantes adelantos a cuenta del nuevo período de programación 2000-2006. Los pagos, por su parte, reflejaron un avance moderado del 2,4%, aunque destacó el importante incremento que volvieron a reflejar los pagos por remesas de emigrantes.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 2.649 millones de euros, en el período enero-abril, 198 millones de euros por debajo del observado en el primer cuatrimestre de 2001: este descenso, que en tasas interanuales se cifró en el 7%, se explica por el retroceso que experimentaron los fondos estructurales procedentes de la UE destinados al Feoga-Orientación y al FEDER —también afectados por los anticipos ingresados en el ejercicio anterior a cuenta del nuevo período de programación 2000-2006—, mientras que los correspondientes a Fondo de Cohesión reflejaron un notable incremento.

## 5. Los flujos financieros de la economía española

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

Durante el primer trimestre de 2002, las decisiones financieras de los agentes económicos estuvieron enmarcadas en un contexto de debilidad del ciclo económico y de gran incertidumbre en torno a las pautas de recuperación de la economía internacional y a los desarrollos económicos y políticos en algunos países latinoamericanos. Este panorama, junto con la aparición de nuevos casos de irregularidades contables en empresas americanas, ha hecho que los índices de los principales mercados bursátiles hayan experimentado una volatilidad muy elevada y registren reducciones superiores al 20% en lo que va de año.

Este entorno económico y financiero de gran incertidumbre, sin embargo, no ocasionó una recuperación del ahorro financiero de los sectores privados durante el primer trimestre del año, de acuerdo con la última información disponible de las cuentas financieras trimestrales. Así, los hogares, a pesar de la desaceleración del consumo y del empleo, continuaron recibiendo un elevado volumen de recursos a través del crédito. De hecho, las *ratios* de endeudamiento, tanto de empresas como de familias, continuaron aumentando. La información provisional del segundo trimestre apunta a una suave moderación en las tasas de crecimiento de la financiación, que, no obstante, continúan en niveles comparables a los de finales de 2001. En particular, la financiación concedida al sector privado no financiero por parte de las entidades de crédito residentes creció, en términos interanuales, al 13,3% durante el segundo trimestre, freno al 13,4% a finales de 2001.

Durante el primer trimestre de 2002, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación fue ligeramente menor, 1,8% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres (5) (véase cuadro 5). Esta ligera reducción en las entradas de capital del exterior fue el resultado de un comportamiento diferenciado de los distintos sectores residentes. Las AAPP fue el único sector no financiero que registró un ahorro financiero positivo, 0,5% del PIB. En el caso de las empresas, el valor de sus operaciones financieras netas fue similar al del mismo trimestre del año anterior. Por tanto, las empresas no financieras continuaron recibiendo recursos netos de otros sectores por un importe elevado, que ascendió al 4,4% del PIB. Finalmente, los hogares presentaron un saldo deudor en sus operaciones financieras.

(5) 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

	1997	1998	1999	2000	2001				2002
					I TR	II TR	III TR	IV TR	
<b>Economía nacional</b>	<b>1,6</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,8</b>
<b>Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH</b>	<b>4,0</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,5</b>
Sociedades no financieras	-0,5	-1,2	-2,5	-3,8	-4,9	-5,3	-4,6	-4,4	-4,4
Hogares e ISFLSH	4,5	3,3	2,0	0,9	1,8	2,8	2,1	1,3	0,9
<b>Instituciones financieras</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>
<b>Administraciones Públicas</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>

## FLUJOS INTERSECTORIALES (a)

<b>Hogares e ISFLSH</b>	<b>4,5</b>	<b>3,3</b>	<b>2,0</b>	<b>0,9</b>	<b>1,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>	<b>1,3</b>	<b>0,9</b>
<i>Frente a:</i>									
Instituciones de crédito (b)	-6,7	-4,4	0,2	-0,1	-0,2	0,0	-0,5	-1,5	-2,3
Inversores institucionales (c)	10,8	7,5	0,8	0,4	1,6	2,5	3,1	4,2	3,7
<b>Sociedades no financieras</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,9</b>	<b>-5,3</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,4</b>	<b>-4,4</b>
<i>Frente a:</i>									
Instituciones de crédito (b)	-3,2	-4,3	-3,8	-6,7	-5,7	-4,4	-4,3	-3,8	-4,1
Resto del mundo	1,7	0,9	-0,8	1,7	1,0	-0,3	-0,1	-1,9	-1,9
<b>Administraciones Públicas</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>
<i>Frente a:</i>									
Instituciones de crédito (b)	1,4	1,4	1,4	2,2	0,5	-0,3	-0,8	-2,5	-0,4
Inversores institucionales (c)	-3,9	-2,6	1,7	3,9	4,1	3,8	2,9	2,6	1,4
Resto del mundo	-2,0	-1,1	-4,4	-6,0	-4,8	-4,5	-3,1	-1,8	-2,1
<b>Resto del mundo</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>
<i>Frente a:</i>									
Instituciones de crédito (b)	2,8	7,1	2,0	5,2	5,4	3,3	4,7	3,9	2,7
Inversores institucionales (c)	-2,5	-6,3	-3,6	-5,7	-5,4	-5,1	-5,0	-4,7	-3,4
Sociedades no financieras	-1,7	-0,9	0,8	-1,7	-1,0	0,3	0,1	1,9	1,9
Administraciones Públicas	2,0	1,1	4,4	6,0	4,8	4,5	3,1	1,8	2,1

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 1<sup>a</sup> Directiva bancaria.

(c) Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

ras del primer trimestre, de forma que el ahorro financiero neto se redujo hasta un valor similar al del año 2000, 0,9% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres.

La información sobre los flujos intersectoriales, presentada en la parte inferior del cuadro 5, revela que tanto los hogares como las sociedades no financieras aumentaron los recursos netos recibidos de las entidades de crédito residentes. Los hogares, además, redujeron el ahorro intermediado a través de los inversores institucionales, hasta el 3,7% del PIB, si bien, este volumen es relativamente elevado respec-

to al del período 1999-2001. Las AAPP, por su parte, continuaron aumentando el saldo deudor frente al resto del mundo, por valor del 2,1% del PIB, y reduciéndolo frente a los inversores institucionales en un 1,4% del PIB. Estos datos reflejan una continuidad en el proceso de recomposición de las carteras de renta fija de los inversores, que se inició con la introducción del euro. Asimismo, la diversificación de las carteras de activos también se manifiesta en el elevado volumen de ahorro que los inversores institucionales han canalizado al exterior, en torno a un 5% del PIB de promedio anual desde 1998 (véase recuadro 4).

RECUADRO 4

**Evolución de las carteras de los fondos de inversión españoles a partir de la introducción del euro**

El fenómeno de desregulación que ha tenido lugar en el ámbito financiero, tanto a nivel nacional como a nivel internacional —a través de la liberalización de los movimientos de capitales y los servicios financieros transfronterizos— ha propiciado la integración de los mercados estimulando una mayor competencia en este sector. Esto último, unido al gran avance que se ha producido en las tecnologías de la información, ha contribuido a aumentar el conjunto de posibilidades de inversión mediante un intenso proceso de innovación financiera.

Por su parte, la introducción del euro ha supuesto la desaparición del riesgo de cambio en las inversiones realizadas por inversores de la zona euro en cualquiera de los países que la componen. En principio, este factor promueve la internacionalización de las carteras, ya que reduce los costes de transacción y elimina los correspondientes a la cobertura del riesgo cambiario. Pero, al mismo tiempo, la desaparición de las fluctuaciones cambiarias supone una reducción del conjunto de posibilidades de inversión, lo que podría llevar a una menor diversificación entre instrumentos emitidos dentro de la zona del euro y, posiblemente, al incremento de la demanda de instrumentos denominados en monedas distintas del euro.

Como primer paso para analizar los cambios que se han producido en la composición de la cartera agregada de los fondos de inversión, conviene estudiar la distribución de la cartera por instrumentos, distinguiendo entre activos monetarios, activos de renta fija y activos de renta variable. En la parte superior del gráfico se presenta la evolución de los porcentajes que representan cada tipo de activo en la composición de la cartera. En este gráfico puede observarse cómo la inversión en activos monetarios ha ido cediendo terreno a la renta fija y variable paulatinamente. Aunque no parece que la introducción del euro haya tenido una influencia directa en la composición de la cartera por instrumentos, lo cierto es que los bajos tipos de interés que han acompañado al proceso de convergencia y las expectativas de estabilidad macroeconómica han llevado a los agentes a reducir el peso que en sus carteras tenían los activos monetarios y buscar mayores rentabilidades en los bonos y en la renta variable.

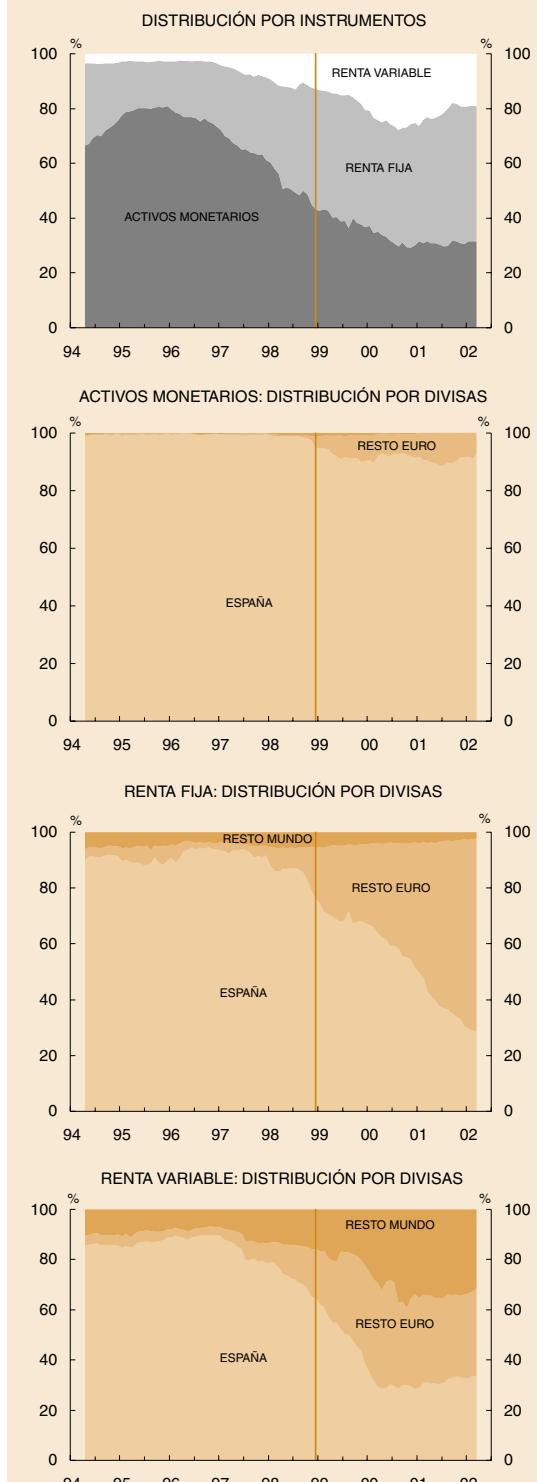
Sin embargo, como mejor se puede apreciar el efecto directo que la introducción del euro ha tenido en la composición de las carteras de los fondos es analizando las inversiones agrupadas por divisas. Para ello se ha dividido la cartera para cada instrumento en tres grupos: activos nacionales, activos emitidos en euros excluidos los nacionales y resto. En el gráfico se presenta la composición por divisas de la inversión en cada uno de los tres grupos de instrumentos.

Como puede observarse en primer lugar, en el caso de los activos monetarios, desde la introducción del euro, el porcentaje de inversión en instrumentos emitidos en euros ha pasado de ser prácticamente nulo a tener un peso cercano al 10%, que se mantiene a lo largo del período. Estos activos monetarios son básicamente *repos*, que actualmente representan un 70% de los activos monetarios nacionales.

En cuanto a la renta fija, se observa un incremento muy pronunciado de la participación de los instrumentos emitidos en euros fuera de España. Esta proporción no ha dejado de crecer desde la introducción de la moneda única, y en la actualidad supone un 70% del total de la renta fija de las carteras de los fondos, repartido prácticamente a partes iguales entre valores públicos y privados.

La inversión en renta variable, por su parte, también se ha visto afectada por la introducción del euro, observándose una importante reducción del sesgo doméstico. La inversión en renta variable emitida por residentes ha pasado a representar, tan solo, un 30% de la inversión total en renta variable de los fondos de inversión españoles, frente al 85% de media que se observaba en el período 1994-1998. En este caso, gran parte de las inversiones en renta variable se ha desplazado a países euro, aunque también se ha incrementado la participación en la cartera de renta variable de otros países desarrollados, fundamentalmente inversiones en dólares. En el primero de estos desplazamientos parece claro que la desaparición del riesgo de tipo de cambio ha desempeñado un papel fundamental, ya que ha permitido a los gestores diversificar la cartera de renta variable sin la necesidad de asumir el riesgo de tipo de cambio o de incurrir en los costes de su cobertura.

De este modo, puede concluirse que la introducción de la moneda única parece haber contribuido, en un contexto general de globalización de la actividad financiera, al proceso de diversificación de las carteras de los fondos de inversión españoles, lo que se ha traducido en una reducción del sesgo doméstico tanto en las inversiones en renta fija como en las de renta variable.

**Carteras: composición porcentual**

Fuente: CNMV.

CUADRO 6

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

% PIB

	1998	1999	2000	2001		2002 I TR
				III TR	IV TR	
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
<b>Operaciones financieras (activos)</b>	<b>9,8</b>	<b>9,6</b>	<b>8,9</b>	<b>9,0</b>	<b>7,8</b>	<b>8,0</b>
Medios de pago	3,2	4,5	1,0	0,8	1,2	2,1
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	-1,8	2,5	6,4	4,7	3,0	2,4
Acciones y otras participaciones (b)	0,0	0,1	0,5	0,3	-0,5	-0,3
Fondos de inversión	5,0	-2,2	-3,4	0,2	0,8	0,4
<i>FIAMM</i>	-1,1	-1,4	-1,4	0,7	1,3	1,4
<i>FIM</i>	6,1	-0,8	-2,0	-0,5	-0,5	-0,9
Reservas técnicas de seguros	2,4	3,3	3,4	2,6	2,8	2,6
Del cual:						
<i>Seguros de vida</i>	1,2	2,0	2,0	1,0	1,7	1,7
<i>Fondos de pensiones</i>	1,0	1,0	1,1	1,3	0,8	0,6
Resto	0,8	1,2	1,0	0,4	0,4	0,7
<b>Operaciones financieras (pasivos)</b>	<b>6,5</b>	<b>7,6</b>	<b>8,0</b>	<b>6,9</b>	<b>6,5</b>	<b>7,1</b>
Créditos de entidades de crédito residentes	5,9	6,5	6,8	5,8	5,1	5,8
Fondos de titulización	0,5	0,6	0,1	0,2	0,3	0,2
Resto	0,1	0,5	1,0	0,9	1,1	1,1
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
<b>Operaciones financieras (activos)</b>	<b>14,0</b>	<b>17,8</b>	<b>27,6</b>	<b>19,3</b>	<b>17,6</b>	<b>17,9</b>
Medios de pago	1,5	0,7	0,9	0,8	1,6	1,9
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	0,2	-0,2	1,3	0,4	0,7	0,0
Acciones y otras participaciones	3,1	8,2	14,1	8,1	4,2	4,5
Del cual:						
<i>Frente al resto del mundo</i>	2,2	6,5	10,9	7,6	3,7	3,7
Resto	9,2	9,2	11,3	10,0	11,1	11,5
<b>Operaciones financieras (pasivos)</b>	<b>15,3</b>	<b>20,3</b>	<b>31,3</b>	<b>23,9</b>	<b>22,0</b>	<b>22,3</b>
Créditos de entidades de crédito residentes	4,6	4,8	6,7	5,3	6,0	6,5
Fondos de titulización	0,2	0,4	0,9	0,9	0,8	1,0
Préstamos exteriores	1,6	3,0	3,5	3,3	3,6	2,8
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	7,2	3,9	4,0
Resto	6,2	6,4	8,4	7,0	7,6	8,0
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
<b>Financiación (c)</b>	<b>16,7</b>	<b>19,5</b>	<b>18,9</b>	<b>15,2</b>	<b>15,1</b>	<b>15,2</b>
Hogares e ISFLSH	19,3	19,6	17,3	14,0	12,3	13,4
Sociedades no financieras	14,7	19,4	20,0	16,0	17,2	16,6

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.

## 5.2. Los flujos financieros de los hogares

A lo largo del primer trimestre de 2002 los hogares recibieron recursos netos de otros sectores de la economía por un valor del 0,12% del PIB. De esta forma, el ahorro financiero de este sector interrumpió la incipiente recuperación observada

en la primera mitad de 2001 y se situó en el 0,9% del PIB, valor similar al mínimo histórico alcanzado en el año 2000 (véase cuadro 5). Como se comentaba en el Informe anterior, la ralentización del ahorro financiero de los hogares durante la segunda mitad de 2001 se explicaba, al menos en parte, por una fortaleza relativa del consumo.

Sin embargo, durante el primer trimestre de 2002 el gasto de los hogares experimentó una desaceleración que no se ha trasladado de forma equivalente a su demanda de financiación, que, por el contrario, ha continuado siendo elevada, sostenida por un nivel de tipos de interés reducido y la revalorización de la vivienda.

La adquisición de activos financieros por parte de los hogares fue ligeramente superior a la del mismo trimestre del año anterior, equivalente a un 8% del PIB, y, como ha venido ocurriendo con anterioridad, estuvo concentrada en los activos más líquidos (véanse cuadro 6 y gráfico 23). La demanda de efectivo y depósitos representó el 74% del flujo de inversión en activos financieros de los hogares. El ahorro materializado en medios de pago se incrementó hasta el 2,1% del PIB, explicado, en gran medida, por la mayor demanda de efectivo tras el proceso de canje al euro. Los depósitos de ahorro crecieron cerca de un 15%, en términos interanuales, mientras que los depósitos a plazo lo hicieron a una tasa del 7,7%, dentro de una tendencia de desaceleración. Las suscripciones netas de participaciones de fondos de inversión fueron negativas y, en términos acumulados de cuatro trimestres, alcanzaron el 0,4% del PIB. Como ocurre desde mediados de 1999, las familias continuaron vendiendo participaciones de los FIM e invirtiendo en los FIAMM en una cuantía equivalente al 1,4% del PIB. La inversión en reservas técnicas de seguros se redujo moderadamente en relación con el mismo trimestre del año anterior y se situó en el 2,6% del PIB. Finalmente, la adquisición neta de acciones y otras participaciones fue positiva y se materializó, en mayor medida, en acciones no cotizadas, reduciendo, en consonancia, el valor negativo de la inversión acumulada en cuatro trimestres hasta el -0,3% del PIB.

En relación con las operaciones de pasivo, las familias recibieron un flujo de financiación elevado, 7,1% del PIB, frente al 6,5% del trimestre anterior. La evolución por componentes indica que fue el crédito bancario el que registró un volumen más elevado, 5,8% del PIB, frente al 5,1% del trimestre anterior. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de la financiación —considerando los préstamos bancarios y la financiación intermedia por fondos de titulización— se aceleró hasta el 13,4%, frente al 12,3% del trimestre anterior (véase pro memoria del cuadro 6).

La información disponible sobre el destino del crédito concedido por las entidades residentes indica que los mayores recursos obtenidos por las personas físicas financiaron tanto inversión en vivienda como gasto en consumo. Así, los préstamos destinados a la adquisición de vivienda crecieron un 17%, frente al 16,5% de finales de 2001.

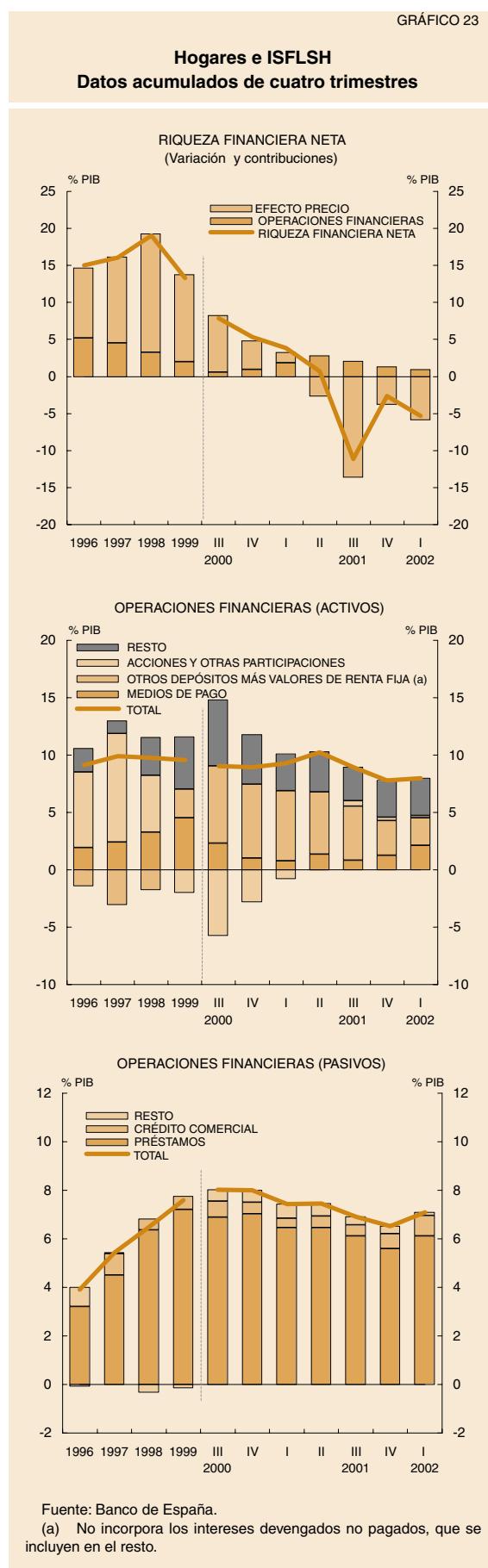
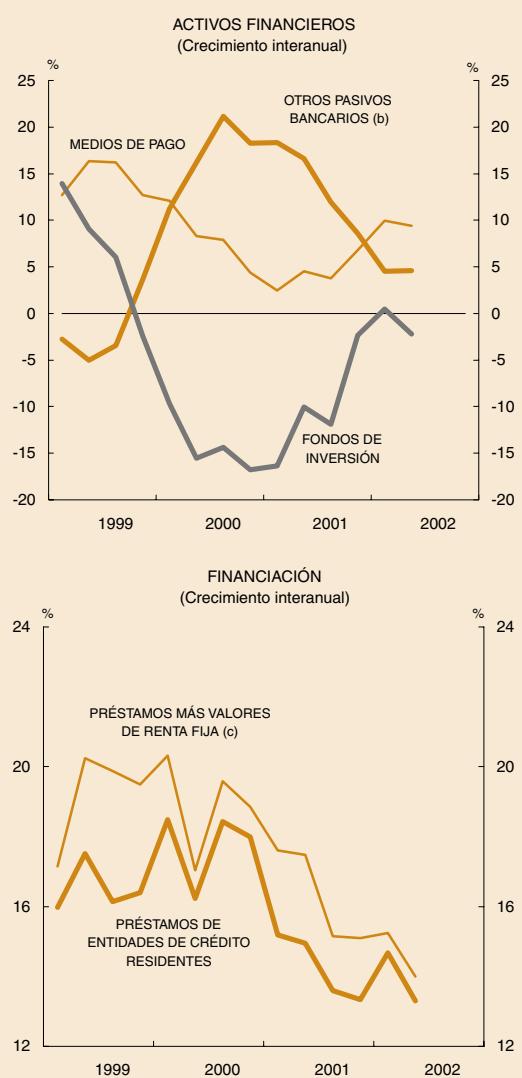


GRÁFICO 24

**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.

Diferenciando por tipo de entidad, las cajas de ahorros incrementaron su cartera de este tipo de préstamos en un 18,8%, en términos interanuales, mientras que los bancos lo hicieron en un 14,3%. Por otro lado, el crédito destinado al gasto en bienes corrientes y duraderos mantuvo tasas de crecimiento superiores al 20%, aunque su peso dentro del total de préstamos concedidos a personas físicas es reducido, inferior al 15%.

La información provisional sobre las condiciones monetarias y financieras de la economía española durante el segundo trimestre de 2002

indica escasos cambios en los procesos descritos anteriormente (6) (véase gráfico 24). Los activos más líquidos han continuado creciendo a ritmos elevados, con la peculiaridad de que los medios de pago se han desacelerado ligeramente y las tasas de crecimiento de los otros pasivos bancarios han interrumpido la tendencia descendente. Además, el valor de las tenencias de fondos de inversión ha vuelto a experimentar una variación negativa. Y, por el lado de la financiación, las entidades residentes han moderado algo la concesión de crédito al sector privado, que crece a un ritmo similar al de finales de 2001, un 13,3%.

Finalmente, en relación con la situación patrimonial de las familias hay que señalar la continua reducción de los activos netos del sector como consecuencia del crecimiento de sus pasivos y la pérdida de valor de las tenencias de acciones y participaciones de fondos de inversión. La riqueza financiera neta se situó en el 115,5% del PIB, frente al 135% en el cuarto trimestre de 1999. Del mismo modo, el nivel de deuda sobre el PIB y sobre el valor de su cartera de activos más líquidos y de menor riesgo volvió a incrementarse, alcanzando el 50,5% y 47,6% respectivamente (véase gráfico 25).

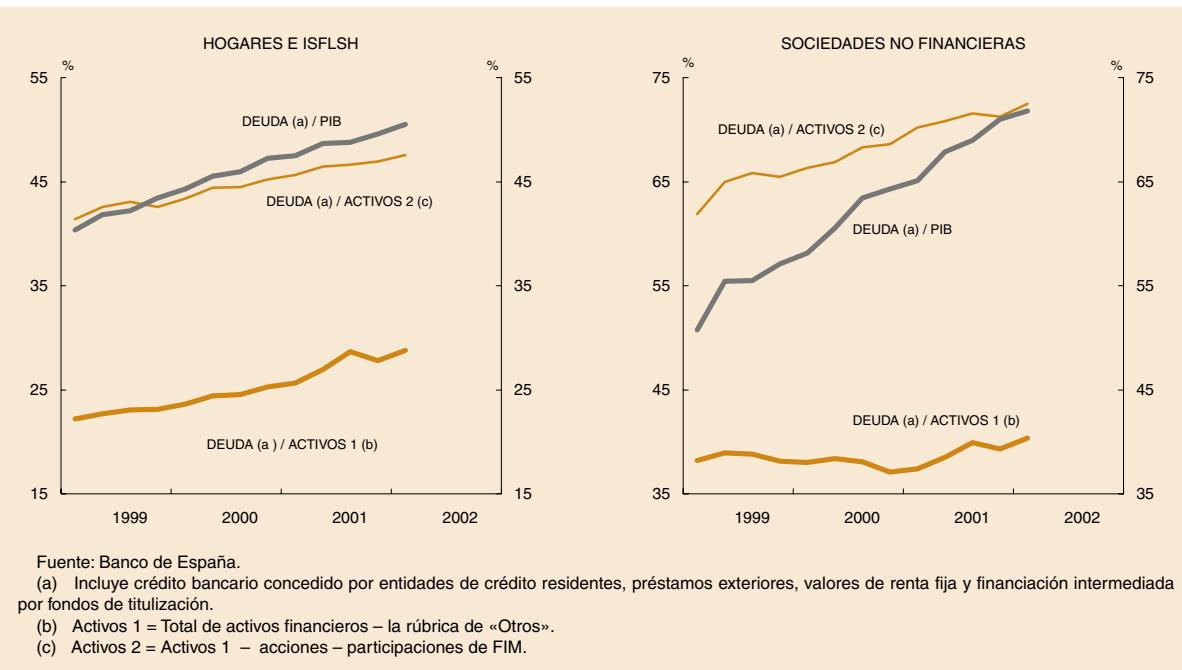
### 5.3. Los flujos financieros de las sociedades no financieras

De enero a marzo de 2002, el saldo de las operaciones financieras de las sociedades no financieras fue similar al del mismo trimestre del año anterior (-1,8% del PIB), de forma que en términos acumulados de cuatro trimestres sus necesidades financieras netas alcanzaron el 4,4% del PIB. Como se comentó en informes anteriores, estas necesidades de financiación responden a la menor capacidad de la empresas para generar recursos internos, ya que tanto la inversión doméstica como en el exterior se han desacelerado significativamente (véase gráfico 26).

La inversión en activos financieros experimentó un ligero aumento en relación con el mismo trimestre del año anterior y se situó en el 17,9% del PIB. Este incremento se materializó, en primer lugar, en una mayor inversión en medios de pago, que alcanzó el 1,9% del PIB, si bien, la demanda de otros activos líquidos, recogidos en la partida de otros depósitos y valores de renta fija, se redujo considerablemente (véase cuadro 6). Además, la adquisición de acciones, cotizadas y no cotizadas, fue algo

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

GRÁFICO 25

**Ratios de endeudamiento**

más positiva, 4,5% del PIB, frente al 4,2% del trimestre anterior. Y, finalmente, la inversión en los activos agrupados bajo la rúbrica *resto* en el cuadro 6 alcanzó el 11,5%, frente al 11,1% del trimestre anterior, como consecuencia de un volumen de crédito comercial más elevado.

Por lo que respecta a las operaciones de pasivo, las empresas no financieras aumentaron los recursos obtenidos hasta el 22,3% del PIB. La financiación obtenida a través de préstamos y valores distintos de acciones se desaceleró en su conjunto, y fue el resto de instrumentos del pasivo el que experimentó un mayor crecimiento. Los préstamos de entidades residentes y la financiación intermediada por fondos de titulización aumentaron considerablemente, 7,5% del PIB, frente al 6,8% en el trimestre anterior. La emisión de valores de renta fija continuó siendo muy reducida, 0,1% del PIB. Y fueron los préstamos del exterior los que registraron una importante desaceleración, lo que podría ser un indicio de la menor apelación a la financiación por parte de las grandes empresas. Los recursos a través de los préstamos exteriores alcanzaron el 2,8% del PIB, frente al 3,6% en el trimestre previo. De esta forma, el crecimiento interanual de la financiación concedida a las sociedades se situó en el 16,6%, lo que supone una ligera desaceleración (véase pro memoria del cuadro 6). El resto de instrumentos del pasivo empresarial experimentó un ligero aumento. Así, la emisión de acciones y otras participaciones alcanzó el 4% del PIB, concentrándose en acciones no cotizadas, y los restantes

instrumentos, incluidos en la rúbrica *resto* del cuadro 6, alcanzaron el 8% del PIB, influidos por el aumento del crédito comercial.

La información sobre la distribución del crédito de entidades residentes por actividades productivas indica que la aceleración de los préstamos se observó en todas las ramas de actividad. El principal componente, el crédito para el sector servicios, incrementó su tasa de crecimiento desde el 12,1% a finales de 2001, hasta al 13,6%. Mientras tanto, los préstamos dirigidos a la industria crecieron un 8,6% y los destinados a la construcción un 12,1%.

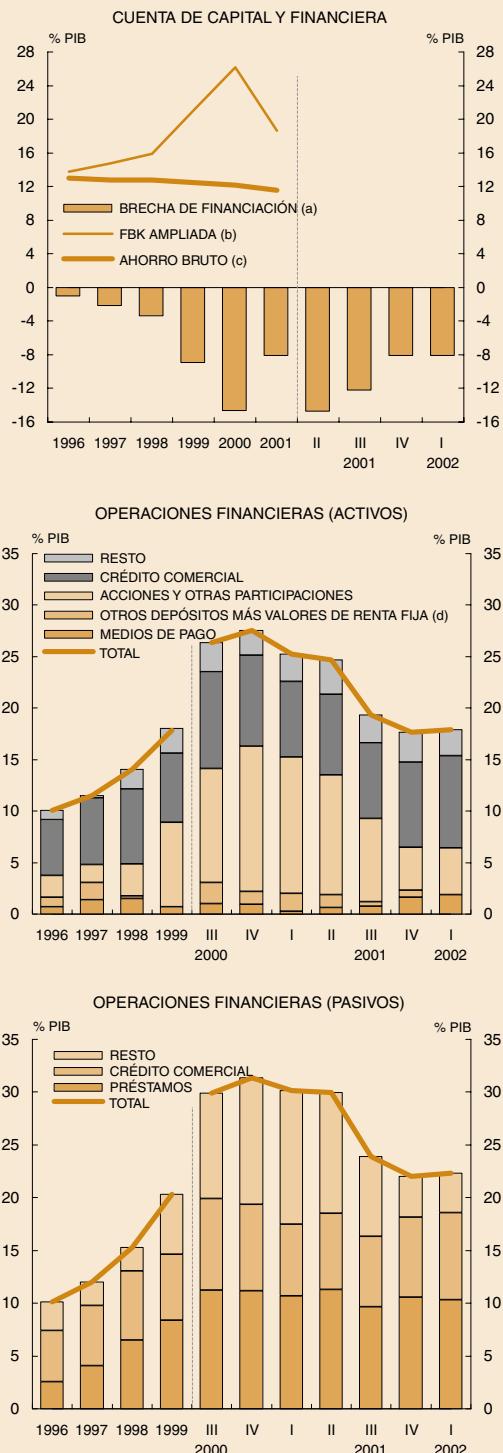
Aunque el volumen de financiación —total préstamos y valores distintos de acciones— experimentó una ligera desaceleración durante el primer trimestre de 2002, su crecimiento continúa siendo elevado en relación con el crecimiento económico. En consecuencia, el endeudamiento del sector, medido con la ratio de deuda sobre el PIB, se mantuvo dentro de una senda creciente, alcanzando el 71,8%. El valor de esta deuda en relación con la cartera de activos financieros de las empresas se incrementó aún más, hasta el 40,3%, dada la pérdida de valor de las tenencias de acciones.

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

El saldo positivo de las operaciones financieras de las AAPP durante el primer trimestre de

GRÁFICO 26

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

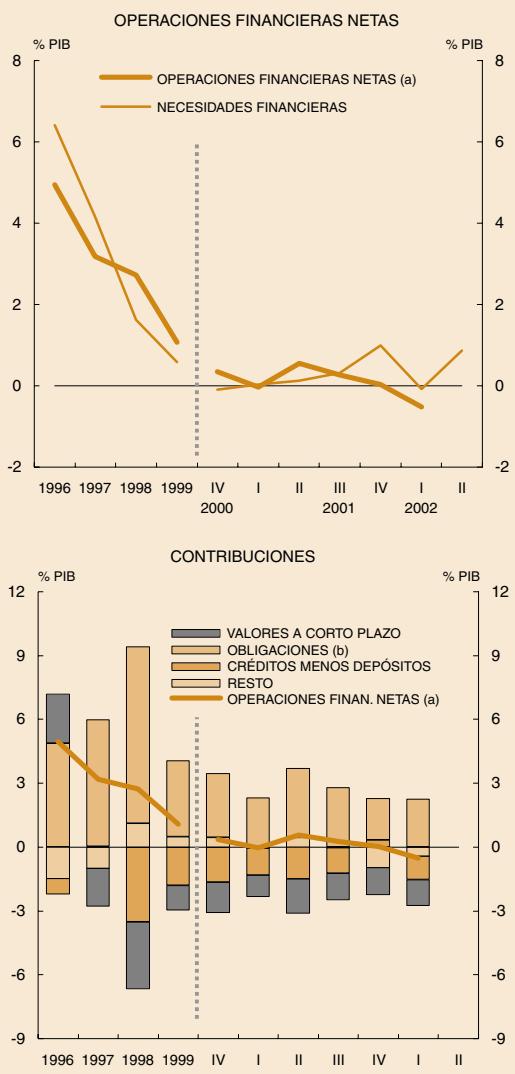


Fuente: Banco de España.

- (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.

2002 fue más elevado que el del mismo trimestre del año anterior. En términos acumulados de cuatro trimestres, esta mejora hizo que su ahorro financiero se situara en el 0,5% del PIB (véase gráfico 27).

Durante el primer trimestre del año, el Tesoro realizó una nueva emisión de obligaciones a 15 años por valor de 5 mm de euros, de forma que, en términos acumulados de 4 trimestres, el saldo de bonos y obligaciones de las AAPP se incrementó un 2,26% del PIB, frente al 1,27% del trimestre anterior. Las emisiones de valores a corto plazo, por su parte, fueron reducidas y, acumulando cuatro trimestres, las

CUADRO 7

## Operaciones financieras de la nación. Datos acumulados de cuatro trimestres

% PIB

	1998	1999	2000	2001	2002	
				III TR	IV TR	
<b>Operaciones financieras netas</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,8</b>
<b>Operaciones financieras (activos)</b>	<b>12,3</b>	<b>14,8</b>	<b>24,5</b>	<b>16,4</b>	<b>10,8</b>	<b>8,8</b>
<b>Oro y DEG</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Efectivo y depósitos</b>	<b>3,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-3,8</b>
Sistema crediticio	0,0	3,7	2,5	-0,5	-2,8	-3,3
Otros sectores residentes	3,2	-2,0	0,4	0,1	0,1	-0,6
<b>Valores distintos de acciones</b>	<b>3,4</b>	<b>2,8</b>	<b>3,8</b>	<b>6,0</b>	<b>7,1</b>	<b>7,4</b>
Sistema crediticio	-1,4	-0,9	-0,3	1,0	2,0	2,3
Otros sectores residentes	4,7	3,7	4,1	5,1	5,1	5,2
<b>Acciones y otras participaciones</b>	<b>4,3</b>	<b>9,8</b>	<b>15,1</b>	<b>8,1</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>
Sistema crediticio	0,4	0,7	1,7	0,3	-0,1	-0,4
Otros sectores residentes	3,9	9,0	13,4	7,8	3,8	3,5
Del cual:						
Sociedades no financieras	2,2	6,5	10,9	7,6	3,7	3,7
<b>Créditos</b>	<b>1,4</b>	<b>0,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,1</b>
Sistema crediticio	0,2	-0,2	0,5	0,7	0,8	0,6
Otros sectores residentes	1,2	0,9	2,2	2,0	1,9	1,5
<b>Operaciones financieras (pasivos)</b>	<b>11,8</b>	<b>15,9</b>	<b>27,0</b>	<b>18,4</b>	<b>12,7</b>	<b>10,6</b>
<b>Depósitos</b>	<b>5,9</b>	<b>4,1</b>	<b>6,7</b>	<b>5,0</b>	<b>2,8</b>	<b>1,1</b>
Del cual:						
Sistema crediticio	5,9	4,1	6,8	5,0	2,8	1,1
<b>Valores distintos de acciones</b>	<b>1,0</b>	<b>5,4</b>	<b>7,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>
Sistema crediticio	0,2	0,9	0,8	0,6	0,6	0,8
Administraciones Públicas	1,0	4,3	5,7	3,0	1,6	1,7
Otros sectores residentes	-0,2	0,2	0,5	0,4	0,9	0,8
<b>Acciones y otras participaciones</b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>	<b>9,1</b>	<b>5,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>
Sistema crediticio	0,1	0,3	1,7	0,4	0,5	0,2
Otros sectores residentes	2,8	3,6	7,4	5,3	3,0	3,5
<b>Créditos</b>	<b>2,2</b>	<b>3,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,4</b>	<b>3,8</b>
Administraciones Públicas	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Otros sectores residentes	2,1	3,7	4,4	4,0	4,3	3,7
<b>Otros neto (a)</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,3</b>

Fuente: Banco de España.

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

amortizaciones alcanzaron el 1,25% del PIB. Los recursos netos obtenidos con las emisiones contribuyeron al aumento de los depósitos (netos de préstamos) en un 1,09% del PIB. Durante el primer trimestre, además, continuó el traspaso de la cartera de deuda pública desde los inversores institucionales hacia los no residentes, cuyas tenencias de bonos y obligaciones representan ya algo más del 50% del saldo total emitido.

La información provisional correspondiente al segundo trimestre indica un nuevo incremento de los fondos obtenidos a través de valores. Las emisiones netas de bonos y obligaciones se han destinado, en menor medida, a la amortización de valores a corto plazo y, en consecuencia, el indicador de *necesidades financieras*, que recoge la apelación de las AAPP a los mercados financieros y constituye una aproximación al ahorro del sector, se incrementa has-

CUADRO 8

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

% PIB

	1997	1998	1999	2000	2001	2002 (b)
<b>Economía nacional</b>	<b>-20,9</b>	<b>-21,6</b>	<b>-22,3</b>	<b>-20,6</b>	<b>-22,4</b>	<b>-23,0</b>
<b>Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH</b>	<b>-10,8</b>	<b>-8,6</b>	<b>-8,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,7</b>
Sociedades no financieras	-17,1	-14,8	-16,3	-8,5	-9,3	-9,6
Hogares e ISFLSH	6,3	6,2	7,6	7,6	7,5	7,9
<b>Instituciones financieras</b>	<b>6,9</b>	<b>4,8</b>	<b>6,9</b>	<b>5,1</b>	<b>4,6</b>	<b>3,4</b>
Instituciones de crédito (c)	2,4	-5,4	-7,5	-12,5	-14,6	-15,4
Inversores institucionales (d)	4,6	10,7	15,0	18,4	20,7	20,7
Resto de instituciones financieras	-0,1	-0,4	-0,6	-0,8	-1,6	-1,8
<b>Administraciones Públicas</b>	<b>-17,0</b>	<b>-17,9</b>	<b>-20,5</b>	<b>-24,8</b>	<b>-25,2</b>	<b>-24,8</b>

Fuente: Banco de España.

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

(b) Datos del primer trimestre.

(c) Definido según la 1ª Directiva bancaria.

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

ta el 0,87% del PIB en el segundo trimestre del año (véase gráfico 27).

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

Entre enero y marzo de 2002 el saldo de las operaciones financieras de la nación fue algo menos negativo que el del mismo trimestre del año anterior (-0,50% del PIB), de forma que las entradas de capital procedentes del exterior alcanzaron el 1,8% del PIB, en términos acumulados de 4 trimestres (véase cuadro 7). Como venía ocurriendo en los últimos trimestres, los flujos de adquisición neta de activos financieros y de pasivos exteriores continuaron reduciéndose, concentrándose, además, en aquellos instrumentos de mayor liquidez y menor riesgo, dentro del contexto de gran incertidumbre en los mercados de capitales.

La adquisición neta de activos exteriores alcanzó el 8,8% del PIB, frente al 10,8% del trimestre anterior. Tanto las entidades de crédito como los *otros sectores residentes* redujeron sus tenencias de depósitos exteriores. La inversión en valores continuó concentrándose en títulos de renta fija. Así, la adquisición de valores distintos de acciones se incrementó hasta el 7,4% del PIB, mientras que la compra de acciones fue menor, un 3,1% del PIB, frente al 3,7% del trimestre anterior. Las instituciones financieras fueron las que llevaron a cabo esta menor inversión en acciones, ya que las sociedades no financieras mantuvieron un flujo de inversión del 3,7% del PIB. De acuerdo con la información de la Balanza de Pagos, la inversión en el exterior con carácter permanente, inversión directa, se redujo en más de un 50% res-

pecto a la realizada en el mismo trimestre del año anterior. Y, en particular, la financiación entre empresas relacionadas experimentó una reducción más intensa que la inversión directa materializada en acciones y otras participaciones. Los préstamos concedidos por las sociedades no financieras al exterior alcanzaron el 1,5% del PIB, frente al 1,9% del año 2001.

El volumen de las operaciones de pasivo con el exterior también fue menor, 10,6% del PIB, frente al 12,7% en el trimestre anterior. Esta disminución fue el resultado, principalmente, de la menor inversión en depósitos por parte de los no residentes y de una reducción en los préstamos exteriores recibidos por las sociedades no financieras. Sin embargo, la inversión de los no residentes en valores experimentó un moderado aumento respecto al mismo trimestre del año anterior, y se materializó, de forma especial, en inversiones directas. Como resultado, el signo de los flujos de inversión directa se volvió negativo, es decir, la inversiones directas del exterior en España superaron las de España en el exterior. La última información disponible de la Balanza de Pagos, que se refiere al mes de abril, indica cierta continuidad en estas pautas.

Como resultado de las operaciones financieras con el exterior y de la evolución del precio de los activos financieros y del tipo de cambio, el saldo deudor de los activos netos exteriores experimentó un incremento. La mejora de la posición de las AAPP no compensó el deterioro de los activos netos exteriores de las instituciones de crédito (véase cuadro 8).

30.7.2002.