

---

# Informe trimestral de la economía española

## 1. Rasgos básicos

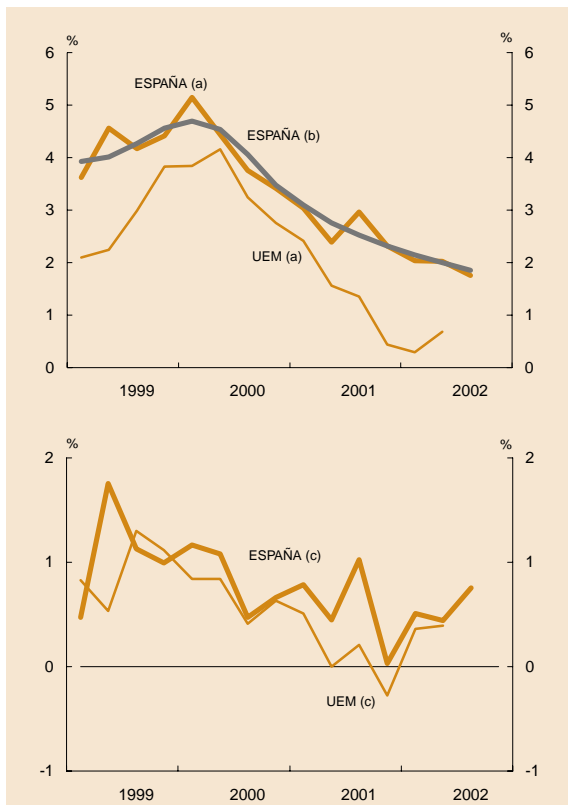
Los datos recientes sobre la evolución del entorno económico internacional son relativamente contradictorios, sin que acabe de alcanzarse el punto de giro cíclico que vuelva a situar a la economía mundial en una senda de crecimiento sostenido. Los mercados financieros han estado sometidos a una gran incertidumbre y dan muestras de una acusada inestabilidad, reflejando tanto las tensiones geopolíticas como los malos resultados de algunas economías o sectores empresariales, o la falta de confianza en ellos. Los indicadores reales han sido, en términos generales, más favorables, sobre todo aquellos relacionados con el consumo, mientras que los indicadores de opinión denotan un mayor pesimismo, que se manifiesta en la atonía de la inversión. En esta situación, la falta de dinamismo sigue siendo la característica de los mercados mundiales. Las políticas económicas han conservado un tono expansivo y los bajos tipos de interés vigentes han supuesto un estímulo para algunos componentes del gasto de las familias, cuyas rentas reales se están viendo sostenidas, en algunos casos, por la actuación de las Administraciones Públicas, y, en otros, por las bajas tasas de inflación o por el crecimiento del empleo.

En este entorno internacional, la economía española ha mantenido un ritmo de crecimiento continuado, que sigue basándose, primordialmente, en el gasto de las familias y, en menor medida, en el del sector público, a la vez que se aprecia un aumento de los flujos comerciales con el resto del mundo. Las tasas de variación de la serie del PIB real de la economía española ajustada de estacionalidad muestran una cierta variabilidad, tal como se aprecia en el gráfico 1. Se ha estimado que la tasa intertrimestral, calculada sobre esta serie, se habrá recuperado en el tercer trimestre con respecto a los valores registrados en los trimestres precedentes, hasta alcanzar el 0,8%, aproximadamente. No obstante, dado el perfil del año anterior, la tasa de crecimiento interanual podría haberse situado en torno al 1,8%, por debajo del 2% que mantuvo durante el primer semestre del año. Las series de ciclo-tendencia, al ser mucho más estables, muestran un perfil más sostenido, según el cual, la economía española habría estabilizado su ritmo de crecimiento interanual a lo largo del año en curso en unos valores que se mueven próximos al 2%, tasa que, si no se producen cambios significativos en las pautas de crecimiento actuales, podría ser la que terminara registrándose en el promedio de 2002.

En esta coyuntura, el crecimiento del empleo ha tendido a moderarse y se ha recuperado ligeramente la productividad aparente del trabajo. Los costes unitarios laborales se han de-

GRÁFICO 1

Producto interior bruto



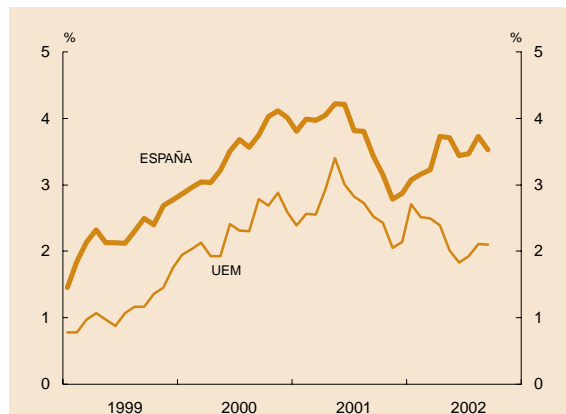
Fuentes: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.  
 (a) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.  
 (b) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ciclo-tendencia.  
 (c) Tasas de variación intertrimestrales,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

sacelerado ligeramente y los excedentes empresariales de algunas ramas productivas siguen siendo elevados, sin que haya disminuido el ritmo de crecimiento de los precios. De hecho, la tasa de crecimiento interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) en el promedio del tercer trimestre ha sido igual a la del trimestre precedente, del 3,6%, y se ha mantenido igualmente estable, en 1,5 puntos porcentuales, el diferencial de inflación con el conjunto de países de la UEM.

La información disponible sobre la economía de Estados Unidos para el tercer trimestre de 2002 se mueve dentro de los márgenes de incertidumbre a los que se ha hecho referencia. La mejora del mercado laboral, la baja tasa de inflación y los reducidos tipos de interés han estimulado algunos componentes del consumo privado, mientras que los indicadores de opinión y los datos sobre inversión empresarial siguen estando notablemente depri-

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.

midos, a pesar de que las ganancias de productividad y el descenso de los costes han permitido una mejora en los márgenes de algunos sectores empresariales. El déficit por cuenta corriente ha seguido aumentando y el tipo de cambio del dólar se ha estabilizado, mientras que el notable déficit que están acumulando las cuentas públicas se extenderá más allá de este ejercicio.

El tono deprimido que se aprecia en los mercados internacionales está afectando a algunas economías. Este es el caso de Japón —cuya incipiente recuperación vuelve a verse lastrada por el retroceso de las exportaciones, a pesar de la depreciación de su moneda—, de otras zonas asiáticas y de algunos de los países del centro y este de Europa. En este último caso, sin embargo, se trata de economías que, en muchos casos, se encuentran ya próximas a su integración en la Unión Europea, lo que les confiere un notable dinamismo. No es así en el caso del área latinoamericana, donde a los problemas económicos que arrastran algunos países se ha añadido la incertidumbre política de otros, así como las dificultades que se acumulan sobre esta zona en momentos de tensión de los mercados financieros internacionales.

La falta de estímulo exterior está retrasando la recuperación de la zona euro. Los indicadores de confianza siguen en niveles bajos y no hay indicios de recuperación en la inversión empresarial, por lo que es el consumo privado —junto con el público— el componente de la demanda en el que se asienta el modesto crecimiento del área. Los últimos datos denotan una ralentización en el ritmo de aumento del consumo, que ya era patente en las cifras de la

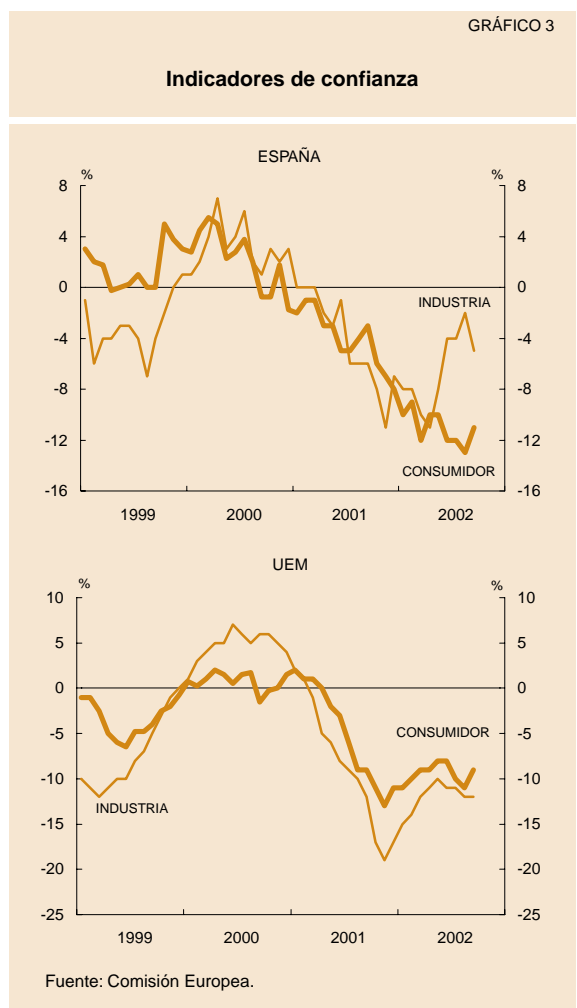
Contabilidad Nacional del segundo trimestre, lo que puede explicarse por las pérdidas de riqueza que han acumulado las familias y por la desaceleración del empleo. Aunque se espera que la productividad del trabajo se haya recuperado y se modere el fuerte crecimiento de los costes unitarios laborales del primer trimestre, el crecimiento de los márgenes empresariales sigue siendo bastante reducido.

La evolución del IAPC del conjunto de la zona en el transcurso del año refleja, básicamente, las fluctuaciones de los precios energéticos y de los alimentos no elaborados, manteniendo los componentes más estables del índice un ritmo de crecimiento más sostenido y elevado. La tasa interanual del agregado IPSEBENE en el tercer trimestre, del 2,5%, es inferior en solo una décima a la que se registró en el trimestre precedente.

En esta situación, el BCE ha mantenido inalterados los tipos de interés de intervención fijados el pasado mes de noviembre, a la vez que las expectativas bajistas se iban extendiendo por todos los mercados y disminuían los tipos bancarios y la rentabilidad de la deuda. El crecimiento de los agregados monetarios ha tendido a flexionar ligeramente y el ritmo de aumento de la financiación al sector privado se encuentra estabilizado ligeramente por encima del 5%. Las bolsas de valores han acentuado sus pérdidas a partir de los meses del verano y el tipo de cambio del euro frente al dólar, en fin, no ha experimentado cambios importantes.

La evolución, más desfavorable de lo previsto, de la actividad económica ha llevado a varios Estados miembros a registrar desequilibrios presupuestarios superiores a los objetivos establecidos en sus Programas de Estabilidad y Crecimiento. En algunos casos, el pulso débil de la economía, junto con la insuficiente consolidación fiscal aplicada en la anterior fase expansiva del ciclo han propiciado la aparición de déficit que podrían situarse próximos o superar en el año en curso el límite establecido en el Tratado de la Unión Europea, y dificultar el logro de saldos equilibrados en el horizonte previsto. Es altamente deseable que el cumplimiento, por parte de estos países, de los ajustes estructurales acordados recientemente a instancias de la Comisión Europea permita a sus finanzas públicas adquirir en breve una posición compatible con la disciplina fiscal que exige el adecuado funcionamiento de la UEM.

La tasa de crecimiento real estimada para la demanda nacional de la economía española en el tercer trimestre de 2002 coincide con la avanzada para el PIB, el 1,8% en términos interanuales, esperándose una contribución de la

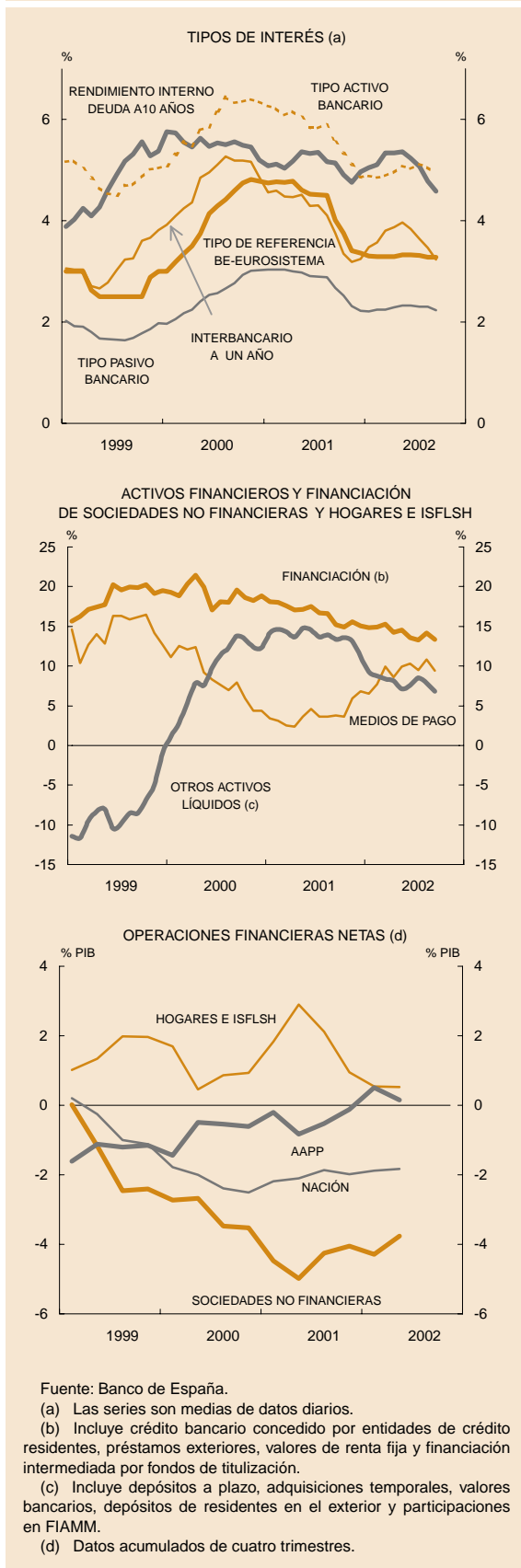


demanda exterior neta ligeramente negativa. La evolución reciente de la demanda nacional ha estado condicionada, en parte, por los movimientos de la variación de existencias estimados por el INE. Si se prescinde de estos movimientos, difíciles de valorar con la escasa información existente, se aprecia que la desaceleración de la demanda en el segundo trimestre del año fue una consecuencia, básicamente, de la pérdida de ritmo del consumo de los hogares, mientras que ahora, en el tercer trimestre, ha sido la inversión en equipo el componente que ha acusado una nueva caída en su tasa de avance. Tanto la inversión en construcción como el consumo privado han mantenido en estos últimos meses un comportamiento más estable, con tasas de variación interanuales similares a las registradas en el período precedente.

El crecimiento del consumo en el tercer trimestre, a pesar de las pérdidas de riqueza financiera y del clima de desconfianza que reflejan las encuestas, se explica, en cierta medida, por el aumento de la renta disponible real, al que siguen contribuyendo, por una parte y de

GRÁFICO 4

**Indicadores financieros de la economía española**



forma destacada, la evolución del empleo —a pesar de su desaceleración—, y por otra, la actividad de las Administraciones Públicas. Las ganancias de riqueza no financiera —asociadas al incremento de los precios de la vivienda— y los bajos tipos de interés vigentes han contribuido también al sostenimiento del consumo, siendo muy limitada, por el momento, la recuperación de la tasa de ahorro.

El crecimiento de las rentas familiares —presente y previsto— ha sostenido el aumento de la inversión en vivienda, que se ha beneficiado también de las expectativas de revalorización, en un contexto de fuertes caídas en las cotizaciones bursátiles y de condiciones de financiación muy favorables. En la última encuesta del Ministerio de Fomento, referida al segundo trimestre, se aprecian algunos síntomas de pérdida de impulso en el crecimiento de la inversión residencial privada, como consecuencia, posiblemente, de los altos niveles de precios ya alcanzados. La fortaleza de la inversión en construcción durante el tercer trimestre ha seguido contando con la importante contribución de la obra civil, tanto la pública como la realizada por empresas privadas.

Las condiciones monetarias expansivas en las que se desenvuelve la economía española han impulsado el gasto de las familias y han elevado sus niveles de endeudamiento. Los datos provisionales de las Cuentas Financieras del segundo trimestre reflejan que la capacidad de financiación de los hogares españoles se encuentran en niveles muy bajos y la información parcial del tercer trimestre no parece que vaya a alterar significativamente esta situación. De hecho, el crecimiento de la financiación al sector privado no financiero aumentó en agosto un 14,2%, ligeramente por encima de la tasa del segundo trimestre, confirmando, en ambos casos, la creciente fortaleza de la financiación otorgada a las familias, mientras que se está desacelerando la dirigida a las empresas.

La descomposición de los datos de crédito al sector privado por finalidades muestra también, lógicamente, estas pautas de comportamiento. El crédito familiar para la compra de viviendas mantiene ritmos de crecimiento del 17%, mientras que el destinado al consumo lo hace en torno al 14% y con tendencia a la desaceleración. Esta pérdida de ritmo es aún más patente en el caso del crédito concedido a las empresas no financieras, sobre todo para actividades industriales y, en menor medida, de servicios, ya que el crédito para la financiación de las actividades del sector de la construcción sigue expandiéndose.

Otro rasgo destacado de la evolución de la economía española durante el tercer trimestre de 2002 ha sido la recuperación de los flujos del comercio de bienes con el resto del mundo. Los datos de los meses de julio y agosto muestran una notable recuperación de la exportación en prácticamente todas las áreas, con la excepción importante del continente americano, mientras que, por el lado importador, destacan las compras de bienes de consumo e intermedios, manteniéndose el tono deprimido en la importación de bienes de equipo. Aunque es necesario esperar los datos de los próximos meses para ver si, en un momento de notable atonía de los mercados mundiales, estas pautas se consolidan, el hecho de que el índice de valor unitario de las exportaciones haya registrado tasas de variación negativas en estos meses da una idea del esfuerzo que están realizando las empresas exportadoras para aumentar sus ventas en esta coyuntura tan poco favorable y de la compresión de márgenes que ello supone, dado el crecimiento de los costes unitarios laborales.

Si la mejora en los niveles de competitividad es un elemento esencial para que la economía española pueda beneficiarse de la esperada recuperación de los mercados mundiales, el mantenimiento de tasas de crecimiento del empleo positivas es un factor fundamental para que se siga avanzando en el proceso de convergencia real con los países de nuestro entorno, en esta fase baja del ciclo. Y para ello es preciso, por una parte, intensificar los procesos de liberalización y fomentar la eficiencia en el funcionamiento de los mercados, de forma que los crecimientos salariales, las ganancias de productividad y el ritmo de aumento de los precios se acomoden a los que prevalecen en los países más avanzados de nuestro entorno. En este sentido, resulta preocupante que, tal como se destacaba al principio de esta introducción, se mantenga un diferencial elevado en el ritmo de crecimiento del IAPC en relación con el de los países de nuestro entorno, diferencial que, en el promedio del tercer trimestre, ha rondado el punto porcentual en el caso de los bienes industriales no energéticos y casi el punto porcentual y medio en el caso de los servicios. La generalización de las cláusulas de revisión salarial en la negociación colectiva española puede llegar a dificultar seriamente la corrección de estos diferenciales.

Y es preciso, también, que la política fiscal siga manteniendo su compromiso con la estabilidad macroeconómica. En este sentido, la ejecución presupuestaria a lo largo de trimestre ha seguido evolucionando de acuerdo con el objetivo de equilibrio presupuestario para el conjunto de las AAPP en 2002, tal como se había establecido en la última Actualización del Programa de Estabilidad, y que se ha confirmado recientemente en el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para el 2003.

En el transcurso de este último trimestre se observa, sin embargo, un cierto debilitamiento en los ingresos impositivos y, en particular, del IVA, que contrasta con el dinamismo que había mantenido este impuesto en la primera parte del año, así como un crecimiento de las cotizaciones sociales notablemente inferior al del año pasado. Esta desaceleración se ha compensado parcialmente por el incremento de la imposición directa y, sobre todo, por la fuerte aceleración del impuesto de sociedades, que obedece, sin embargo, a un cambio en la normativa del impuesto, que solo afectará a la recaudación de este ejercicio. Por el lado del gasto, se mantiene el dinamismo de las prestaciones sociales, mientras que los gastos de funcionamiento avanzan a ritmos moderados, inferiores a los del PIB nominal. El avance de liquidación de los ingresos y gastos del Estado para el conjunto del ejercicio supone una intensificación de los ritmos de caída de ingresos y gastos en los meses que quedan del año.

En cuanto a los objetivos de política fiscal para el año 2003, el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado estima que el saldo de las operaciones no financieras de las Administraciones Públicas se mantendrá nuevamente equilibrado y ello responderá a la consecución de posiciones de equilibrio de los distintos niveles de Gobierno, de acuerdo con las directrices de la Ley de Estabilidad Presupuestaria. En la elaboración de estos Presupuestos se han tenido en cuenta la entrada en vigor, el próximo año, de la reforma del IRPF y el funcionamiento pleno del nuevo sistema de financiación autonómica, elementos, ambos, que incidirán, sin duda, en la ejecución presupuestaria del próximo año. El esfuerzo de coordinación entre los distintos niveles de gobierno de las Administraciones Públicas deberá reforzarse, ante los cambios recientemente aprobados en el Sistema de Financiación de las Corporaciones Locales.

## 2. El entorno exterior del área del euro

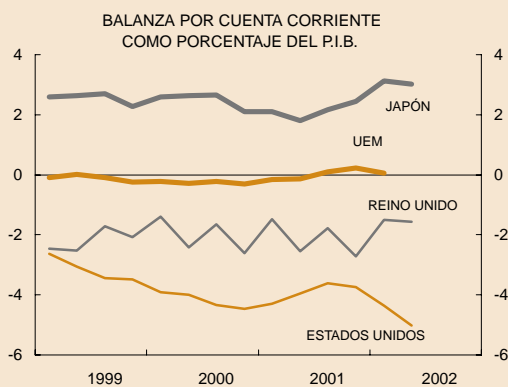
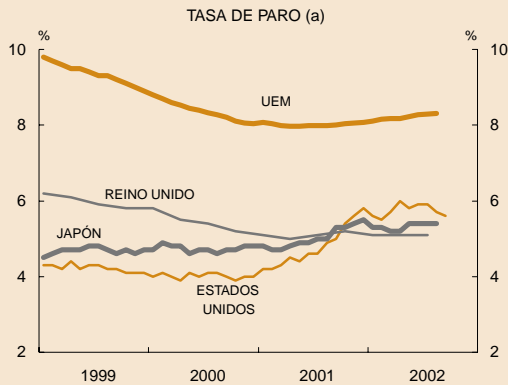
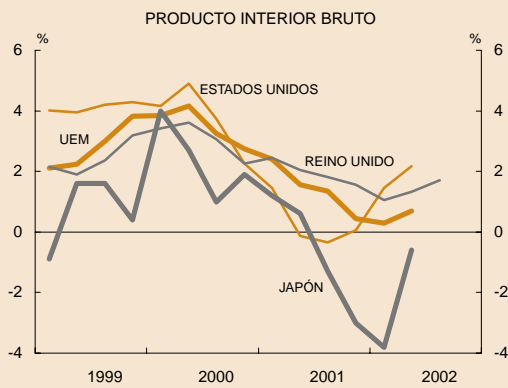
La economía mundial ha proseguido la senda de crecimiento durante el tercer trimestre de 2002, si bien a un ritmo más moderado, a raíz de la desaceleración de la demanda de importaciones en los EEUU. De forma paralela, las rebajas de las perspectivas de crecimiento en otras regiones han acentuado el protagonismo de la economía norteamericana en la coyuntura actual. Las dudas relativas a la fortaleza de la recuperación económica en los EEUU —centradas en la divergencia entre los indicadores reales, por un lado, que son en su mayoría más positivos, y los financieros y de opinión, mucho más negativos, por el otro—, junto con los riesgos geopolíticos existentes, se han traducido en un incremento de la aversión al riesgo y en tensiones de los precios del petróleo.

En los mercados financieros se han producido fuertes pérdidas en la renta variable, en un entorno de marcada volatilidad, así como en los bonos de alto riesgo, al tiempo que descendían significativamente las rentabilidades de la deuda soberana de las economías avanzadas, que han actuado como refugio ante la elevada incertidumbre. En los mercados cambiarios, se ha detenido el proceso de depreciación del dólar, y se aprecia una consolidación de los niveles alcanzados en la actualidad, con fluctuaciones en un rango estrecho. Por su parte, la vulnerabilidad de la economía japonesa ha propiciado una reversión, a finales del trimestre, de la tendencia a la apreciación del yen. En los mercados emergentes se ha intensificado la diferenciación entre la deuda soberana latinoamericana, cuyo deterioro ha sido significativo, aunque con grandes diferencias dentro de la región, y el resto de economías emergentes, cuya evolución ha sido más positiva. De la misma manera, la mayoría de las monedas latinoamericanas han seguido depreciándose, a diferencia de la tendencia estable o a la apreciación de las monedas de otras zonas emergentes.

En los EEUU, el PIB del segundo trimestre se saldó con un crecimiento del 1,3% trimestral anualizado, impulsado nuevamente por el consumo (que creció un 1,8%) y, sobre todo, por las existencias, que aportaron 1,31 puntos porcentuales al crecimiento del producto. Estos datos muestran una desaceleración de la actividad en relación con el primer trimestre, que parece haberse revertido en el tercero. Conforme a los indicadores parciales disponibles, se ha producido una mejora moderada en el consumo y en la inversión en bienes de equipo en el tercer trimestre, aunque también ha habido datos negativos, como los sucesivos descensos del indicador compuesto adelantado y los últimos datos de ventas al por menor y de producción industrial, con sendas disminuciones mensuales en sep-

GRÁFICO 5

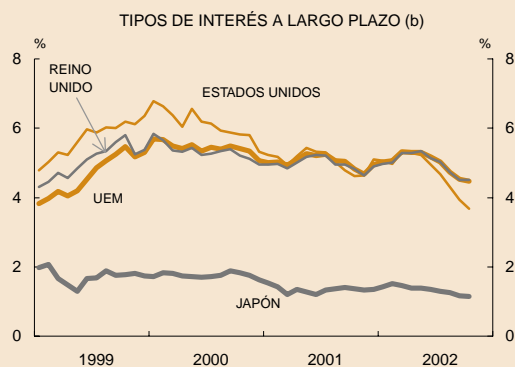
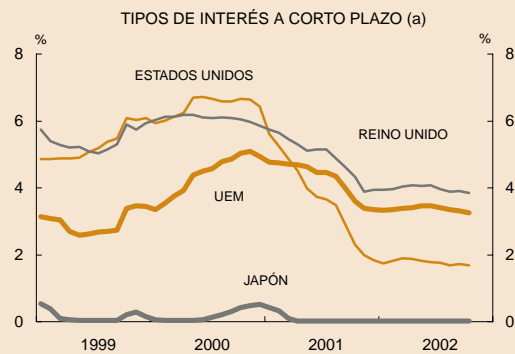
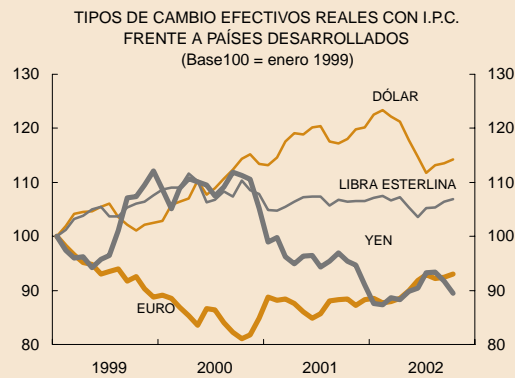
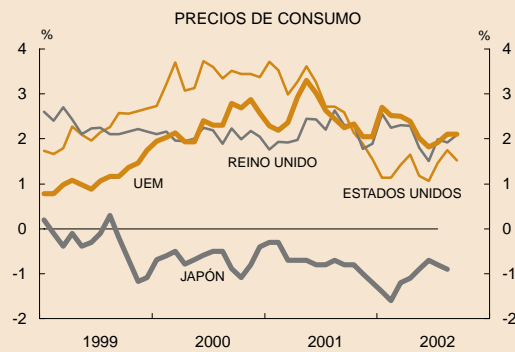
**Principales indicadores macroeconómicos**  
**Tasas de variación interanuales**



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

GRÁFICO 6

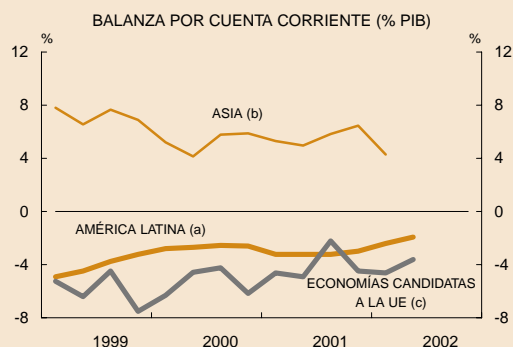
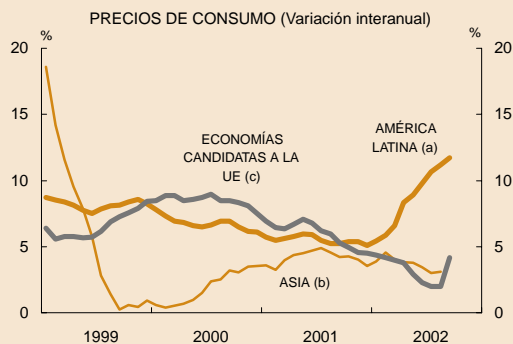
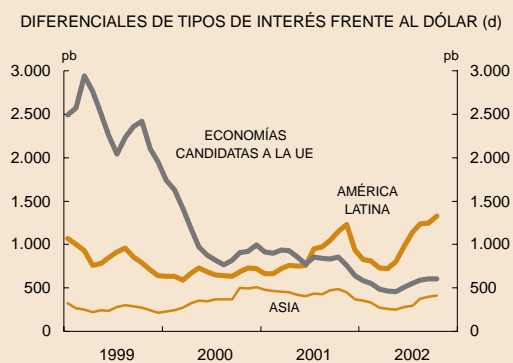
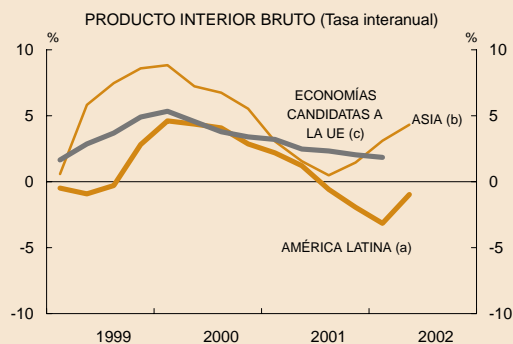
**Precios, tipos de cambio real y tipos de interés**



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.

tiembre (-1,2% y -0,1%, respectivamente). Esta evolución ha venido acompañada de un deterioro significativo de los indicadores de opinión de consumidores y, en menor medida, de empresarios. El índice de confianza del consumidor del *Conference Board* ha bajado hasta los niveles del pasado diciembre, y el de la Universidad de Michigan, a los inmediatamente posteriores al 11-S. Esta divergencia entre los indicadores de gasto y los de opinión es característica de los últimos meses, y parece relacionada con la inestabilidad bursátil y los riesgos geopolíticos mencionados anteriormente.

No obstante, sigue existiendo un conjunto de factores que sostienen la economía. El sector inmobiliario continúa registrando un dinamismo notable, y en el mercado de trabajo se aprecian indicios positivos, basados en el aumento de las horas trabajadas en relación con trimestres anteriores y en la reducción en el número de peticiones de prestaciones por desempleo. Adicionalmente, los avances en la productividad y en la contención de costes han sido capaces de moderar los costes laborales unitarios —de modo que los márgenes empresariales se han recuperado— sin incidir negativamente sobre los salarios reales, gracias, entre otros factores, a la moderación de la inflación (1,5% anual en septiembre). Ello ha contribuido, por el lado de las empresas, al aumento de los beneficios y a la disminución de la dependencia financiera —fenómeno que ha propiciado una cierta recuperación de los mercados bursátiles en octubre—, y, por el lado de las economías domésticas, a la mejora de las rentas reales, todo lo cual se traduce en recursos crecientes para invertir y consumir.

El déficit por cuenta corriente continuó aumentando y alcanzó durante el segundo trimestre el 5% del PIB, al tiempo que la política fiscal expansiva y el crecimiento del gasto en seguridad harán que en 2002 se incurra, por primera vez desde 1997, en un déficit público anual del 1,5%, que muy probablemente aumentará en los años siguientes.

En *Japón*, tras registrarse en el segundo trimestre un crecimiento positivo del 0,6% intertrimestral, se ha vuelto a producir una ralentización de la actividad, a causa de la paulatina desaceleración del crecimiento de las exportaciones, lo que cuestiona la incipiente recuperación económica. Por el lado de la oferta, la evolución de la demanda externa ha incidido negativamente sobre el sector manufacturero, a tenor de los indicadores de producción industrial y de expectativas empresariales. De forma paralela, los indicadores de consumo muestran un ritmo de actividad débil e irregular en la mayoría de los casos. En este contexto, se man-



tienen las presiones deflacionistas (la inflación anual se sitúa en el  $-0,9\%$ ) y continúa la atonía del mercado laboral, ya que la estabilidad reciente de la tasa de paro en el  $5,4\%$  de la población activa responde, básicamente, al descenso gradual de la población activa, producido por el desánimo de los trabajadores en búsqueda de empleo.

Las incertidumbres acerca de la evolución de la economía japonesa se han traducido en una corrección bursátil significativa, especialmente en el sector bancario. Ello ha llevado al Banco de Japón a instrumentar un plan de compras de acciones en poder de las entidades bancarias, al tiempo que el Gobierno ha aplazado el levantamiento de la plena garantía de los depósitos a la vista, previsto para abril del próximo año, y ha anunciado nuevas medidas de reestructuración del sistema bancario y un paquete antideflacionista, cuyos detalles deberían hacerse públicos en breve.

En el *Reino Unido*, la economía creció un  $0,6\%$  en el segundo trimestre de 2002 ( $1,3\%$  interanual), impulsada por el consumo privado ( $1,4\%$  trimestral) y las exportaciones ( $3,5\%$  trimestral). Entretanto, la formación bruta de capital fijo cayó por sexto trimestre consecutivo, esta vez un  $0,1\%$ . En el tercer trimestre de 2002, los indicadores económicos señalan nuevamente la divergencia entre una demanda interna relativamente robusta, en especial el consumo privado (las ventas al por menor de agosto crecieron un  $5\%$  interanual), y un sector industrial que no termina de recuperarse (la producción industrial en agosto cayó un  $3,5\%$  interanual). El dato preliminar confirma la recuperación, con un crecimiento intertrimestral del  $0,7\%$  ( $1,7\%$  interanual). La evolución del mercado laboral está contribuyendo a sostener el dinamismo del consumo, ya que la tasa de paro ha permanecido estable en el  $5,2\%$ , al tiempo que los salarios han mantenido un crecimiento interanual en torno al  $4\%$ , por encima de la inflación, que se mantiene en niveles moderados ( $2,1\%$ ). El comportamiento de los precios de consumo contrasta con el intenso crecimiento de los de la vivienda, que supera el  $20\%$  interanual.

En los países del *centro y este de Europa*, la noticia más relevante ha sido la recomendación de la Comisión Europea, el 9 octubre, de que diez de los países candidatos concluyan las negociaciones de adhesión este año, de manera que puedan incorporarse a la UE en 2004. En cuanto al resto de países aspirantes, la Comisión ha señalado como posible fecha de adhesión para Bulgaria y Rumanía el año 2007, mientras que no ha puesto fecha para las negociaciones con Turquía. Por lo que se refiere a la

evolución económica, en general se ha asistido a una ligera ralentización del crecimiento, consecuencia de la falta de dinamismo de la demanda externa. Los factores que sostienen la actividad son, básicamente, la demanda interna y la instrumentación de políticas fiscales discrecionales de carácter expansivo, que ha propiciado el aumento de los déficit por cuenta corriente. Esta evolución limita el grado de flexibilidad fiscal necesario para absorber los futuros costes de la ampliación y dificulta la consolidación de las cuentas fiscales necesaria dentro de la UE. Por países, la incidencia negativa de las inundaciones en la *República Checa* —junto con la fuerte apreciación de su moneda— se ha traducido en una ligera reducción de las perspectivas de crecimiento para este año y en un aumento del déficit público. En *Polonia*, la recuperación está siendo muy débil, a pesar de la fuerte reducción de tipos de interés oficiales, a causa de la atonía de la demanda externa y del estancamiento de la inversión y la producción industrial. En *Turquía* la situación se ha estabilizado relativamente, a la espera de las elecciones parlamentarias de noviembre, y ha continuado la mejora en los indicadores económicos, al tiempo que se satisfacen de forma estricta las condiciones del programa del FMI.

En *América Latina*, la recuperación no solo está siendo más lenta de lo esperado, sino que está sufriendo una reversión en algunos países, como Brasil y Venezuela, a causa de la incertidumbre de carácter político y financiero. El entorno externo también incide negativamente sobre la capacidad de crecimiento de la región, por la elevada aversión al riesgo global y las dudas sobre la economía estadounidense, factores que interaccionan con las vulnerabilidades intrínsecas de algunas economías latinoamericanas. En *Argentina*, los indicadores económicos reflejan una cierta estabilización del sector real (la caída del PIB se suavizó en el segundo trimestre hasta el  $13,6\%$  interanual), que aún se sustenta, sin embargo, sobre bases muy frágiles. Se ha avanzado en la normalización del sistema bancario, con medidas como la liberación parcial de los depósitos a plazo fijo (el llamado «corralón») y el inicio de un nuevo programa de canje voluntario de depósitos por bonos. No obstante, sigue sin definirse un plan global de reestructuración del sistema financiero y todavía no se ha resuelto definitivamente el conflicto entre el poder legislativo y el judicial. Estas incertidumbres han complicado el proceso de negociación con el FMI, necesario para facilitar la estabilización de la economía argentina.

En *Brasil*, la incertidumbre política ha continuado durante el tercer trimestre, en la antea-lta de las elecciones, celebradas a final de octu-

bre. Esto se ha reflejado en un incremento sustancial del riesgo soberano y en una acusada depreciación del tipo de cambio, que han alcanzado máximos históricos en ambos casos. Dicha situación no solo genera tensiones fiscales, sino que también ha determinado una actitud más activista de las autoridades monetarias, reflejada en medidas orientadas a restringir la liquidez y en el incremento del tipo de intervención en 300 pb. En el plano económico, los indicadores muestran una recuperación más lenta de lo previsto, sujeta a riesgos a la baja derivados del deterioro de las condiciones financieras y de la elevada incertidumbre.

En otros países latinoamericanos, entre los que cabe destacar México y Chile, la evolución ha sido más positiva. No obstante, a diferencia de trimestres anteriores, en *Méjico* se ha asistido también a un ligero deterioro de las varia-

bles financieras, vinculado a la inestabilidad en Brasil y a la incertidumbre sobre la marcha económica de los EEUU. Aunque los indicadores continúan mostrando una recuperación gradual de la economía, hay señales de cierta desaceleración ligadas al sector exportador. Las autoridades han procedido a restringir el tono de la política monetaria, a la vista de la relativa resistencia a la baja de la inflación. En *Chile*, se ha confirmado la ralentización del crecimiento, aunque permanece en niveles superiores al resto de la región, y las perspectivas están sujetas a la evolución del entorno global, dado su amplio grado de apertura y la atonía de su demanda interna. En el resto de países, destaca, en el lado positivo, *Perú*, cuya economía ha estado creciendo hasta agosto, en promedio, un 4,1% interanual, si bien la debilidad de la inversión cuestiona la sostenibilidad de la coyuntura expansiva.

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

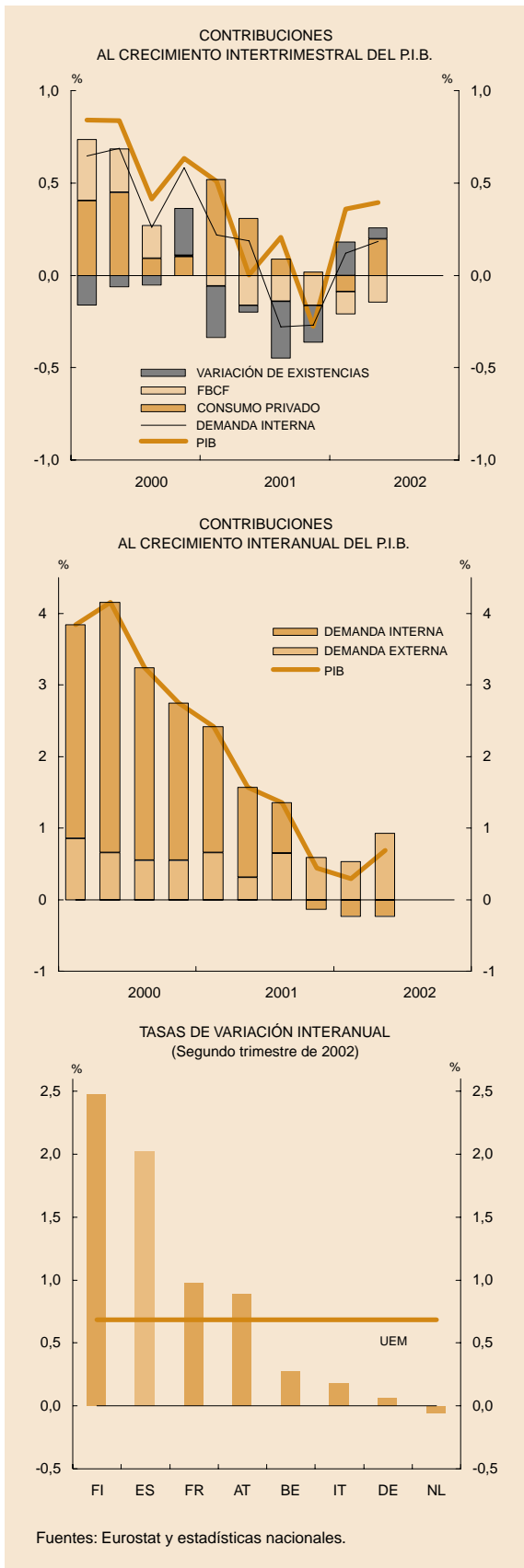
La evolución de la economía de la zona del euro a lo largo del tercer trimestre ha venido condicionada por el entorno económico y financiero internacional, que se ha caracterizado por una importante revisión a la baja de las cotizaciones bursátiles y por una elevada incertidumbre. Estos factores se han traducido en un retroceso de la confianza y en un repunte significativo del precio del petróleo, lo que, a su vez, ha conducido a que la demanda interna y el PIB del área presenten un dinamismo menor del esperado a principios de año. Así, la mayor parte de los organismos internacionales han revisado a la baja sus previsiones de crecimiento del PIB de la UEM para los años 2002 y 2003 en relación con las publicadas en primavera. En este contexto de debilidad de la demanda, las perspectivas de inflación han mejorado ligeramente, a pesar de que el aumento de los precios del petróleo y las inundaciones han impulsado al alza la tasa de inflación en los meses de verano. Por el lado de la política fiscal, se ha producido un deterioro de los saldos presupuestarios en un gran número de países, que solo se explica, parcialmente, por el funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Finalmente, en este contexto de incertidumbre sobre el vigor de la recuperación de la economía y de cierta mejora de las perspectivas sobre la tasa de inflación, el Consejo de Gobierno del BCE no ha alterado el tono de su política monetaria en las reuniones celebradas, de manera que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se sitúa en la actualidad en el 3,25%, invariante desde noviembre de 2001.

#### 3.1. Evolución económica

De acuerdo con la segunda estimación de la contabilidad nacional de la UEM del segundo trimestre de 2002, el PIB creció un 0,4% en términos intertrimestrales, la misma tasa registrada en el período anterior. En términos interanuales, esta relativa estabilidad de la actividad se tradujo en un aumento del producto del 0,7%, cuatro décimas por encima del observado en el trimestre precedente (véase gráfico 8). Por primera vez desde mediados de 2001, la demanda interna, excluidas existencias, registró una tasa intertrimestral positiva, aunque muy moderada, del 0,1%. Ello se debió a la recuperación del consumo privado, que compensó el menor ímpetu del consumo público. La formación bruta de capital fijo presentó una tasa negativa del 0,7%, similar a la del trimestre anterior. La reducción intertrimestral de la formación bruta de capital fijo por sexto trimestre consecutivo situó la tasa interanual alrededor del -3%, como resultado de un comportamiento algo más deprimido de la

GRÁFICO 8

PIB en la UEM



inversión en equipo que de la construcción. El sector exterior tuvo una contribución ligeramente positiva al crecimiento del producto, del 0,2%, que, aunque coincide con la observada en el primer trimestre del año, es consecuencia de una importante recuperación tanto de las exportaciones como de las importaciones en relación con los trimestres anteriores. Finalmente, la variación de existencias registró por segundo trimestre consecutivo una aportación positiva de una décima al crecimiento económico, marcando el inicio del proceso de acumulación de inventarios, tras más de un año de contribuciones negativas.

Los datos de la contabilidad nacional por países ponen de manifiesto situaciones cíclicas diferenciadas. Así, entre los países que disponen de contabilidad nacional trimestral, el crecimiento interanual del PIB en Alemania, Italia, Holanda y Bélgica fue casi nulo en el segundo trimestre del año, mientras que en Francia y Austria alcanzó el 1%, y en España y Finlandia se situó en el 2% o por encima. A grandes rasgos, estas diferencias en las tasas de crecimiento del PIB vienen determinadas por la evolución de la demanda interna, ya que el comportamiento de la demanda externa y de la contribución de existencias presenta pautas más homogéneas entre los grupos de países señalados. En particular, los países que más crecen son aquellos en los que el consumo es más dinámico y la formación bruta de capital fijo ha retrocedido en menor medida.

La estabilidad en la tasa de crecimiento de la actividad económica en el segundo trimestre del año 2002 es el resultado de una relativa desaceleración de las ramas industriales y de un mayor dinamismo de los servicios. A su vez, la debilidad de la actividad productiva a lo largo de los últimos trimestres se ha traducido en una paulatina reducción del ritmo de creación de empleo, que se estancó en el segundo trimestre del año. En todo caso, la evolución del producto y del empleo a lo largo de este período supuso una cierta recuperación de la productividad aparente del trabajo, que volvió a mostrar tasas de variación interanual ligeramente positivas.

La información disponible más reciente del área del euro relativa al tercer trimestre apunta a una pausa en el proceso de recuperación de la actividad económica. En particular, los indicadores de confianza de la Comisión Europea y las encuestas de directores de compras de los sectores manufacturero y servicios alcanzaron en el tercer trimestre valores inferiores a los del segundo, con lo que se interrumpió la senda ascendente iniciada a finales del pasado año. El indicador de opiniones de la CE referido a la

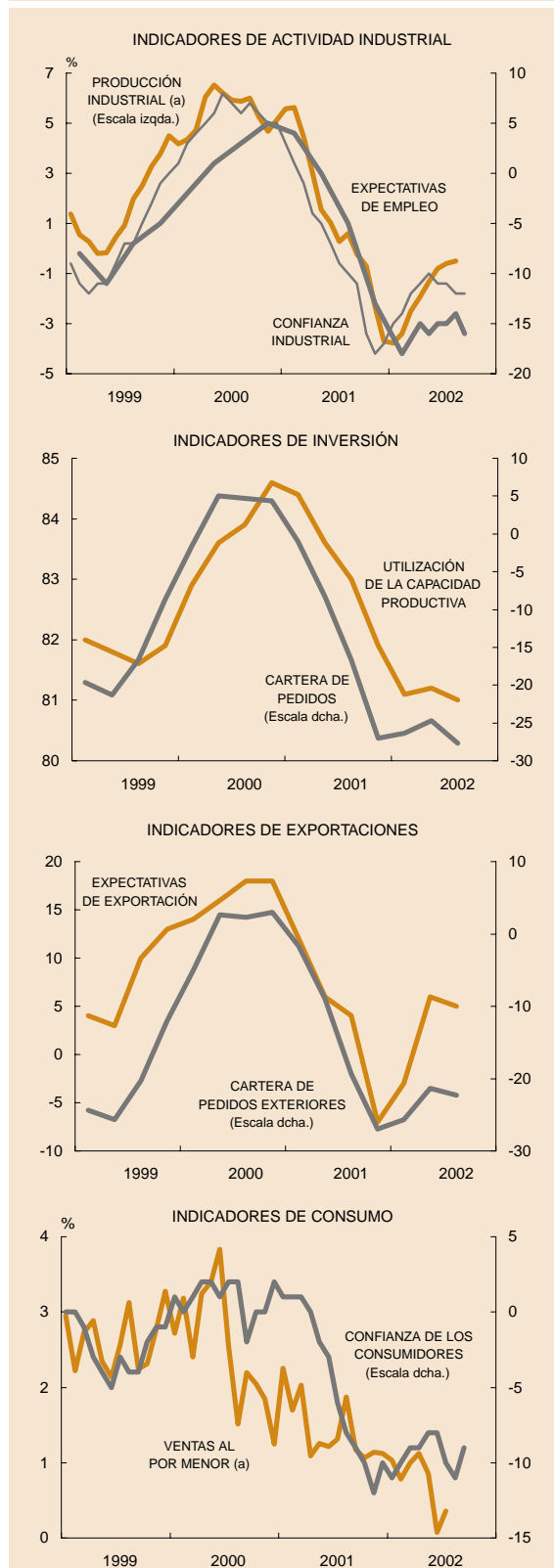
construcción también ha perdido dinamismo en los meses de verano. Por su parte, el índice de producción industrial moderó en el período julio-agosto su tasa de avance (véase parte superior del gráfico 9).

Desde la óptica de la demanda, los indicadores de consumo no han ofrecido signos tan definidos de desaceleración a lo largo de los meses de verano como los que reflejan los indicadores de actividad. Así, aunque la confianza de los consumidores registró un retroceso en el período julio-septiembre, el dato de septiembre supuso un avance, tras el empeoramiento de agosto, vinculado a unas perspectivas algo más favorables sobre la situación general de la economía (véase gráfico 9). De acuerdo con la misma encuesta, el indicador de confianza de los minoristas inició en los meses de verano un leve proceso de mejora, que parecen corroborar los datos disponibles, todavía incompletos, de ventas al por menor para el área en su conjunto. Por otra parte, el indicador de matriculaciones de automóviles mostró una recuperación en el tercer trimestre, aunque la tasa interanual todavía es negativa. Por el lado de la inversión, los datos disponibles no muestran un cambio de la tónica de debilidad que caracteriza a este agregado. Indicadores como la cartera de pedidos en la industria o las expectativas de producción de la encuesta de confianza de la CE mostraron un retroceso en los meses de verano, tras el avance que habían registrado anteriormente. A su vez, la utilización de la capacidad productiva se ha mantenido prácticamente estancada durante los últimos trimestres. El panorama se torna todavía algo más negativo en el sector de la construcción, donde, según las encuestas de opinión elaboradas por la Comisión Europea, las carteras de pedidos se deterioraron notablemente en el tercer trimestre. Por otra parte, la fragilidad de la recuperación de la demanda mundial puede estar afectando a la evolución de las ventas al exterior. Así, la cartera de pedidos industriales procedentes del exterior empeoró en el tercer trimestre en relación con el segundo, lo que confirmó la tendencia apuntada por el registro del indicador de expectativas de exportación de la encuesta trimestral de la industria a principios del período analizado.

Por lo que se refiere al mercado de trabajo, los indicadores de empleo procedentes de las encuestas de opinión empresarial presentan una evolución desfavorable en el tercer trimestre del año, especialmente en los sectores de construcción y de servicios, que, sin embargo, apenas se ha reflejado en la cifras de desempleo. Así, la tasa de paro solo ha repuntado una décima respecto al trimestre anterior, hasta el 8,3%.

GRÁFICO 9

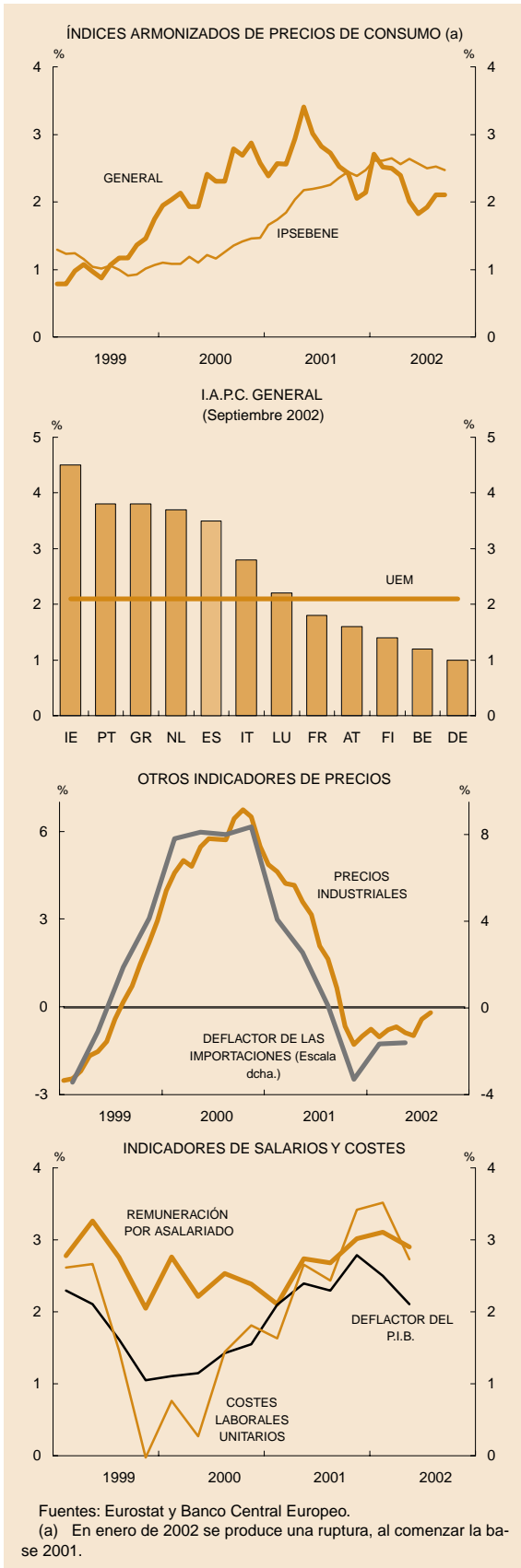
UEM. Indicadores reales



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

GRÁFICO 10

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



En síntesis, el panorama expuesto apunta a un crecimiento del producto en el tercer trimestre similar o ligeramente inferior al del primer semestre, dentro del intervalo de crecimiento estimado por la DG-ECFIN (0,2%-0,5%) para dicho período. Por el lado del gasto, es previsible que se repita, o incluso se incremente, la aportación positiva de la demanda interna, junto con una menor contribución de la demanda exterior. No obstante, la caída de los precios bursátiles y el clima de elevada incertidumbre están dificultando una sólida recuperación del gasto privado. En particular, la pérdida de valor de la riqueza financiera de las familias está afectando a la evolución del consumo, con lo que cabe esperar una ligera recuperación de su tasa de ahorro. Además, la trayectoria descendente de las cotizaciones —que ha venido acompañada del aumento de las primas de riesgo de la deuda privada— ha encarecido y dificultado la financiación de las empresas. A su vez, el deterioro de los márgenes y el elevado nivel de incertidumbre sobre la situación política internacional y sobre la intensidad de la recuperación están provocando que las empresas pospongan sus decisiones de adquisición de bienes de capital.

Los distintos indicadores de precios del área han mostrado un ligero aumento a lo largo del tercer trimestre, debido, en gran medida, a la subida del precio del petróleo y a los efectos de las inundaciones en Europa Central sobre las cosechas. Por lo que respecta a la determinación de los precios interiores, solo se dispone de información de los costes laborales unitarios de algunos países integrantes de la UEM hasta el segundo trimestre de 2002, según la cual estos han crecido algo por encima del 2,5% en ese período, en términos interanuales. Esto supone una notable moderación respecto a las tasas observadas en los trimestres previos, que superaban el 3%, como consecuencia de la recuperación de la productividad antes mencionada. Por consiguiente, dado que el deflactor del PIB aumentó en igual período un 2,1%, los márgenes han registrado una nueva contracción, aunque inferior a la del trimestre precedente. En el recuadro 1 se analiza la evolución del empleo y de los costes en la actual fase de recuperación.

En cuanto a la evolución de los precios de consumo, en septiembre, la inflación de la UEM, medida en términos de la tasa de variación interanual del IAPC, se situó en el 2,1%, tres décimas por encima de la cifra registrada en junio. Esta evolución obedece, en parte, a factores de carácter transitorio, como es el repunte de los precios de los alimentos no elaborados, asociado a los efectos del clima adverso que afectó a gran parte de Europa al final del

**Evolución de los costes laborales en la UEM en la actual fase de recuperación cíclica**

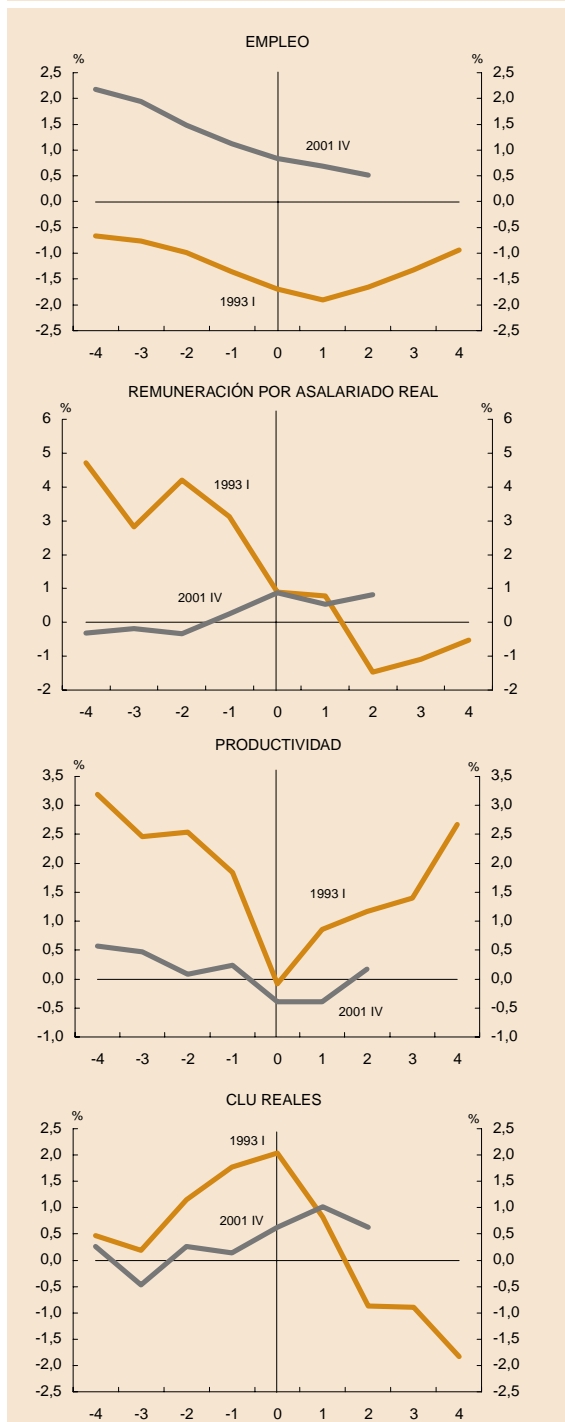
La información disponible parece confirmar que la desaceleración cíclica de la actividad en la UEM alcanzó su mínimo en el cuarto trimestre de 2001. La fase de recuperación que se ha iniciado en 2002 está siendo, sin embargo, algo vacilante, a juzgar por el deterioro de algunos indicadores en los últimos meses. Para valorar las perspectivas económicas, es crucial analizar la evolución de los costes laborales, la productividad y los márgenes empresariales, pues la interacción de estas variables constituye uno de los principales determinantes del crecimiento del producto en el medio plazo.

En el transcurso de la desaceleración que se desarrolló en torno al mínimo cíclico de 1993 tuvo lugar un intenso proceso de destrucción de empleo en la UEM. El número de ocupados se redujo en torno a un 3% y la tasa de paro aumentó dos puntos porcentuales entre 1992 y 1994, hasta el 11%. El aumento de la productividad fue muy acusado en esos años, aunque se debió, sobre todo, a la caída del empleo, sin observarse ganancias genuinas de eficiencia en la utilización del factor trabajo. De hecho, la escasa sensibilidad de los salarios a la desaceleración de la actividad provocó un fuerte deterioro de los márgenes e incentivó la sustitución de trabajo por capital. Solo tras el intenso ajuste del empleo, se observó una cierta moderación salarial y una recomposición de los márgenes, gracias al intenso aumento de la productividad. De este modo, la dinámica salarial hizo que el empleo fuera la principal variable de ajuste, lo que tuvo implicaciones desfavorables para la evolución del consumo privado y, en general, de la demanda interna.

Por el contrario, en el reciente período de debilidad cíclica, el ajuste del mercado de trabajo se ha limitado a una desaceleración progresiva de la creación de empleo, sin que haya habido destrucción neta de puestos de trabajo, de modo que la tasa de paro apenas ha repuntado dos décimas, hasta el 8,3%, a lo largo del ciclo. El buen comportamiento del empleo ha estado ligado, al menos en parte, a reformas como la disminución de los costes laborales no salariales, la progresiva introducción de fórmulas flexibles de contratación y el perfeccionamiento de los incentivos a la participación que han sido adoptados en algunos países. Sin embargo, los aumentos salariales —si bien fueron más moderados que los observados en los primeros años noventa— han resultado algo excesivos, dado el escaso crecimiento de la productividad. Esto ha conducido a que los CLU reales hayan registrado tasas de expansión positivas y crecientes durante el último año, con el consiguiente deterioro de los márgenes, lo que ha podido retraer el desarrollo de nuevos proyectos de inversión.

La información disponible sobre el segundo trimestre de 2002, aunque todavía incompleta, apunta a una corrección de estas tendencias, mostrando una cierta recuperación de la productividad y una desaceleración de los CLU nominales y reales. Sin embargo, existen algunas dudas acerca de la evolución salarial en los próximos meses, puesto que persiste el riesgo de que los trabajadores intenten compensar las menores ganancias de poder adquisitivo obtenidas en los últimos años como consecuencia de los distintos *shocks* transitorios —entre los que destaca el del petróleo— que afectaron a la tasa de inflación. La ruptura de la trayectoria de moderación salarial resultaría, lógicamente, muy negativa para la evolución de la inversión y el empleo, con lo que, en definitiva, obstaculizaría la recuperación sostenida de la actividad económica.

**Empleo y costes laborales en la UEM (a)**



Fuentes: BCE y Eurostat.

(a) Tasas de variación interanual. El período «0» representa los trimestres en que el PIB registró su mínimo cíclico, y corresponde al primer trimestre de 1993 y al cuarto trimestre de 2001, respectivamente.

CUADRO 1

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

% del PIB

	1998	1999	2000	2001	2002 (b)	2002 (c)
Bélgica	-0,7	-0,5	0,1	0,3	0,0	-0,1
Alemania	-2,2	-1,5	-1,3	-2,8	-2,0	-2,9
Grecia	-2,5	-1,9	-0,8	-0,4	0,8	0,8
España	-2,7	-1,1	-0,7	-0,1	0,0	0,0
Francia	-2,7	-1,6	-1,3	-1,5	-1,4	-2,5
Irlanda	2,4	2,2	4,4	1,5	0,7	-0,4
Italia	-2,8	-1,8	-1,7	-2,2	-0,5	-2,0
Luxemburgo	3,1	3,6	5,6	6,1	2,8	1,0
Holanda	-0,8	0,7	1,5	0,1	1,0	-0,8
Austria	-2,4	-2,3	-1,9	0,1	0,0	-0,5
Portugal	-2,6	-2,4	-3,3	-4,1	-1,8	-3,6
Finlandia	1,3	1,9	7,0	4,9	2,6	3,1
<b>PRO MEMORIA:</b>						
<b>UEM</b>						
Saldo primario	2,5	2,9	3,1	2,4	2,7	
Saldo total	-2,2	-1,3	-0,9	-1,5	-0,9	-1,9
Deuda pública	73,5	71,9	69,4	69,2	67,2	

Fuentes: Comisión Europea, Programas de Estabilidad Nacionales y FMI.  
 (a) En porcentaje del PIB. No se incluyen los ingresos obtenidos por la venta de licencias UMTS. Déficit (-) / superávit (+).  
 (b) Objetivos de los programas de estabilidad que fueron presentados entre noviembre y diciembre de 2001.  
 (c) Previsiones contenidas en el *World Economic Outlook* del FMI (septiembre 2002). La metodología subyacente a estas cifras puede no ser plenamente consistente con las cifras presentadas para el período 1988-2001.

verano y a la interrupción de la tendencia bajista del componente energético, ante la escalada de la tensión en Oriente Medio. No obstante, el componente de servicios siguió creciendo a tasas superiores al 3%, lo que determinó que la inflación subyacente, medida por el índice que excluye la energía y los alimentos no elaborados (IPSEBENE), se situara en el 2,5%. Tras esta resistencia a la baja del indicador de núcleo inflacionista se encuentran todavía los efectos retrasados de la concatenación de perturbaciones adversas ocurridas en los últimos años, el canje al euro, aumentos impositivos y el elevado crecimiento de los costes laborales unitarios. En todos los países, el IAPC aumentó respecto a los niveles de junio, con la excepción de Irlanda, Holanda y Finlandia. Como se observa en el segundo módulo del gráfico 10, existen elevadas diferencias entre las tasas de inflación de los países integrantes de la UEM. Así, destaca un grupo de países cuya inflación es superior al 3% y otro grupo en el que los precios de consumo crecen por debajo del 1,5%. Por lo que se refiere a los precios industriales, a lo largo del trimestre se ha ido desacelerando su proceso de caída: en el mes de agosto su tasa interanual se situó en el -0,2%, frente al -1% que mostraron en el mes de junio, debido a la desfavorable evolución del componente energético, ya que el aumento de

los precios de los bienes de consumo se mantuvo estable.

La evolución de la inflación en los próximos meses dependerá del dinamismo que adquiera la actividad económica y de la evolución salarial, así como de la trayectoria del precio del crudo, estrechamente ligada al conflicto de Irak. Por otra parte, la reciente evolución del tipo de cambio puede aminorar las presiones inflacionistas actuales.

Por lo que se refiere a la evolución de las transacciones comerciales del área del euro con el exterior, la balanza comercial mostró un superávit en el período enero-julio de 71 mm de euros, frente a los 32 mm contabilizados en el mismo período del año anterior, debido a la favorable evolución de las exportaciones. Por lo que se refiere a la cuenta financiera, las salidas netas de capital por inversiones directas y en cartera han experimentado una notable reducción, acumulando un saldo de 6 mm de euros, que contrasta con los más de 100 mm de euros registrados en el mismo período del año anterior. Esta composición de la balanza comercial y de la cuenta financiera ha perfilado una trayectoria más equilibrada de la balanza básica, cuya evolución se analiza con más detalle en el recuadro 2.



**Evolución reciente de la balanza de pagos del área del euro**

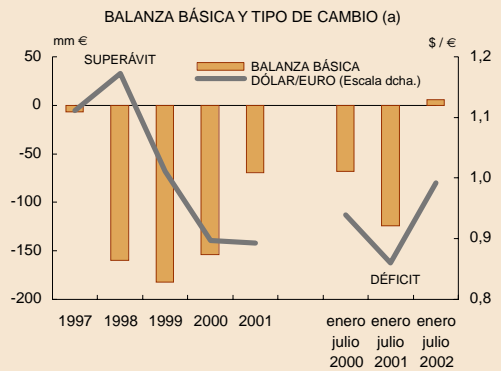
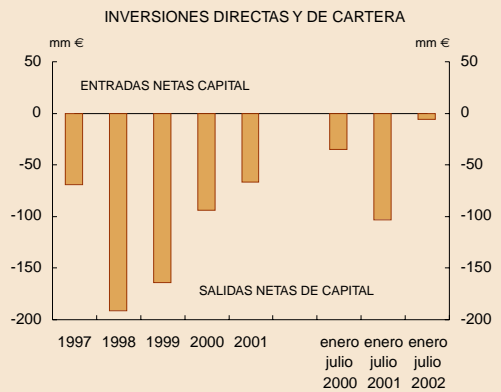
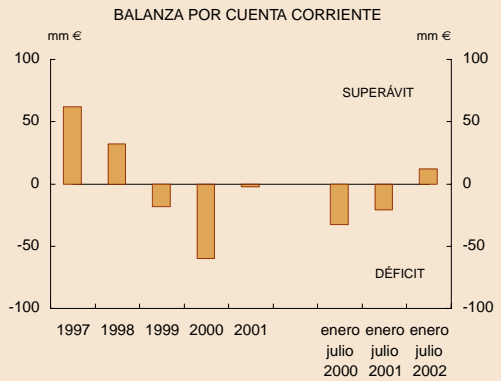
Desde el comienzo de la Unión Monetaria hasta finales del año 2001, la balanza de pagos del área del euro registró una combinación de déficit por cuenta corriente junto con considerables salidas netas de capital por inversiones directas e inversiones de cartera. La suma del saldo por cuenta corriente y de estos flujos de capital netos se denomina *balanza básica*, concepto que permite aproximar las necesidades de financiación de una economía que son inducidas por la evolución del comercio de bienes y servicios y de los flujos de inversión en el exterior de carácter más permanente. En el trienio 1999-2001, el déficit acumulado por cuenta corriente de la UEM alcanzó los 80 mm de euros y las salidas netas de capital por inversiones directas y de cartera fueron de 204 y 121 mm de euros, respectivamente, con lo que la balanza básica mostró un saldo deficitario por un importe de 405 mm de euros en términos acumulados. La principal fuente de financiación de ese saldo fue el endeudamiento en el exterior de las Instituciones Financieras Monetarias del área del euro.

Sin embargo, como se observa en el gráfico adjunto, la balanza de pagos ha registrado recientemente cambios significativos. En primer lugar, la balanza por cuenta corriente mostró en 2001 un saldo equilibrado, que se ha transformado en superávit en el período transcurrido de 2002 para el que se dispone de información (enero-julio). El principal determinante de esta mejora ha sido la balanza comercial, cuya evolución ha estado muy influida por los cambios en los volúmenes de comercio y en la relación real de intercambio. En 2001, el efecto sobre la balanza de bienes derivada de la caída del comercio fue prácticamente nulo, pues afectó tanto al volumen de exportaciones como al de importaciones, mientras que, durante la primera mitad de 2002, los indicadores disponibles han presentado un mayor dinamismo de las ventas al exterior que de las compras. Por otro lado, a lo largo de 2001, la relación real de intercambio fue mejorando y registró en la segunda parte del año, y también en el primer semestre de 2002, tasas de variación positivas como consecuencia del menor crecimiento de los precios de las importaciones que de las exportaciones. Sin embargo, es posible que esta tendencia se detenga, debido al encarecimiento del precio del petróleo observado en los últimos meses.

En segundo lugar, las salidas netas de capital a través de inversiones directas y de cartera han remitido considerablemente en el período reciente. Hasta el comienzo de 2001, la adquisición neta de activos exteriores estuvo influida por las favorables perspectivas de la economía estadounidense, que eran, a su vez, consecuencia de la prolongada fase de crecimiento de ese país, el significativo aumento de la productividad y el auge bursátil. Sin embargo, desde mediados de 2001 se ha observado una reducción tanto de las entradas como de las salidas de capital de la UEM, así como una elevada variabilidad del sentido de dichos flujos en términos netos. Estos movimientos se enmarcan en un entorno de peores perspectivas de beneficios de las empresas, mayor incertidumbre en los mercados financieros internacionales y caídas bursátiles generalizadas, lo que también está en línea con la menor actividad observada de fusiones y adquisiciones de empresas extranjeras. En términos netos, los cambios en los flujos financieros con el exterior se han saldado con unas menores salidas netas de capital por inversiones directas y de cartera del sector privado no residente en 2001 y los meses transcurridos de 2002, lo que, junto con la evolución de la balanza por cuenta corriente, ha determinado una trayectoria más equilibrada de la balanza básica.

Esta evolución puede explicar parte de la tendencia a la apreciación del euro frente al dólar observada en la primera mitad del presente año. Asimismo, las variaciones cambiarias han podido alentar mayores entradas netas de capital en la UEM, en la medida que hayan alimentado expectativas de aumentos adicionales en el valor del euro.

**Balanza de pagos de la zona del euro**



Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.  
(a) Los datos del tipo de cambio son la media del último mes de cada período considerado.

En el terreno de la política fiscal se ha producido un deterioro significativo de las posiciones presupuestarias en algunos Estados miembros, superando los objetivos de déficit público que habían establecido en los programas de estabilidad (véase cuadro 1). Así, en Francia, Italia y Portugal, las autoridades han elevado considerablemente sus objetivos de déficit para el presente ejercicio, hasta el 2,6%, 2,1% y 2,8% del PIB, respectivamente. Además, en Portugal se ha producido una sustancial revisión al alza del desequilibrio presupuestario alcanzado en el año 2001, hasta el 4,1% del PIB. Esta violación del límite de déficit del 3% del PIB ha desencadenado la puesta en marcha, por parte de la Comisión Europea, del procedimiento de déficit excesivo. Las autoridades alemanas reconocen, por su parte, que el déficit público puede sobrepasar el 3% en 2002. La delicada situación presupuestaria de estos países en términos de los saldos observados, que tiene sus orígenes en la falta de ambición mostrada en el período de mayor crecimiento, ha sufrido un agravamiento en la etapa actual de relativa debilidad de la actividad.

En este contexto, la Comisión Europea ha presentado una iniciativa, por la que se sugiere una senda de ajuste de la política fiscal en los Estados que aún presentan desequilibrios. Esta iniciativa, que ha sido respaldada de forma casi unánime por los países de la UEM, propone que esos Estados se comprometan a la aplicación de una estrategia creíble de consolidación presupuestaria a partir de 2003, que conduzca en el medio plazo a posiciones próximas al equilibrio presupuestario. La estrategia debe cimentarse sobre una especificación detallada de las medidas que permitirían alcanzar el objetivo y sobre hipótesis realistas acerca del entorno macroeconómico.

Además, en las últimas semanas ha tenido lugar la presentación de los presupuestos para el próximo año de la mayoría de los países del área. El gobierno francés planea un objetivo de déficit del 2,6% para 2003. Los presupuestos elaborados en este país dan respuesta a algunas de las prioridades formuladas por las autoridades, tales como el aumento del gasto militar y en seguridad interior y justicia, y la rebaja —aunque modesta— de la imposición sobre la renta. Por su parte, en Italia, los presupuestos prevén que el déficit se reduzca hasta el 1,5% del PIB en 2003. La consecución de este objetivo descansa sobre una reducción de las transferencias a las autoridades regionales y locales, la congelación del empleo público y los ingresos extraordinarios derivados de una amnistía fiscal. Al mismo tiempo, el documento incluye una disminución de los tipos del impuesto sobre la renta para los niveles más bajos de la

escala de ingresos. En Portugal, donde las autoridades están procediendo a realizar ventas de activos inmobiliarios que les permitan cumplir con el objetivo revisado de déficit para este año, el saldo negativo de las cuentas públicas se reducirá, según el proyecto de presupuestos, hasta el 2,4% del PIB en 2003. Finalmente, en Alemania, el gobierno en funciones ha anunciado que la reconstrucción tras los daños originados por las recientes inundaciones será financiada a través de un aumento transitorio de 1,5 puntos porcentuales del impuesto de sociedades y del retraso de la fase de la reforma fiscal que debería entrar en vigor al comienzo del año próximo. Además, el acuerdo provisional entre los partidos de la coalición que integrarán el nuevo gobierno incluye diversas medidas de consolidación presupuestaria.

### 3.2. Evolución monetaria y financiera

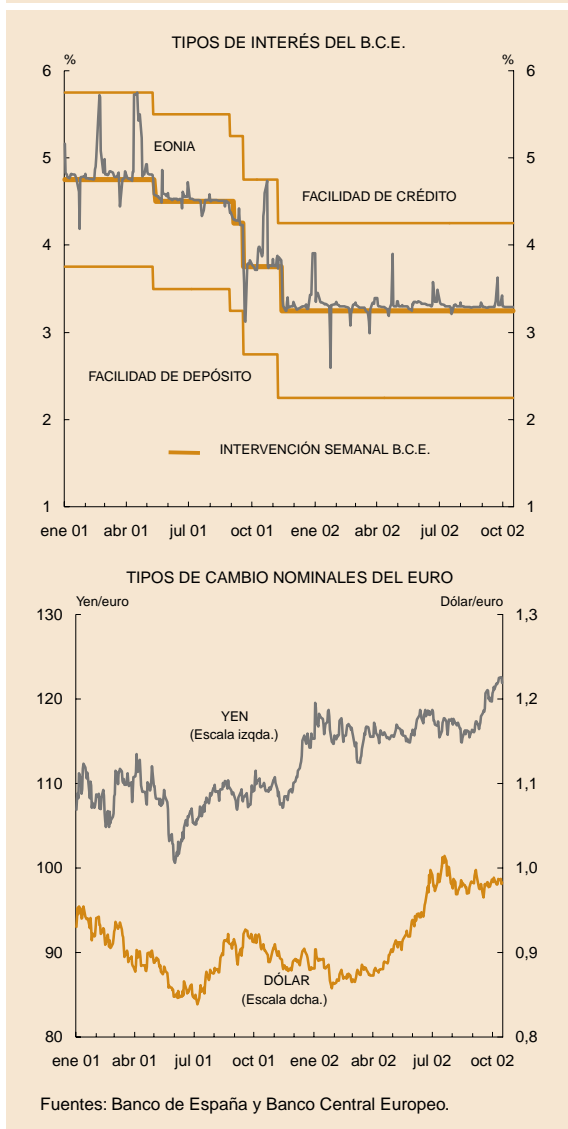
En un marco de incertidumbre sobre la fortaleza del proceso de recuperación económica y sobre la moderación de los precios, con unas perspectivas inflacionistas condicionadas a corto plazo por los conflictos políticos internacionales, el Consejo de Gobierno del BCE ha mantenido sin variación los tipos de interés oficiales. Por tanto, el tipo mínimo de las operaciones principales de financiación, el de la facilidad de depósito y el de la facilidad marginal de crédito permanecen en el 3,25%, 2,25% y 4,25%, respectivamente (véase gráfico 11).

A lo largo del tercer trimestre se ha observado una reducción de los tipos de interés tanto en el mercado monetario como en el bancario, lo que ha podido estimular la demanda de crédito, a pesar de la relativa debilidad de la actividad. Por su parte, el agregado monetario M3 sigue evolucionando a tasas de crecimiento elevadas, afectado por los trasvases de cartera hacia activos a corto plazo. No obstante, la notable caída de las cotizaciones bursátiles en lo que va de año, el aumento de las primas de riesgo de la deuda privada y la apreciación del tipo de cambio probablemente han compensado con creces los efectos favorables de los descensos de los tipos de interés sobre el gasto de la economía. Dada la posición cíclica de la economía española en relación con la media de la UEM y su tasa de inflación, las condiciones financieras continuaron siendo holgadas, a tenor, por ejemplo, del perfil más expansivo que mantuvo el crédito concedido al sector privado.

La evolución de los tipos de interés del mercado monetario ha ido reflejando un progresivo cambio de expectativas. Como se observa en la parte superior del gráfico 12, a medida que

GRÁFICO 11

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



se fue consolidando la percepción del retraso en el proceso de recuperación de la actividad, se produjo una reducción de los tipos de interés a partir del plazo de tres meses. Este mismo mensaje se confirma de forma más precisa a partir de los tipos esperados a un mes, según los cuales se ha pasado de prever a principios del verano un aumento a anticipar una bajada de los tipos de interés para el primer trimestre de 2003 (véase la parte inferior del gráfico 12).

Los tipos de interés de largo plazo también se han reducido durante los últimos tres meses en aproximadamente medio punto, de modo que los rendimientos de la deuda pública a diez años se han situado en los días transcurridos del mes de octubre en torno al 4,5%. Esta trayectoria bajista ha sido menos acusada que en

GRÁFICO 12

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

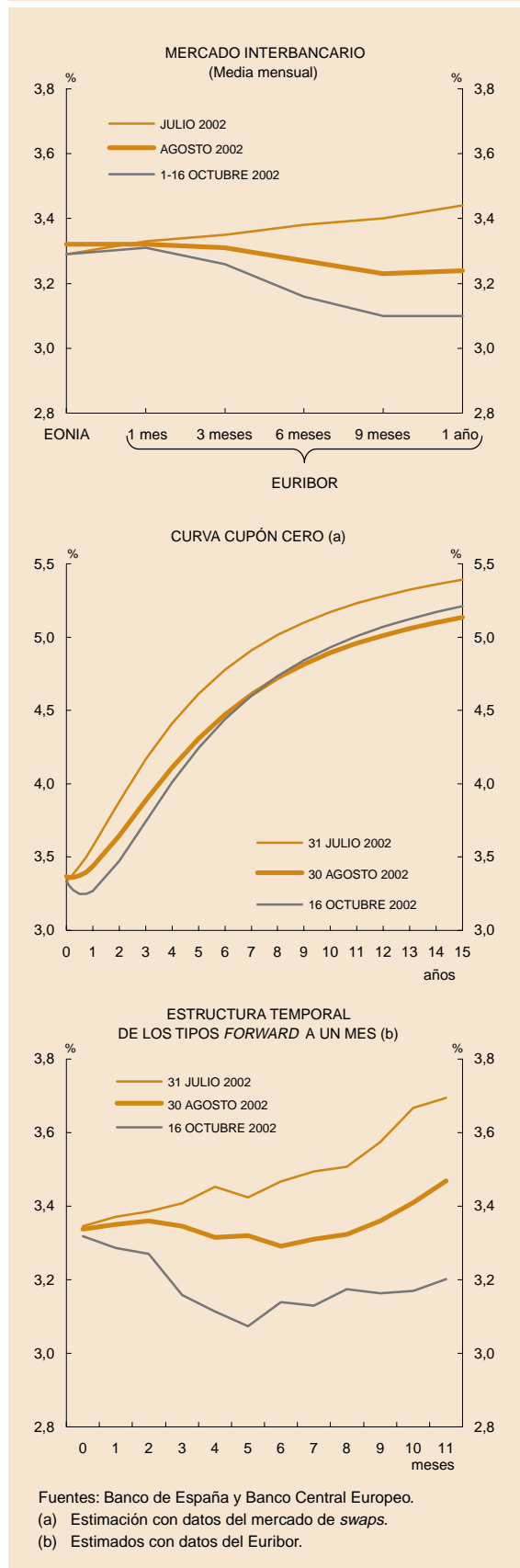
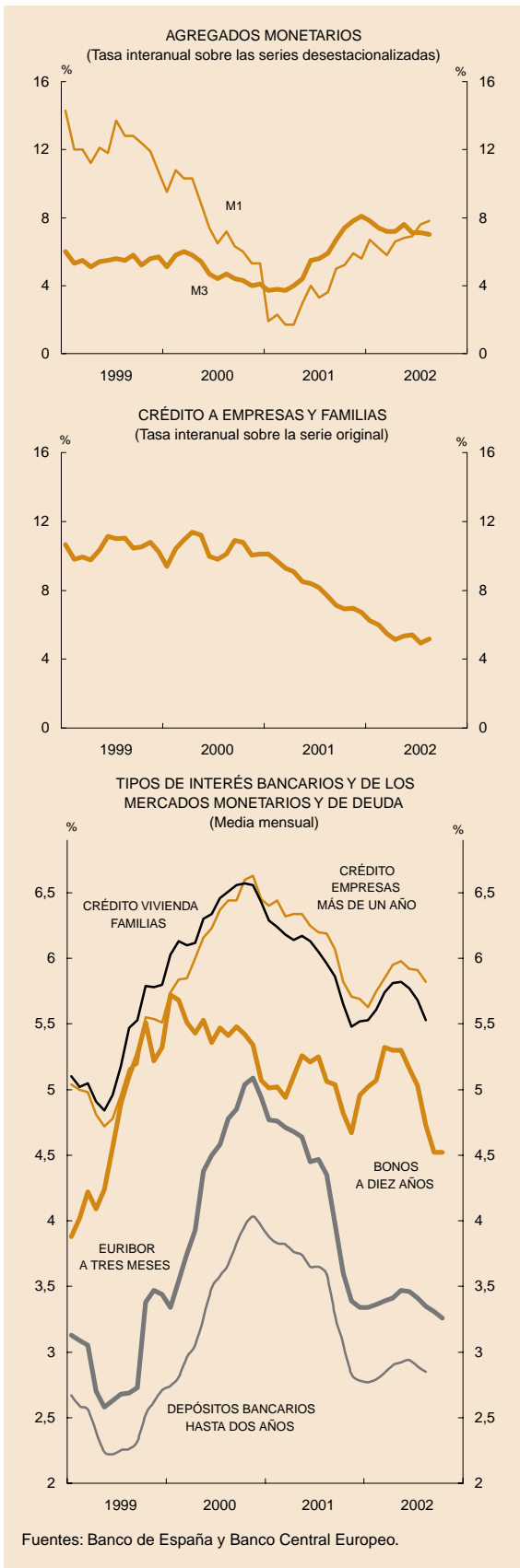


GRÁFICO 13

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



EEUU, por lo que el diferencial negativo frente a la UEM ha aumentado hasta 80 puntos básicos (véase cuadro 2). Dado que las perspectivas de inflación no son especialmente divergentes entre ambas economías, la justificación de esta evolución se asocia, fundamentalmente, con una revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento, más acentuada en Estados Unidos que en Europa.

Como se observa en la parte inferior del gráfico 13, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito también se redujeron en los meses de verano. En relación con el mes de junio, la disminución de los tipos de interés ha sido más acusada en los créditos destinados a vivienda (en torno a 30 pb) que para los créditos a empresas (10 pb). Por el lado de los tipos pasivos, los bancos han transmitido también una moderada reducción de 10 puntos básicos.

En los mercados de divisas, la cotización del euro se ha mantenido relativamente estable, tras la progresiva apreciación que registró la divisa europea a lo largo de la primera parte del año 2002, moviéndose en un estrecho margen en torno a los 0,98 \$/€. Frente al yen japonés, la divisa europea también se ha fortalecido en el último trimestre en torno a un 3%. De este modo, mientras que el tipo de cambio euro/dólar se ha apreciado en torno a un 10% desde comienzos de año, el tipo de cambio efectivo nominal lo ha hecho en torno a un 5%.

Entre julio y septiembre se intensificó la tendencia a la baja que venían experimentando las cotizaciones bursátiles desde principios de año. En el mes de octubre, sin embargo, se ha producido un ligero aumento en los precios de las acciones. La caída de las cotizaciones en Europa —superior en lo que va de año a la observada en Estados Unidos y en España— refleja, además de la revisión de la rentabilidad de las empresas tecnológicas y la desconfianza sobre las prácticas contables, algunos factores específicos. Así, muestra la dificultad de algunas empresas importantes para rentabilizar sus operaciones estratégicas, como fusiones o adquisiciones, o la obtención de licencias de telefonía móvil de tercera generación. Por otra parte, las inundaciones que afectaron a gran parte de Europa Central el pasado verano han ocasionado una revisión a la baja de las expectativas de beneficios de las compañías aseguradoras, cuyos balances se han visto, además, afectados por la pérdida de valor de sus activos financieros. En el recuadro 5 se analiza con más detalle el comportamiento diferencial entre las bolsas de Estados Unidos, de la UEM y de España.

CUADRO 2

**Situación monetaria y financiera de la UEM y España**

%

	2000	2001	2002					
	DIC	DIC	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT (a)
<b>MAGNITUDES MONETARIAS (b):</b>								
<b>UEM</b>								
M3	4,0	8,0	7,6	7,1	7,1	7,0	7,4	
M1	5,2	5,5	6,8	6,8	7,6	7,6	8,2	
Crédito al sector privado	10,1	6,7	5,3	5,4	4,9	5,1	5,1	
<b>ESPAÑA</b>								
Medios de pago	4,4	6,8	9,9	10,3	9,5	10,8	9,4	
Otros pasivos bancarios	19,8	8,4	4,0	4,8	5,9	5,3	4,6	
Fondos de inversión (c)	-27,1	26,2	23,8	23,0	21,5	20,4	18,3	
Financiación al sector privado	18,9	15,1	14,5	13,6	13,3	14,2	13,3	
<b>MERCADOS FINANCIEROS (d):</b>								
EONIA	4,83	3,36	3,31	3,35	3,30	3,29	3,32	3,29
EURIBOR a tres meses	4,94	3,35	3,47	3,46	3,41	3,35	3,31	3,26
<b>Deuda pública</b>								
Rendimiento bonos a diez años UEM	5,07	4,96	5,30	5,17	5,03	4,73	4,52	4,52
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,25	0,16	-0,08	-0,22	-0,35	-0,43	-0,60	-0,80
Diferencial bonos a diez años España-Alemania	0,31	0,23	0,19	0,21	0,20	0,19	0,18	0,16
<b>Tipos de interés bancarios en España</b>								
Tipo sintético pasivo	3,02	2,22	2,32	2,31	2,30	2,28		
Tipo sintético activo	6,35	4,86	5,08	5,02	5,12	5,11		
Tipo de cambio dólar/euro	0,897	0,892	0,917	0,955	0,992	0,978	0,981	0,984
<b>Renta variable (e)</b>								
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio	-5,9	-19,7	-7,2	-15,2	-26,4	-26,0	-39,1	-33,1
Índice General Bolsa de Madrid	-12,7	-6,4	-1,2	-12,3	-20,5	-18,8	-30,1	-25,2
Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.								
(a) Media del mes hasta el día 16 de octubre de 2002.								
(b) Tasa de variación interanual.								
(c) Incluye FIAMM y FIM de renta fija en euros.								
(d) Medias mensuales.								
(e) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 15 para el EURO STOXX y 16 para la Bolsa de Madrid.								

Los agregados monetarios mantuvieron durante el tercer trimestre un elevado dinamismo, con una tasa de crecimiento interanual de M3 en septiembre del 7,4%. La fortaleza que sigue mostrando este agregado se explica, en gran medida, por la persistencia de desplazamientos de cartera hacia activos incluidos en la definición de M3, como consecuencia de la elevada incertidumbre por la que atraviesan los mercados financieros. Además del efectivo, los depósitos a la vista y los instrumentos negociables han sido los componentes que han experimentado un crecimiento más intenso en relación con el trimestre anterior.

Por último, el crecimiento del crédito al sector privado residente en el área del euro parece haberse estabilizado en tasas en el entorno del 5%. Por agentes, y con datos hasta el segundo trimestre, se observa que, mientras que los créditos concedidos a las sociedades no financieras siguieron desacelerándose, los otorgados a las familias se recuperaron ligeramente. En el caso de España, el crédito ha mantenido tasas de crecimiento interanual relativamente elevadas, superiores al 13%, al final del tercer trimestre (véase el epígrafe 5 de este informe).

## 4. La economía española

En el segundo trimestre de 2002, la demanda interna de la economía española experimentó una desaceleración significativa. Según los datos de la CNTR, este agregado registró un crecimiento real del 1,6%, en tasa de variación interanual, frente al 2,2% del trimestre anterior (1). Tanto el consumo —privado y público— como la variación de existencias contribuyeron a esa desaceleración, cuyos efectos sobre el crecimiento del PIB se vieron compensados por una notable mejora en la aportación de la demanda exterior neta, de forma que el producto mantuvo su ritmo de crecimiento en el 2%. La información disponible para el tercer trimestre avanza unos resultados algo diferentes, que deben ser interpretados en el contexto de la mayor variabilidad que muestran las cifras de la CNTR corregidas de efectos estacionales, en comparación con las de ciclo-tendencia (véase gráfico 14). Así, se estima que en el tercer trimestre la demanda interna se recuperó ligeramente, hasta crecer un 1,8%, apoyada en un avance estable del consumo final de los hogares y en una mayor aportación de las existencias. Sin embargo, la inversión en bienes de equipo mantuvo un comportamiento contractivo y la construcción estabilizó su notable dinamismo, apuntando un perfil de suave desaceleración, en tasa intertrimestral. La demanda exterior neta, por su parte, tuvo una contribución ligeramente negativa al crecimiento, pues aunque las exportaciones reforzaron notablemente la recuperación iniciada en el primer semestre, también las importaciones repuntaron de manera significativa. En consecuencia, se estima que el crecimiento interanual del PIB se situó en tasas próximas al 1,8% en los meses de verano.

Desde la óptica del valor añadido de las distintas ramas productivas, en el segundo trimestre se acentuaron los descensos interanuales de la actividad en la agricultura y la industria, mientras que la construcción y los servicios de mercado intensificaron su crecimiento. La información disponible para el tercer trimestre del año apuntaría hacia una recuperación de las ramas primarias, un continuado retraimiento de la industria y la aparición de algunos signos de desaceleración en los servicios, que, en conjunto, habrían producido una ligera pérdida de dinamismo en la economía de mercado, en ese período. Por su parte, el empleo, que creció a un ritmo más o menos estable del 1,3%-1,4% en la primera mitad del año, tras su desaceleración a lo largo de 2001, habría mantenido una tónica similar en el tercer trimestre, si bien la información del mes de septiembre parece proyectar una evolución algo menos positiva para la parte final del año. En cualquier caso, la pro-

(1) Tasas calculadas sobre series corregidas de efectos estacionales, salvo indicación en contra.

ductividad aparente del trabajo ha venido registrando avances muy reducidos en los trimestres más recientes, que ilustran la elevada generación de empleo que sigue acompañando al actual patrón de crecimiento.

Las estimaciones de la CNTR muestran que en los dos primeros trimestres de 2002 los costes laborales por unidad de producto se desaceleraron ligeramente. A ello contribuyeron los menores incrementos salariales pactados en la actual ronda de negociación colectiva, que se está desarrollando en el marco del Acuerdo Interconfederal de Negociación Colectiva (AINC), firmado por los agentes sociales. Por su parte, los precios de los productos importados también ejercieron un impacto moderador sobre los precios finales, apoyados en la evolución favorable del precio del petróleo, hasta el mes de agosto, y en la notable apreciación del euro, a partir del mes de abril. Sin embargo, los precios finales han mantenido tasas elevadas de crecimiento, que han sido ascendentes en el caso de los precios de consumo, y los márgenes de explotación han seguido ampliándose. Para los próximos meses cabe esperar presiones alcistas sobre los costes de los productos importados, ligadas al aumento reciente de los precios del petróleo; además, es probable que la aplicación de las cláusulas de salvaguarda de los convenios de 2002 tenga un efecto expansivo significativo sobre el crecimiento salarial. Todo ello puede dificultar el retorno a tasas de inflación más reducidas, a pesar de la menor presión de la demanda. La tasa de inflación, medida por la variación interanual del IPC, alcanzó un máximo del 3,6% en el mes de abril, y ha permanecido en ese entorno hasta el mes de septiembre.

#### 4.1. Demanda

En la primera mitad del año en curso, el gasto en consumo final de los hogares continuó reduciendo su ritmo de avance real, que en el segundo trimestre se situó en el 1,7%, en tasa interanual. La información disponible para los meses más recientes proporciona señales algo diferenciadas, que serían compatibles con una estabilización del ritmo de crecimiento del consumo en el tercer trimestre. Este sostenimiento del gasto, que contrasta con el rápido deterioro del clima de confianza, en un entorno internacional adverso que ha agudizado la crisis de los mercados financieros, estaría apoyado en la fortaleza que conserva la creación de empleo. En cualquier caso, se estima que la moderación del consumo en el año 2002 está siendo más intensa que la experimentada por la renta disponible, dando lugar a una recuperación de la tasa de ahorro de las familias.

GRÁFICO 14

#### Principales agregados de la demanda Tasas de variación interanual

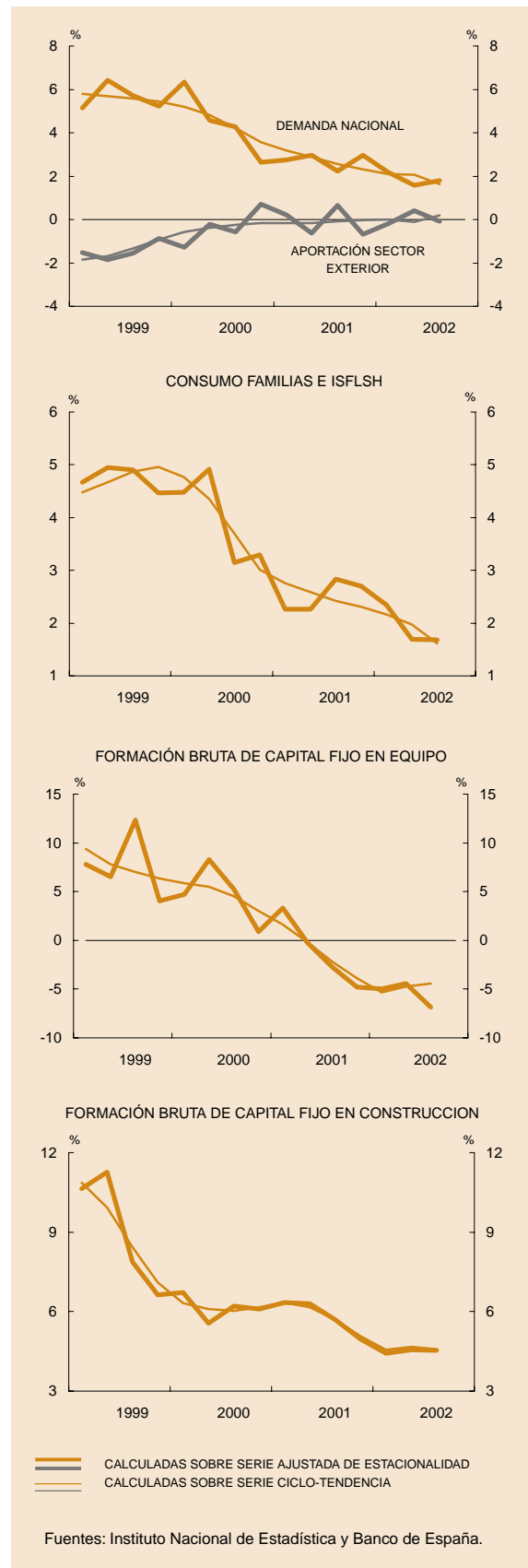
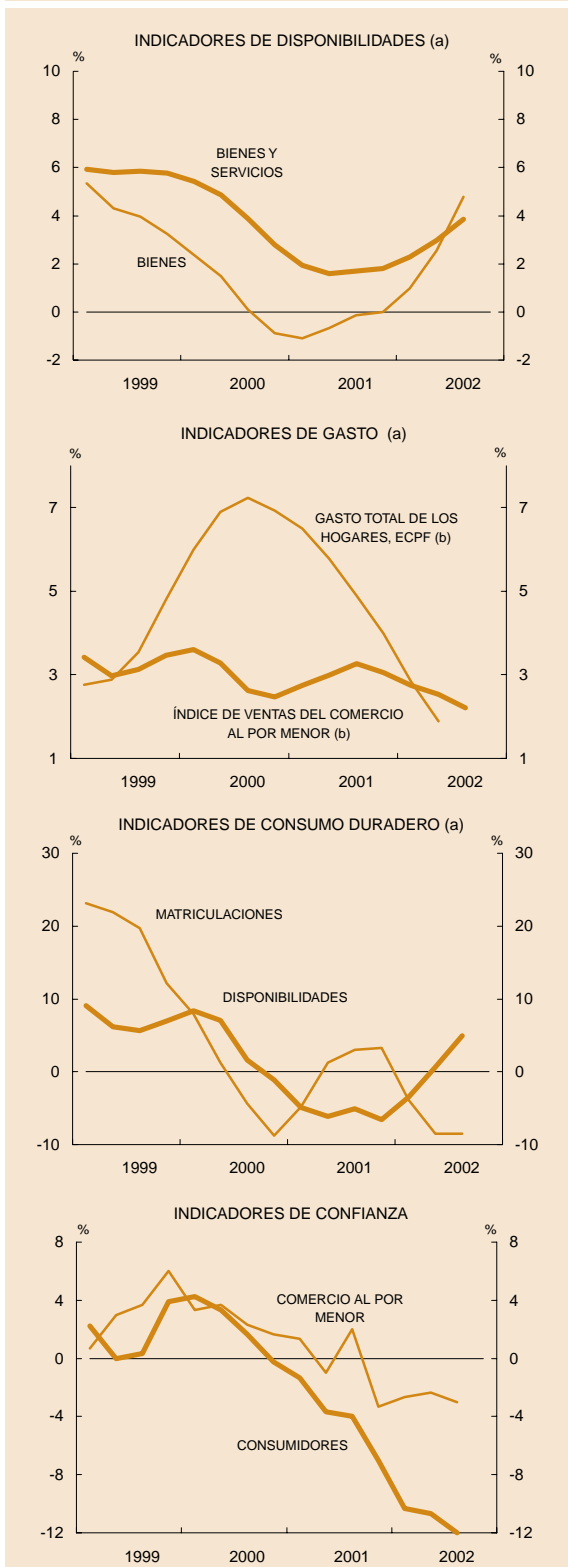


GRÁFICO 15

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.

Entre los indicadores del gasto de los hogares, las disponibilidades de bienes y servicios de consumo han mantenido una tendencia ascendente, centrada en el componente de bienes, que ha reflejado tanto la mejora de la producción interior como el repunte de las importaciones de estos bienes (véase gráfico 15). Sin embargo, otros indicadores más directamente relacionados con el gasto han tenido una evolución menos positiva: el índice general de ventas del comercio al por menor se ha desacelerado suavemente en el período transcurrido del año y el gasto de los hogares de la encuesta continua de presupuestos familiares, disponible hasta el segundo trimestre, ha mostrado también una pérdida de dinamismo, así como una reducción del porcentaje de hogares con una percepción favorable de la situación económica. Únicamente las ventas de automóviles, que tuvieron un comportamiento muy contractivo en el primer semestre, han apuntado un cierto cambio de tendencia en sus últimos registros. A pesar de su ligera recuperación en septiembre, el indicador de confianza de los consumidores ha permanecido en el tercer trimestre en niveles muy reducidos, arrastrado por el empeoramiento de las perspectivas sobre la situación económica del país y de los hogares, si bien la evolución prevista del paro no ha empeorado en la misma medida.

El menor dinamismo del consumo en el período transcurrido del año, en relación con el ejercicio precedente, solo se explica parcialmente por la ralentización de la renta real disponible para el gasto. Esta ralentización, determinada en parte por el mayor crecimiento de los precios de consumo, es el resultado de combinar un menor avance de la remuneración por asalariado y del empleo, con un mayor impulso expansivo de las transferencias netas de las AAPP y de otras rentas no salariales. Por otra parte, la evaluación de los efectos derivados de los cambios en el valor de la riqueza es más compleja: la caída de las cotizaciones bursátiles, con el consiguiente descenso en la riqueza financiera de las familias, contribuiría a explicar el retraimiento del gasto y el aumento del ahorro, pero, a la par, se ha producido una significativa revalorización de los activos inmobiliarios que estaría actuando en sentido contrario. Es posible que las turbulencias financieras hayan tenido un impacto negativo adicional sobre las expectativas de los consumidores y sus perspectivas económicas, reforzando sus efectos contractivos sobre el gasto.

En el segundo trimestre de 2002 el consumo final de la Administraciones Públicas registró una tasa de variación interanual del 1,5%, en términos reales, tres décimas menos que en el primer trimestre. La información disponible para



el tercer trimestre, obtenida de la evolución de los ingresos y gastos del Estado, y de los planes presupuestarios elaborados para el conjunto del año, apuntaría hacia una ligera aceleración, sin abandonar el tono de contención que viene caracterizando al consumo público en los últimos años.

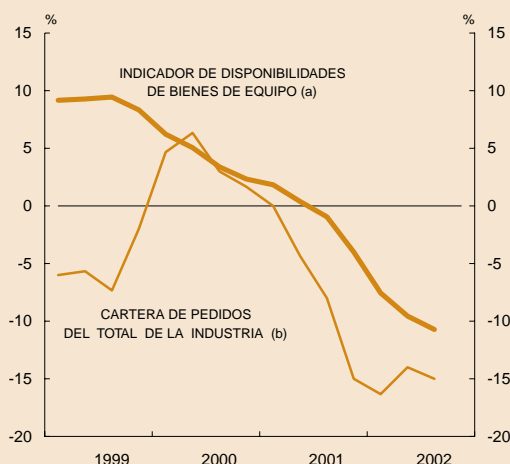
La formación bruta de capital fijo registró un crecimiento real del 1,3%, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2002, dos décimas por encima de la cifra del trimestre anterior, tras una larga trayectoria de desaceleración. Tanto la inversión en bienes de equipo como el gasto en construcción contribuyeron a frenar la pérdida de dinamismo inversor, al suavizar la primera su comportamiento contractivo —a pesar de lo cual disminuyó un 4,4%, en tasa interanual— y acelerarse en dos décimas la construcción —hasta el 4,6%—; la inversión en otros productos, que recoge en su mayor parte gasto en servicios relacionados con la construcción, continuó perdiendo ritmo en ese período. Como se aprecia en el gráfico 14, se estima que en el tercer trimestre la inversión en equipo registró un debilitamiento adicional, en tanto que la construcción siguió experimentando un crecimiento elevado.

Aunque los datos más recientes de importaciones de bienes de equipo —y en particular, el del mes de agosto— han mostrado una recuperación, la producción interior de estos bienes no ha modificado su tendencia fuertemente contractiva, de forma que el indicador de disponibilidades mantiene un comportamiento muy negativo (véase gráfico 16). Algunos indicadores de presión de la demanda presentan desde hace unos meses datos algo más favorables, como es el caso de las opiniones sobre la cartera de pedidos de los productores de bienes de equipo, y, en menor medida, de la industria en general; no obstante, la utilización de la capacidad productiva se mantiene en niveles claramente inferiores a su media histórica. En resumen, no se advierten todavía signos de un cambio en la trayectoria descendente del gasto en bienes de equipo.

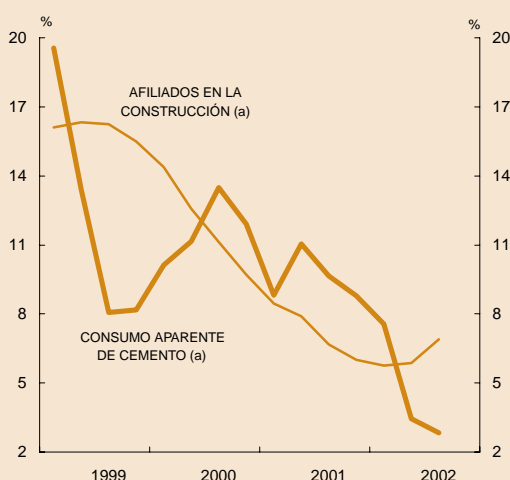
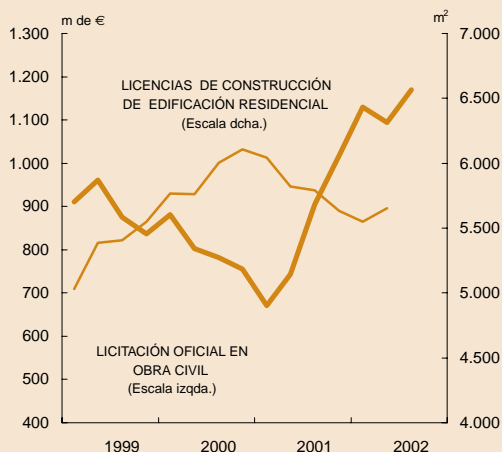
Es difícil que se produzca una recuperación significativa de la inversión productiva sin una mejora de las expectativas económicas a nivel internacional y una reducción de la incertidumbre global. Las empresas son especialmente vulnerables a las turbulencias en los mercados financieros, que dificultan su acceso a las fuentes de financiación, reducen el valor de los activos que podrían utilizar como colateral y elevan el coste del capital, a través de las primas de riesgo. Según la información que proporcionan la Central de Balances del Banco de España y las Cuentas Financieras, las *ratios* de endeuda-

GRÁFICO 16

**Indicadores de formación bruta de capital fijo**



**INDICADORES ADELANTADOS DE CONSTRUCCIÓN (c)**



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

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

(b) Nivel, serie original.

(c) Medias móviles anuales.

miento de las empresas no financieras han aumentado en los últimos años, pero la carga financiera no lo ha hecho en la misma medida, debido al descenso de los tipos de interés; además, la rentabilidad derivada de la actividad ordinaria de las empresas sigue siendo elevada. En definitiva, las empresas se mantienen en una posición adecuada para reactivar sus planes de inversión, una vez se haya despejado la incertidumbre sobre el contexto económico internacional y los mercados de capitales superen la actual situación de crisis.

La inversión en construcción siguió siendo el componente más dinámico de la demanda en la primera mitad del año 2002 y, según las estimaciones disponibles, también en el tercer trimestre, período en el que habría crecido a un ritmo similar al del trimestre anterior. La información más actualizada sustenta esta estimación: el consumo aparente de cemento avanzó en los meses de verano a tasas próximas a las del segundo trimestre y los indicadores de empleo en el sector han mostrado también un tono sostenido, al acelerarse ligeramente el número de afiliados a la Seguridad Social (véase gráfico 16). Sin embargo, el indicador de confianza en la construcción viene experimentando una tendencia descendente, que se prolongó en el tercer trimestre.

Según los datos de la ECIC, disponibles hasta el segundo trimestre, el valor de los trabajos realizados por las empresas constructoras se incrementó un 5,4%, en tasa real interanual, en ese período, casi dos puntos menos que en el trimestre precedente. La obra civil realizada se recuperó levemente, avanzando un 4%, al igual que la edificación no residencial (3%), mientras que la edificación residencial siguió siendo el componente más dinámico (creció un 6,6%), aunque dentro de una senda de desaceleración. Los indicadores referidos a la iniciación de obras avalarían un mantenimiento de estas tendencias (véase gráfico 16). En el caso de la edificación del sector privado, la superficie a construir, ya sea según las licencias concedidas por los ayuntamientos o según los visados de los colegios de arquitectos, ha aminorado su ritmo de avance respecto de las tasas de crecimiento alcanzadas en el conjunto del año 2001, a pesar de que en el caso de la vivienda ambos indicadores han repuntado en el segundo trimestre de 2002. Por su parte, la licitación en obra civil, con un comportamiento muy irregular en el curso del ejercicio, creció un 30% en el conjunto de los siete primeros meses del año, por encima del aumento alcanzado en el mismo período de 2001.

Por tanto, aunque cabe proyectar una senda de desaceleración para la inversión en cons-

trucción en los próximos trimestres, su ritmo de avance seguirá siendo elevado, sustentado por la paulatina materialización de los planes de inversión en obra pública y por la edificación residencial, que está mostrando una notable persistencia en su evolución. En este sentido, la adquisición de activos inmobiliarios sigue representando una opción atractiva para colocar la riqueza, por las expectativas de revalorización y las posibilidades de entrar en el mercado de alquileres, frente a la adquisición de activos financieros. Por el contrario, la edificación no residencial mantiene un tono deprimido, en línea con el de la inversión productiva privada.

La variación de existencias se viene caracterizando por la notable variabilidad de sus aportaciones al crecimiento del producto, especialmente cuando se miden sobre las series corregidas de efectos estacionales. En el segundo trimestre del año 2002, al contrario de lo sucedido en los dos trimestres anteriores, las existencias tuvieron una aportación nula al crecimiento del PIB, en tasa interanual, que se correspondió con una aportación fuertemente negativa a la tasa intertrimestral. Entre los escasos indicadores disponibles, las opiniones recogidas en la encuesta de coyuntura industrial mostraron un descenso del nivel de existencias, en relación con el deseado, en el segundo trimestre, que se ha prolongado, pero de forma más suave, en los meses de verano. Por ello, se estima que durante el tercer trimestre la aportación de las existencias al crecimiento del PIB habría sido más neutral, dando lugar a una recuperación en términos interanuales.

En el segundo trimestre de 2002, la demanda exterior neta sumó cuatro décimas al crecimiento interanual del PIB, en términos reales, tras haber tenido aportaciones negativas en los dos trimestres precedentes. Las exportaciones de bienes y servicios aminoraron su ritmo de caída interanual hasta el -1,4%, frente al -2,5% de los dos trimestres anteriores. La recuperación, aunque menos intensa de lo esperado, de las economías de Estados Unidos y de los países del sudeste asiático, en el primer semestre, propició una reactivación de las ventas a esos mercados, que, sin embargo, no se trasladó a las exportaciones a la UE, afectadas por el estancamiento económico de la zona y por las pérdidas de competitividad, vía precios y costes, que han acumulado los productos españoles en estos mercados. Por su parte, las importaciones de bienes y servicios intensificaron su retroceso en el segundo trimestre, disminuyendo un 2,5% interanual, influidas por el progresivo debilitamiento de la demanda interna. La información, aún incompleta, correspondiente al tercer trimestre de 2002 muestra que la mejora de las exportaciones ha continuado y

han alcanzado tasas de variación positivas; asimismo, las importaciones han experimentado un impulso, arrastradas por la propia recuperación de las exportaciones y por el abaratamiento de sus precios relativos, en un contexto de apreciación del euro. En conjunto, la aportación de la demanda externa al crecimiento del PIB habría retornado a valores ligeramente negativos (véase gráfico 14).

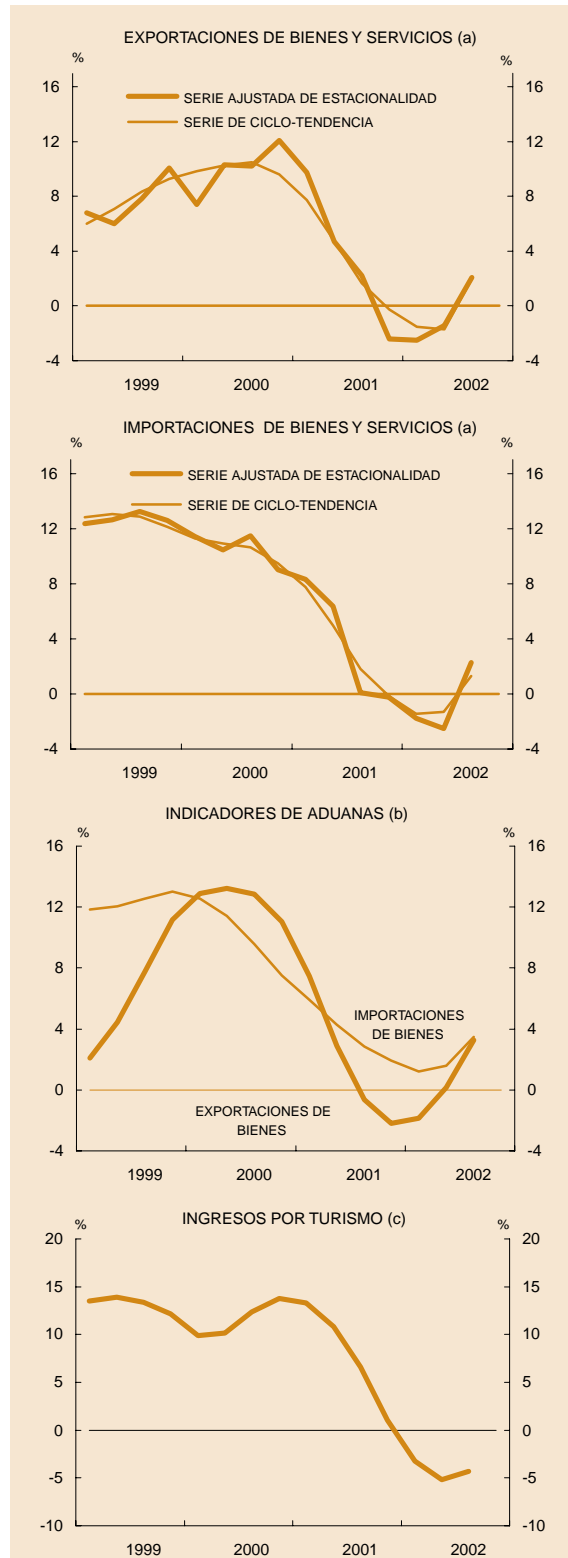
Las exportaciones de bienes, que llegaron a descender un 4,3%, en tasa interanual, en el último trimestre de 2001, aminoraron su ritmo de caída interanual hasta el -2,5% en el segundo trimestre de 2002, según datos de la CNTR. La información procedente del registro de Aduanas confirma el comportamiento positivo de las exportaciones de mercancías, que en los meses de julio y agosto pasaron a incrementarse un 7,6%, en términos reales, frente a los descensos del primer semestre (véase gráfico 17). La continuidad de estos resultados, coherentes, en principio, con la progresiva recuperación de los mercados mundiales, podría verse comprometida por el mantenimiento de importantes diferencias en el crecimiento de los precios y costes en España, en relación con los países competidores, reforzados por la apreciación del euro.

En los ocho primeros meses del año, las exportaciones a zonas extracomunitarias se incrementaron un 1,7%, en términos reales. Este aumento, que contrasta con los importantes retrocesos observados desde el segundo trimestre de 2001, refleja la recuperación de las ventas a Estados Unidos y a los países del sudeste asiático, así como el notable dinamismo de las dirigidas a los países del centro y del este de Europa, mientras que los mercados de Japón y Latinoamérica continuaron debilitándose. Por su parte, las exportaciones reales a la UE descendieron un 1,8% en el período enero-agosto, a pesar de que al importante deterioro experimentado a lo largo del primer semestre, le siguió una reactivación generalizada de las ventas a casi la totalidad de los países de la zona, en julio y agosto. Por grupos de productos, tanto las ventas de manufacturas de consumo como las de bienes intermedios no energéticos se recuperaron en esos meses, mientras que las exportaciones de bienes de equipo continuaron cayendo, a pesar del mejor comportamiento de las ventas de material de transporte. En el conjunto de los ocho primeros meses del año, las exportaciones de bienes de equipo cayeron un 15,7%, mientras que las de bienes de consumo y de bienes intermedios han acumulado crecimientos moderados, del 0,9% y del 2,9%, respectivamente.

Según la CNTR, en el segundo trimestre de 2002 el consumo de los no residentes en Espa-

GRÁFICO 17

**Comercio exterior**  
**Tasas de variación interanual**



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerios de Economía y Hacienda, y Banco de España.  
(a) Datos de la CNTR a precios constantes.  
(b) Series deflactadas de ciclo-tendencia.  
(c) Serie nominal de ciclo-tendencia.

ña mantuvo la debilidad del trimestre anterior, con un descenso interanual del 4,9%, en un contexto de notable moderación de la demanda turística global, que surgió a raíz de los atentados del 11 de septiembre, y se prolongó por la desaceleración económica mundial y el consiguiente deterioro de la confianza de los consumidores. Los indicadores reales han recogido esta evolución negativa, que solo se interrumpió en el mes de agosto, bajo los efectos de las ofertas de precios que han acompañado a la campaña turística de verano. Así, los turistas entrados por fronteras crecieron un 2,3% en el conjunto de los ocho primeros meses del año, tras aumentar un 10,9% en agosto, y los viajeros extranjeros alojados en hoteles descendieron un 2,1%, en el conjunto del período. El bajo tono que, en cualquier caso, muestran los ingresos por turismo se corresponde con la debilidad de las economías europeas —principales emisores de turistas hacia España—, a la que se suman la competencia ejercida por otros países del Mediterráneo y los cambios en las preferencias de los turistas, que parecen inclinarse por acortar sus estancias y dirigirse a lugares cercanos de su lugar de residencia, utilizando el coche como medio de transporte. Así, en los ocho primeros meses de 2002 el número de turistas alemanes se redujo y el de los británicos se ralentizó, mientras que los procedentes de Francia y Holanda, que se caracterizan por preferir los acampamientos turísticos, registraron un mayor dinamismo. Las exportaciones de otros servicios continuaron mostrando un elevado avance, del 9,1%, en el segundo trimestre de 2002, en línea con la información de la Balanza de Pagos.

La intensa atonía de las importaciones reales de bienes en el segundo semestre de 2001 se prolongó con descensos acusados en los dos primeros trimestres de 2002, como consecuencia de la ralentización de la demanda final y la debilidad de la producción industrial. Sin embargo, según los datos de Aduanas, esta tendencia se quebró en los meses de julio y agosto, en los que las compras al exterior en términos reales se incrementaron un 10,3%, en tasa interanual, impulsadas en parte por la reactivación de las exportaciones y por la apreciación del euro. Por grupos de productos, cabe destacar la notable recuperación de las compras de consumo no alimenticio en julio y agosto, especialmente de su componente no duradero, y el vigor de las importaciones de bienes intermedios no energéticos, mientras que las compras de bienes de equipo frenaron su ritmo de descenso. En el conjunto del período enero-agosto, los principales componentes de las importaciones no energéticas se desaceleraron, destacando el retroceso de las de bienes de equipo (-8,9%). Las compras de bienes de con-

sumo reflejaron el comportamiento negativo de los automóviles, y las de bienes intermedios no energéticos crecieron a un ritmo moderado, en línea con la débil evolución de la producción interior de estos bienes; finalmente, las importaciones energéticas reflejaron un importante vigor en el primer semestre, impulsadas por la fuerte reducción de sus precios en euros y la necesidad de reponer existencias.

Las importaciones reales de servicios intensificaron su carácter contractivo en el segundo trimestre de 2002, con un descenso interanual del 3,4%, según la CNTR. Los otros servicios retrocedieron un 4,2% en ese período, en línea con la caída de las importaciones de mercancías y el debilitamiento de los flujos de inversión extranjera, mientras que los pagos por turismo crecieron un 0,7%, frente al descenso del 1,4% del trimestre precedente. No obstante, los pagos por turismo de la Balanza de Pagos, en términos nominales, continuaron desacelerándose también en el segundo trimestre, de acuerdo con la evolución del indicador de confianza de los consumidores.

#### 4.2. Producción y empleo

Como se señaló en la introducción de este epígrafe, la actividad en las ramas primarias mostró un comportamiento contractivo en el primer semestre de 2002, registrando un retroceso del 3,8%, en tasa interanual, en el segundo trimestre del año (véase gráfico 18). Sin embargo, en los meses más recientes se percibe una recuperación de la producción vegetal, que se ha visto favorecida por el régimen de lluvias —no tanto por su cuantía como por su distribución temporal y espacial—. En particular, los cereales y las leguminosas presentan ritmos de avance de dos dígitos, y solo se esperan descensos en la producción de cítricos.

La esperada recuperación de la actividad industrial se ha visto lastrada por una coyuntura internacional debilitada y unas expectativas poco optimistas sobre la evolución de la demanda interna. En este contexto, y según las estimaciones de la CNTR, la actividad industrial experimentó una nueva contracción en el segundo trimestre de 2002, del 0,8% interanual, tras la caída del 0,7% en los tres primeros meses del año; si se excluye la producción de energía, los descensos fueron del 2,4% y del 2%, respectivamente. Entre la información coyuntural relativa al tercer trimestre de 2002, los indicadores de opinión han registrado una mejora, que se resume en un notable aumento del índice de confianza de la industria, y que se aprecia en la tendencia creciente de la producción esperada. También las afiliaciones a la Se-

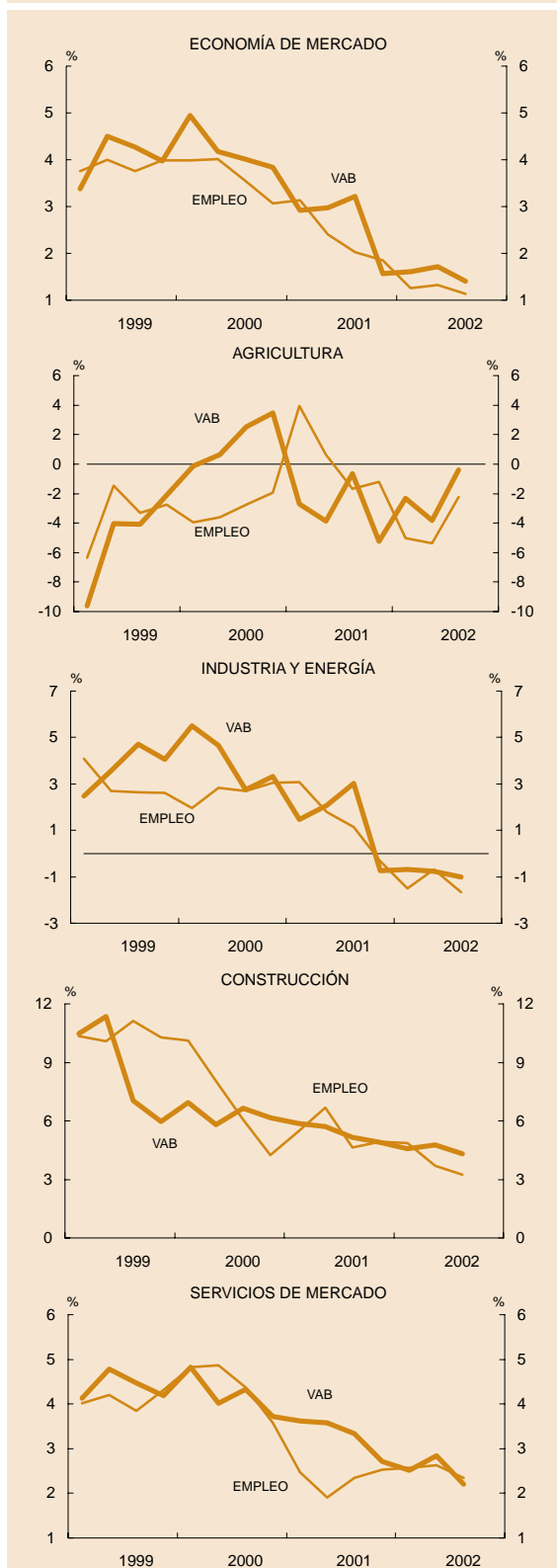
guridad Social y las importaciones de bienes intermedios se han recuperado. No obstante, el índice de producción industrial (IPI) —indicador básico de la industria— volvió a registrar tasas de variación negativas en el conjunto de los meses de julio y agosto, cuando se corrige de efectos calendario. Entre las actividades que contribuyeron a estos pobres resultados cabe mencionar la producción de energía, tras el buen comportamiento del primer semestre, el textil y la confección, y las actividades dedicadas a la fabricación de maquinaria.

Las últimas cifras de la CNTR indican que, en el segundo trimestre de 2002, el valor añadido de la rama de la construcción interrumpió su proceso de suave desaceleración, incrementando en dos décimas su tasa de variación interanual, hasta el 4,8%. Por el contrario, la ECIC ha estimado una desaceleración del valor de los trabajos realizados por las empresas del sector, en ese período; la pérdida de dinamismo se ha circunscrito al subsector de la vivienda, que en cualquier caso ha seguido avanzando a tasas elevadas. En línea con el análisis realizado de la inversión en construcción, los indicadores coyunturales más adelantados avalarían una cierta estabilidad en el ritmo de avance de la actividad constructora en el tercer trimestre, que retomaría posteriormente una senda de suave desaceleración.

A pesar del repunte estimado por la CNTR en la tasa interanual del valor añadido de las actividades terciarias en el segundo trimestre, hasta el 2,8%, esta evolución se inscribe en una senda de desaceleración, acorde con la del sector industrial y con la moderación de la demanda interna. El VAB del conjunto de los servicios siguió un perfil similar al de la actividad en los servicios de mercado (véase gráfico 18). Según los indicadores disponibles para las distintas actividades de servicios, el comercio y la reparación son las únicas actividades que habrían mostrado signos de recuperación en el tercer trimestre, reflejados en la evolución de las afiliaciones a la Seguridad Social y en un menor descenso de las ventas de vehículos. Por el contrario, la actividad hostelera continuó desacelerándose, condicionada por la mala coyuntura turística, aunque su pérdida de tono tendió a suavizarse en los meses de verano, según señalan las estadísticas de pernoctaciones y de afiliados a la Seguridad Social. También las afiliaciones ilustran la pérdida de dinamismo de las actividades inmobiliarias, de alquiler y empresariales, cuyo perfil de ligera desaceleración está condicionado principalmente por la evolución adversa de las actividades de informática e I+D, reflejo de la crisis que atraviesa el sector de tecnologías de la información. Por último, la rama de actividad de trans-

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.

porte, almacenamiento y comunicaciones ha evolucionado de manera estable, pues la ligera recuperación del transporte se ha visto compensada por la pérdida de ritmo en correos y telecomunicaciones.

La estimaciones de la CNTR indican que el empleo (2) creció un 1,4%, en tasa interanual, en el segundo trimestre del año 2002, un ritmo muy próximo al alcanzado en el período anterior (1,3%), y que permitió una ligera recuperación de la productividad aparente del trabajo, hasta tasas del 0,4%, frente al 0,3% del primer trimestre y de la media de 2001. Los indicadores coyunturales avalan la tónica de estabilidad en el crecimiento del empleo: según la Encuesta de Población Activa (EPA), el aumento de la ocupación fue del 2,3% en el segundo trimestre, una décima por encima del registrado en el período enero-marzo, y las afiliaciones a la Seguridad Social (SS) presentaron igualmente un avance interanual estable del 3%, en el conjunto del primer semestre. Entre julio y septiembre, el empleo mantuvo una tónica similar, como se desprende de la evolución de los afiliados (que crecieron un 3,2% en esos meses) y de la suave ralentización mostrada por el paro registrado. No obstante, el último dato conocido de ambas estadísticas, correspondiente al mes de septiembre, ha incorporado un empeoramiento, que podría estar apuntando hacia un menor avance del empleo en la parte final del año.

Como puede apreciarse en el gráfico 18, la ocupación, medida por la CNTR, ha evolucionado en sintonía con el VAB en las distintas ramas de actividad. En el segundo trimestre de 2002, las ramas de construcción y de servicios, en las que el valor añadido bruto se aceleró, al menos ligeramente, registraron una creación neta de empleo, junto con unas mayores ganancias de productividad. En la construcción, el número de trabajadores aumentó un 3,7%, 1,2 puntos porcentuales por debajo de la tasa del primer trimestre, y por debajo también de la estimada por la EPA. En el conjunto de actividades terciarias, el ritmo de generación neta de puestos de trabajo (2,4%) permaneció relativamente estabilizado, reflejando, básicamente, la evolución del empleo en las actividades de mercado. Por el contrario, el empleo se contrajo en la agricultura, al caer el VAB de manera intensa, y en la industria, aunque la pérdida de empuje de la producción tendió a frenarse; en ambas ramas, la productividad aparente del trabajo se desaceleró, disminuyendo en la industria. En el tercer trimestre, los datos de afiliados a la Seguridad Social —todavía provisionales para el mes de septiembre— señalan una pro-

longación de las tendencias apuntadas en la agricultura, una estabilidad del empleo en la industria y una ligera desaceleración en los servicios, mientras que en la construcción, este indicador muestra un perfil acelerado, que contrasta con la ralentización que reflejaron la CNTR y la EPA en el segundo trimestre.

La creación neta de empleo se ha concentrado en el colectivo de asalariados, que, según las cifras de la CNTR, elevaron su crecimiento hasta el 2,2% en el segundo trimestre (2% entre enero y marzo). A su vez, los trabajadores por cuenta propia continuaron su senda descendente, al reducirse un 2,4% en tasa interanual. La información de la EPA muestra que tanto los asalariados con contrato indefinido como los temporales se aceleraron en el segundo trimestre, alcanzando tasas de variación del 3,8% y del 1,9%, respectivamente, de forma que la *ratio* de temporalidad quedó situada en el mismo valor que el trimestre precedente (31,2%), y cuatro décimas por debajo que en el mismo período del año anterior; la menor incidencia de la temporalidad benefició únicamente al colectivo masculino. En términos de duración de la jornada, el crecimiento de los asalariados con jornada completa fue superior a los de jornada parcial: pese a las modificaciones legislativas introducidas en los últimos años, el empleo a tiempo parcial sigue sin experimentar un empuje significativo y la tasa de parcialidad permanece en torno al 8%. En el segundo trimestre, los asalariados con contrato indefinido y dedicación a tiempo parcial mostraron un mayor dinamismo que los temporales (6,7%, frente a 1,9%), situando la *ratio* de temporalidad para los trabajadores con jornada reducida en el 55,9%, por debajo de la correspondiente al mismo período del año 2001.

Según la EPA, la población activa intensificó de nuevo su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre de 2002, registrando un avance interanual del 3,1%; a ello contribuyó la tasa de actividad, que se elevó hasta el 53,8%, 1,2 puntos por encima de su valor un año antes. Considerando únicamente a la población entre 16 y 64 años, la *ratio* de participación alcanzó el 66,9%. El mayor dinamismo de la población activa se tradujo en un aumento del número de desempleados y de la tasa de paro, que se situó en el 11,1% en el segundo trimestre, 0,7 puntos por encima de su nivel un año antes. Por su parte, el número de desempleados aumentó un 10,5%, más que en el primer trimestre; el paro registrado mostró un perfil similar, puesto que, tras comenzar el año con un incremento del 3,5%, se aceleró hasta el 7,1% en el segundo trimestre, aunque volvió a moderarse ligeramente entre julio y septiembre. Por sexos, el crecimiento de la tasa de paro fue más mo-

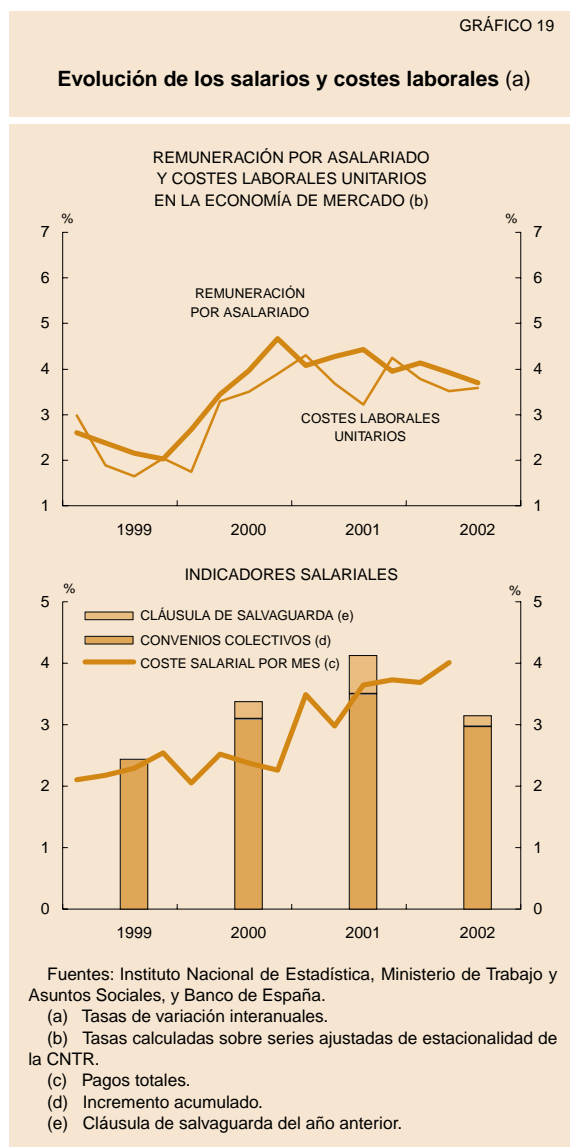
(2) Medido en términos de puestos de trabajo equivalente a tiempo completo

derado entre los hombres, y, por edades, el único colectivo donde no se redujo la tasa de paro fue el de los que superan los 45 años. Por último, el paro de larga duración descendió nuevamente, hasta un 37% del total de desempleados, frente a una incidencia del 40,5% en el segundo trimestre del pasado año.

### 4.3. Costes y precios

Las últimas cifras de la CNTR han incorporado una revisión de las estimaciones de la remuneración de asalariados para los años 2000 y 2001, y de su reparto entre las actividades de mercado y no mercado. Esta revisión, que ha moderado significativamente el crecimiento estimado de la remuneración por asalariado en la economía de mercado en el año 2001, aproximándolo al del índice de costes laborales, cambia la perspectiva con la que han de analizarse las cifras del año 2002. En particular, la moderación de la remuneración en el primer semestre de este año aparece ahora como menos intensa (véase gráfico 19). Como se observa en el gráfico, la remuneración por asalariado en las actividades de mercado aumentó un 3,9%, en tasa interanual, en el segundo trimestre, dos décimas menos que en el primero y tres por debajo de la media de 2001. El coste laboral unitario se desaceleró algo más intensamente, debido a la ligera recuperación de la productividad, quedando un 3,5% por encima de su nivel del año anterior. En el conjunto de la economía, la remuneración por asalariado creció un 3,5%, en el segundo trimestre, como consecuencia del avance más moderado de las remuneraciones en las Administraciones Públicas.

La desaceleración experimentada por la remuneración por asalariado en el año 2002 se ha producido en un contexto de menores aumentos salariales pactados en convenios colectivos durante este año, en el que está vigente el AINC, que firmaron los agentes sociales con el compromiso de tomar la previsión oficial de inflación (2%) como referencia en la negociación colectiva. De acuerdo con la información del Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, el incremento salarial medio pactado en los convenios colectivos registrados hasta el 31 de agosto era del 3%, frente al 3,5% pactado en 2001 (véase gráfico 19). Los convenios firmados hasta esa fecha afectaban a unos seis millones de trabajadores, la mayoría de los cuales tienen convenios firmados en años anteriores. De hecho, hasta agosto el avance de la negociación de los convenios de nueva firma fue significativamente menor que en el mismo período del año 2001. El incremento de las tarifas en estos convenios se situó en el 4,2%, con tendencia paulatina a la desaceleración. Por su parte, los

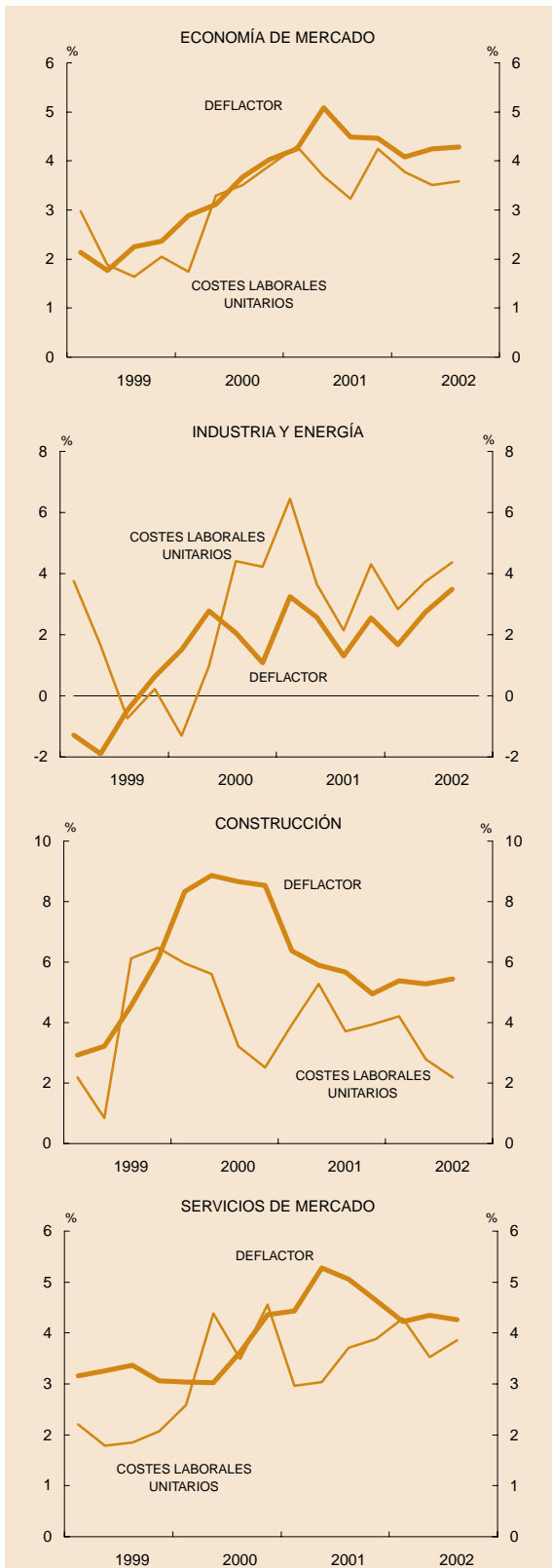


convenios revisados, cuyo registro está prácticamente finalizado, han incorporado una subida salarial del 2,8%. Cabe señalar que, en todo caso, un 74% de los trabajadores tienen cláusulas de salvaguarda, que implicarán un ajuste automático de los salarios si la inflación en diciembre supera, como es probable, la tasa tomada como referencia (véase recuadro 3).

En línea con las estimaciones de la CNTR, el índice de costes laborales (ICL) se aceleró en el segundo trimestre de 2002, al aumentar los costes totales por trabajador y mes un 4,6%, seis décimas más que en el período anterior. Esta aceleración se debió fundamentalmente al componente de costes no salariales, que crecieron un 6,5%, aunque también los costes salariales se elevaron un 4%, tres décimas más que en los primeros meses del año. Por ramas de actividad, los costes laborales aumentaron en la industria 1,4 puntos porcentuales más que en el trimestre anterior, un

GRÁFICO 20

Precios y costes por ramas de actividad (a)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.  
 (a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

5,1%, mientras que en los servicios se aceleraron en tres décimas, hasta el 4,7%; finalmente, en la construcción, donde se desaceleraron una décima, crecieron un 4,5%.

A pesar del menor crecimiento registrado por los costes laborales unitarios, el deflactor del valor añadido en la economía de mercado, variable representativa de las presiones internas de costes, mantuvo incrementos superiores la 4% en el primer semestre de 2002, dando lugar a una ampliación continuada de los márgenes unitarios. En el gráfico 20, que recoge el comportamiento de estas variables en las principales ramas de actividad, se observa que, en las ramas de la industria y la energía, el crecimiento de los costes laborales unitarios se ha situado de forma casi constante por encima del deflactor, que, por su parte, registra tasas de variación inferiores a los deflactores de otras ramas, sujetas a menores grados de competencia; todo ello ha dado lugar a una contracción sistemática de los márgenes en estas actividades, que limita sus posibilidades de recuperación, al someterlas a una constante pérdida de competitividad. Por el contrario, en los servicios de mercado el avance del deflactor, a pesar de haberse desacelerado en 2002, se ha mantenido por encima de los costes, permitiendo una nueva ampliación del excedente unitario. Por último, en la rama de construcción, la notable desaceleración de los costes laborales unitarios, junto con la suave moderación del deflactor, ha resultado en una significativa ampliación del excedente unitario en el primer semestre del año, en línea con lo sucedido en el reciente período de expansión de esta actividad.

Por otra parte, los costes de importación, medidos por el deflactor de las importaciones, contribuyeron a moderar el avance de los precios finales en la economía durante la primera mitad del año. Los precios de importación pasaron de caer un 0,9%, entre enero y marzo, a descender un 0,1% en el segundo trimestre. Detrás de este comportamiento se encuentra la favorable evolución de los precios internacionales, en especial los de la energía y las materias primas, que, no obstante, se aceleraron significativamente en los meses estivales; la apreciación del euro en los meses de primavera suavizó el impacto de estas subidas. En conjunto, el deflactor de la demanda final creció un 3%, en tasa interanual, en el segundo trimestre, tras aumentar un 2,7% en el primero, y se estima que habrá mantenido incrementos del mismo orden en el tercer trimestre, siempre por debajo del deflactor del VAB.

En el segundo trimestre del año, el IPC, principal indicador de precios finales de la economía española, experimentó una aceleración



RECUADRO 3

**El efecto de las cláusulas de salvaguarda en la negociación colectiva**

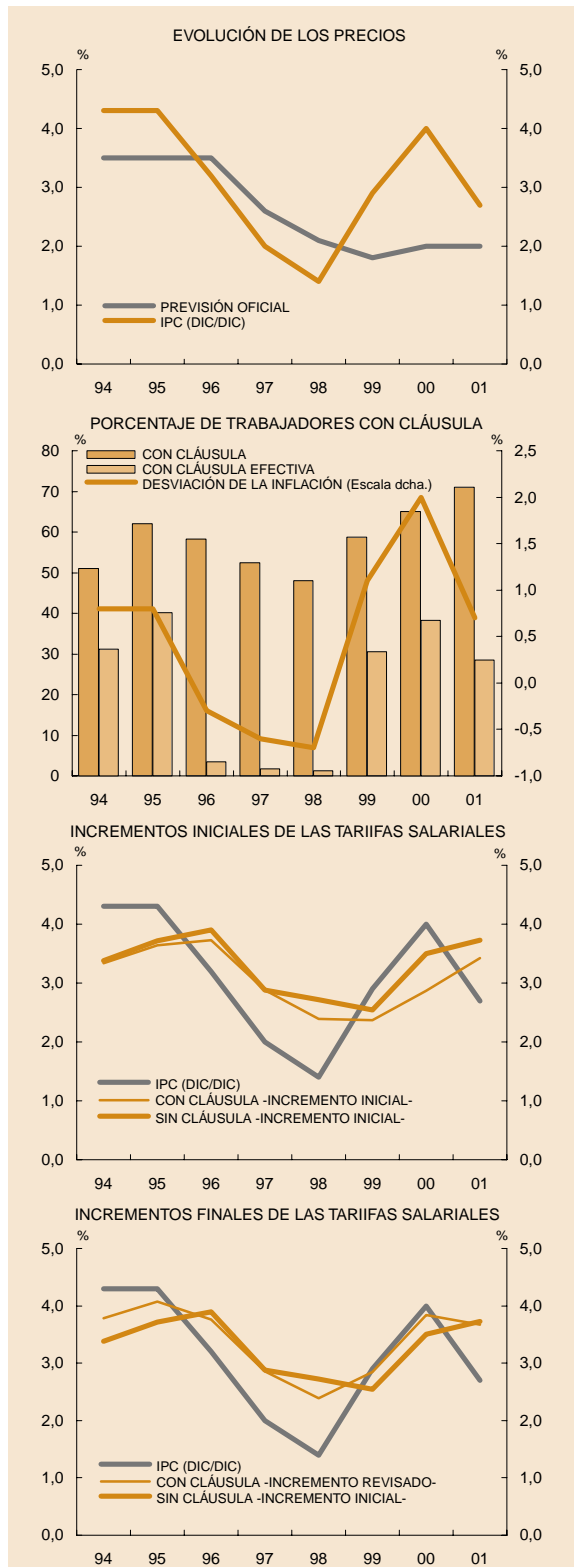
Uno de los aspectos más relevantes de la negociación colectiva española es la inclusión generalizada de cláusulas de salvaguarda en los convenios. Estas cláusulas garantizan el mantenimiento del poder adquisitivo de los salarios nominales cuando la inflación observada supera a la tasa de inflación tomada como referencia en el convenio. Por tanto, inducen un ajuste automático de los salarios a los aumentos pasados de la tasa de inflación, que favorece la persistencia de los incrementos de precios y dificulta el retorno a tasas de inflación más moderadas. En los tres últimos años, la activación de las cláusulas de revisión ha tenido efectos significativos sobre el crecimiento salarial —con un impacto medio cercano a las cuatro décimas de punto porcentual por año—, mientras que en el año 2002 el impacto podría aproximarse a un punto porcentual.

Las cláusulas adoptan formas diversas y se activan a partir de umbrales diferentes, aunque en la mayoría de los casos se aplican cuando la tasa de inflación observada supera, ya sea el crecimiento de los precios tomado como referencia en el convenio —que, en muchos casos, coincide con la previsión oficial de inflación—, ya sea el propio incremento salarial pactado. Por otra parte, las cláusulas se diferencian en aspectos concretos, como la existencia o no de un máximo en la revisión de las tarifas, la corrección o no de la desviación en caso de que sea negativa, la definición o no de una diferencia mínima entre la inflación y el valor de referencia, a partir de la cual la cláusula se hace efectiva, o su posible carácter retroactivo y consolidable.

Para analizar correctamente el efecto que han tenido las cláusulas sobre la dinámica salarial es conveniente separar los convenios según contengan o no cláusula, y en caso de tenerla, según que esta se haya hecho o no efectiva. Como se puede ver en la parte central del gráfico adjunto, el porcentaje de trabajadores sometidos a convenio con cláusula varía en el tiempo. En concreto, en los últimos tres años se ha producido un incremento progresivo de este porcentaje, asociado al aumento de la tasa de inflación. A su vez, la medida en la que estas cláusulas se han hecho efectivas ha dependido de las desviaciones de la inflación respecto de las previsiones oficiales. Así, en los años en los que el objetivo de inflación se cumplió sobradamente (1996-1998), el porcentaje de trabajadores con cláusula efectiva fue lógicamente muy reducido, pero ha aumentado rápidamente cuando han aparecido desviaciones más o menos significativas. En cualquier caso, esta proporción es sensiblemente inferior al porcentaje de convenios que inicialmente contienen cláusulas: en el año 2000 estas solo se activaron para el 38% de los trabajadores, frente al 65% que las habían pactado inicialmente, y en el año 2001 dichas ratios fueron del 28% y del 71%, respectivamente.

Como se observa en el gráfico, en los años más recientes, en los que han aumentado las presiones inflacionistas, los convenios con cláusula se han pactado con incrementos de las tarifas salariales inicialmente inferiores a los de los convenios sin cláusula. Por tanto, las cláusulas se han utilizado como un seguro que ha permitido fijar aumentos de los salarios relativamente moderados, a pesar de los riesgos al alza sobre la tasa de inflación. Sin embargo, cuando la inflación ha terminado superando a la previsión oficial y se han aplicado las cláusulas de revisión, los incrementos de las tarifas, una vez incorporadas las revisiones, han resultado ser mayores que los de los convenios sin cláusula, y muy próximos, o superiores, a la inflación observada. En los convenios sin cláusula, los salarios también se han ajustado a las desviaciones de inflación, pero el ajuste se ha producido con retraso, a través de los convenios de años posteriores.

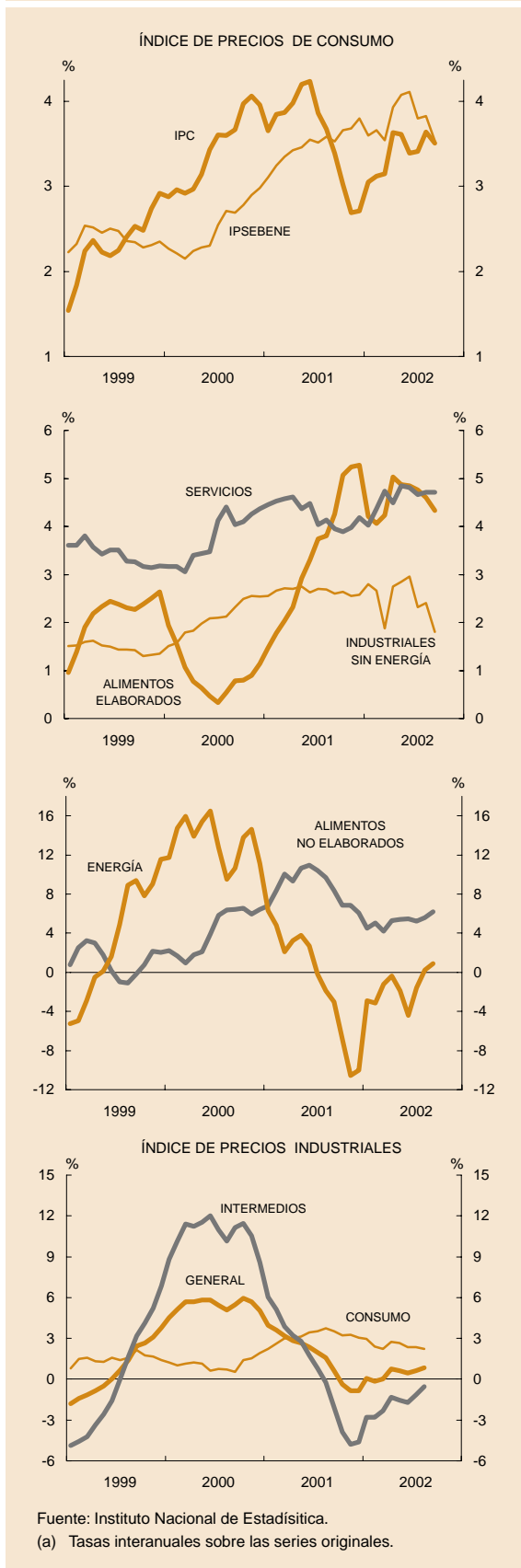
En definitiva, el carácter automático de las cláusulas de salvaguarda hace que —aunque se tomen como referencia tasas moderadas de crecimiento de los precios y los incrementos inicialmente pactados se acomoden a ellas— cualquier repunte de la tasa de inflación, aunque sea transitorio, se recupere en términos de mayor incremento salarial, en muchas ocasiones de forma retroactiva. Así, las aceleraciones de los precios, con independencia de su origen, se trasladan hacia delante en términos de mayores salarios, introduciendo elementos de inercia en la formación de los precios y dificultando el retorno a tasas de inflación reducidas. Además, raramente se observan ajustes a la baja, cuando la tasa de inflación resulta ser inferior a la prevista. Por el contrario, la reacción de los salarios pactados en los convenios sin cláusula a las desviaciones de la inflación no es automática, lo que puede facilitar su adaptación a los cambios en el contexto macroeconómico.



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

GRÁFICO 21

**Indicadores de precios (a)  
España**



que situó su tasa de crecimiento interanual en el 3,5% (3,4% en junio), ritmo que ha mantenido en el tercer trimestre (véase gráfico 21). Por su parte, el IPSEBENE —una de las medidas habituales del núcleo inflacionista— llegó a incrementarse un 4% en el promedio del segundo trimestre, moderándose posteriormente hasta finalizar el tercer trimestre con una tasa de crecimiento del 3,5%, similar a la del IPC. Quizá lo más destacable de la evolución de los componentes del IPC en los meses de verano haya sido la desaceleración experimentada por los precios de los bienes industriales no energéticos y de los alimentos elaborados, que explican el comportamiento del IPSEBENE. En el caso de los precios de los industriales no energéticos, la desaceleración parece estar ligada a la incidencia de las ofertas y rebajas, que, por primer año, están incluidas en el índice, lo que añade incertidumbre a su evolución futura. También es destacable la aceleración experimentada por los precios energéticos, que finalizaron el tercer trimestre en tasas positivas del 0,9%, tras descender un 2,2% en el segundo. Estas tasas reflejan un efecto base, derivado de las fuertes caídas ocurridas un año antes, y también el encarecimiento del crudo, ya mencionado. Los precios de los alimentos no elaborados experimentaron, por su parte, un repunte importante en el tercer trimestre, motivado principalmente por los mayores aumentos de los precios de la carne y del pescado. En el caso de los precios de los servicios, cuya tasa de avance permaneció en el 4,7% en los meses de verano, los servicios relacionados con el turismo y la hostelería evolucionaron de forma contenida, acusando el menor dinamismo en la demanda turística, aunque se mantienen todavía en tasas interanuales en torno al 6%.

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) también finalizó el tercer trimestre con una tasa de crecimiento interanual del 3,5%, que situó el diferencial de inflación con la zona del euro en 1,4 puntos porcentuales, por encima de la media de los últimos años. Como se observa en el gráfico 22, al finalizar el trimestre había diferenciales especialmente elevados en los precios de los alimentos, tras su fuerte incremento en la primera parte del año, y en el de los servicios. En el caso de la energía, el diferencial también se ha ampliado a lo largo del verano, mientras que ha tendido a reducirse en el de los bienes industriales no energéticos, debido a la moderación de los precios de consumo de estos bienes en España (véase gráfico 22).

Por último, el índice de precios industriales (IPRI) se mantuvo relativamente estable entre junio y agosto (véase gráfico 21). Los precios de producción de los bienes de consumo ali-

menticio aminoraron su ritmo de crecimiento interanual en casi un punto porcentual, y también lo hicieron, aunque en menor medida, los de los bienes de equipo. Por el contrario, los precios de los bienes intermedios, especialmente los energéticos, se aceleraron considerablemente. No obstante, el diferencial de crecimiento con la zona del euro se redujo en estos meses (3).

#### 4.4. La actuación del Estado

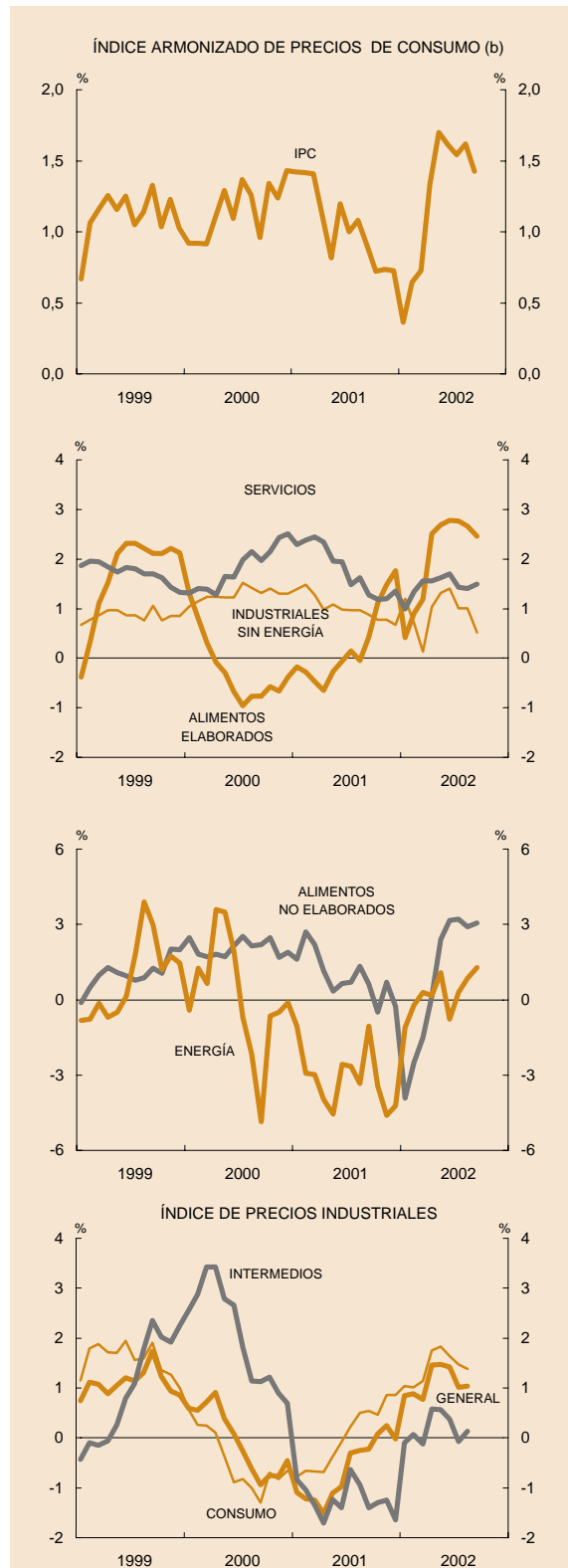
El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para el año 2003, en la actualidad sujeto a trámite parlamentario, se ha elaborado, por primera vez, bajo las directrices de la Ley de Estabilidad Presupuestaria. Siguiendo el proceso marcado por esta Ley, el Pleno del Congreso fijó, en el primer cuatrimestre de este año, el objetivo de estabilidad presupuestaria del conjunto de las Administraciones Públicas y de cada uno de sus agentes para el período 2003-2005, así como el límite de gasto no financiero del Estado para el año 2003. En este contexto, el Proyecto de Presupuestos estima que el saldo de las operaciones no financieras de las Administraciones Públicas, en términos de Contabilidad Nacional, se mantendrá equilibrado en 2003. La elaboración de estos Presupuestos ha tenido en cuenta la entrada en vigor, el próximo año, de la reforma del IRPF, para la que se estima un impacto recaudatorio de cinco décimas del PIB, y el funcionamiento pleno del nuevo sistema de financiación autonómica, que se ha ido implantando de forma gradual a lo largo de este año. En cuanto al año 2002, el cierre de la cuenta de las Administraciones Públicas supone también el logro del equilibrio presupuestario. Por agentes, el Estado registrará un déficit de cinco décimas del PIB, que será compensado con un superávit de la Seguridad Social de igual cuantía (véase recuadro 4, para información sobre la ejecución presupuestaria de este agente), mientras que las Administraciones Territoriales se mantendrán en equilibrio, igualando los objetivos que se establecieron en la última Actualización del Programa de Estabilidad.

El proyecto de Presupuestos Generales del Estado también incorpora el Avance de liquidación de los ingresos y gastos del Estado, en términos de caja, para el año 2002, información que se presenta en el cuadro 3 (columnas 3 y 4). Según este avance, el Estado ingresaría y gastaría alrededor de un 5% menos que lo presupuestado inicialmente, por lo que el déficit de caja

(3) Una vez cerrada la edición de este Boletín, se ha publicado el IPRI del mes de septiembre; su crecimiento interanual se ha acelerado ligeramente, hasta el 1,1%.

GRÁFICO 22

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



Fuentes: Eurostat y Banco de España.

(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

(b) Hasta diciembre de 2001, las series corresponden a las publicadas en esa fecha.

## Estado. Ejecución presupuestaria

Millones de € y %

	Liquidación	Variación	Avance liquid.	Variación	Liquidación	Liquidación		
	2001	porcentual	2002	porcentual	ENE-JUN	2001	2002	Variación
	1	2001/2000	3	2002/2001	Variación	ENE-SEP	ENE-SEP	porcentual
				4=3/1	5	6	7	8=7/6
<b>1. Ingresos no financieros</b>	<b>125.187</b>	<b>5,5</b>	<b>104.953</b>	<b>-16,2</b>	<b>-16,7</b>	<b>86.081</b>	<b>75.358</b>	<b>-12,5</b>
Impuestos directos	55.697	8,3	53.999	-3,0	-20,2	38.013	36.267	-4,6
<i>IRPF</i>	36.469	13,4	32.464	-11,0	-25,8	25.321	21.900	-13,5
<i>Sociedades</i>	17.217	0,1	19.703	14,4	6,8	10.900	12.974	19,0
<i>Otros (a)</i>	2.012	-3,0	1.832	-9,0	-17,7	1.792	1.393	-22,3
Impuestos indirectos	53.157	3,7	37.276	-29,9	-20,3	39.752	29.412	-26,0
<i>IVA</i>	34.674	3,8	24.977	-28,0	-15,2	25.905	20.069	-22,5
<i>Especiales</i>	16.612	3,5	10.333	-37,8	-34,9	12.444	7.874	-36,7
<i>Otros (b)</i>	1.871	2,5	1.966	5,1	4,1	1.403	1.469	4,7
Otros ingresos	16.333	2,1	13.678	-16,3	12,9	8.316	9.679	16,4
<b>2. Pagos no financieros (c)</b>	<b>128.072</b>	<b>5,7</b>	<b>108.602</b>	<b>-15,2</b>	<b>-14,0</b>	<b>95.994</b>	<b>81.964</b>	<b>-14,6</b>
Personal	16.827	3,5	17.643	4,8	2,9	12.204	12.650	3,7
Compras	2.554	7,7	2.680	4,9	-2,5	1.733	1.799	3,8
Intereses	18.264	3,1	19.070	4,4	-12,4	16.601	16.018	-3,5
Transferencias corrientes	77.151	5,9	57.038	-26,1	-20,4	57.040	42.838	-24,9
Inversiones reales	6.461	7,1	6.263	-3,1	-2,0	4.058	4.493	10,7
Transferencias de capital	6.815	15,2	5.908	-13,3	-4,1	4.358	4.166	-4,4
<b>3. Saldo de caja (3 = 1 - 2)</b>	<b>-2.884</b>	<b>18,7</b>	<b>-3.649</b>	<b>26,5</b>	<b>5,8</b>	<b>-9.913</b>	<b>-6.607</b>	<b>-33,4</b>
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL :								
Ingresos no financieros	126.611	6,1	107.808	-14,9	-15,2	87.296	77.999	-10,6
Pagos no financieros	129.945	4,6	111.288	-14,4	-16,5	91.393	76.686	-16,1
<b>Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación</b>	<b>-3.334</b>	<b>-31,8</b>	<b>-3.480</b>	<b>4,4</b>	<b>-36,7</b>	<b>-4.097</b>	<b>1.313</b>	<b>-</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.

sería prácticamente igual al presupuestado. Hay que señalar, no obstante, que una parte importante de estas desviaciones se debe a que los Presupuestos de 2002 incorporaron solo de forma parcial los efectos en ingresos y gastos del nuevo sistema de financiación de las Comunidades Autónomas, mientras que el Avance de liquidación los refleja en su totalidad, una vez que se ha completado la asunción de las competencias de Sanidad por todas las CCAA y se ha suscrito, por tanto, el Nuevo Sistema de Financiación. En comparación con las cifras de ejecución presupuestaria hasta septiembre, que se comentan a continuación,

el Avance de liquidación supone una intensificación en los ritmos de caída de ingresos y gastos, de particular intensidad en el caso de los ingresos (4).

Por su parte, en términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta sep-

(4) Estando ya cerrada la edición de este Boletín, se han recibido los datos correspondientes a la ejecución del Presupuesto del Estado hasta septiembre, en términos de Contabilidad Nacional, observándose un superávit de 1.313 millones de euros (0,2% del PIB), frente a un déficit de 4.097 millones de euros (-0,6% del PIB) en el mismo período del año anterior.

**Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social**

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 5.138 millones de euros, según los datos de ejecución presupuestaria hasta julio de 2002, inferior en 594 millones de euros (un 10,4%) al registrado durante el mismo período del año precedente (véase cuadro adjunto). Este descenso del superávit hasta julio resultó menos acusado que el previsto en el presupuesto inicial de 2002 en relación con la liquidación de 2001 y que el registrado hasta abril. 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 hasta julio muy superiores a las previstas en el Presupuesto, aunque algo menos intensas que las registradas en el primer cuatrimestre del año.

Los ingresos por cotizaciones sociales mantuvieron un crecimiento del 5,6% hasta julio, lo que supone una apreciable desaceleración respecto a la evolución seguida en 2001, lo que se explica, en parte, por un menor incremento del número de afiliados a la Seguridad Social, que fue del 3,1% hasta septiembre (3,9% en el conjunto del año 2001). Este ritmo de crecimiento de las cotizaciones en los primeros siete meses de 2002, aunque resulta muy superior al que se deriva del Presupuesto, en comparación con la liquidación del año anterior, se sitúa en línea con las estimaciones oficiales de liquidación para el conjunto del año (1). La otra fuente importante de ingresos, las transferencias corrientes, procedentes del Estado casi en su totalidad, registró una disminución del 72,7% hasta julio (más intensa que la presupuestada), como consecuencia del nuevo sistema de financiación de las CCAA.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas creció solo un 3,6% hasta julio, lo que podría deberse a un diferente criterio de imputación temporal, respecto a julio de 2001, que se corregiría en agosto. Sin embargo, su ritmo de crecimiento en el primer semestre, el 5,2%, se situó en línea tanto con el de la ejecución de los cuatro primeros meses como con el 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 julio, en línea con lo previsto y ligeramente por debajo del crecimiento registrado en 2001. Por su parte, el gasto en incapacidad temporal situó su tasa de crecimiento en el 12,3%, en contraste con la caída prevista presupuestariamente.

Con respecto al gasto del INEM, el destinado a prestaciones por desempleo se desaceleró notablemente en septiembre, aunque mantiene todavía un crecimiento muy elevado, del 11,2% (11% de crecimiento en 2001). Esta evolución estuvo determinada tanto por el aumento del paro registrado (un 7,2% hasta septiembre, frente al 0,1% en el conjunto de 2001) como por el de la tasa de cobertura, que se situó en el 72,6% hasta agosto, frente al 68,5% con que terminó el año 2001. Como consecuencia, el número de beneficiarios creció un 13,2% hasta agosto, frente al 5,9% de crecimiento medio en 2001.

Por otra parte, las cotizaciones percibidas por el INEM se incrementaron un 5,1% hasta junio, frente al 9,4% previsto en el Presupuesto, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 5,5% hasta mayo, en línea con lo previsto.

(1) En el Proyecto de presupuestos de la Seguridad Social para 2003 se estima un incremento del 6,1% en las cotizaciones normales al Régimen General para el conjunto del año 2002.

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

Puntos básicos

	Liquidación		Presupuesto		Liquidación ENE-ABR		Liquidación ENE-JUL	
	2001	2002	% variación	% variación	2001	2002	% variación	
	1	2	3=2/1	4	5	6	7=6/5	
<b>Ingresos no financieros</b>	<b>100.265</b>	<b>83.282</b>	<b>-16,94</b>	<b>-23,7</b>	<b>59.871</b>	<b>46.768</b>	<b>-21,9</b>	
Cotizaciones sociales (c)	67.350	67.852	0,75	5,5	38.697	40.874	5,6	
Transferencias corrientes	31.383	14.389	-54,15	-73,5	20.313	5.551	-72,7	
Otros (d)	1.533	1.042	-32,02	-48,2	861	343	-60,1	
<b>Pagos no financieros</b>	<b>93.941</b>	<b>79.411</b>	<b>-15,47</b>	<b>-24,6</b>	<b>54.139</b>	<b>41.630</b>	<b>-23,1</b>	
Personal	14.545	6.683	-54,05	-69,4	8.806	2.433	-72,4	
Gastos en bienes y servicios	9.188	4.214	-54,14	-75,6	5.330	1.355	-74,6	
Transferencias corrientes	68.784	67.615	-1,70	-4,6	39.426	37.684	-4,4	
Prestaciones	68.326	67.615	-1,04	-4,4	39.379	37.683	-4,3	
<i>Pensiones contributivas</i>	53.375	56.231	5,35	5,4	30.619	31.736	3,6	
<i>Incapacidad temporal</i>	4.278	4.027	-5,88	3,4	2.204	2.475	12,3	
<i>Resto</i>	10.673	7.358	-31,06	-46,0	6.555	3.472	-47,0	
Resto transferencias corrientes	457	0	-100,00	-98,7	48	1	-98,4	
Otros (e)	1.424	899	-36,86	-76,3	576	158	-72,5	
<b>Saldo no financiero</b>	<b>6.324</b>	<b>3.871</b>	<b>-38,79</b>	<b>-19,8</b>	<b>5.732</b>	<b>5.138</b>	<b>-10,4</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) Incluye recargos y multas.

(d) Excluye recargos y multas.

(e) Minorados por la enajenación de inversiones.

CUADRO 4

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

Millones de €

	ENERO-JULIO	
	2001	2002
<b>INGRESOS</b>		
<b>Cuenta corriente</b>	<b>138.521</b>	<b>135.735</b>
Mercancías	79.056	77.471
Servicios	36.926	37.065
<i>Turismo</i>	<i>20.888</i>	<i>19.815</i>
<i>Otros servicios</i>	<i>16.038</i>	<i>17.250</i>
Rentas	13.223	11.737
Transferencias corrientes	9.316	9.462
<b>Cuenta de capital</b>	<b>4.755</b>	<b>4.940</b>
<b>PAGOS</b>		
<b>Cuenta corriente</b>	<b>147.477</b>	<b>143.826</b>
Mercancías	98.152	94.579
Servicios	21.775	22.504
<i>Turismo</i>	<i>3.709</i>	<i>3.856</i>
<i>Otros servicios</i>	<i>18.066</i>	<i>18.648</i>
Rentas	20.239	19.455
Transferencias corrientes	7.311	7.288
<b>Cuenta de capital</b>	<b>593</b>	<b>596</b>
<b>SALDOS</b>		
<b>Cuenta corriente</b>	<b>-8.956</b>	<b>-8.092</b>
Mercancías	-19.095	-17.108
Servicios	15.151	14.560
<i>Turismo</i>	<i>17.179</i>	<i>15.959</i>
<i>Otros servicios</i>	<i>-2.028</i>	<i>-1.399</i>
Rentas	-7.016	-7.718
Transferencias corrientes	2.004	2.174
<b>Cuenta de capital</b>	<b>4.162</b>	<b>4.343</b>

Fuente: Banco de España.

(a) Avance provisional.

tiembre se saldó con un déficit de 6.606 millones de euros, inferior en un 33,4% al registrado en el mismo período del año anterior. La mejora en el déficit durante los meses de verano se debió a la recuperación de los ingresos, que aminoraron su ritmo de descenso hasta el 12,5% (16,7% en el primer semestre), y, en menor medida, a la intensificación en el ritmo de caída de los gastos, hasta el 14,6%.

Para el análisis de la evolución de los ingresos, se cuenta con información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte que se asigna al Estado como de la que corresponde a otras Administraciones, información, esta última, que no se recoge en el cuadro 3. Las cifras de recaudación total indican que los impuestos

directos se aceleraron notablemente en el tercer trimestre, al contrario que los impuestos indirectos, reflejando, en ambos casos la evolución seguida por las principales rúbricas. El IRPF aumentó un 7,1% hasta septiembre, lo que contrasta con la disminución registrada en el primer semestre del 5,8%, aunque ello se debe principalmente a cambios en el calendario de recaudación en 2002, que han retrasado el ingreso de gran parte de la cuota diferencial neta hasta el tercer trimestre de este año —frente al segundo trimestre del año anterior—. El Impuesto sobre Sociedades, por su parte, ha mostrado una importante aceleración, hasta el 19%, debida a los ingresos excepcionales ligados a la utilización por parte de las empresas de la Disposición transitoria tercera de la Ley de acompañamiento de los Presupuestos para 2002, que incentiva la integración en la base imponible del año 2002 de los beneficios extraordinarios pendientes de dicha integración. Por el contrario, el IVA, se desaceleró durante el tercer trimestre hasta alcanzar una tasa del 7,4%, frente al 9,5% del primer semestre, al tiempo que los impuestos especiales también redujeron su ritmo de aumento. Finalmente, los otros ingresos se aceleraron ligeramente durante el tercer trimestre, hasta registrar un crecimiento del 16,4%. En comparación con estas cifras el Avance de liquidación para el conjunto del año supone una desaceleración adicional para la recaudación por IVA y, sobre todo, una fuerte desaceleración de los otros ingresos en la parte final del año, que se extiende a prácticamente todos los capítulos incluidos en esta rúbrica.

Por el lado del gasto, se observa en el transcurso del último trimestre una aceleración en casi todos los capítulos, excepto las transferencias. Destaca, no obstante, la moderación que continúan mostrando los gastos de funcionamiento (personal y compras), con crecimientos inferiores a los del PIB nominal. Los pagos por intereses, por su parte, siguen registrando tasas de variación negativas, aunque mantienen un perfil de aceleración que viene determinado por el calendario de vencimientos de la deuda pública. Por lo que respecta a los pagos por inversiones reales se han acelerado notablemente, hasta registrar un crecimiento del 10,7%, frente a la caída del 2% del primer semestre. En cuanto a los pagos por transferencias, han aumentado su ritmo de caída tanto las corrientes como las de capital. En general, el Avance de liquidación confirma las tendencias descritas de la ejecución presupuestaria, con la excepción de los pagos por inversiones reales y transferencias de capital, que se desacelerarían drásticamente en los últimos meses según dicho Avance.

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

En el período enero-julio de 2002, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital arrojó un déficit de 3.749 millones de euros, frente al saldo también negativo de 4.793 millones observado en las mismas fechas del año anterior. Esta importante mejora, del orden de 1.045 millones de euros, se explica, fundamentalmente, por la favorable evolución del déficit por cuenta corriente, fruto del notable descenso del déficit comercial y de la ampliación del superávit por transferencias corrientes, ya que los saldos de servicios y de rentas se deterioraron. El superávit de la cuenta de capital registró un moderado incremento.

En el conjunto de los siete primeros meses del año el déficit acumulado de la balanza comercial experimentó una mejora de 1.988 millones de euros sobre el nivel alcanzado en el mismo período del ejercicio anterior, lo que representa una reducción del 10,4%, por encima de la observada en el promedio de 2001 (-6,7%). La intensa mejora de la relación real de intercambio, en un contexto de apreciación del euro, unida a la desaceleración de las importaciones en términos reales, en el conjunto del período, propiciaron la notable corrección del desequilibrio del comercio de bienes.

En cuanto a los servicios, el saldo positivo acumulado en el período enero-julio se situó en 14.560 millones de euros, frente a los 15.151 millones contabilizados en igual período de 2001, lo que supone una reducción del 3,9%. Estos resultados reflejan el menor superávit por turismo y viajes (-7,1%), ya que el déficit del resto de servicios disminuyó un 31%. Los flujos turísticos intensificaron su desaceleración en este período del año, especialmente los ingresos, que registraron una caída del 5,1%, acorde con la atonía de las entradas de turistas extranjeros, en un clima de notable incertidumbre sobre la recuperación económica. Por su parte, los pagos por turismo se desaceleraron hasta el 4%, en el conjunto de los siete primeros meses del año, influidos por el debilitamiento de la confianza de los consumidores y por la sustitución de turismo en el extranjero por turismo interior, en un contexto de inestabilidad mundial.

La balanza de rentas acentuó notablemente su deterioro en el período enero-julio, situando su déficit en 7.718 millones de euros, 703 millones por encima del nivel registrado en las mismas fechas del ejercicio anterior. Los ingresos descendieron un 11,2%, afectados por el recorte de los flujos de inversiones en el exterior que se ha producido desde el año 2001, ante la debilidad de la economía mundial y el aumento de la incertidumbre en los mercados financieros, agravada por las crisis que atraviesan algunos países latinoamericanos. Los pagos también descendieron en este período, aunque a un ritmo menor, del -3,9%, influidos también por el debilitamiento que acusó la inversión extranjera en España en 2001. En el ejercicio actual, aunque continúan descendiendo los flujos de inversiones directas, se aprecia un aumento de los flujos de inversiones de cartera, así como de las colocaciones de depósitos a corto plazo.

El superávit de la balanza de transferencias corrientes se situó en 2.174 millones de euros, en el período enero-julio, lo que supone un aumento de 170 millones en relación con el observado en idénticas fechas de 2001. Los ingresos avanzaron un 1,6%, a pesar del retroceso de los flujos procedentes de la UE, tanto en concepto de FEOGA-Garantía como, en mayor medida, del Fondo Social Europeo, ya que en el ejercicio anterior se habían producido importantes adelantos a cuenta del nuevo período de programación 2000-2006. Los pagos, por su parte, descendieron ligeramente, un -0,3%, aunque destacó el notable incremento que continúan mostrando los pagos por remesas de emigrantes.

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 4.343 millones de euros en el período enero-julio, 181 millones por encima del observado en el mismo período de 2001. En términos de tasas interanuales, el aumento se cifró en el 4,3%, y se explica por el notable avance de los flujos procedentes de la UE en concepto de Fondo de Cohesión y, en menor medida, de FEOGA-Orientación, mientras que se redujeron ligeramente los correspondientes al FEDER, también afectados por los anticipos ingresados en el ejercicio anterior a cuenta del nuevo período de programación 2000-2006.

## 5. Los flujos financieros de la economía española

### 5.1. Rasgos más destacados

En el segundo trimestre de 2002, en un contexto caracterizado por un clima de relativa debilidad de la actividad económica, por el aumento de la incertidumbre en torno a la recuperación de la economía mundial y por el agravamiento de la crisis en algunos países latinoamericanos, los mercados bursátiles nacionales —influidos también por la desconfianza de los inversores tras la aparición de nuevos casos de irregularidades contables en empresas estadounidenses— registraron un retroceso moderado de las cotizaciones, de modo que, durante el primer semestre, el Índice General de la Bolsa de Madrid acumuló unas pérdidas del 12,3%. Sin embargo, ha sido a lo largo del tercer trimestre cuando, como consecuencia de la acen tuación de algunos de los rasgos antes mencionados y, adicionalmente, del clima prebélico en torno a Irak, se ha producido una agudización de la inestabilidad en los mercados financieros que se ha traducido en un aumento de la volatilidad de los precios hasta alcanzar los niveles que se registraron tras los atentados del 11 de septiembre. Además, las pérdidas en el Índice General de la Bolsa de Madrid durante el tercer trimestre llegaron a alcanzar el 20,3%, aunque se han recuperado algo durante el mes de octubre. No obstante, cabe señalar que el comportamiento de la Bolsa española ha sido menos desfavorable que el del promedio de las bolsas europeas (véase recuadro 5).

En este clima, la financiación concedida al sector privado no financiero —y, en particular, la otorgada por las entidades de crédito residentes— ha seguido creciendo a un ritmo elevado durante el segundo trimestre. En el caso de los hogares, se ha observado incluso una ligera aceleración en el ritmo de expansión del crédito. En concreto, los préstamos concedidos a las familias por parte de las entidades de crédito residentes aumentaron, en términos interanuales, un 13,8% durante el segundo trimestre, frente al 13,3% del trimestre anterior. En el caso de las sociedades no financieras, aunque se aprecia una cierta desaceleración, el ritmo de crecimiento sigue siendo considerable para la situación cíclica de la economía española. Además, la información provisional del tercer trimestre no apunta hacia una moderación significativa de la financiación al sector privado.

En consonancia con esta evolución de la financiación, no se ha producido, en lo que va de año, una recuperación del ahorro financiero neto del sector privado. Este desarrollo, que contrasta con lo sucedido en otras fases anteriores de desaceleración económica, ha amortiguado la intensidad de la desaceleración de la actividad en nuestra economía, aunque, en



**Un análisis sectorial comparado de la caída reciente de las cotizaciones bursátiles**

El 14 de octubre, los precios de las acciones negociadas en los mercados españoles, medidos por el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM), habían perdido un 27,5% del valor que tenían cuando se inició el año. Esta variación es similar a la registrada en el mismo período por el S&P 500 (27,2%), que agrupa a las empresas cotizadas en las bolsas de EEUU, y es inferior a la reducción del Euro Stoxx (36,4%), formado por las cotizaciones de las sociedades negociadas en las bolsas de la UEM. Estos descensos no se distribuyen homogéneamente entre los diferentes sectores que componen los índices, como muestra el cuadro adjunto, en el que se consideran 13 agrupaciones en función de la actividad de las empresas.

Como ya viene ocurriendo desde marzo de 2000, fecha en la que los principales índices alcanzaron sus máximos históricos, los sectores que han registrado una evolución más desfavorable de las cotizaciones fueron el tecnológico, el de telecomunicaciones y el de medios de comunicación. Además de los anteriores, otras empresas con una evolución especialmente negativa en la parte transcurrida del año han sido las de servicios públicos, los bancos (los españoles y los del resto de la UEM) y las empresas de seguro (de la UEM).

La comparación de las bolsas españolas con las del conjunto de la UEM pone de manifiesto que los grupos formados principalmente por empresas con una presencia significativa en América Latina (bancos, telecomunicaciones, servicios públicos y energía, que son, por otra parte, los que tienen un peso superior en nuestros mercados) registraron, en nuestro país, una evolución solo ligeramente más desfavorable que la que se observó, en media, en la UEM. Lo contrario ocurrió, sin embargo, en casi todos los demás sectores. La comparación con las bolsas de EEUU produce una relación más equilibrada: en cinco de los doce grupos con presencia en los mercados de ambos países el comportamiento en España fue peor.

Las contribuciones por sectores a las caídas de los índices fueron muy distintas en los tres grupos de bolsas estudiados. Así, en España, los cuatro sectores con mayor ponderación explican casi el 92% de la variación del IGBM, lo que refleja la elevada concentración sectorial de nuestros mercados. En los otros dos índices, las contribuciones estuvieron más repartidas, destacando la del sector tecnológico. Además de este grupo, la evolución negativa de los precios negociados de los bancos y de las compañías de telecomunicaciones y, en el caso de la UEM, de las empresas de seguro, tuvieron, también, una importancia significativa para explicar los descensos en los índices.

Ahora bien, si se aplicaran las ponderaciones correspondientes a la composición del Euro Stoxx y del S&P 500 a la evolución de las cotizaciones sectoriales del IGBM se obtendría una variación del índice de la bolsa española (-25,5% y -27,5%, respectivamente) muy similar a la realmente observada (-27,5%), lo que sugiere que las diferencias en la composición sectorial de nuestras bolsas no parece haber desempeñado un papel significativo para explicar su evolución diferencial en este período. Antes al contrario, el comportamiento menos desfavorable de la Bolsa española parece reflejar unas perspectivas algo más optimistas sobre nuestra economía, a pesar de la exposición de algunas empresas nacionales a la evolución de la situación en Latinoamérica.

**Evolución sectorial de las bolsas en el 2002 (a)**

%

	ESPAÑA			UEM			EEUU		
	Variación 1	Peso 2	Contribución 3=1x2	Variación 4	Peso 5	Contribución 6=4x5	Variación 7	Peso 8	Contribución 9=7x8
Bancos	-35,2	31,8	-11,2	-33,7	15,4	-5,2	-22,1	13,4	-3,0
Telecomunicaciones	-41,9	20,1	-8,4	-40,4	8,6	-3,5	-46,0	5,5	-2,5
Servicios públicos	-33,3	12,5	-4,2	-30,8	5,9	-1,8	-42,3	3,1	-1,3
Energía	-19,2	7,5	-1,4	-16,1	11,0	-1,8	-15,5	6,3	-1,0
Construcción	2,2	4,1	0,1	-28,4	2,2	-0,6	-22,6	0,1	0,0
Alimentación	13,0	2,8	0,4	-21,3	6,9	-1,5	-4,4	5,0	-0,2
Bienes inversión	-15,4	3,4	-0,5	-29,7	7,2	-2,1	-28,6	11,1	-3,2
Tecnología	-46,9	2,7	-1,2	-56,2	11,8	-6,7	-45,1	17,6	-7,9
Seguros	-14,1	0,5	-0,1	-53,1	7,4	-3,9	-21,9	4,2	-0,9
Salud	-37,6	0,5	-0,2	-37,2	5,1	-1,9	-20,6	14,4	-2,9
Medios	-46,7	1,7	-0,8	-55,5	4,5	-2,5	-34,6	4,1	-1,4
Minorista	-5,1	6,3	-0,3	-28,7	2,4	-0,7	-22,3	6,2	-1,4
Automóviles	—	0,0	—	-23,3	3,5	-0,8	-27,5	1,0	-0,3
Resto	-8,5	6,1	-0,5	-38,2	8,1	-3,1	-13,1	8,0	-1,0
Índice del mercado (b)	-27,5	100,0	-27,5	-36,4	100,0	-36,4	-27,2	100,0	-27,2
No explicado (c)	—	—	1,0	—	—	-0,3	—	—	-0,1

Fuentes: Bloomberg y Banco de España.

(a) Hasta el 11 de octubre de 2002.

(b) Índice General de la Bolsa de Madrid para España, Euro Stoxx para la UEM y S&P 500 para EEUU.

(c) Las contribuciones no suman igual que la caída de los índices del mercado, debido a cambios en la composición de los índices durante el período.

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

% PIB

	1997	1998	1999	2000	2001			2002	
					II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
<b>OPERACIONES FINANCIERAS NETAS</b>									
<b>Economía nacional</b>	<b>1,6</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,9</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>2,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,1</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,2</b>
Sociedades no financieras	-0,5	-1,1	-2,4	-3,5	-5,0	-4,3	-4,0	-4,3	-3,8
Hogares e ISFLSH	4,5	3,3	2,0	0,9	2,9	2,1	0,9	0,5	0,5
<b>Instituciones financieras</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>
<b>Administraciones Públicas</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>
<b>FLUJOS INTERSECTORIALES (a)</b>									
<b>Hogares e ISFLSH</b>	<b>4,5</b>	<b>3,3</b>	<b>2,0</b>	<b>0,9</b>	<b>2,9</b>	<b>2,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	-6,7	-4,4	0,2	-0,1	0,1	-0,5	-1,5	-2,3	-2,7
Inversores institucionales (c)	10,8	7,5	0,8	0,5	2,7	3,1	3,6	3,2	3,2
<b>Sociedades no financieras</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,5</b>	<b>-5,0</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,3</b>	<b>-3,8</b>
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	-3,2	-4,3	-3,8	-6,7	-4,4	-4,3	-3,8	-4,1	-4,2
Resto del mundo	1,7	0,9	-0,8	1,7	-0,3	-0,1	-1,9	-1,9	-1,1
<b>Administraciones Públicas</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	1,4	1,4	1,4	2,2	-0,3	-0,8	-2,5	-0,3	-0,4
Inversores institucionales (c)	-3,9	-2,6	1,7	3,9	3,8	3,0	2,9	1,6	1,3
Resto del mundo	-2,0	-1,1	-4,4	-6,0	-4,5	-3,1	-1,7	-1,9	-1,5
<b>Resto del mundo</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>
Frente a:									
Instituciones de crédito (b)	2,8	7,1	2,0	5,2	3,3	4,6	3,9	2,7	3,9
Inversores institucionales (c)	-2,5	-6,3	-3,6	-5,6	-5,1	-4,9	-4,7	-3,4	-3,6
Sociedades no financieras	-1,7	-0,9	0,8	-1,7	0,3	0,1	1,9	1,9	1,1
Administraciones Públicas	2,0	1,1	4,4	6,0	4,5	3,1	1,7	1,9	1,5

Fuente: Banco de España.

(a) Un signo positivo indica que se otorga financiación al sector de contrapartida. Un signo negativo refleja la financiación recibida del sector de contrapartida.

(b) Definido según la 1ª Directiva bancaria.

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

contrapartida, se ha producido un incremento significativo de las *ratios* de endeudamiento de las sociedades no financieras y de los hogares. Todo ello está repercutiendo en un aumento del grado de exposición del sector privado no financiero ante posibles perturbaciones que puedan afectar negativamente a su riqueza, a sus ingresos o a los costes de refinanciación de sus pasivos.

Durante el segundo trimestre de 2002, en línea con la evolución registrada en el trimestre anterior y con la tendencia observada a lo largo del pasado año, se redujo ligeramente el

saldo deudor de las operaciones financieras netas de la nación, que terminó situándose en el 1,8% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres (5) (véase cuadro 5). Esta moderada disminución del recurso neto al ahorro generado en el exterior fue el resultado de un comportamiento dispar por parte de los distintos sectores residentes. Así, por un lado, las AAPP presentaron un saldo deudor en sus

(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.

operaciones financieras del segundo trimestre, de forma que su ahorro financiero neto acumulado en cuatro trimestres se redujo hasta el 0,1% del PIB. Por otro lado, disminuyeron las necesidades de financiación del sector privado no financiero, que se situaron en el 3,2% del PIB. La evolución del saldo neto de este último sector vino determinada por el comportamiento de las sociedades no financieras, para las que la absorción de recursos netos de otros sectores disminuyó hasta situarse en el 3,8% del PIB. En el caso de los hogares, el valor de sus operaciones financieras netas fue similar al del mismo trimestre del año anterior y, en consecuencia, su ahorro financiero neto, en términos acumulados de cuatro trimestres, se mantuvo en el 0,5% del PIB, lo que constituye un mínimo histórico.

La información sobre los flujos netos intersectoriales (parte inferior del cuadro 5) pone de manifiesto que en todos los sectores no financieros aumentaron los recursos netos recibidos de las entidades de crédito residentes. Este aumento fue más pronunciado en el caso de los hogares, para los que el saldo deudor de sus operaciones financieras netas frente a las entidades de crédito residentes alcanzó el 2,7% del PIB. Como contrapartida, las entidades de crédito aumentaron de forma considerable su saldo deudor frente al resto del mundo, hasta el 3,9 % del PIB, si bien, este volumen es todavía notablemente inferior al observado en el período 1998-2000. Las sociedades no financieras, por su parte, redujeron el importe de los recursos netos recibidos del resto del mundo, que se situó en el 1,1% del PIB. Las AAPP también recibieron menor financiación neta del exterior, que se situó en el 1,5% del PIB.

## 5.2. Los flujos financieros de los hogares

A lo largo del segundo trimestre de 2002, los hogares presentaron un ahorro financiero neto positivo por un valor del 0,3% del PIB, a diferencia de los dos trimestres precedentes, en los que captaron recursos netos de otros sectores de la economía. No obstante, en términos acumulados de cuatro trimestres, su ahorro financiero siguió situado en el 0,5% del PIB, lo que representa un mínimo histórico (véase cuadro 5), especialmente reseñable habida cuenta del contexto de incertidumbre y de desaceleración de la actividad que caracterizó dicho trimestre. La moderación experimentada por el gasto de los hogares durante la primera mitad de 2002 no ha venido acompañada de una ralentización equivalente en su demanda de financiación que, como ya se comentaba en el informe anterior, ha seguido estimulada por un nivel de ti-

pos de interés reducido y por la continuada elevación del precio de la vivienda (6).

La adquisición de activos financieros por parte de los hogares fue ligeramente superior a la del mismo trimestre del año anterior, de modo que, en términos acumulados de cuatro trimestres, se situó en el 8% del PIB, frente al 7,5% del trimestre precedente. La evolución de la composición de la cartera de activos financieros de los hogares continuó mostrando tendencias similares a las observadas en los trimestres precedentes (véanse cuadro 6 y gráfico 23). En particular, se siguió registrando una recomposición de las carteras de los hogares a favor de los activos más líquidos y de menor riesgo. Así, el ahorro materializado en medios de pago experimentó una ligera aceleración —creció a una tasa interanual del 10,3%, frente al 9,9% del trimestre anterior—, incrementándose hasta el 2,7% del PIB. La adquisición neta de acciones y otras participaciones fue ligeramente positiva y se materializó, en mayor medida, en acciones no cotizadas, reduciéndose el valor negativo de la inversión acumulada en cuatro trimestres hasta el -0,1% del PIB. A diferencia del trimestre anterior, las suscripciones netas de participaciones de fondos de inversión fueron ligeramente positivas y, en términos acumulados de cuatro trimestres, alcanzaron el 0,6% del PIB. Por último, 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% del PIB.

Por el lado del pasivo, las familias experimentaron un aumento en el flujo de financiación recibido de otros sectores: 7,5% del PIB, frente al 7% del trimestre anterior. Este incremento fue el resultado, en gran medida, del aumento del crédito bancario, que alcanzó un volumen elevado: 6,1% del PIB, frente al 5,7% del trimestre anterior. La financiación total —considerando los préstamos bancarios y los recursos intermediados por fondos de titulización— registró una aceleración adicional a la observada el trimestre anterior, alcanzando el 14%, frente al 13,4% del trimestre precedente (véase pro memoria del cuadro 6).

La información correspondiente a la distribución del crédito por finalidades en el segundo trimestre del año revela una disparidad notable entre sus distintos componentes. Así, por un lado, los préstamos destinados a la adquisición de vivienda mantuvieron un elevado ritmo de crecimiento: 16,6%, en términos interanuales.

(6) Para un análisis más detallado del mercado de la vivienda, véase en el *Boletín económico* de septiembre de 2002 el artículo de J. Martínez y Ll. Matea, titulado «El mercado de la vivienda en España».

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	
				IV TR	I TR	II TR
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
<b>Operaciones financieras (activos)</b>	<b>9,8</b>	<b>9,6</b>	<b>9,1</b>	<b>7,3</b>	<b>7,5</b>	<b>8,0</b>
Medios de pago	3,2	4,5	1,0	1,2	2,1	2,7
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	-1,8	2,5	6,5	3,1	2,5	2,5
Acciones y otras participaciones (b)	0,0	0,1	0,5	-0,5	-0,3	-0,1
Fondos de inversión	5,0	-2,2	-3,4	0,8	0,4	0,6
FIAMM	-1,1	-1,4	-1,4	1,3	1,4	1,2
FIM	6,1	-0,8	-2,0	-0,5	-0,9	-0,6
Reservas técnicas de seguros	2,4	3,3	3,5	2,2	2,2	2,0
Del cual:						
Seguros de vida	1,2	2,0	1,9	1,5	1,5	1,3
Fondos de pensiones	1,0	1,0	1,4	0,5	0,5	0,5
Resto	0,8	1,2	1,0	0,4	0,6	0,2
<b>Operaciones financieras (pasivos)</b>	<b>6,5</b>	<b>7,6</b>	<b>8,1</b>	<b>6,3</b>	<b>7,0</b>	<b>7,5</b>
Créditos de entidades de crédito residentes	5,9	6,5	6,8	5,1	5,7	6,1
Fondos de titulización	0,5	0,6	0,1	0,3	0,2	0,3
Resto	0,1	0,5	1,1	0,9	1,0	1,0
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
<b>Operaciones financieras (activos)</b>	<b>14,0</b>	<b>17,8</b>	<b>27,4</b>	<b>17,5</b>	<b>17,4</b>	<b>14,0</b>
Medios de pago	1,5	0,7	0,9	1,6	1,9	1,6
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	0,2	-0,2	1,3	0,8	0,2	0,5
Acciones y otras participaciones	3,1	8,2	14,1	4,2	4,5	3,6
Del cual:						
Frente al resto del mundo	2,2	6,5	10,9	3,7	3,7	2,8
Resto	9,2	9,2	11,1	10,9	10,9	8,3
<b>Operaciones financieras (pasivos)</b>	<b>15,1</b>	<b>20,2</b>	<b>30,9</b>	<b>21,6</b>	<b>21,7</b>	<b>17,8</b>
Créditos de entidades de crédito residentes	4,6	4,8	6,7	6,0	6,5	5,4
Fondos de titulización	0,2	0,4	0,9	0,8	1,0	1,3
Préstamos exteriores	1,6	3,0	3,5	3,6	2,8	2,1
Valores de renta fija (a)	0,0	0,5	-0,5	0,1	0,1	0,0
Acciones y otras participaciones	2,5	5,0	12,1	3,8	3,9	3,4
Resto	6,2	6,3	8,1	7,3	7,6	5,7
<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>15,1</b>	<b>15,3</b>	<b>13,6</b>
Hogares e ISFLSH	19,3	19,6	17,3	12,4	13,4	14,0
Sociedades no financieras	14,7	19,4	20,0	17,1	16,7	13,2

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.

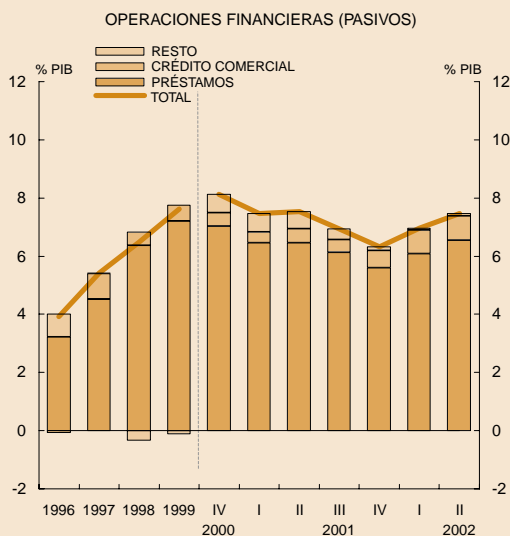
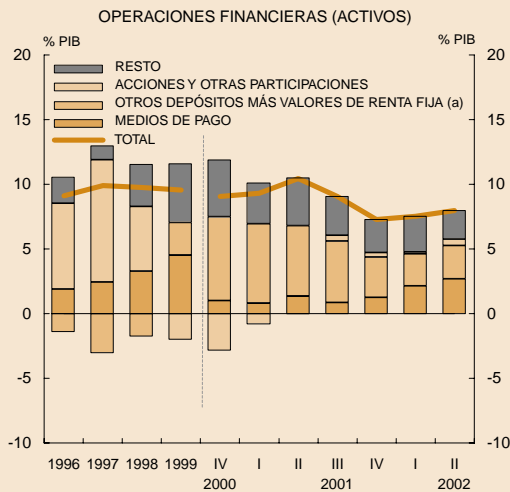
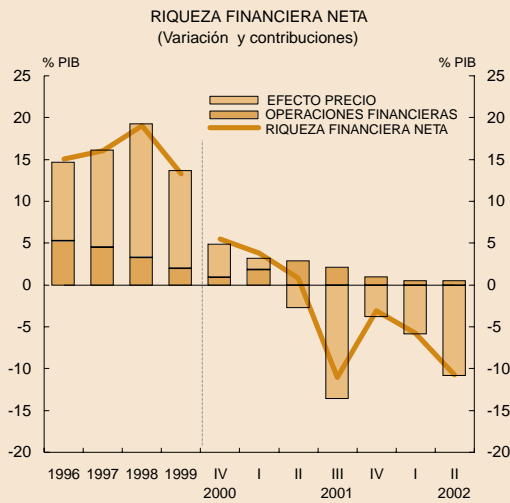
Diferenciando por tipo de entidad, las cajas de ahorros, que continuaron ganando cuota de mercado en este segmento, incrementaron su cartera de este tipo de préstamos en un 19%, mientras que los bancos lo hicieron en un 13,5%. Por otro lado, el crédito destinado al gasto en bienes corrientes y duraderos mostró una intensa desaceleración, y creció al 13,9%

en tasa interanual, después de registrar tasas superiores al 20% en los cuatro trimestres precedentes. No obstante, su peso dentro del total de préstamos concedidos a personas físicas es inferior al 15%.

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

GRÁFICO 23

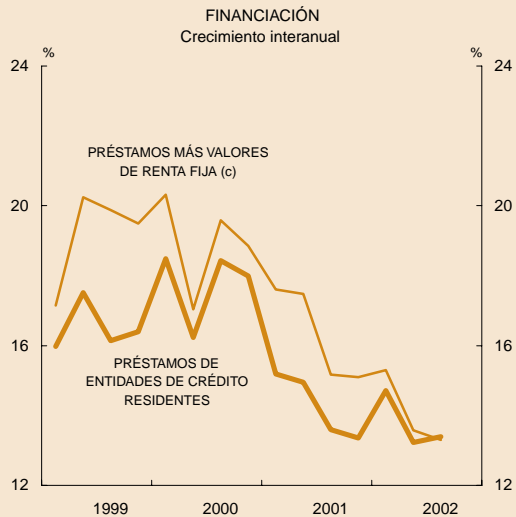
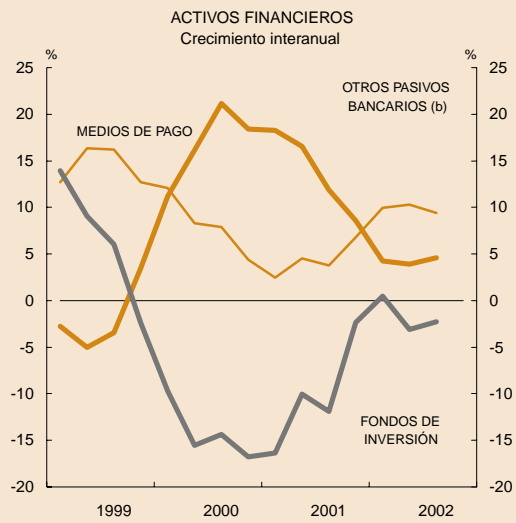
**Hogares e ISFLSH**  
(Datos acumulados de cuatro trimestres)



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

GRÁFICO 24

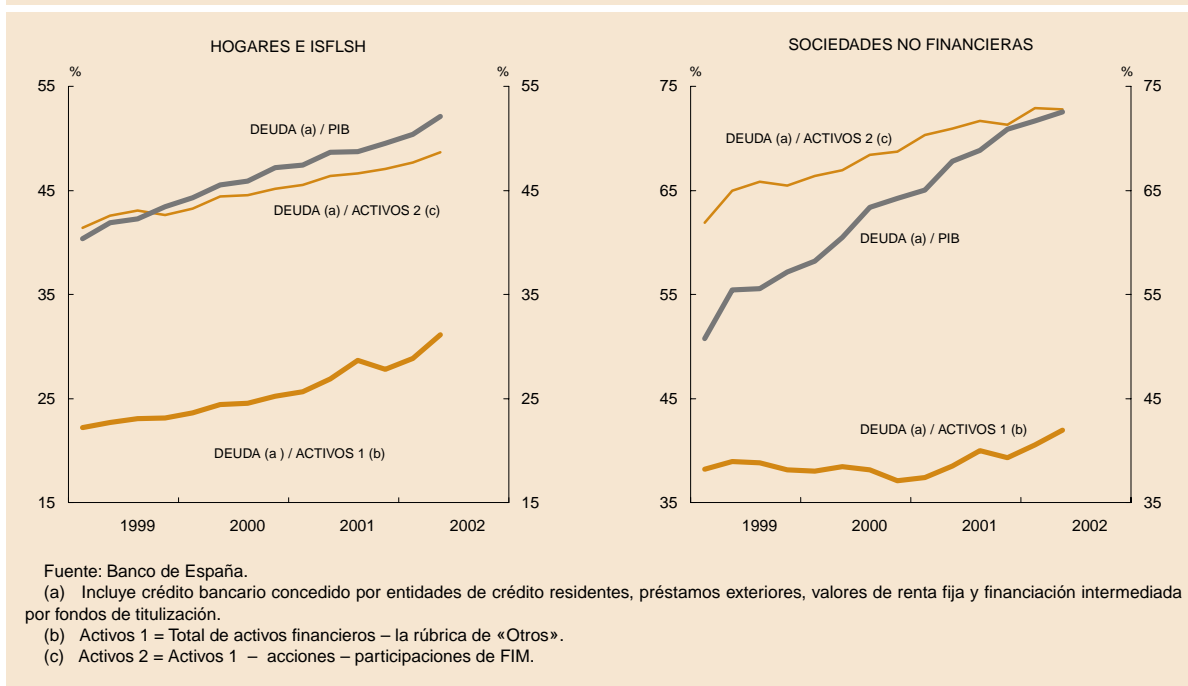
**Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH (a)**



Fuente: Banco de España.  
(a) Los datos del tercer 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.

tercer trimestre de 2002 sugiere un cierto repunte en las tasas de crecimiento de los activos y pasivos financieros de las familias (7) (véase gráfico 24). Por el lado de la inversión en activos financieros, los medios de pago y los otros pasivos bancarios han continuado aumentando a ritmos similares a los registrados durante el segundo trimestre. Sin embargo, las tenencias

(7) 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.

**Ratios de endeudamiento**


de fondos de inversión, aunque han vuelto a experimentar una variación negativa como consecuencia del deterioro de las cotizaciones bursátiles, se han desacelerado menos que tres meses antes. En cuanto a la financiación, las entidades residentes han expandido la concesión de crédito al sector privado, que crece a un ritmo del 13,4%, frente al 13,2% del segundo trimestre, lo que puede haberse visto favorecido por el mantenimiento de un elevado ritmo de crecimiento en el precio de la vivienda.

Cabe señalar, finalmente, que la situación patrimonial de las familias al final del segundo trimestre se vio, además, negativamente afectada por la pérdida de valor de las tenencias de acciones y participaciones de fondos de inversión derivada del descenso de las cotizaciones bursátiles. Así, la pérdida de riqueza financiera neta superó el 10% del PIB en el conjunto de los cuatro últimos trimestres disponibles. Del mismo modo, el nivel de endeudamiento de las familias aumentó tanto en términos del componente más líquido de su riqueza financiera (52,1%, frente al 50,4% del trimestre precedente) como en términos del PIB (48,6%, frente al 47,7% del trimestre precedente) (véase gráfico 25).

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

Durante el segundo trimestre de 2002, el saldo de las operaciones financieras de las so-

iedades no financieras fue del -0,6% del PIB, frente al -1,1% del mismo trimestre del año anterior. En términos acumulados de cuatro trimestres, dicho saldo alcanzó el 3,8% del PIB, frente al 4,3% en el trimestre precedente (véase cuadro 5). Esta reducción refleja la disminución de la brecha de financiación de este sector, es decir, de los recursos ajenos necesarios para acometer la inversión doméstica y en el exterior (véase gráfico 26). A pesar de su tendencia descendente en los últimos trimestres, el desahorro financiero neto de las empresas sigue en un nivel históricamente elevado, lo que, en un contexto como el actual de debilidad de la inversión (doméstica y en el exterior), podría indicar, como se comentó en informes anteriores, la persistencia de una menor capacidad de generación interna de recursos.

La inversión en activos financieros continuó desacelerándose y se situó en el 14% del PIB, mientras que un trimestre antes fue del 17,4% (véase cuadro 6). Esta disminución se materializó, en primer lugar, en una reducción en relación con el mismo trimestre del año anterior de la adquisición de acciones y otras participaciones —fundamentalmente, en el exterior—. Además, los medios de pago experimentaron una ligera reducción, hasta alcanzar el 1,6% del PIB. Por el contrario, la demanda de otros activos líquidos, recogidos en la partida de otros depósitos y valores de renta fija, experimentó un ligero repunte tras las reducciones observadas en los dos trimestres precedentes. Final-

mente, también se ha registrado una menor inversión en los activos agrupados bajo la rúbrica «Resto» en el cuadro 6, entre los que se encuentra el crédito comercial, que alcanzó el 8,3%, frente al 10,9% del trimestre anterior. No obstante, hay que reseñar que esta evolución se ve compensada con una desaceleración de igual magnitud en los flujos de financiación comercial recibidos, que se recogen en la rúbrica «Resto» del lado del pasivo. Por tanto, no se ha observado una variación significativa en los flujos netos de financiación interempresarial.

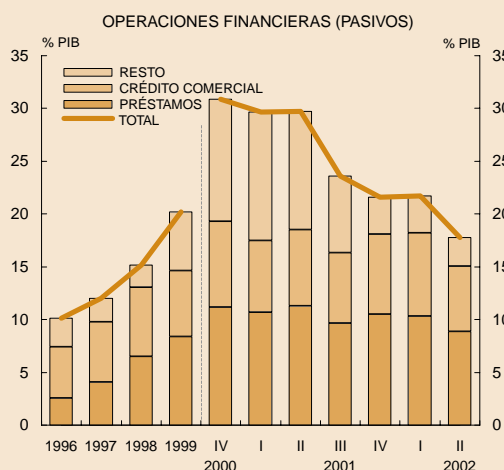
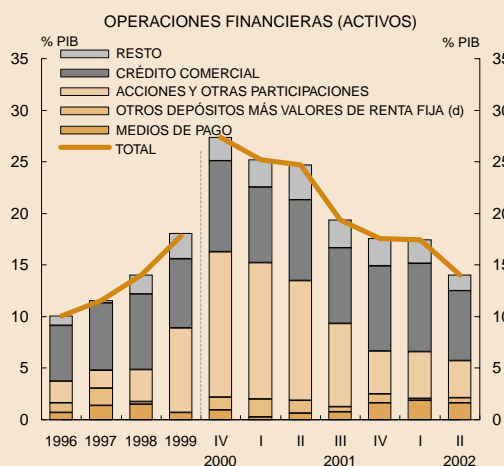
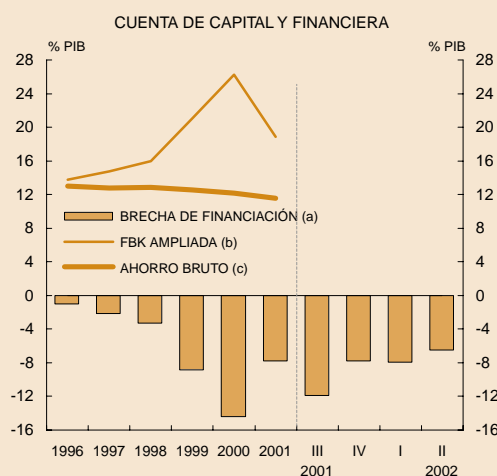
Por lo que se refiere a las operaciones de pasivo, con la excepción de las canalizadas a través de los fondos de titulización, se observaron menores volúmenes que los registrados en el mismo trimestre del año anterior. Así, la financiación obtenida mediante acciones y otras participaciones experimentó una contracción moderada. Los créditos de entidades residentes y la financiación intermediada por fondos de titulización disminuyeron conjuntamente desde el 7,5% del PIB, en el trimestre anterior, hasta el 6,7%, de modo que se compensó el aumento registrado en el trimestre previo. Los préstamos del exterior continuaron desacelerándose (2,1% del PIB, frente al 2,8% en el trimestre previo), lo que podría reflejar la menor apelación a este tipo de financiación por parte de las grandes empresas. De esta forma, el crecimiento interanual de la financiación concedida a las sociedades se situó en el 13,2%, lo que supone una continuación en el proceso de desaceleración iniciado a principios de 2001 (véase pro memoria, cuadro 6).

La información sobre la distribución del crédito de entidades residentes por actividades productivas muestra cómo la desaceleración del crédito se concentró en las actividades industriales —excluida la construcción— y del sector servicios. En particular, el crédito para el sector servicios, que es el principal componente del crédito destinado a actividades productivas, redujo su ritmo de crecimiento en el segundo semestre de 2002 hasta el 11,6%, desde el 13,6% del trimestre anterior. Por el contrario, los préstamos destinados a la construcción se aceleraron hasta el 13,6%, desde el 12,1% en el trimestre precedente.

Aunque el volumen de financiación —mediante préstamos y valores distintos de acciones— experimentó una ligera desaceleración durante el segundo trimestre de 2002, su expansión continúa siendo elevada 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 72,5%, frente al 55,4% registrado tan solo tres años antes. Finalmente,

GRÁFICO 26

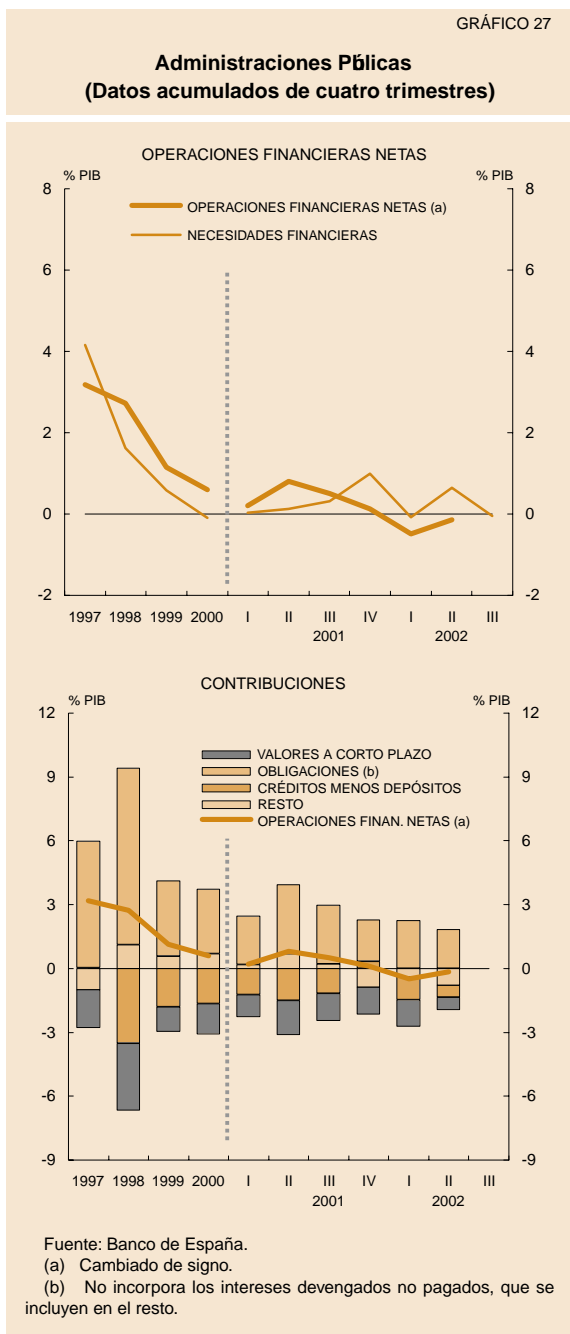
**Sociedades no financieras  
(Datos acumulados de cuatro trimestres)**



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



mestre de 2002, lo que, en términos acumulados de cuatro trimestres, supuso una disminución de cuatro décimas en su ahorro financiero neto, hasta situarse en el 0,1% del PIB (véase gráfico 27).

Durante el segundo trimestre del año, el Tesoro realizó una emisión neta de valores a largo plazo de 5,5 mm de euros, de forma que, en términos acumulados de cuatro trimestres, el saldo de bonos y obligaciones de las AAPP se incrementó un 1,8% del PIB, frente al 2,2% del trimestre anterior. Las emisiones netas de valores a corto plazo, por su parte, fueron prácticamente nulas y, acumulando cuatro trimestres, alcanzaron el -0,6% del PIB. Los recursos netos obtenidos con las emisiones contribuyeron al aumento de los depósitos (netos de préstamos) en un 0,6% del PIB. Finalmente, durante el segundo trimestre, no se apreciaron cambios significativos en la distribución de la cartera de deuda pública entre los distintos inversores, de modo que las tenencias de bonos y obligaciones en manos de los no residentes seguían representando alrededor del 50% del saldo total emitido.

La información provisional correspondiente al tercer trimestre indica un incremento de los fondos obtenidos a través de la emisión de valores a corto plazo y del aumento de los créditos otorgados por las instituciones financieras. Esta captación de recursos se ve compensada por la amortización de bonos y obligaciones, de modo que 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 redujo hasta el -0,05% del PIB en el tercer trimestre del año, frente al 0,65% del trimestre previo (véase gráfico 27). Por último, es importante destacar que, en los últimos meses, el Tesoro se ha beneficiado del descenso de las rentabilidades de sus emisiones, propiciado por el desplazamiento de los inversores hacia activos de menor riesgo.

el valor de la deuda en relación con la cartera de activos financieros de las empresas se incrementó hasta el 41,9%, desde el 40,5% del trimestre precedente. Estas tendencias ponen de manifiesto la mayor exposición de las empresas españolas a posibles situaciones adversas, una exposición que no se distribuye homogéneamente entre las diferentes sociedades que conforman el sector (véase recuadro 6).

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

El saldo de las operaciones financieras de las AAPP fue negativo durante el segundo tri-

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

Entre abril y junio de 2002, el saldo de las operaciones financieras de la nación mostró un comportamiento más favorable que el del mismo trimestre del año anterior, situándose en el -1,8% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres (véase cuadro 7). A diferencia de la tendencia observada durante los últimos trimestres, los flujos de adquisición neta de activos financieros y de pasivos exteriores experimentaron un ligero aumento. Asimismo, es importante destacar que los flujos de activos y pasivos frente al exterior materializados en va-



Situación financiera y nivel de actividad: un análisis microeconómico

La posición financiera de las empresas influye en las condiciones macroeconómicas y en la estabilidad del sistema financiero de un país a través de su contribución a la demanda agregada y de sus vínculos con el sistema bancario y los mercados de capitales. Así, por ejemplo, un excesivo endeudamiento puede afectar negativamente a su gasto en inversión o puede, ante una perturbación inesperada, propiciar una recomposición brusca de sus carteras. Ahora bien, desde el punto de vista de la identificación de los riesgos para la estabilidad macroeconómica y financiera es preciso tener en cuenta que la fragilidad de unas empresas no tiene por qué compensarse, necesariamente, con la solidez de otras. De este modo, basar la evaluación de la situación financiera de las sociedades en el análisis de indicadores sectoriales agregados, pese a ser informativo, puede, en ocasiones, enmascarar vulnerabilidades que solo un estudio a nivel desagregado podría poner de manifiesto. De hecho, el comportamiento de las compañías más expuestas desde el punto de vista financiero resulta, a estos efectos, tan relevante —o más— que el comportamiento medio del sector.

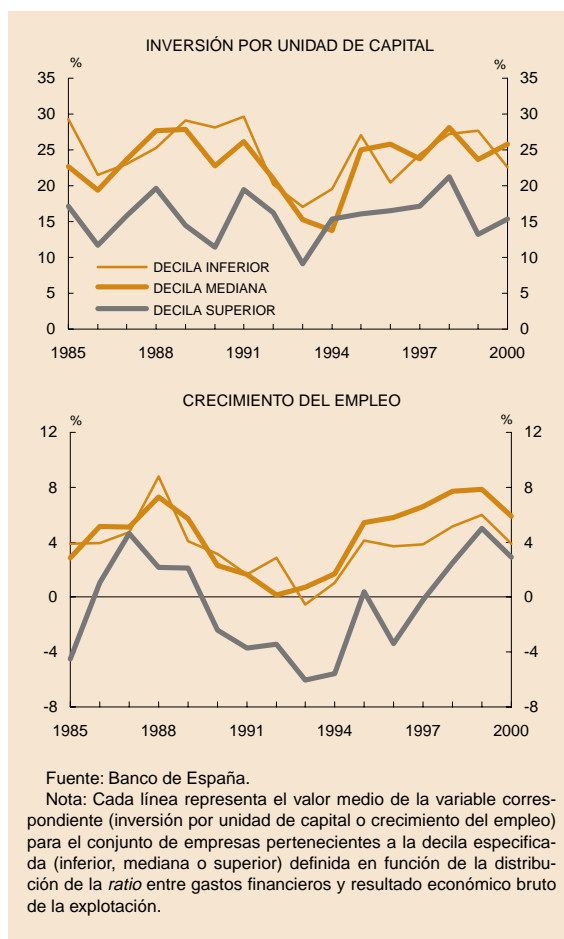
Concretamente, utilizando información individual de las empresas contenidas en la Base de Datos Anual de la Central de Balances del Banco de España para el período 1985-2000 se compara el ritmo de utilización de factores productivos —trabajo y capital físico— de distintos conjuntos de empresas definidos en función de su situación financiera.

La situación financiera de las empresas suele caracterizarse mediante un conjunto relativamente amplio de indicadores que, a menudo, se denominan de presión financiera. Entre ellos, es habitual encontrar *ratios* que proporcionan información sobre la rentabilidad, el endeudamiento (o apalancamiento) y la liquidez de las sociedades, variables que en numerosos trabajos teóricos y empíricos determinan el riesgo de quiebra de las compañías. Así, es más probable que una empresa quiebre o suspenda pagos si su volumen de endeudamiento es muy elevado, su rentabilidad muy reducida o si no dispone de la suficiente liquidez. La posición financiera de las empresas puede aproximarse mediante una medida de la carga relativa de la deuda (o, lo que es lo mismo, de la capacidad de la empresa para hacer frente a los pagos de intereses), que se define como la *ratio* entre los gastos financieros y el resultado económico bruto de la explotación. Esta variable, al ser el resultado neto de cambios en los tipos de interés, en la rentabilidad empresarial y en el nivel de endeudamiento de las empresas, constituye un indicador relevante de la presión financiera a la que pueden estar sometidas las sociedades.

En los gráficos adjuntos se presenta, para cada año, el valor medio de la inversión por unidad de capital y de la tasa de crecimiento del empleo para los conjuntos de empresas correspondientes a tres decilas diferentes de la distribución de las empresas en términos de la *ratio* entre los gastos financieros y el resultado económico bruto de la explotación. Así, la decila mediana (que agrupa a las empresas comprendidas entre los percentiles 45 y 55) puede considerarse representativa del comportamiento de una empresa con una situación financiera promedio. Análogamente, las empresas pertenecientes a la decila superior (inferior) son las que se enfrentan a una presión financiera más (menos) elevada.

Como se aprecia en los gráficos, no existen diferencias significativas en cuanto a la utilización de factores productivos entre las empresas que tienen un mayor grado de holgura financiera (decila inferior) y las empresas que registran una presión financiera promedio. Sin embargo, las empresas que se enfrentan a una carga financiera más elevada en relación con su capacidad de generación interna de recursos presentan tasas de inversión y de crecimiento del empleo sustancialmente menores. Además, en el caso del empleo, este rasgo parece acentuarse en las fases recesivas.

Esta evidencia descriptiva sugiere que el impacto de la situación financiera sobre la actividad empresarial no es lineal y se hace relativamente más intenso cuando la presión financiera sobrepasa un cierto umbral. Por tanto, el riesgo de que el aumento de los niveles de endeudamiento que se viene registrando entre las sociedades no financieras españolas pueda afectar a la actividad económica depende de que, para un número importante de sociedades, la presión financiera llegue a superar dicho umbral.



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

% PIB

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

Fuente: Banco de España.

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

lores experimentaron un cierto retroceso en consonancia con el entorno menos propicio para este tipo de activos, debido a la inestabilidad de los mercados y al clima de incertidumbre. No obstante, cabe pensar que este retroceso sea meramente coyuntural y hay que señalar que estos flujos continúan mostrando unos volúmenes históricamente elevados.

La adquisición neta de activos exteriores alcanzó el 9,9% del PIB, frente al 8,7% del tri-

mestre anterior, gracias, fundamentalmente, al aumento de los depósitos en el exterior. A diferencia de lo observado en los dos trimestres precedentes, tanto las entidades de crédito como los *otros sectores residentes* aumentaron sus tenencias de depósitos exteriores y redujeron sus inversiones en títulos de renta fija. Así, la adquisición de valores distintos de acciones se redujo hasta el 5,8% del PIB, desde el 7,4% registrado en el trimestre anterior. Por su parte, la compra de acciones fue menor, un 2,7% del

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>-22,3</b>	<b>-21,0</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>1,6</b>
Sociedades no financieras	-17,1	-14,8	-16,3	-8,5	-9,3	-6,4
Hogares e ISFLSH	6,3	6,2	7,6	7,6	7,5	8,0
<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>1,7</b>
Instituciones de crédito (c)	2,4	-5,4	-7,5	-12,5	-14,5	-16,5
Inversores institucionales (d)	4,6	10,7	15,0	18,3	20,7	20,7
Resto de instituciones financieras	-0,1	-0,4	-0,6	-0,8	-1,6	-2,5
<b>Administraciones Públicas</b>	<b>-17,0</b>	<b>-17,9</b>	<b>-20,5</b>	<b>-24,8</b>	<b>-25,1</b>	<b>-24,4</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 segundo trimestre.  
 (c) Definido según la 1ª Directiva bancaria.  
 (d) Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

PIB, frente al 3,1% del trimestre anterior, y fue el resultado, fundamentalmente, de la disminución de este tipo de inversión por parte de las sociedades no financieras, ya que el sistema crediticio aumentó su cartera de renta variable en el exterior. De acuerdo con la información de la Balanza de Pagos, la inversión en el exterior con carácter permanente, inversión directa, supuso aproximadamente un 50% de la realizada en el mismo trimestre del año anterior. Por su parte, la inversión en cartera se redujo en un 30% con respecto a la registrada en el segundo trimestre de 2001. Por último, los préstamos concedidos por las sociedades no financieras al exterior alcanzaron el 1,2% del PIB, frente al 1,5% registrado en el primer trimestre del año.

Como ya se ha mencionado, el volumen de las operaciones de pasivo con el exterior también fue mayor, 11,7% del PIB, frente al 10,6% en el trimestre anterior. Este aumento fue el resultado de la mayor inversión en depósitos por parte de los no residentes, que alcanzó el 4,5%, y de descensos de magnitud desigual en el resto de las rúbricas. Así, se produjo una ligera reducción en la adquisición de valores de renta fija por parte de no residentes, y reducciones más acusadas de los préstamos exteriores recibidos —en particular, de los recibidos por las sociedades no financieras— y de la inversión de los no residentes en acciones y otras

participaciones. En particular, el descenso más acusado se observó en las inversiones directas, que alcanzaron un valor cercano al 40% del registrado el mismo trimestre del año anterior. Por el contrario, las inversiones en cartera experimentaron un ligero ascenso. En el conjunto del trimestre, el volumen de inversiones directas del exterior en España fue inferior al correspondiente a las de España en el exterior. No obstante, esta pauta no parece confirmarse, a tenor de la última información provisional disponible de la Balanza de Pagos, que se refiere al mes de julio.

Como resultado de las operaciones financieras con el exterior y de la evolución del precio de los activos financieros y del tipo de cambio, la economía nacional ha mejorado, a lo largo del primer semestre, su posición deudora neta frente al exterior, situándose en el -21% del PIB (véase cuadro 8). El deterioro de los activos netos exteriores de las instituciones financieras —y, en concreto, de las instituciones de crédito— fue más que compensado por la mejora de la posición de los sectores no financieros. En particular, las AAPP y, sobre todo, las sociedades no financieras experimentaron notables reducciones de sus saldos deudores frente al exterior.

30.10.2002.