
Informe trimestral de la economía española

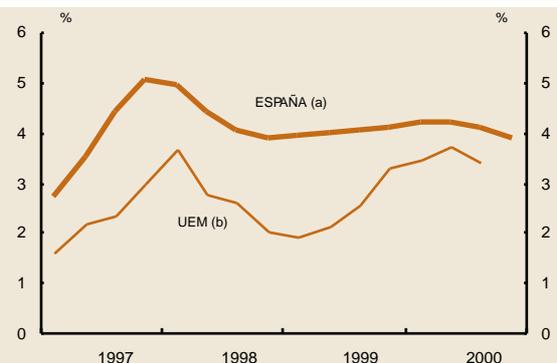
1. Rasgos básicos

La información disponible sobre el comportamiento de la economía española en el cuarto trimestre del año 2000 confirma la continuidad de la senda de desaceleración iniciada en el trimestre anterior. Una primera estimación provisional indica que la tasa de crecimiento interanual del PIB real se habría reducido ligeramente, hasta colocarse en el 3,9 %, frente al 4,1 % del tercer trimestre. En el conjunto del año, por tanto, el PIB habría alcanzado un incremento elevado, del 4,1 %, aunque con un perfil de moderada desaceleración en la segunda mitad (véase gráfico 1). Esta pérdida de dinamismo fue común al conjunto de países de la zona del euro, que en el tercer trimestre experimentaron un crecimiento interanual del 3,4 %, por debajo también del observado en el primer semestre, tendencia que, según todos los indicios, se prolongó durante los últimos meses del año. En ambos casos, la progresiva desaceleración de la actividad ha tenido su origen en la evolución de la demanda interna, y particularmente del consumo privado, como consecuencia, entre otros factores, de la pérdida de renta real implícita en el movimiento alcista de los precios de la energía, del retroceso de los niveles de confianza de los consumidores y de la evolución negativa de los mercados de valores. Fuera de la zona del euro, también se ha producido un debilitamiento del ritmo de crecimiento económico, como consecuencia, principalmente, de una desaceleración de la economía de Estados Unidos superior a la esperada, que está afectando negativamente a las perspectivas de crecimiento de la economía mundial en el año 2001.

La tasa de inflación de la economía española, medida por el índice de precios de consumo, se elevó por encima de la del tercer trimestre, hasta una media del 4 % en los tres últimos meses del año. Este resultado fue debido, en gran medida, a los efectos, tanto directos como derivados de su traslación a través de los procesos productivos, del encarecimiento de los productos importados, en especial los energéticos. Además, los precios alimenticios también contribuyeron al aumento de la tasa de inflación en ese período. Solo en el mes de diciembre se pudo percibir una cierta corrección a la baja de la tasa de crecimiento de los precios de consumo, tras la apreciación experimentada por el tipo de cambio del euro y la tendencia a la baja mostrada por el precio del petróleo, desde finales del mes de noviembre. En la UEM, los precios mostraron un perfil similar al del IAPC español, si bien el diferencial de inflación entre España y la zona del euro tendió a ampliarse ligeramente en el último trimestre, indicando la existencia de algunos elementos de mayor inercia inflacionista en España (véase gráfico 2).

GRÁFICO 1

Producto interior bruto



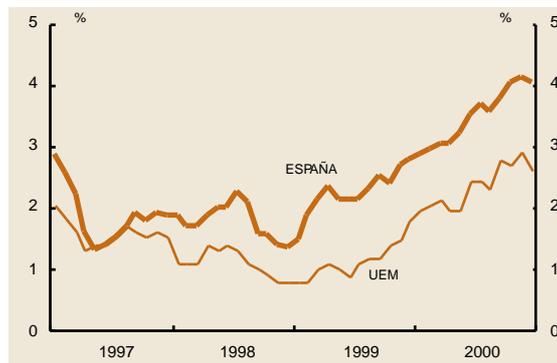
Fuentes: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
 (a) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ciclo-tendencia.
 (b) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

Como ya se ha señalado, estos resultados se han producido con el trasfondo de un entorno exterior caracterizado por las crecientes muestras de desaceleración de la economía norteamericana (con una intensidad superior a la prevista), por el cambio de tendencia en la cotización del euro y por la flexión a la baja de los precios del petróleo. Los signos de desaceleración de la economía de Estados Unidos han afectado tanto a la inversión como al gasto de los consumidores de ese país, a pesar de lo cual tanto la tasa de ahorro personal como la necesidad de financiación de la economía siguieron deteriorándose. Por ello, la Reserva Federal, enfrentada a las muestras palpables de desaceleración económica, en un contexto de avance controlado de los precios y de empeoramiento de las condiciones financieras de la economía, optó por reducir el tipo de interés de los fondos federales en medio punto porcentual, el día 3 de enero. La actividad en otras áreas económicas, como las economías emergentes de Asia y las economías latinoamericanas, mantuvo un elevado dinamismo en la segunda parte del pasado año, que podría verse afectado por las expectativas de menor crecimiento en Norteamérica, reduciendo la expansión de los mercados mundiales.

En la UEM, donde también se han observado signos de desaceleración de la actividad y del gasto, que ya se plasmaron en un menor avance del PIB en el tercer trimestre del año 2000, las perspectivas apuntan a un sostenimiento de la actividad mayor que en el caso de Estados Unidos. Las políticas fiscales están ejerciendo un efecto neutro sobre la evolución de estas economías, garantizando el cumplimiento de los objetivos establecidos en los pro-

GRÁFICO 2

Índices armonizados de precios de consumo



Fuentes: Eurostat y BCE.

gramas de estabilidad para el año 2000, si bien en un entorno más dinámico que el previsto inicialmente. Para el año 2001, se esperan avances marginales en términos de consolidación presupuestaria, que en algunos casos significarán, de hecho, una relajación del impulso fiscal. No obstante, la inflación comenzó a flexionar en diciembre, favorecida por la evolución ya mencionada del tipo de cambio del euro y del precio del petróleo, y las perspectivas son de una corrección a la baja significativa a lo largo del año en curso. Las negociaciones salariales en los diversos países de la zona apuntan, en general, al menos a corto plazo, hacia un comportamiento moderado de los salarios, aun cuando haya riesgos todavía de deslizamientos al alza.

A todo ello se añade una evolución desacelerada de la masa monetaria, que ha respondido de esta forma a los sucesivos aumentos de los tipos oficiales del Eurosistema, desde noviembre de 1999 hasta octubre de 2000, por una cuantía de 225 puntos básicos. Por el contrario, el crédito concedido al sector privado ha mostrado una mayor resistencia a la desaceleración, aunque su evolución ha venido afectada por operaciones específicas, que dificultan su interpretación. En este contexto, el Eurosistema ha optado por mantener sin cambios los tipos de interés oficiales a partir del 5 de octubre (fecha de la última subida), reconociendo la adecuación de las condiciones monetarias a la actual posición cíclica de la economía de la zona. El mantenimiento de los tipos de interés del Eurosistema ha sido compatible con una cierta flexión a la baja de los tipos de interés a largo plazo.

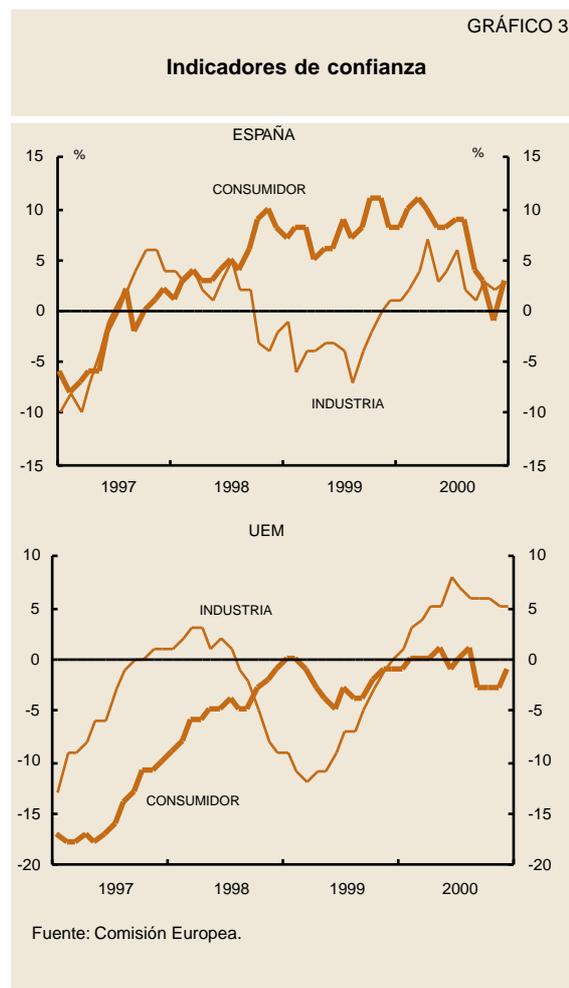
En España, las condiciones monetarias y financieras reflejan una desaceleración de la li-

quidez de las empresas y familias parecida a la del conjunto de la UEM, mientras que el crecimiento del crédito se ha mantenido en tasas muy elevadas. Los tipos de interés de los mercados monetario y de deuda han flexionado a la baja en el período más reciente, aunque los tipos bancarios, más retrasados en sus movimientos, tendieron a estabilizarse a lo largo del cuarto trimestre, en especial los tipos activos.

La actuación de las Administraciones Públicas en los meses finales del año pasado siguió unas pautas similares a las de los tres primeros trimestres. Aunque todavía no se conocen los datos de cierre de la ejecución del presupuesto del Estado, la información disponible hasta noviembre permite esperar un cumplimiento holgado del objetivo de déficit público para el año 2000, cifrado en el 0,3 % del PIB. Este resultado se ha conseguido, como ya ocurriera el año anterior, en un marco de crecimiento más elevado que el inicialmente previsto, que se ha traducido en un avance de los ingresos también superior al esperado y ha permitido financiar un aumento del gasto por encima del presupuestado. Sin embargo, se estima que la demanda final de las Administraciones Públicas —consumo e inversión públicos— conservó durante todo el año un tono moderado.

Como se ha señalado al principio, en el cuarto trimestre del año 2000 la economía española siguió desacelerándose, estimándose que el PIB experimentó un aumento interanual del 3,9 % en ese período. Esta evolución vino determinada por la demanda interna, que redujo su tasa de variación interanual hasta el 3,9 %, desde el 4,1 % del trimestre anterior, mientras que la aportación de la demanda neta exterior, según se desprende de la información disponible hasta el momento, continuó mejorando, abandonando la zona de aportaciones negativas. De esta forma, el año 2000 se cerró con un crecimiento medio anual del 4,1 %, muy próximo al de 1999 (4 %), aunque con una composición diferente: la demanda nacional registró una desaceleración de ocho décimas, como consecuencia del recorte en las tasas de crecimiento, tanto del consumo privado como de la inversión, mientras que la aportación al crecimiento de la demanda exterior neta fue de -0,2 puntos porcentuales, aproximadamente, frente a -1,5 puntos en 1999.

En la pérdida de dinamismo del gasto de las familias a lo largo del año 2000 confluyeron el empeoramiento de las expectativas de los hogares (véase gráfico 3) y las pérdidas de valor de los activos financieros —bursátiles en particular—, en el marco de unas condiciones monetarias menos holgadas. A pesar de ello, se estima que el gasto de consumo continuó cre-

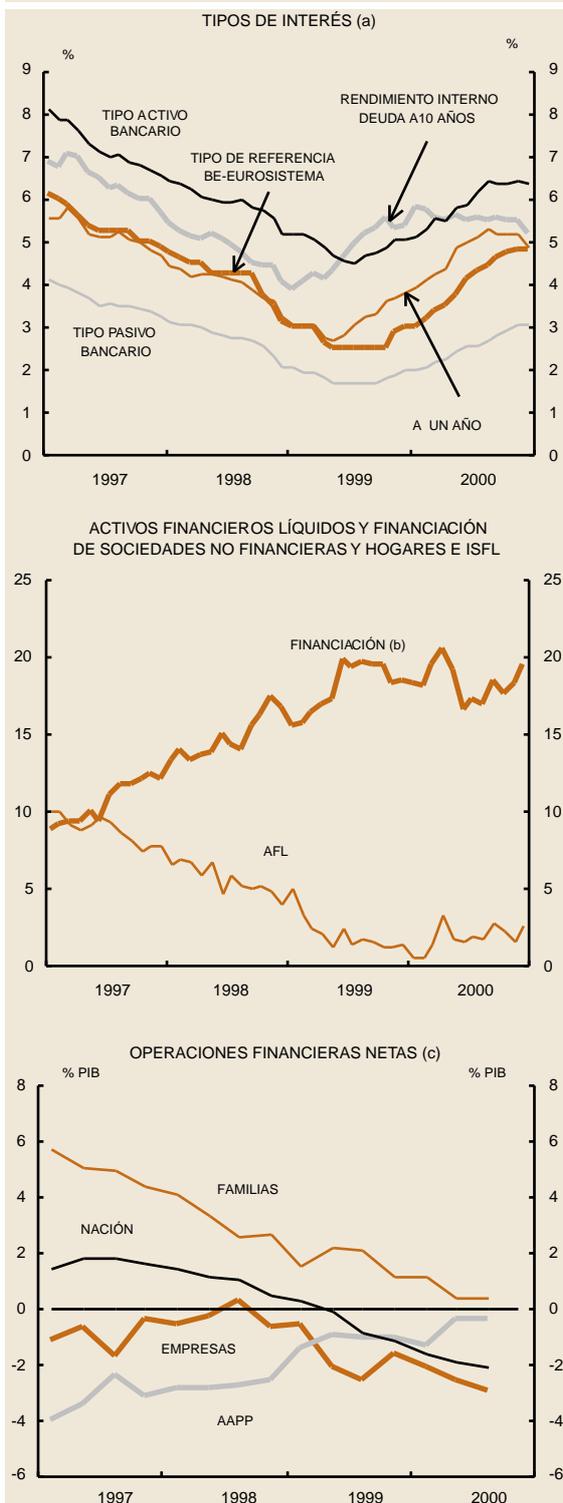


ciendo por encima de la renta disponible, dando lugar a un nuevo descenso de la tasa de ahorro. Si a ello se añade que, pese a su desaceleración, la compra de vivienda conservó un ritmo de crecimiento elevado a lo largo de todo el año, la consecuencia es una notable compresión de la capacidad de financiación de los hogares. Como se comprueba en el gráfico 4, donde aparece el ahorro financiero por sectores —su capacidad o necesidad de financiación estimada a partir de los flujos financieros—, el saldo correspondiente a las familias alcanzó un nivel mínimo, en porcentaje del PIB, en el segundo semestre de 2000. Este es otro de los elementos que podría estar detrás de la evolución desacelerada del consumo —la necesidad de las familias de recomponer sus niveles de ahorro— y que hace esperar un comportamiento moderado de este tipo de gasto en el próximo futuro.

La inversión en equipo registró un progresivo recorte de su tasa de variación a lo largo del año 2000, manteniendo un tono igualmente moderado en el cuarto trimestre, que, como ya se ha señalado en otras ocasiones, contrasta con la posición saneada que conservan las em-

GRÁFICO 4

Indicadores financieros de la economía española



Fuente: Banco de España.

- (a) Las series son medias de datos diarios.
- (b) Incluye crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.
- (c) Datos acumulados de cuatro trimestres.

presas y la elevada rentabilidad que han alcanzado sus activos. Sin embargo, el perfil descendente del gasto de las empresas es coherente con las subidas de tipos de interés registradas desde finales de 1999 y con unas perspectivas de demanda que han podido revisarse, en alguna medida, debido a la evolución de la economía norteamericana —y sus consecuencias a nivel global— y a los diferenciales positivos de precios y costes que se están acumulando en algunos sectores. En cualquier caso, la financiación de los procesos de inversión, tanto fuera como dentro del país, se ha concretado en una ampliación significativa de las necesidades de financiación de las empresas, tal y como refleja la evolución de su ahorro financiero neto.

La aportación del sector exterior al crecimiento del producto se fue haciendo progresivamente menos negativa a lo largo del año pasado, hasta alcanzar una posición equilibrada en los meses finales del mismo. Las exportaciones se beneficiaron de la recuperación de la economía mundial, que ha prevalecido a lo largo de la mayor parte del ejercicio, y de la depreciación del tipo de cambio del euro. El comportamiento de las exportaciones dirigidas fuera de la UE fue particularmente expansivo, mientras que las destinadas a la UE, y en particular a la zona del euro, presentaron tasas de crecimiento menores, en parte explicadas por la ausencia de ganancias de competitividad, inducidas por el tipo de cambio, en este mercado. De hecho, el crecimiento de los costes unitarios de trabajo en España está siendo más elevado que el del conjunto de países europeos, reduciendo la ventaja competitiva de los productos españoles frente a los de estos países. Por su parte, las importaciones se vieron condicionadas por el perfil descendente de la demanda interna, en la segunda mitad del año, y por el efecto de la depreciación acumulada por el euro, a pesar de su reciente recuperación, de forma que continuaron perdiendo empuje en el cuarto trimestre. Sin embargo, el encarecimiento de los precios de importación hizo que, a pesar de la evolución de los flujos reales, el saldo comercial se deteriorase significativamente a lo largo del año, contribuyendo a la ampliación de la necesidad de financiación de la nación.

La desaceleración del producto en la parte final del pasado año vino acompañada de un comportamiento similar del empleo, de forma que se estima que el año se cerró con un incremento de la ocupación del 3,3 %, tres décimas menos que en 1999. En cuanto a la formación de precios, los costes experimentaron un impulso al alza, derivado tanto del encarecimiento de los productos importados como del comportamiento de los costes laborales, y ello, en un

contexto de crecimiento elevado de la demanda, que ha permitido, en conjunto, un mantenimiento de los márgenes empresariales. Los indicadores de precios han reflejado esta evolución de los costes: el IPC se aceleró progresivamente a lo largo del año, hasta alcanzar una tasa interanual del 4 % en diciembre, tras un máximo del 4,1 % en noviembre. Cabe señalar que, si bien la aceleración fue más intensa en el componente energético, también se observó entre los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios, como consecuencia del traspaso de los mayores costes hacia los precios finales de esos productos. Ello ha supuesto un cierto alejamiento de los resultados observados en otros países de la UEM y una ampliación de los diferenciales de inflación en la mayor parte de los componentes del IAPC, que refleja una ampliación paralela de los diferenciales de costes en relación con la zona.

En definitiva, el año 2000 se ha cerrado con unos resultados muy positivos en términos de crecimiento y de creación de empleo, pero evidenciando, a la vez, una cierta divergencia en el comportamiento de precios y costes con la zona del euro. Esto representa un riesgo de pérdida de competitividad, que podría acentuar-

se a lo largo del próximo año, en un contexto de apreciación del tipo de cambio. Las cláusulas de salvaguarda de los convenios del año 2000 ya suponen que una parte de la aceleración transitoria de los precios, derivada del encarecimiento de la energía, se traslade a los salarios, al contrario de lo que está sucediendo en otros países de la zona del euro. Si la negociación colectiva del año 2001 no se plantea desde la perspectiva de un retorno de la tasa de inflación hacia niveles compatibles con la estabilidad de precios, sino aceptando como punto de partida las tasas actuales de crecimiento del IPC, el riesgo de una aceleración adicional de los costes y de un alejamiento aún mayor de las pautas que se están observando en los países de nuestro entorno aumentará. La economía se enfrenta ahora al reto de volver a la senda de moderación de rentas, que permitió su entronque con un área de estabilidad nominal en la que progresar hacia una convergencia real con los países más avanzados de la Unión Monetaria, o desviarse hacia comportamientos más propios de una economía indiciada, lo que, dada la ausencia de mecanismos de ajuste alternativos, erosionaría el potencial de crecimiento económico y de generación de empleo que ha mostrado en los últimos años.

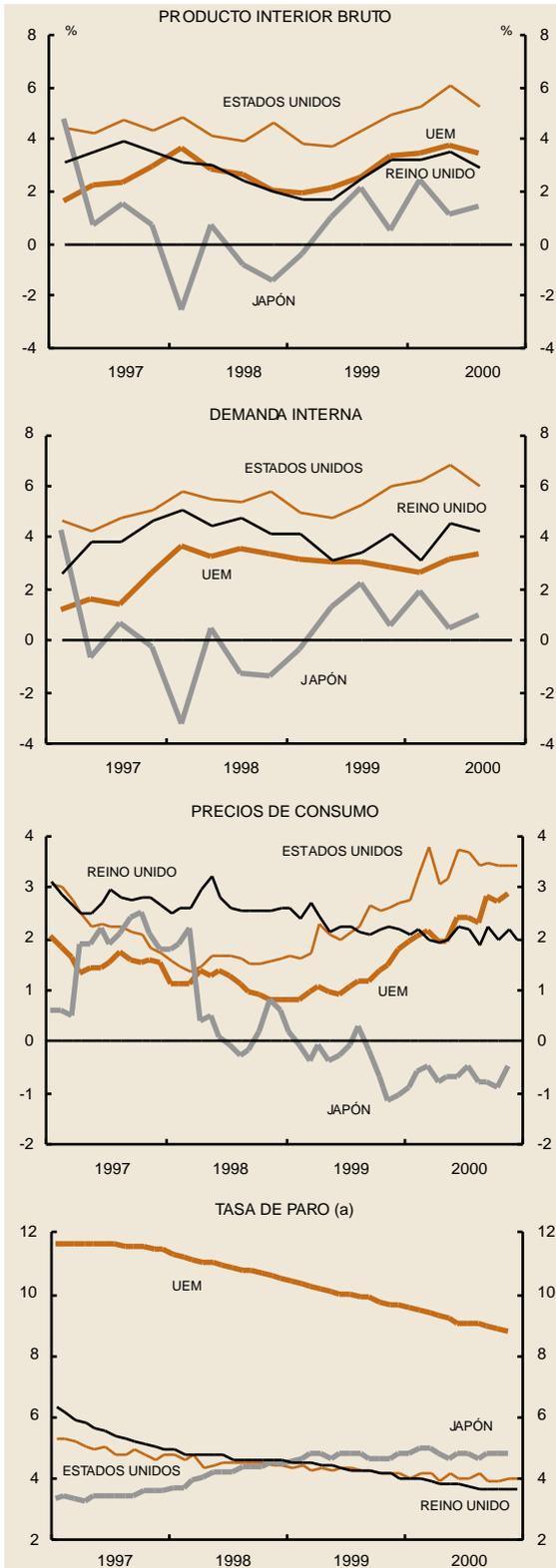
2. El entorno exterior del área del euro

La última información disponible sobre la evolución de la actividad económica en el entorno exterior del área del euro apunta a una reducción del ritmo de crecimiento durante los últimos meses del año 2000. La causa fundamental de esta evolución radica en los síntomas de desaceleración —superior a la inicialmente prevista— del nivel de actividad económica en Estados Unidos, en los persistentes signos de debilidad de la economía japonesa y en los indicios de pérdida de dinamismo de algunas economías emergentes. En este contexto de desaceleración económica, el descenso del precio del petróleo en los mercados internacionales desde el mes de noviembre ha debilitado algo las presiones inflacionistas prevalentes en la mayor parte de las economías industrializadas. La evolución de la actividad en las economías estadounidense y japonesa ha determinado la trayectoria reciente de los mercados cambiarios. En particular, desde finales de noviembre se ha producido una depreciación gradual del dólar respecto al euro, asociada al deterioro percibido de las perspectivas de la economía norteamericana, y un simultáneo debilitamiento del yen frente al dólar y al euro, como consecuencia, en gran medida, de la fragilidad creciente del proceso de recuperación de la economía japonesa. No obstante, en términos efectivos el cuarto trimestre de 2000 se ha caracterizado por las notables apreciaciones del dólar, el yen y la libra, que alcanzaron el 10,5 %, 3,4 % y 1,7 %, respectivamente. Por otra parte, en las últimas semanas del año 2000, a medida que se fueron evidenciando los síntomas de moderación del crecimiento mundial, se intensificó el proceso de reducción de tipos de interés a corto y medio plazo en Estados Unidos y Europa. Por último, en los mercados bursátiles, continuó en el cuarto trimestre de 2000 la tendencia de deterioro generalizado de las cotizaciones, que ha resultado especialmente aguda en los valores ligados a las nuevas tecnologías. Así, el índice Nasdaq descendió un 30 %, entre los niveles medios de septiembre y de diciembre, mientras que la caída del Dow Jones fue en ese mismo período del 2,4 %. En las primeras semanas de enero, sin embargo, se ha producido cierta corrección al alza en la mayor parte de los índices bursátiles internacionales.

En Estados Unidos, según la última revisión de los datos de Contabilidad Nacional del tercer trimestre del año 2000 (véase gráfico 5), la tasa de crecimiento intertrimestral anualizada del PIB se situó en el 2,2 %, muy por debajo del 5,6 % registrado el segundo trimestre. Esta desaceleración de la actividad reflejó, sobre todo, el menor aumento de la inversión fija privada y del gasto público, ya que el consumo privado mantuvo un crecimiento elevado y la

GRÁFICO 5

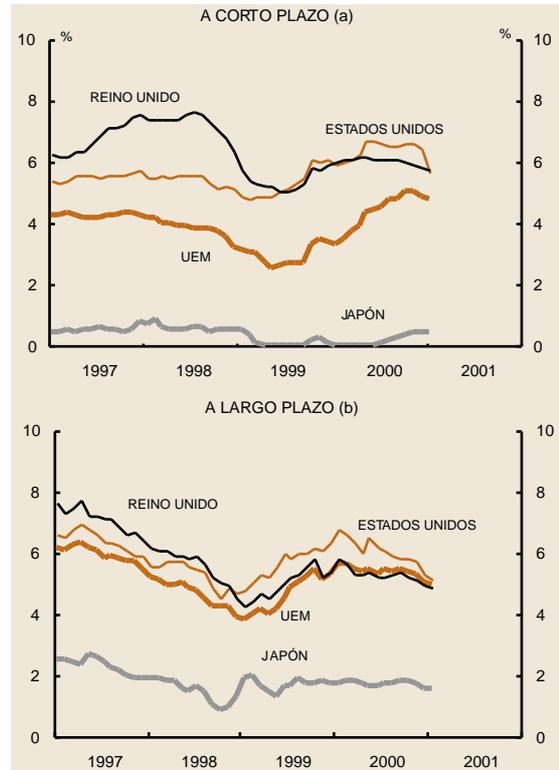
Principales indicadores macroeconómicos
Tasas de variación



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

GRÁFICO 6

Tipos de interés



Fuente: Banco de España.

(a) Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario Unión Monetaria: hasta diciembre de 1998, media ponderada de los once países. A partir de 1999: EURIBOR a tres meses.
(b) Rendimientos de la deuda pública a diez años. Unión Monetaria: hasta diciembre de 1998, media ponderada de los once países.

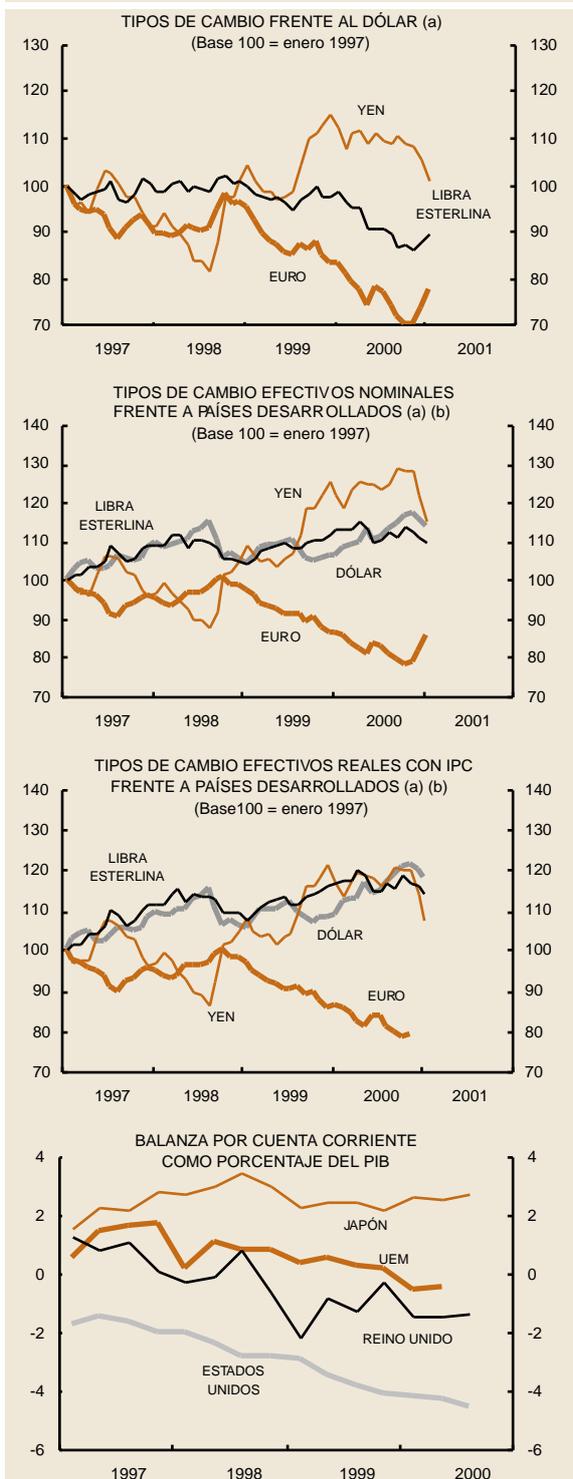
contribución de la demanda exterior al producto permaneció relativamente estable.

Los indicadores disponibles del cuarto trimestre muestran una pérdida adicional de dinamismo de la actividad económica, coherente con una tasa de variación intertrimestral del PIB más cercana a cero. En particular, destacan la rápida desaceleración de la producción industrial, las caídas sucesivas del índice NAPM de actividad del sector manufacturero, y la pérdida de pulso de los indicadores de creación de empleo. Desde la vertiente de la demanda, cabe señalar el deterioro que reflejan la práctica totalidad de los indicadores de consumo privado en los últimos meses del año. No obstante, a pesar de los indicios de desaceleración del gasto de las familias, la tasa de ahorro personal ha alcanzado un nuevo mínimo en noviembre, del -0,8 %, reflejo del moderado crecimiento de la renta personal.

En relación con los desequilibrios macroeconómicos, el déficit de la balanza por cuenta

GRÁFICO 7

Tipos de cambio y balanzas por cuenta corriente



Fuentes: Banco de España, Banco de Pagos Internacionales y estadísticas nacionales.
 (a) La caída del índice significa una depreciación de la moneda frente al dólar o al resto de monedas que componen la agrupación, y viceversa.
 (b) La línea «euro» se corresponde, hasta 1999, con un indicador aproximado elaborado por el BPI a partir de los tipos de cambio efectivos de los países del área del euro.

corriente registró un empeoramiento adicional en el tercer trimestre, hasta alcanzar el 4,5 % del PIB (véase gráfico 7), debido casi en su totalidad al aumento del déficit comercial. Como se expone en el recuadro 1, el deterioro progresivo que ha experimentado la balanza por cuenta corriente en los últimos trimestres es el reflejo de la necesidad de la economía norteamericana de captar ahorro externo para financiar el fuerte proceso inversor. Si la reducción del precio del petróleo y las mejoras de competitividad derivadas de la reciente depreciación del dólar se afianzan y si, como es previsible, disminuye el diferencial de crecimiento de la economía americana con el resto de los países industrializados, el desequilibrio exterior podría corregirse en los próximos meses.

Con respecto a la evolución de precios y costes, destacan la subida que han mostrado los salarios a lo largo del cuarto trimestre y el mantenimiento de la tasa de inflación en niveles algo superiores al 3 %. Según la estadística de ganancia salarial por hora, los salarios aumentaron un 4 % en relación con el mismo período del año anterior, tres décimas por encima de la cifra correspondiente al trimestre precedente. Este incremento de los salarios viene propiciado por la tensión que todavía presenta el mercado de trabajo, dado que la tasa de paro se mantuvo en el 4 % en noviembre, a pesar del menor ritmo de crecimiento del empleo. En el mismo sentido, parece probable que la productividad modere su ritmo de variación interanual en los últimos meses del año, por lo que la evolución de los costes laborales unitarios contribuirá, en menor medida que en el pasado, a la moderación de las presiones inflacionistas. Por su parte, la tasa de aumento interanual del IPC se situó en el 3,4 % en el mes de diciembre, una décima por debajo de la registrada en septiembre. Esta marcada estabilidad del índice general a lo largo del cuarto trimestre ha afectado a la mayor parte de sus componentes, de forma que el índice que excluye los alimentos no elaborados y la energía se mantuvo en diciembre en el 2,4 %, igualando el registro de septiembre. En este contexto, la Reserva Federal, en su reunión informal del 3 de enero, decidió, de forma inesperada, modificar el tono de la política monetaria al acordar una bajada de 50 puntos básicos en el tipo objetivo de los Fondos Federales, hasta situarlo en el 6 %. La decisión se justificó por la debilidad de las ventas, producción e indicadores de confianza, por las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros y por el deterioro de la capacidad adquisitiva de familias y empresas derivado del aumento del precio del petróleo. La medida produjo una notable e inmediata revisión a la baja de los tipos de interés de corto y largo plazo tanto en Estados Unidos como en

Desaceleración de la economía estadounidense y reajuste de los saldos financieros sectoriales

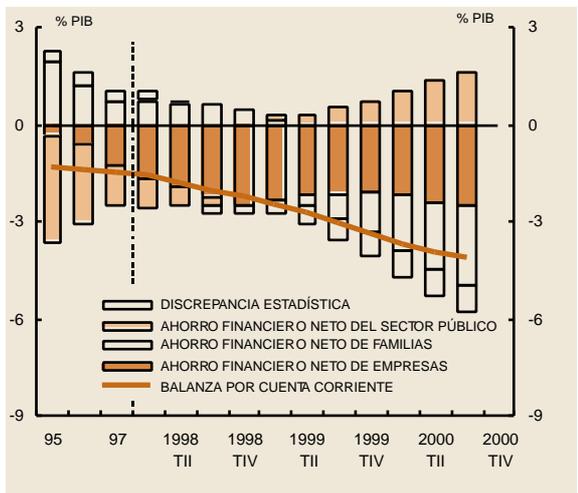
El intenso proceso de crecimiento de la economía norteamericana en los últimos años se ha visto acompañado de una importante recomposición sectorial en sus cuentas financieras. Tal como se puede observar en el gráfico superior, la posición financiera del sector familias ha pasado de una situación de superávit a presentar un ahorro financiero neto negativo que ha alcanzado niveles históricamente bajos en el tercer trimestre de 2000, donde representa el -2,4 % del PIB. Esta singular situación financiera de las familias se ha producido en un contexto de prolongada expansión de la economía estadounidense, que, por un lado, le ha permitido alcanzar niveles cercanos al pleno empleo y, por otro lado, ha favorecido una extraordinaria revalorización de los mercados bursátiles, incrementando de modo muy importante la riqueza financiera de las familias. De modo similar, en lo que respecta a las empresas, la financiación del intenso proceso de inversión —con tasas medias anuales de crecimiento cercanas al 10 % en los últimos cinco años— que ha acompañado la fase expansiva ha llevado a un progresivo aumento de las necesidades de financiación de este sector, que han superado el 2,5 % de PIB en el tercer trimestre de 2000. En conjunto, el ahorro neto del sector privado ha pasado de tener un saldo positivo en 1996 a representar cerca del -5 % del PIB.

La buena evolución de las cuentas del sector público, que han presentado superávit durante los últimos dos años, hasta alcanzar en el último trimestre de 2000 el 2 % del PIB, ha ejercido un efecto compensador, aunque insuficiente para evitar un aumento progresivo del déficit por cuenta corriente, que se ha situado en el 4,5 % del PIB. Este déficit refleja, en gran medida, la capacidad que ha mostrado la economía estadounidense para captar capitales exteriores atraídos por las expectativas de beneficios empresariales crecientes, en un contexto de gran dinamismo económico, lo que ha propiciado que estos se hayan materializado en movimientos no especulativos y, en particular, en inversión directa en los sectores más prometedores (véase gráfico inferior). Esta vocación de estabilidad de buena parte de los flujos de capital ha permitido que el grado de vulnerabilidad de la posición financiera exterior de los Estados Unidos sea más reducido de lo que sugiere, a simple vista, el elevado déficit por cuenta corriente.

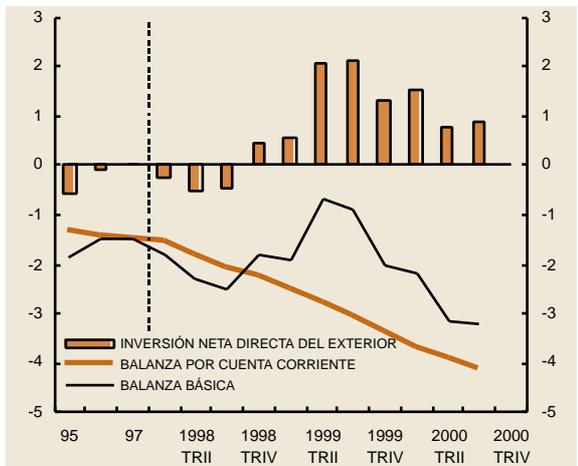
No obstante, desde mediados del 2000 la economía ha iniciado una fase de ralentización económica, que parece estar consolidándose en el último trimestre a la vista de los últimos indicadores disponibles. Esta moderación del ritmo de crecimiento de la actividad ha estado acompañada de una importante corrección de las cotizaciones bursátiles —que ha supuesto un retroceso de la riqueza financiera de las familias— y de un menor dinamismo de los beneficios empresariales y de las expectativas sobre su evolución futura, induciendo así una contracción del consumo privado y de la inversión empresarial. Estos reajustes podrían favorecer una recomposición de los flujos financieros intersectoriales: una mayor tasa de ahorro de las familias y las empresas permitiría disminuir las necesidades de financiación de la economía, a pesar de la probable reducción del superávit del sector público. Además, la moderación de los flujos de capitales a raíz del transitorio empeoramiento de las expectativas debería también facilitar una depreciación del dólar que contribuiría a aliviar adicionalmente la posición deficitaria de la cuenta corriente.

No obstante, es evidente que una revisión súbita de las expectativas de rentabilidad por parte de los inversores internacionales propiciaría recomposiciones profundas de sus carteras que podrían requerir ajustes más drásticos de los esperados en las decisiones de gasto de los agentes norteamericanos, con el fin de hacer frente al endurecimiento de las condiciones exigidas para su financiación.

Balanza por cuenta corriente y ahorro financiero neto de los distintos sectores económicos en Estados Unidos (a)



Balanza por cuenta corriente y balanza básica en Estados Unidos (a)



Fuente: Reserva Federal.

(a) Los datos trimestrales recogen el acumulado de los últimos cuatro trimestres, incluyendo el de referencia.

el resto de países industrializados. No obstante, en los días posteriores a la decisión de la Reserva Federal los tipos de interés de largo plazo en el mercado de deuda estadounidense fueron aumentando, llegando incluso a superar, a mediados de enero, el nivel prevaleciente a finales de diciembre.

Por su parte, la política presupuestaria ha seguido manteniendo un tono moderadamente restrictivo, lo que, pese a la desaceleración de ingresos prevista para el último trimestre, como consecuencia del debilitamiento de la actividad económica, podría permitir que las cuentas públicas alcanzaran un superávit del orden del 1,5 % del PIB en el conjunto del pasado año.

El PIB de Japón correspondiente al tercer trimestre de 2000 experimentó un débil crecimiento interanual, del 1,4 % (1 % en términos intertrimestrales anualizados), tres décimas por encima de la tasa del trimestre anterior. La ligera aceleración fue consecuencia del mayor empuje de la demanda interna ligado al fuerte aumento de la formación bruta de capital fijo privado. En cambio, el consumo privado mantuvo la atonía de trimestres anteriores. Por su parte, la demanda exterior redujo su contribución al crecimiento interanual, al producirse una desaceleración más intensa de las exportaciones que de las importaciones.

Los indicadores disponibles del último trimestre del pasado año arrojan, en líneas generales, un panorama ligeramente más desfavorable que el correspondiente al período precedente. En efecto, los principales indicadores de actividad reflejan una pérdida de tono en los últimos meses del año, que ya había sido en buena medida anticipada por la encuesta empresarial «Tankan», cuyo indicador de confianza industrial en el cuarto trimestre del pasado año experimentó un aumento casi nulo, rompiendo la tendencia sensiblemente alcista que mostraba desde 1999. Desde la vertiente de la demanda, los indicadores de consumo continuaron ofreciendo, en los últimos meses de 2000, descensos interanuales similares, en promedio, a los presentados en el trimestre precedente. Tan solo aparece como dato positivo la evolución del empleo, que mostró un ligero aumento, en términos interanuales, en el período octubre-noviembre, aunque la tasa de paro volvió a crecer hasta el 4,8 % en este último mes. Las tensiones de signo deflacionista continuaron manifestándose en la evolución de los precios de consumo, cuyo índice general registró en el mes de noviembre un descenso del 0,5 %, por encima del correspondiente a septiembre (-0,8 %). El superávit por cuenta corriente (medido en yenes) volvió a descender en el tercer trimestre de 2000, como ya lo hiciera el trimestre precedente, como re-

sultado de la paulatina reducción del excedente de la balanza comercial.

En este contexto de escaso dinamismo económico y de deflación, la debilidad mostrada recientemente por el yen a partir del mes de diciembre podría contribuir a fortalecer el proceso de recuperación, si logra compensar los efectos negativos sobre el gasto derivados de la desfavorable evolución bursátil, acentuada desde noviembre. La caída de las cotizaciones refleja, además de la vacilante evolución de la actividad, las fuertes ventas de títulos de empresas no financieras llevadas a cabo por las entidades bancarias durante el segundo semestre de 2000, con el fin de sanear sus balances y recomponer la calidad de su cartera de activos ante el comienzo del próximo año fiscal, en marzo de 2001.

En el sudeste de Asia, los datos económicos más recientes señalan la continuidad de la fase de crecimiento económico elevado hasta el tercer trimestre del pasado año en la mayor parte de las economías del área, pese a los efectos contractivos del rápido encarecimiento del petróleo. Sin embargo, a partir del cuarto trimestre de 2000, han empezado a notarse las consecuencias de la desaceleración de la economía de Estados Unidos, especialmente en aquellos países (como Malasia, Corea del Sur y Tailandia) cuyos sectores exportadores están más orientados al mercado estadounidense.

En la parte final del segundo semestre de 2000 continuó en un buen número de países de América del Sur el proceso de recuperación económica, al tiempo que se han producido avances significativos en los principales desequilibrios macroeconómicos y en la adopción de reformas estructurales en los mercados de bienes y de factores productivos, en un contexto de relativa estabilidad financiera. Para el conjunto del área, el crecimiento económico alcanzado en el año 2000 se situará, según las previsiones actuales, próximo al 4 %. Destaca especialmente el notable dinamismo de la economía mejicana, que se prevé experimente un crecimiento del orden del 7 % en 2000, y el elevado ritmo de expansión en Brasil y Chile, que puede alcanzar unas tasas de aumento medio en el año 2000 cercanas al 4 % y al 5,5 %, respectivamente. En Argentina, si bien la actividad económica permanece débil, las perspectivas para el futuro próximo han mejorado sensiblemente, tras la instrumentación del paquete de ayuda del FMI en la última parte del año 2000 (véase recuadro 2), que ha supuesto una relajación de las tensiones en el mercado de deuda pública. De cara al año actual, si bien estas economías deberán hacer frente a una posible desaceleración de la demanda externa, como

El acuerdo financiero de Argentina con el Fondo Monetario Internacional

En los últimos meses de 2000, la economía argentina se enfrentó a una delicada situación financiera, resultado de la combinación de un importante aumento de las necesidades de financiación del sector público y de los altos tipos de interés en los mercados internacionales.

El deterioro de las finanzas públicas se derivó principalmente de las dificultades existentes para aumentar los ingresos públicos, dada la falta de dinamismo de la actividad económica, provocando el incumplimiento de los objetivos presupuestarios firmados con el FMI para la primera mitad del año 2000. Dicho incumplimiento, junto con la escasa fortaleza que mostraba la economía, repercutió en una crisis de confianza de los inversores sobre la capacidad de pago de la economía argentina, que se manifestó en un significativo incremento de los tipos de interés de las emisiones de este país en los mercados internacionales. El gobierno, ante esta situación, aprobó a finales de octubre una serie de medidas ambiciosas para fortalecer la inversión y el crecimiento económico e inició, a principios de noviembre, negociaciones con el FMI para alcanzar un nuevo acuerdo.

Después de más de dos meses de negociaciones, el FMI aprobó el 12 de enero el paquete de ayuda financiera a Argentina. La recepción del acuerdo por parte del mercado fue muy favorable, reduciéndose, desde que comenzaron a conocerse algunos aspectos del contenido, los elevados tipos de interés de la deuda argentina en los mercados internacionales. A continuación se exponen los elementos principales de este acuerdo, tanto en lo que respecta a las condiciones de financiación como a los compromisos de política económica contraídos por las autoridades argentinas.

Paquete financiero negociado con el FMI

mm de dólares

	Total	2001
Fondo Monetario Internacional	13,7	8,8
BID y Banco Mundial	5,0	2,0
Gobierno español	1,0	1,0
Creadores de mercado	10,0	10,0
Inversores Institucionales argentinos	3,0	3,0
Administración de pasivos		0,6
Euros	1,0	
Dólares y pesos	3,0	
Reinversión de cupones	3,0	
Total	39,7	25,4

Fuente: Ministerio de Economía de Argentina.
 (a) Incluye 2.100 millones de dólares desembolsados en diciembre de 2000.

1. Financiación contemplada

1. El FMI aumentó los límites de financiación hasta 13.700 millones de dólares; equivalente al 500% de la cuota de Argentina con el FMI. De esta cantidad, 2.740 millones se dispondrán bajo la fórmula de *Supplemental Reserve Facility* (SRF), mientras que el resto corresponde a la fórmula *Stand By* (SBA).
2. En el año 2001, Argentina puede solicitar un desembolso máximo de 6.700 millones de dólares, de los cuales 2.900 millones estarán disponibles en el primer trimestre. En cada uno de los siguientes trimestres, los desembolsos tendrán un límite máximo de 1.260 millones de dólares.
3. Las restantes contribuciones multilaterales totalizan 5.000 millones de dólares, de las cuales el Banco Mundial y el Banco Interamericano del Desarrollo aportan 2.500 millones cada uno. De estos 5.000 millones de dólares, 2.000 millones serían desembolsados en el presente año, con un vencimiento de dos años.
4. El gobierno español ha proporcionado 1.000 millones de dólares de financiación bilateral. Las condiciones de desembolso y reembolso son idénticas a las existentes en el programa SBA del FMI.
5. Los bancos argentinos con capacidad de crear mercado acordaron mantener sus posiciones de bonos durante el año 2001, lo que supone un importe de 10.000 millones de dólares.
6. Las administradoras de fondos de pensiones argentinos han establecido la compra de nueva deuda gubernamental por una cantidad de 3.000 millones de dólares en el año 2001.
7. De acuerdo con las fuentes oficiales, el gobierno ha recibido propuestas de algunos bancos de inversión para: a) intercambiar bonos denominados en euros con vencimiento antes del año 2005, por un importe de 1.000 millones de dólares; b) canjear bonos a corto y medio plazo denominados en pesos y dólares por un importe de 3.000 millones de dólares, y c) reinvertir desde el año 2002 los cupones de intereses en manos de inversores institucionales locales, lo que supondría 3.000 millones de dólares adicionales.

Como resultado de los puntos anteriores (véase cuadro), en el año 2001 Argentina puede disponer de 25.400 millones de dólares de los 39.700 millones de dólares facilitados. Dentro de estos 25.400 millones, se incluyen los 2.100 millones que el gobierno argentino recibió a finales del pasado año.

2. Condiciones económicas exigidas y asumidas por el gobierno argentino

En la llamada Carta de Propósitos dirigida al FMI, el gobierno argentino presenta un escenario macroeconómico que supone un crecimiento del PIB del 2,5% para el año 2001, una tasa de inflación prácticamente nula y un déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente próximo al 3,5% del PIB. Asimismo, el gobierno ha adquirido los siguientes compromisos en el 2001:

1. El déficit fiscal del gobierno federal no podrá exceder de 6.500 millones de dólares en el año 2001 (2,2% del PIB). Este objetivo de déficit fiscal contempla solo una moderada reducción del déficit en 2001 en relación con el año anterior (200 millones), con el fin de evitar una contracción fiscal en las primeras etapas de la recuperación económica.
2. El gasto primario del gobierno federal para el año 2001 no debe exceder de 53.212 millones de dólares, lo que supone, en términos de PIB, una caída del 0,5% respecto al año 2000. Como resultado, el superávit primario alcanzaría el 1,7% del PIB, frente al 1% del año 2000.
3. La deuda del gobierno federal no podrá incrementarse en más de 6.700 millones de dólares en el presente año (5.700 millones en el 2000).
4. Los objetivos que afectan a los déficit provinciales continúan siendo indicativos y no vinculantes, como eran en anteriores acuerdos con el FMI. El déficit provincial consolidado no podrá exceder de 2.760 millones de dólares en el año 2001. En el año 2000 se estima que haya alcanzado 3.400 millones.
5. Respecto a las reformas estructurales, el gobierno se compromete, entre otros aspectos, a avanzar en las controvertidas reformas de la Seguridad Social, a expandir la cobertura de la fiscalización interna a 100.000 contribuyentes, a publicar un informe trimestral detallando las cuentas públicas de las provincias, a presentar un proyecto de ley para mejorar el proceso de intervención y liquidación bancaria, a establecer un nuevo marco regulatorio para el sector de las telecomunicaciones y a dictar una Ley de la Defensa de la Competencia.
6. El gobierno garantiza, asimismo, que no promulgará una amnistía fiscal durante el período del acuerdo. Como es conocido, ante las persistentes dificultades fiscales que existieron en el año pasado, el gobierno usó repetidamente amnistías fiscales como un instrumento para aumentar los ingresos fiscales a corto plazo.

consecuencia de la reducción prevista en el ritmo de crecimiento de Estados Unidos, el conjunto de la región podría beneficiarse de unas condiciones de financiación más favorables, en la medida en que la política monetaria en Estados Unidos mantenga un tono menos restrictivo que el prevaleciente el pasado año.

Por último, por lo que respecta a las economías europeas no pertenecientes a la UEM, el PIB del Reino Unido registró, en el tercer trimestre de 2000, un aumento interanual del 3 % (0,7 % en tasa intertrimestral). Durante el último trimestre del año pasado, los indicadores disponibles apuntan una moderación del ritmo de actividad, tal como ha reflejado la publicación preliminar del crecimiento del PIB en el cuarto trimestre, que lo ha situado en el 2,4 % con res-

pecto al mismo período del año anterior (0,3 % intertrimestral). Aunque no se conoce el desglose del crecimiento del PIB por componentes en el cuarto trimestre de 2000, los indicadores de consumo prolongaron en los últimos meses del año su dinamismo, coherente con el fuerte ritmo de creación de empleo, como refleja la estabilización de la tasa de paro en el nivel del 3,6 % en diciembre. Por su parte, los precios de consumo mostraron aumentos moderados, dado que el índice que excluye intereses por hipotecas registró en diciembre un crecimiento interanual del 2 % (0,9 % en términos armonizados con el resto de la UE), dos décimas inferior al dato de septiembre. En este contexto de ausencia de presiones inflacionistas importantes, el Banco de Inglaterra ha mantenido inalterado el tipo de interés oficial en el nivel del 6 %.

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

3.1. Evolución económica

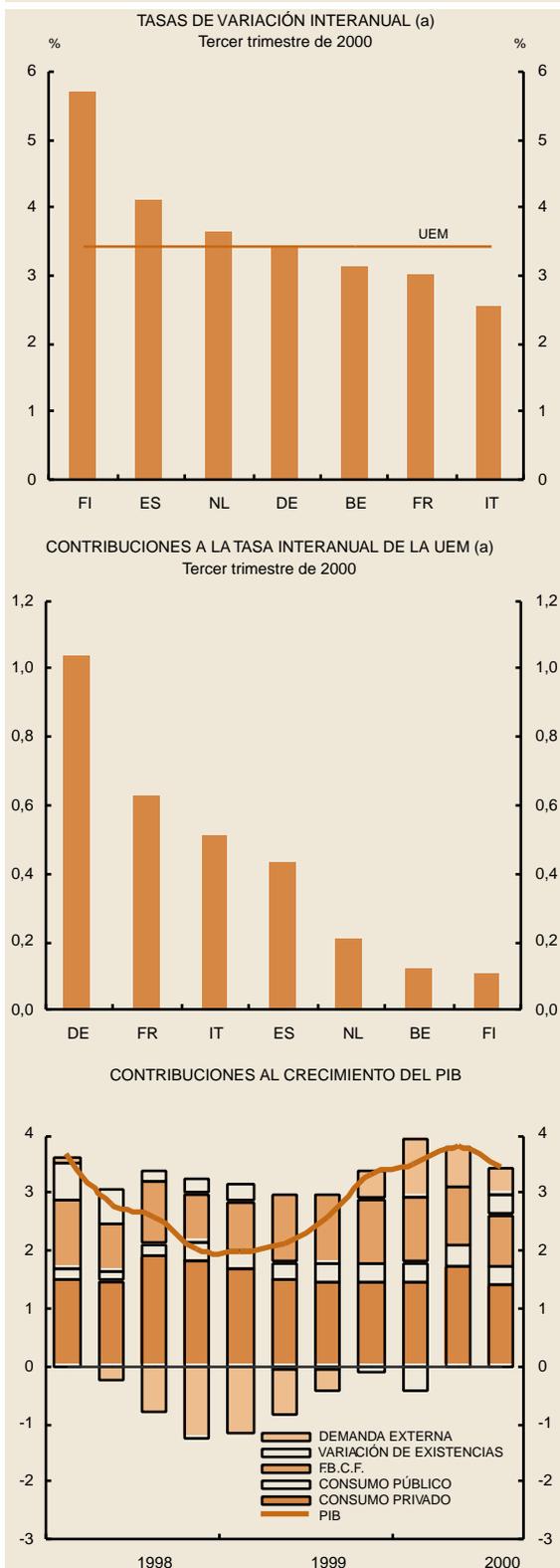
Los datos más recientes sobre la evolución económica en el área del euro señalan una ligera reducción del ritmo de avance de la actividad productiva en el cuarto trimestre del año, que prolongaría la tendencia apuntada en los meses de verano. La situación inflacionista, por su parte, ha experimentado una cierta mejoría, derivada de la disminución reciente de los precios del crudo y de la apreciación del euro, en un contexto de menor dinamismo de la economía mundial. No obstante, aunque las perspectivas inflacionistas han mejorado, persisten algunos riesgos asociados al comportamiento salarial y a la evolución de las finanzas públicas.

De acuerdo con la segunda estimación de Eurostat de la Contabilidad Nacional de la UEM referida al tercer trimestre de 2000, el PIB aumentó en términos intertrimestrales el 0,7 %, dos décimas por debajo del ritmo de avance que venía registrando desde el cuarto trimestre de 1999. Con respecto al mismo período del año anterior, el PIB se incrementó un 3,4 %, cuatro décimas menos que en el segundo trimestre (véase gráfico 8). Esta desaceleración del PIB ha reflejado, en gran medida, la evolución de la demanda interna, excluidas la variación de existencias, cuya contribución al crecimiento interanual del producto ha pasado del 3,1 % en el segundo trimestre al 2,6 % en el tercero. Por su parte, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento interanual del PIB se redujo desde los 0,7 puntos porcentuales (pp) del segundo trimestre, hasta los 0,5 pp en el tercero, resultado del mayor aumento de las importaciones que de las exportaciones. Por último, la aportación de la variación de existencias al producto se elevó hasta los 0,3 pp, compensando, así, parcialmente la desfavorable evolución del resto de componentes. Por sectores, los mayores crecimientos del valor añadido en el tercer trimestre tuvieron lugar en la industria y en los servicios privados, cuyas tasas de variación interanual se situaron próximas al 5 %, mientras que el sector primario y la construcción experimentaron tasas inferiores al 1 %. Esta desaceleración del ritmo de crecimiento del PIB en el tercer trimestre del año ha sido la pauta casi generalizada en los países miembros. En términos interanuales, la desaceleración fue más pronunciada en Bélgica y en Holanda, mientras que los países más grandes (Alemania, Francia, Italia) han visto disminuir sus tasas de crecimiento entre tres y cuatro décimas.

La mayoría de los indicadores coyunturales del área del euro referidos al cuarto trimestre (véase gráfico 9), todavía muy incompletos, tienden a coincidir, en general, con la prolonga-

GRÁFICO 8

PIB en la UEM



Fuentes: Eurostat y estadísticas nacionales.

(a) No se incluyen Irlanda, Luxemburgo, Austria y Portugal, por no disponerse de la información referida al trimestre indicado.

ción de este perfil de suave desaceleración. En efecto: los principales indicadores de actividad, como el índice de producción industrial, el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea y el índice de gestores de compras de la industria manufacturera, experimentaron un menor avance que en los meses de verano. Por el lado de la demanda, las ventas minoristas de octubre, que crecieron la mitad que la media del tercer trimestre, la matriculación de automóviles en octubre y noviembre, que disminuyó un 5 % en promedio con respecto a los mismos meses de 1999, y el menor nivel de los indicadores de confianza de los consumidores y del comercio al por menor en los últimos meses del año en relación con el trimestre previo, apuntan a un debilitamiento del consumo en el cuarto trimestre. No obstante, el indicador de confianza de los consumidores arrojó en diciembre un resultado más favorable que el de los meses anteriores, posiblemente debido al abaratamiento del petróleo y a la apreciación del euro.

La moderación de la tasa de crecimiento del consumo privado vendría justificada, en gran parte, por el deterioro de la renta real disponible como consecuencia del impacto del encarecimiento del precio del petróleo. Asimismo, la desaceleración de las cotizaciones bursátiles a lo largo del año y los efectos retrasados del endurecimiento de la política monetaria han podido contribuir a una menor expansión del gasto de las familias. En los próximos meses resulta probable que la disminución de los precios del petróleo y de la presión fiscal redundarán en ganancias de renta real de las economías domésticas, que podrían favorecer el consumo. Por otro lado, la moderación reciente de los tipos de interés a largo plazo, en un contexto de relativa fortaleza de la demanda, podría incidir favorablemente sobre la actividad inversora de las empresas. Por el contrario, la apreciación del euro y el menor ritmo de crecimiento de los mercados de exportación pueden suponer una reducción de la aportación de la demanda exterior al producto en los próximos meses.

Con respecto al mercado de trabajo, el ritmo de creación de empleo a lo largo de la primera mitad del año de la zona se mantuvo en torno al 2 %, lo que, dada la evolución del PIB, supuso un aumento de la tasa de creación de empleo por unidad de producto próxima a 1,5 puntos porcentuales, aproximadamente el doble que en 1999. Aunque no se dispone de la tasa de variación del empleo en el tercer trimestre, resulta probable que haya mantenido su ritmo de crecimiento, lo que ha podido facilitar la reducción observada en la tasa de desempleo en dicho período, desde el 9,1 % de mayo hasta el 8,9 % de septiembre. En el cuarto trimestre

de 2000 el paro ha registrado una corrección adicional, hasta alcanzar el 8,8 % en noviembre. En la composición del desempleo destaca el elevado porcentaje de paro juvenil (hasta 25 años), que fue del 16,9 % en noviembre, frente a un 7,7 % entre los adultos, si bien la desaceleración de la tasa de paro a lo largo del año 2000 ha sido más acentuada para los primeros que para los segundos.

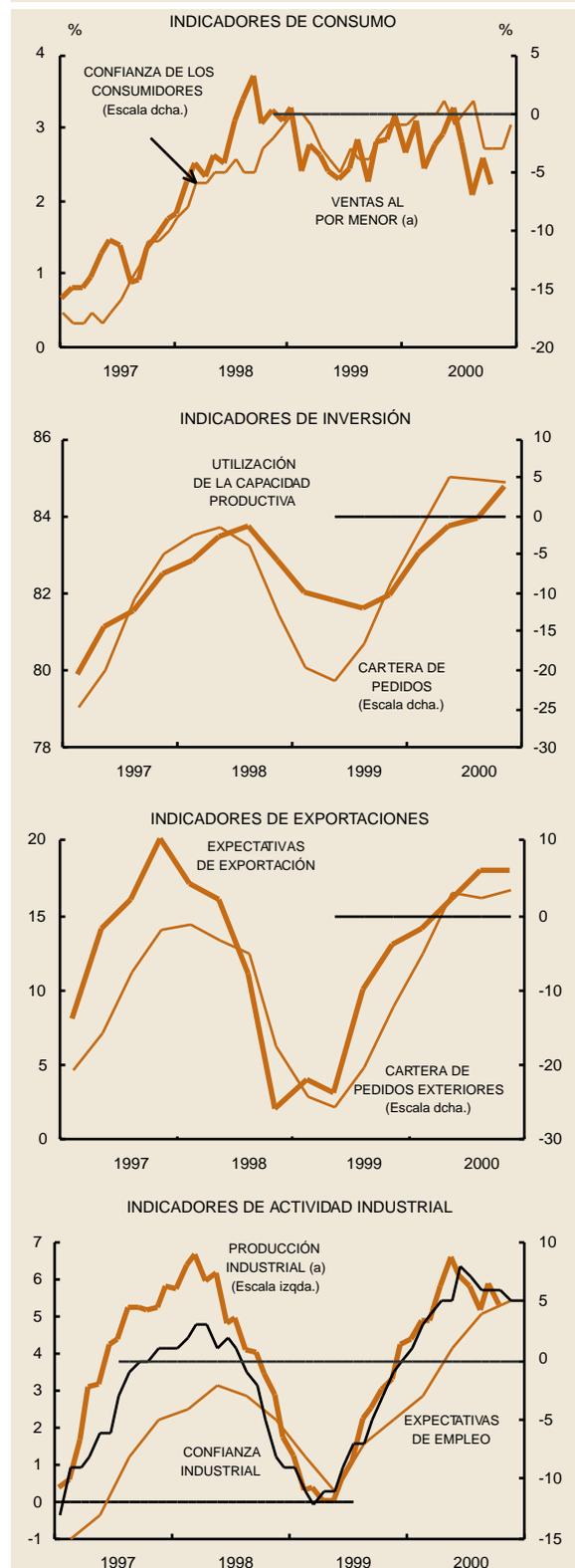
La evolución reciente de los principales indicadores de precios en la zona del euro señala una leve moderación de la tendencia alcista observada en los trimestres precedentes. La naturaleza esencialmente importada de la inflación se ha reflejado en la evolución del deflactor del PIB en el tercer trimestre de 2000, que se situó en el 1,1 % (véase gráfico 10), muy por debajo de la tasa de variación del deflactor de la demanda final, que alcanzó el 2,9 % en ese mismo período. Aunque no se dispone de información completa sobre la descomposición del deflactor del PIB, se estima que la moderación observada hasta el segundo trimestre en el ritmo de crecimiento de los costes laborales unitarios (véase gráfico 10) puede haber continuado o avanzado ligeramente en el tercero.

En lo que concierne a los precios de consumo, el IAPC de la zona se situó en diciembre en el 2,6 %, dos décimas por debajo del registro de septiembre. No obstante, la inflación subyacente —aproximada por el índice de precios de los servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE)— sufrió un ligero ascenso en el cuarto trimestre de 2000, alcanzando el 1,5 % en diciembre, una décima más que en septiembre, como resultado de la prolongación de la tendencia alcista de los precios de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos, ya que los servicios mantuvieron su tasa de variación en el 1,8 %. Por países, el diferencial entre las tasas de inflación máxima y mínima ha experimentado una disminución de tres décimas entre septiembre y diciembre, debido, fundamentalmente, a la notable desaceleración de la tasa máxima, correspondiente a Irlanda, producida por la desaparición del efecto de las medidas impositivas adoptadas un año antes. Por su parte, el índice de precios industriales atemperó en noviembre su crecimiento interanual, situándose en el 6,3 %, una décima por encima de la tasa de septiembre. La relativa estabilidad de este indicador de precios a lo largo del cuarto trimestre es consecuencia de la favorable evolución del componente de bienes intermedios, que ha compensado parcialmente el deterioro de los bienes de consumo.

La continuidad de la distensión inflacionista durante el 2001 dependerá, en gran medida,

GRÁFICO 9

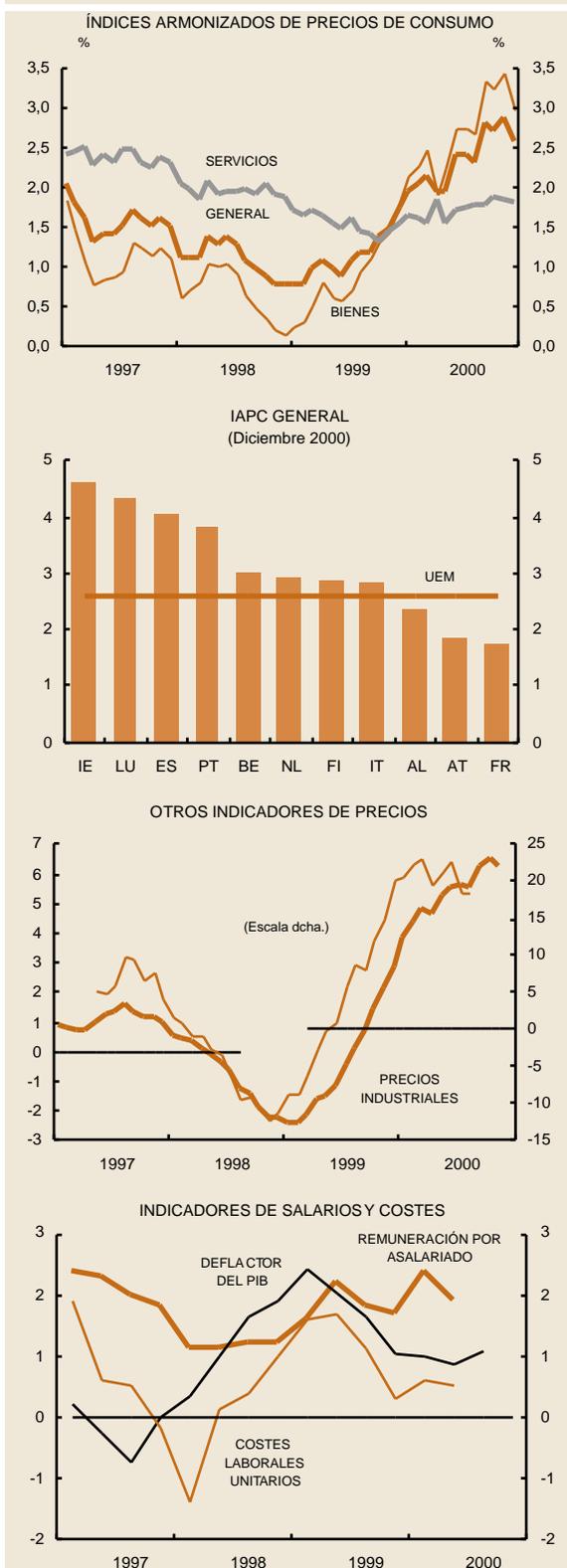
UEM. Indicadores reales



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
Tasas de variación interanuales**



Fuentes: Eurostat y BCE.

del comportamiento de los precios del crudo y del euro. La desaceleración esperada de la economía mundial y la llegada de la primavera al hemisferio norte puede suponer que los precios del petróleo se consoliden en torno a los niveles alcanzados a lo largo de diciembre, aunque ello está condicionado a las decisiones de producción que puedan adoptar los países de la OPEP en el transcurso del año. El estrechamiento del diferencial de crecimiento entre Estados Unidos y la UEM, por su parte, debería favorecer una recuperación sostenida de la cotización del euro. No obstante, la continuidad de la pauta de moderación salarial resulta esencial de cara a favorecer un gradual descenso del ritmo de crecimiento de los precios en el futuro próximo.

Según datos del BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM mostró, en los diez primeros meses del año 2000, un déficit acumulado de 20,5 mm de euros, lo que supone una notable ampliación con respecto al saldo prácticamente nulo del mismo período de 1999. Ello fue debido, casi en su totalidad, al descenso del superávit de la balanza de bienes, ya que el déficit de la balanza de servicios se mantuvo inalterado y el de la cuenta de renta mejoró casi en la misma magnitud en la que aumentó el déficit de transferencias corrientes. El significativo deterioro del saldo de bienes es consecuencia del empeoramiento de la relación real de intercambio por el encarecimiento del petróleo y de la depreciación del euro.

En el terreno de la política fiscal, la mayoría de los Estados miembros registrarán, en el año 2000, saldos presupuestarios que igualan o mejoran los objetivos fijados antes del comienzo del ejercicio. En general, estos resultados han venido determinados por la favorable evolución de los ingresos públicos, atribuible en gran medida a la fortaleza del crecimiento económico y a la persistencia de elevados precios del petróleo, que han alentado la recaudación por impuestos indirectos. Por el contrario, los resultados han sido más heterogéneos en la vertiente del gasto, registrándose, en algunos casos, deslizamientos significativos al alza, en relación con las previsiones. Para el conjunto del área, el año 2000 podría haberse cerrado (excluidos los ingresos derivados de la venta de licencias de telefonía móvil de tercera generación) con un déficit próximo al 0,9 % del PIB, lo que, en caso de confirmarse, representaría una mejora de cuatro décimas en comparación con 1999.

Todos los Estados miembros del área han presentado ya las versiones revisadas de sus respectivos programas de estabilidad (véase cuadro 1). A grandes rasgos, los documentos

CUADRO 1

Saldos presupuestarios: objetivos de los programas de estabilidad

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Bélgica	-0,7	-0,1	0,2	0,3	0,5	0,6
Alemania	-1,4	-1,0	-1,5	-1,0	-0,5	0,0
Grecia	-1,8	-0,8	0,5	1,5	2,0	2,0
España	-1,1	-0,3	0,0	0,2	0,3	0,3
Francia	-1,8	-1,4	-1,0	-0,6	-0,4	0,2
Irlanda	3,9	4,7	4,3	3,8	4,6	...
Italia	-1,9	-1,3	-0,8	-0,5	0,0	0,3
Luxemburgo	4,4	3,0	2,6	2,5	2,5	...
Países Bajos	1,0	1,0	0,7	0,3 (a)	0,3 (a)	0,3 / 0,6 (a)
Austria	-2,1	-1,4	-0,75	0,0	0,0	0,0
Portugal	-2,0	-1,5	-1,1	-0,7	-0,3	0,0
Finlandia	1,9	4,5	4,7	4,4	4,5	4,9

Fuente: Programas de Estabilidad nacionales.

(a) Escenario de menor crecimiento.

datos a conocer confirman el compromiso de los Estados miembros de alcanzar situaciones presupuestarias coherentes con la consecución de saldos equilibrados, por término medio, a lo largo del ciclo económico. No obstante, el ritmo de aproximación podría reducirse en algunos casos como consecuencia de los descensos programados de la presión fiscal, dado que la pérdida de recaudación resultante solo sería contrarrestada parcialmente a través de medidas compensadoras por el lado del gasto. Como resultado, en el año 2001 se espera una disminución tan solo marginal del déficit agregado para el conjunto del área, mientras que la Comisión Europea prevé, para el año en curso, un deterioro en una magnitud del 0,3 % del PIB del saldo primario ajustado del ciclo para el conjunto del área, lo que puede dificultar la moderación progresiva de las tasas de inflación en el futuro próximo.

3.2. Evolución monetaria y financiera

Los síntomas recientes de desaceleración de la actividad económica mundial y la moderación observada en los principales determinantes de la evolución de la inflación en el corto plazo, mencionados en el epígrafe anterior, han condicionado el tono de la política monetaria del Eurosistema en los últimos meses. La última elevación de los tipos de intervención del BCE tuvo lugar el 5 de octubre y situó el tipo marginal de las operaciones principales de financiación en el 4,75 % (véase gráfico 11). El tensionamiento progresivo de la política monetaria —con una subida acumulada de tipos de interés de 225 puntos desde finales de 1999— y la significativa recuperación del tipo de cam-

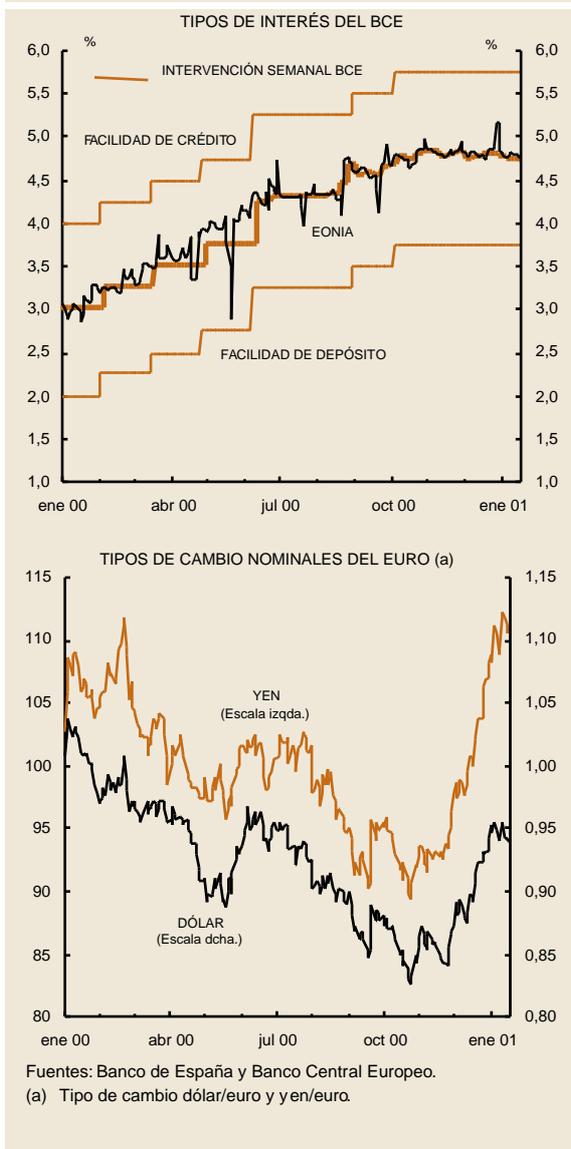
bio del euro han facilitado la adecuación de las condiciones monetarias y financieras de la zona del euro a su actual posición cíclica. Por otra parte, el Consejo de Gobierno decidió, en la reunión celebrada el 14 de diciembre, confirmar para el año 2001 el valor de referencia a medio plazo del crecimiento del agregado monetario M3 en el 4,5 %.

Como en meses anteriores, las condiciones monetarias y financieras en España se mantuvieron más holgadas que en el conjunto de la zona del euro, debido, fundamentalmente, a la mayor fortaleza de la demanda y a la superior intensidad de las tensiones inflacionistas. Esta holgura se refleja en un nivel muy reducido de los tipos de interés reales y en un elevado crecimiento del crédito al sector privado. No obstante, como ya se señaló en el informe trimestral de la economía española de octubre, las mayores tensiones inflacionistas de la economía española se derivan, en gran medida, de factores de oferta asociados a la permanencia de rigideces en la determinación de los precios en algunos mercados, y, especialmente, en el mercado de trabajo, por lo que la capacidad de la política monetaria para corregirlas es limitada.

A lo largo de octubre y noviembre, las expectativas de subidas de los tipos de interés prevalecientes con anterioridad en el área del euro se fueron moderando, hasta que en diciembre se produjo un cambio de signo, comenzando a descontarse bajadas de los tipos de interés oficiales. Como se observa en el gráfico 12, la estructura temporal de los tipos implícitos *forward* a un mes supone un escenario esperado de relativa estabilidad de los tipos de

GRÁFICO 11

Tipos de interés del BCE y tipos de cambio del euro



intervención del BCE durante los próximos dos años, tras un descenso leve en la primera mitad del año en curso.

Los tipos de interés a largo plazo también han experimentado una tendencia a la baja desde la segunda mitad de noviembre, que se acentuó a mediados de diciembre, de forma que la rentabilidad de la deuda pública a 10 años en la zona euro se situaba alrededor del 5 % en la tercera semana de enero, lo que supone una disminución de casi 50 puntos básicos respecto al nivel de septiembre. Inicialmente, esta reducción pudo estar relacionada con el final de la tendencia depreciatoria del euro y con la incertidumbre existente sobre el crecimiento futuro de la economía mundial. Posteriormente, una serie de factores contribuyeron

a consolidar esta tendencia, entre los que destacan la mejora en las perspectivas inflacionistas en la zona del euro —influidas por la bajada del precio del petróleo y por la apreciación del euro—, la consolidación de un panorama de crecimiento más moderado tras la publicación, en la mayor parte de los países de la UEM, de tasas de crecimiento del PIB en el tercer trimestre menor que las esperadas y la pérdida de ritmo de la economía estadounidense, que, finalmente, condujo a un cambio del tono de la política monetaria de la Reserva Federal. No obstante, la mayor intensidad de la corrección en los mercados estadounidenses de renta fija, producida por las cada vez más pronunciadas expectativas de desaceleración económica en Estados Unidos, hizo que el diferencial con los tipos de interés europeos respecto a los activos americanos se redujera considerablemente en todos los plazos.

Por otra parte, el descenso de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal el 3 de enero produjo una disminución en los tipos de interés europeos en todos los plazos de las curvas de rendimiento. No obstante, este movimiento tuvo un carácter transitorio, pues a mediados de enero se había registrado un repunte de los tipos de interés hasta retornar a niveles similares a los prevalecientes con anterioridad a la reducción de los tipos de interés en Estados Unidos. Este hecho apunta a una posible sobrerreacción inicial de los mercados ante la medida de política monetaria americana, producida por cierto efecto contagio favorecido por la contundencia del recorte y las circunstancias especiales en que se adoptó. Asimismo, su posterior corrección puede estar relacionada con la generalización de la percepción de que la bajada de tipos en Estados Unidos obedecía en gran medida a restricciones financieras presentes en esa economía, que no eran extrapolables a la zona del euro.

El menor ritmo de crecimiento económico de Estados Unidos en el tercer trimestre y su previsible prolongación en los meses sucesivos repercutió en la trayectoria apreciatoria que registró el tipo de cambio del euro frente al dólar, a mediados de noviembre, hasta alcanzar niveles cercanos a 0,95 dólares por euro en la segunda semana de enero, y algo menores en los días siguientes (véase gráfico 11). El previsible estrechamiento en el diferencial de crecimiento entre ambas zonas y la rápida disminución del diferencial del tipo de interés a corto plazo deben favorecer la consolidación de esta tendencia apreciatoria del euro.

La progresiva traslación de las subidas pasadas de los tipos de interés oficiales a los tipos cobrados por las entidades de crédito en la

UEM ha provocado que, a pesar del recorte experimentado en el EURIBOR a tres meses durante el cuarto trimestre, los tipos de interés del crédito bancario concedido no hayan descendido en este período. Así, tanto los tipos de interés de los créditos destinados a la compra de vivienda como los aplicados en los créditos a las empresas a un plazo superior al año se situaron en noviembre próximos al 6,6 %, nivel similar y algo por encima, respectivamente, del alcanzado en el mes de septiembre (véase parte inferior del gráfico 13). La moderación de los tipos de interés de mercado se reflejó, del mismo modo, en los precios de los pasivos bancarios, aunque de forma muy diferenciada según su plazo. Así, mientras que los tipos de los depósitos a un plazo inferior a dos años presentaron una elevación de 20 pb entre septiembre y noviembre, los tipos de los depósitos bancarios en la UEM a un plazo superior a dos años se mantuvieron prácticamente inalterados en el mismo período. En España, dada la importancia del crédito a tipo de interés variable, la disminución de los tipos de interés en los mercados monetarios ha moderado significativamente la tendencia al alza del tipo sintético del crédito, hasta situarse en diciembre en un nivel muy próximo al de septiembre (cuadro 2). El mayor retraso con el que las entidades trasladan los movimientos en los tipos de interés a sus pasivos ha provocado que la evolución del tipo de interés sintético del pasivo, para España, haya prolongado la tendencia de ascenso durante el último trimestre de 2000, a pesar del comportamiento señalado en los tipos del activo bancario.

La evolución de los mercados bursátiles reflejó en los últimos meses de 2000 el clima de mayor pesimismo en el ámbito internacional, acentuando la tendencia bajista y volátil que ha predominado durante casi todo el año pasado. El índice EURO STOXX amplio terminó el año 2000 mostrando una rentabilidad anual acumulada cercana al -6 %, mientras que el Índice General de la Bolsa de Madrid descendió en el mismo período casi un -13 % (véase cuadro 2). Por sectores, fueron las compañías de telecomunicaciones las que registraron mayores pérdidas, compensando así, parcialmente, las fuertes revalorizaciones acumuladas en los pasados ejercicios y reflejando la incertidumbre reinante sobre la viabilidad de proyectos iniciados por estas empresas bajo un escenario económico más favorable. La decisión de la Reserva Federal del 3 de enero contribuyó a reducir la volatilidad en la que se movían los mercados bursátiles, propiciando la recuperación de las cotizaciones de algunas compañías americanas y de los índices europeos. En este sentido, a mediados de enero el índice EURO STOXX amplio registró un aumento del 0,4 % respecto

GRÁFICO 12

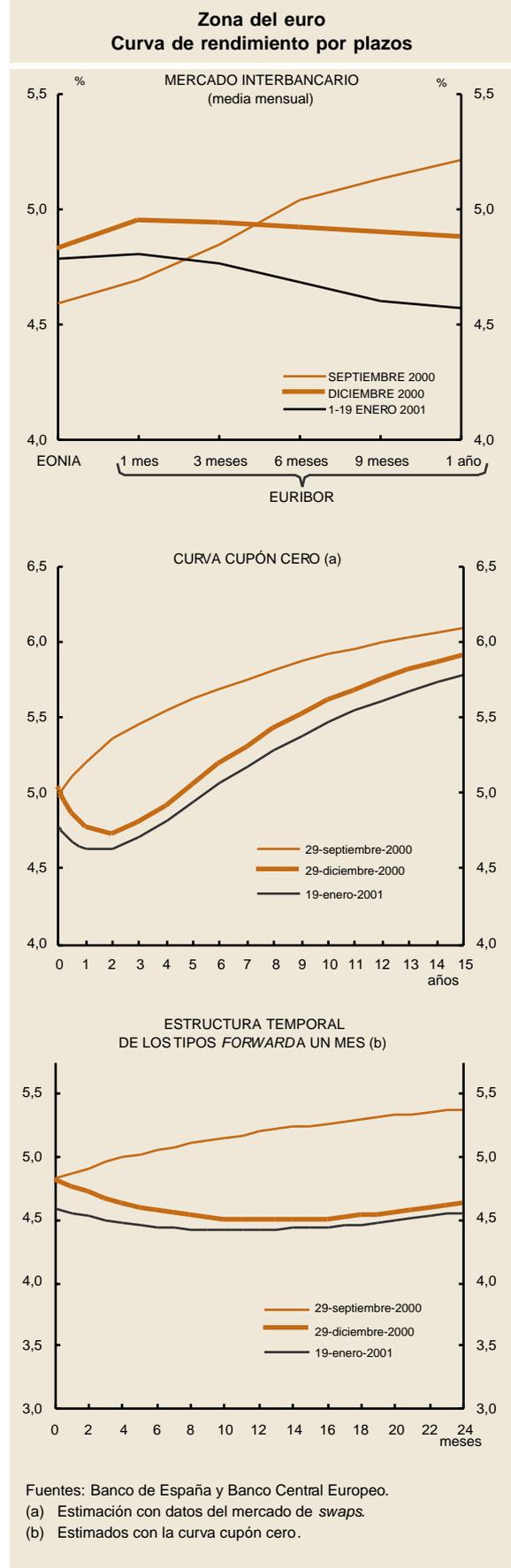
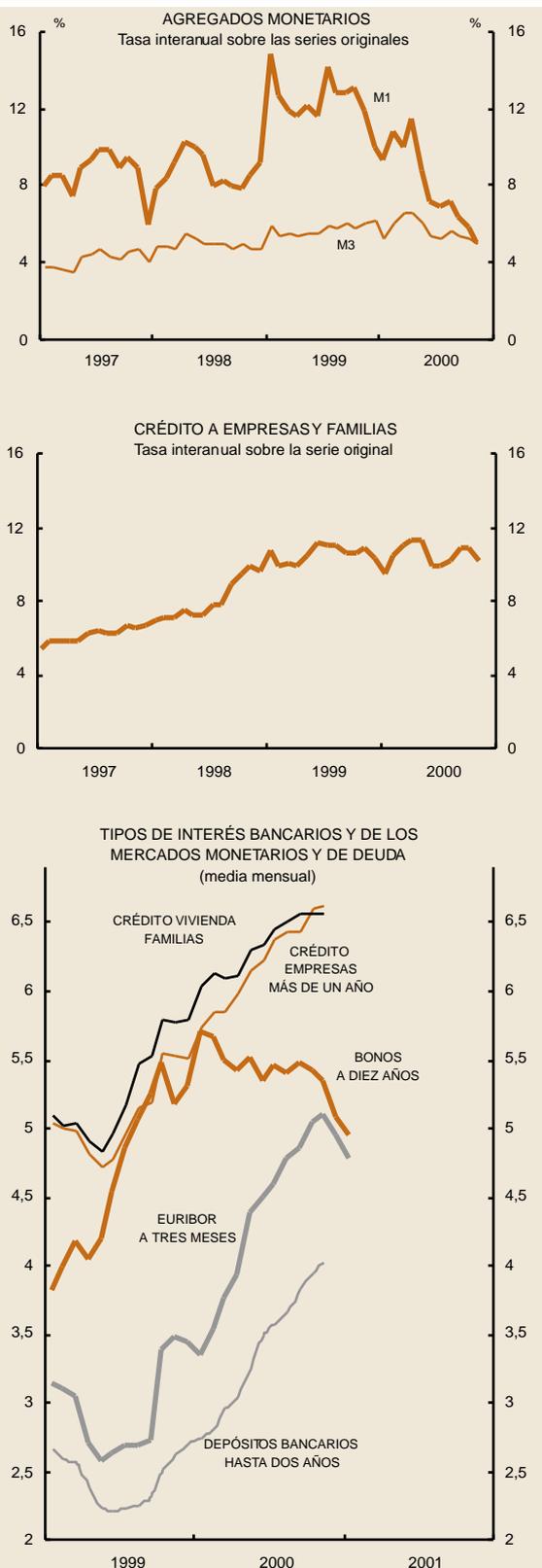


GRÁFICO 13

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



Fuentes: Banco de España y BCE.

a la última cotización del año 2000, mientras que el Índice General de la Bolsa de Madrid, que, como se ha señalado, había descendido de forma más pronunciada en el 2000, subió un 7,6 % en ese mismo período.

Los agregados monetarios de la UEM moderaron su ritmo de avance a lo largo del último trimestre del 2000 como consecuencia del menor dinamismo de la economía y de las subidas de los tipos de interés oficiales instrumentadas en la zona euro, a partir de noviembre de 1999. El crecimiento del agregado M3 para la zona euro continuó su desaceleración, situándose en diciembre por debajo del 5 %, por primera vez desde la creación de la UEM (véase gráfico 13), acercándose así al valor del 4,5 % establecido por el BCE como nivel de referencia. Los componentes más líquidos recogidos en el agregado M1 son los que han experimentado una reducción más pronunciada de su ritmo de crecimiento, como consecuencia de su mayor sensibilidad a la evolución de los tipos de interés y de la posición cíclica de la economía.

En España, los Activos Financieros Líquidos (AFL) mantuvieron en el cuarto trimestre un ritmo de crecimiento muy moderado (2,1 %). Esta moderación resulta de la combinación de elevadas tasas de crecimiento de los depósitos a plazo y las cesiones temporales (27 % y 19 %, respectivamente) y de fuertes retrocesos de los valores bancarios a corto plazo y de las participaciones en los fondos de inversión más líquidos (-18 % y -32 %). Como en el caso de la UEM, los componentes más líquidos a los AFL (el agregado «medios de pago») experimentaron también una importante desaceleración en el cuarto trimestre de 2000.

Con respecto a las contrapartidas del agregado monetario, la reducción de los desequilibrios presupuestarios ha permitido que el crédito a las Administraciones Públicas continúe moderando su ritmo de variación en la zona del euro, hasta alcanzar una tasa de crecimiento interanual en diciembre del -5,8 %.

El crédito concedido al sector privado en la UEM no mostró, sin embargo, la desaceleración de los agregados monetarios y la corrección de las cotizaciones en los mercados bursátiles, al situarse, en diciembre de 2000, en niveles muy similares a los observados a principios de año (10 %). Esta fortaleza del crédito al sector privado encubre un comportamiento desigual entre la financiación concedida a las empresas y la otorgada a los hogares. En efecto, mientras que esta última registró un ritmo de variación relativamente estable a lo largo de los tres primeros trimestre de 2000, alcanzando una tasa del 8 % en el tercer trimestre, un pun-

CUADRO 2

Situación monetaria y financiera de la UEM y España

	1998	1999	2000				2001	
	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	ENE (c)
MAGNITUDES MONETARIAS (a):								
UEM								
M3	4,8	6,2	5,7	5,3	5,2	5,0	4,9	
M1	9,2	10,1	7,1	6,2	5,8	5,0	5,5	
Crédito al sector privado	9,8	10,4	10,1	10,9	10,9	10,3	10,3	
ESPAÑA								
Activos financieros líquidos	4,0	1,4	1,8	2,8	2,3	1,5	2,6	
Medios de pago	12,1	12,7	7,0	7,9	5,8	4,4	4,6	
Financiación al sector privado	16,8	18,5	16,9	18,6	17,6	18,3	19,5	
MERCADOS FINANCIEROS (b):								
EONIA	3,25	3,04	4,42	4,59	4,76	4,83	4,83	4,79
EURIBOR a tres meses	3,25	3,44	4,78	4,85	5,04	5,09	4,94	4,77
Deuda pública								
Rendimiento bonos a diez años UEM	3,95	5,31	5,40	5,47	5,42	5,34	5,07	4,94
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,74	1,06	0,52	0,41	0,41	0,46	0,25	0,23
Diferencial bonos a diez años España-Alemania	0,21	0,22	0,29	0,30	0,28	0,30	0,31	0,27
Tipos de interés bancarios en España								
Tipo sintético pasivo	2,06	1,98	2,66	2,77	2,93	3,02	3,04	
Tipo sintético activo	5,15	5,03	6,43	6,33	6,35	6,39	6,35	
Tipo de cambio dólar/euro	1,172	1,011	0,904	0,872	0,855	0,856	0,897	0,946
Renta variable (d)								
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio	29,8	39,5	4,4	-1,2	-0,6	-2,9	-5,9	0,4
Índice General Bolsa de Madrid	37,2	16,2	0,5	1,0	-3,6	-12,0	-12,7	7,6

Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

(a) Tasa de variación interanual.

(b) Medias mensuales.

(c) Media del mes hasta el día 19 de enero de 2001.

(d) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 18 de enero de 2001.

to porcentual inferior a la tasa experimentada a finales de 1999, el crédito a las empresas ha crecido de forma significativa a en los nueve primeros meses de 2000, aumentando a una tasa de variación interanual del 12 % en el tercer trimestre de 2000, desde el 6 % de finales de 1999. No obstante, esta notable aceleración refleja, en parte, algunas operaciones puntuales relacionadas con la financiación de las empresas adjudicatarias de licencias de telefonía UMTS.

En España, la financiación al sector privado continúa creciendo a unos niveles marcadamente elevados (19,5 % en diciembre) y no muestra, por el momento, signos de modera-

ción. Algunos elementos, como el fuerte dinamismo que aún mantiene el gasto de inversión residencial en España o la financiación requerida para las adquisiciones de las licencias UMTS, pueden explicar, en parte al menos, esta evolución. En todo caso, fruto de la fortaleza y la extensión de su reciente proceso de crecimiento, el crédito se ha situado en nuestro país por encima de los niveles que, en términos del PIB, se alcanzaron durante la última fase expansiva del ciclo. Por otro lado, como se comenta con más detalle en el capítulo 5, esta evolución del crédito está desempeñando un papel relevante en la explicación del deterioro del ahorro financiero neto de la nación.

4. La economía española

Según las cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), la tasa de variación interanual del PIB real de la economía española en el tercer trimestre del año 2000 fue del 4,1 % (1), un valor inferior en solo una décima porcentual al registrado en el trimestre precedente, ya que el proceso de desaceleración de la demanda nacional se ha visto en gran medida compensado por una contribución cada vez menos negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del producto. Con este resultado, la economía española mantiene un ritmo de expansión elevado, superior al 3,4 % obtenido en el conjunto de la UEM en ese mismo período (véase gráfico 1).

La información coyuntural disponible para el cuarto trimestre del año 2000 resulta coherente con una nueva desaceleración de la demanda nacional —hasta situar su tasa de crecimiento interanual por debajo del 4 %— y una aportación del saldo neto exterior prácticamente nula, que mejora el resultado obtenido en el trimestre inmediatamente anterior. La tasa de aumento del PIB real se estima, por tanto, en torno al 3,9 %. La desaceleración de la demanda nacional en los tres últimos meses del pasado año habría estado determinada, básicamente, por la evolución del consumo privado, puesto que la formación bruta de capital fijo mantuvo un ritmo de avance más estable (véase gráfico 14). Las exportaciones, por su parte, experimentaron una creciente firmeza, mientras que el aumento de las importaciones se moderó de forma apreciable. Desde el punto de vista de la actividad productiva, el perfil del PIB refleja, en buena medida, la desaceleración de los servicios de mercado. Los indicadores coyunturales disponibles para esta rama y para el conjunto de la industria muestran signos de pérdida de dinamismo en el cuarto trimestre, que se ha trasladado, a su vez —y pese al notable vigor que caracteriza su evolución a lo largo del año—, a la generación de empleo, en un contexto de crecimiento de las remuneraciones salariales y de los costes laborales unitarios más alto que en el conjunto de la UEM. Los principales indicadores de precios prosiguieron su trayectoria alcista, ampliándose también el diferencial con el área. Así, el IAPC cerró el ejercicio con un incremento interanual del 4,0 % (la misma tasa en el índice nacional), que contrasta con el 2,6 % registrado en el conjunto del área del euro.

Si se confirman estas estimaciones, el crecimiento del PIB real de la economía española en el promedio del año 2000 habría sido del

(1) Salvo indicación en contrario, las tasas de variación de las series de la CNTR que se mencionan en este epígrafe se refieren a las series de ciclo-tendencia.

4,1 %, una tasa ligeramente superior a la del año precedente, conjugándose una apreciable desaceleración de la demanda nacional —hasta alcanzar un valor del orden del 4,3 %, un punto y dos décimas porcentuales menos que en 1999— y una contribución negativa de la demanda exterior neta real de unos 0,2 puntos porcentuales, que contrasta con el punto porcentual y medio que restó este agregado al aumento del producto en el año anterior. Todos los componentes de la demanda han reducido sus tasas de avance a lo largo del año pasado, mientras que las exportaciones volvían a recobrar un notable dinamismo. En este entorno macroeconómico, la firmeza en el ritmo de crecimiento del empleo ha sido una de las notas más positivas del ejercicio, en el que se produjo también un rebrote en el crecimiento de los salarios, que, al no verse compensado con las mayores ganancias de productividad, presionó sobre los costes unitarios laborales. La aceleración que tuvo lugar en la tasa de crecimiento de los precios de consumo, tras el impulso que registraron los precios de los productos energéticos en los mercados mundiales, situó el incremento medio anual de este agregado en el 3,4 % (una décima más en el índice armonizado), frente al 2,3 % (una décima menos el índice armonizado) alcanzado en 1999 y el 2,3 % del conjunto de la UEM.

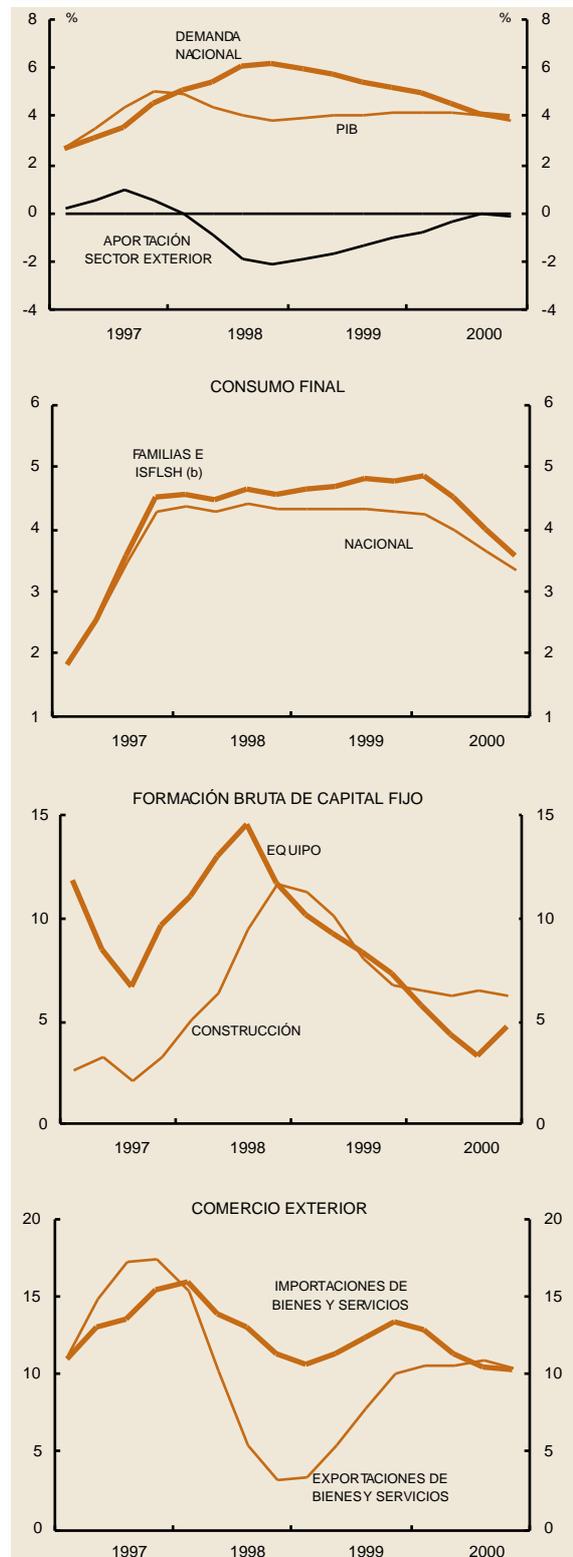
4.1. Demanda

La desaceleración que ha experimentado la demanda nacional de la economía española en el año 2000 se corresponde, en gran medida, con la que fue registrando el consumo privado. Según la CNTR, el crecimiento del gasto de los hogares en el tercer trimestre fue del 4,0 % en términos reales, y la mayor parte de los indicadores disponibles parece apuntar hacia una nueva flexión a la baja en la tasa de aumento de este agregado en el cuarto trimestre, hasta un valor próximo al 3,5 %. Este comportamiento afecta a casi todos los componentes, con la salvedad del gasto en alimentos, que ha tendido a recuperarse; la moderación de las compras de los hogares ha incidido con mayor intensidad sobre el gasto en bienes que sobre el consumo de servicios y, dentro del primero, cabe subrayar la acentuación de la desaceleración de las compras de bienes duraderos, en especial la de los automóviles.

Como se ha dicho, todos los indicadores disponibles confirman la desaceleración en el crecimiento del consumo. Así, el índice de confianza de los consumidores registró un notable descenso en los últimos meses del año pasado, respecto a los niveles de trimestres anteriores, apreciándose un deterioro en la valoración

GRÁFICO 14

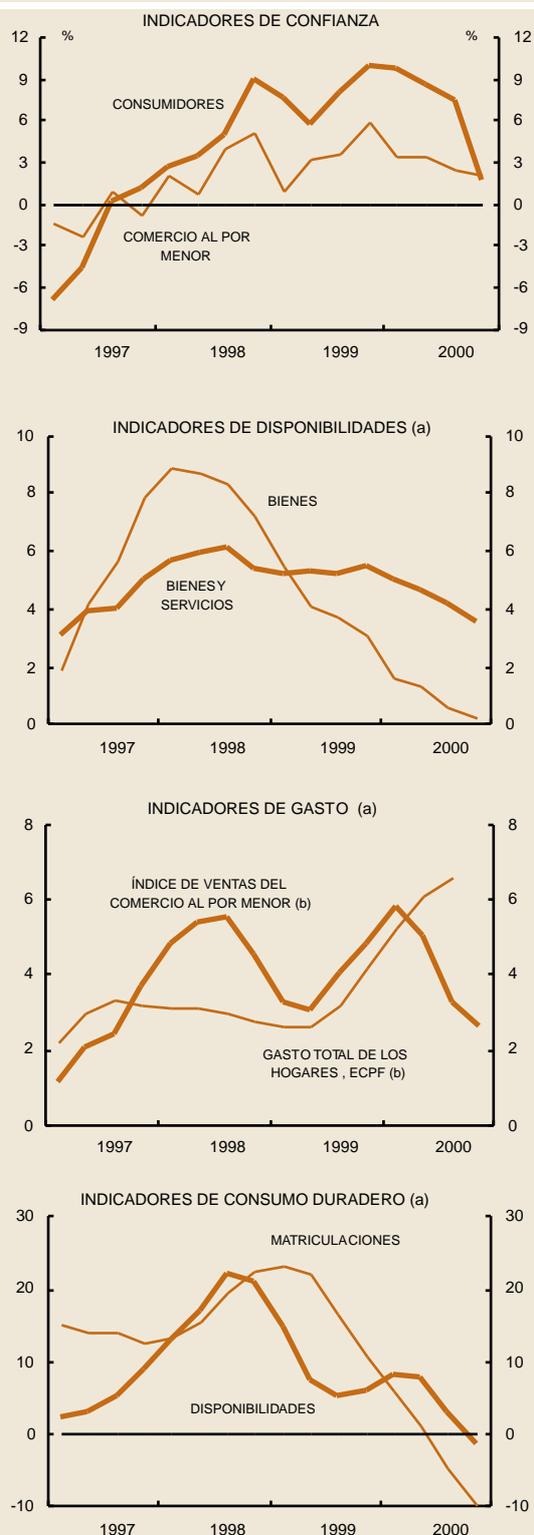
Principales agregados macroeconómicos (a)



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

GRÁFICO 15

Indicadores de consumo privado



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

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

(b) Deflactado por el IPC.

de la situación económica general y, en menor medida, en la situación de los propios hogares (véase gráfico 15). Asimismo, el índice de disponibilidades de bienes y servicios —para el que solo se dispone de información parcial— mantuvo una tendencia descendente en el cuarto trimestre, que afectó con una intensidad variable a sus distintas rúbricas; tan solo el componente de bienes alimenticios mostró un ligero avance, que contrasta con la intensa desaceleración de los bienes de consumo duradero. La debilidad que está mostrando el consumo de bienes duraderos a lo largo del presente año se aprecia también en otros indicadores, como la matriculación de automóviles —que registró una nueva caída en los tres últimos meses del año— y las encuestas de opinión, que recogen una disminución intensa de la posibilidad de realizar compras de este tipo de bienes. Por su parte, en el índice de ventas del comercio al por menor se percibe un menor dinamismo y el indicador de confianza del sector minorista se ha mantenido, en promedio, en torno a los niveles registrados en el trimestre anterior.

La evolución de buena parte de los determinantes del consumo es coherente con el menor ritmo de crecimiento constatado para este agregado. Destaca el agotamiento del efecto expansivo de la revalorización de la riqueza financiera sobre algunas decisiones de gasto de los hogares, en un entorno de tipos de interés más elevados y de empeoramiento de las expectativas de los consumidores; en cuanto a la remuneración de los asalariados, el menor crecimiento del empleo se vio compensado por el aumento de los salarios, aunque la capacidad de compra de las familias se vio mermada, a su vez, por el alza que experimentaron los precios de consumo. La tasa de crecimiento real estimada para el consumo privado en el promedio del año 2000 —del 4,2 %, medio punto porcentual menos que en 1999— ha supuesto un nuevo descenso en la tasa de ahorro de los hogares, en relación con su renta disponible; si a ello se añade el notable aumento experimentado por la compra de viviendas, el resultado es que las familias cerraron el ejercicio con una capacidad de financiación muy reducida, en niveles históricamente bajos (véase epígrafe 5 de este Informe).

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, el gasto en consumo final de las Administraciones Públicas registró un crecimiento interanual, en términos reales, del 2,4 %, en el tercer trimestre del año 2000, ligeramente por encima del 2,2 % registrado en el trimestre precedente. La información disponible para el cuarto trimestre —referida exclusivamente a la evolución de los gastos del Estado— y los planes presupuestarios para el año 2000 del con-

junto de las Administraciones Públicas son coherentes con el comportamiento moderado que se aprecia en este agregado. En concreto, el crecimiento observado en los gastos de consumo del Estado resulta coherente con un incremento real estimado para el promedio del año del 2,4 %.

En el tercer trimestre del año 2000, la formación bruta de capital fijo aminoró la tendencia a la desaceleración que venía mostrando en los trimestres anteriores, registrando un incremento interanual del 5,3 %. Esta evolución responde al menor empuje de la inversión en equipo, que redujo su crecimiento hasta el 3,3 %, prolongando la senda descendente que inició en la segunda mitad de 1998; el gasto en construcción, por su parte, experimentó un leve impulso, de dos décimas, hasta situar su tasa de aumento en el 6,5 %. Se estima que la tasa de crecimiento interanual de la formación bruta de capital fijo ha tendido a estabilizarse a lo largo del cuarto trimestre, manteniéndose el ritmo de avance sostenido de la inversión en construcción por encima del 6 %, mientras que el gasto en bienes de equipo habría conservado un tono menos dinámico.

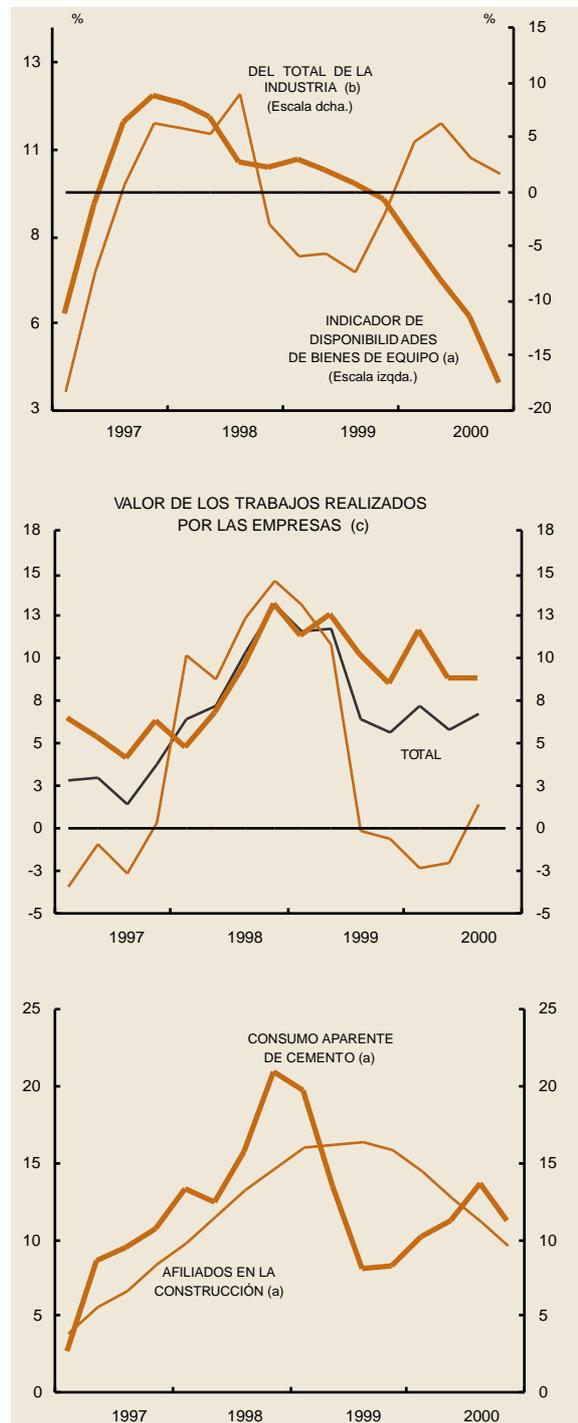
Entre los principales indicadores coyunturales referidos a la inversión en bienes de equipo, el indicador de disponibilidades, elaborado con datos hasta octubre, siguió atenuando su ritmo de avance respecto a los períodos precedentes, al perder vigor la producción interior y la importación de este tipo de bienes (véase gráfico 16). Por su parte, los indicadores de opinión relativos a la industria, que proporciona la Comisión Europea, reflejaron también cierta desaceleración en el cuarto trimestre, si bien alguno de sus componentes, como la previsión de producción, registra niveles muy elevados.

La evolución de los principales factores determinantes de la inversión en equipo resulta favorable para la continuidad del proceso inversor. Así, la demanda interna y las exportaciones están registrando tasas de crecimiento elevadas y el grado de utilización de la capacidad es elevado. Además, como se refleja en los datos de la Central de Balances Trimestral (CBT), las tasas de rentabilidad de las empresas son elevadas y, a pesar de los aumentos experimentados por los tipos de interés, la *ratio* de apalancamiento —que mide la diferencia entre la rentabilidad del activo y el coste de la financiación ajena— sigue ampliándose.

La información coyuntural más reciente sobre la inversión en construcción refleja un crecimiento sostenido de este agregado, aunque su ritmo de avance pudiera ser algo más reducido que en el tercer trimestre del año. Así, el indica-

GRÁFICO 16

Indicadores de formación bruta de capital fijo



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

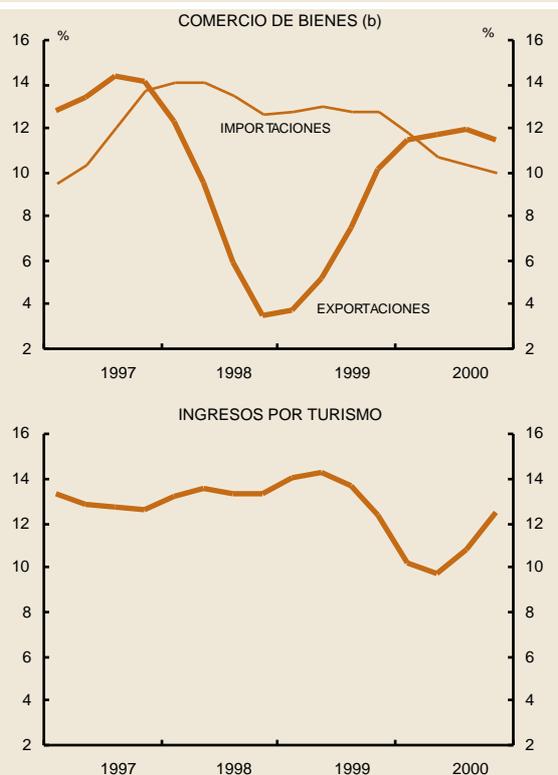
(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

(b) Nivel, serie original.

(c) Obtenido a partir de la encuesta coyuntural de la industria de la construcción y deflactado por el indicador de costes en la construcción. Tasas interanuales sobre la serie original.

GRÁFICO 17

Comercio exterior (a)



Fuentes: Ministerios de Economía y Hacienda, y Banco de España.
 (a) Tasas de variación interanual, sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.
 (b) Estas series se encuentran deflactadas por los índices de valor unitario correspondientes.

dor de confianza en la construcción, que se mantenía en niveles muy elevados hasta el mes de agosto, ha experimentado desde entonces un fuerte deterioro. Respecto a la evolución de los indicadores contemporáneos de construcción, los relativos a los consumos intermedios muestran una evolución dispar: el consumo aparente de cemento ha aumentado a un menor ritmo que en el tercer trimestre, mientras que el IPI de materiales de construcción se ha mostrado más dinámico. Por su parte, los indicadores de empleo en el sector evolucionan a un ritmo sostenido, si bien continuaron perdiendo impulso. En concreto, los afiliados en la construcción experimentaron un crecimiento levemente inferior al del tercer trimestre, mientras que el ritmo de caída del paro registrado en esta rama también se habría moderado. En cuanto a los indicadores relacionados con la iniciación de obras, parecen proyectar una desaceleración del gasto en los próximos trimestres, contemplándose una leve recuperación del gasto en obra civil, así como cierta ralenti-

zación del gasto en edificación. La licitación oficial en obra civil acumula una caída inferior a la experimentada en 1999, pero los indicadores adelantados referidos a edificación del sector privado —licencias concedidas por los ayuntamientos y visados de los colegios de arquitectos— presentan un perfil de marcada desaceleración respecto al año 1999.

El análisis de los indicadores disponibles resultaría coherente con un crecimiento de la formación bruta de capital fijo de la economía española en el conjunto del año 2000 del 5,7 %, inferior en algo más de tres puntos porcentuales a la del ejercicio precedente. La desaceleración del proceso inversor de la economía española en ese año —extensible a sus dos principales componentes— ha supuesto, no obstante, un nuevo aumento en la necesidad de financiación de las empresas, tal como se analiza en el epígrafe 5.

La contribución de la variación de existencias al crecimiento del PIB durante el tercer trimestre del año 2000 fue de una décima porcentual, de acuerdo con la estimación de la CNTR, la misma cuantía que en el período anterior. Para el último trimestre, la información procedente de la Encuesta de Coyuntura Industrial refleja un incremento del nivel de existencias en el conjunto de la industria respecto al nivel alcanzado en los meses precedentes. Los aumentos en el nivel de existencias han tenido lugar en todas las industrias, destacando la industria productora de bienes intermedios.

Como se comentó al comienzo de este capítulo, la demanda exterior neta real de la economía española prosiguió la mejora de su aportación al crecimiento del producto durante el tercer trimestre del año 2000, ya que las exportaciones mantuvieron el dinamismo que habían registrado en la primera mitad del año y las importaciones se ralentizaron ligeramente (véase gráfico 17). La información, todavía incompleta, correspondiente al cuarto trimestre apunta hacia una confirmación de estas pautas. En concreto, se estima que las exportaciones de bienes han seguido registrando tasas de crecimiento real elevadas, superiores a las del trimestre precedente, impulsadas por los factores determinantes que ya han sido mencionados: fortaleza de los mercados mundiales y evolución del euro, que mantuvo su debilidad hasta bien entrado el mes de diciembre. Por su parte, las compras al exterior habrían acentuado el perfil de desaceleración que caracteriza su evolución en el año, a medida que se ha ido consolidando la desaceleración de la demanda interna. El resultado final del trimestre, cuando se incluyen las cifras correspondientes al comercio de servicios, sería, como ya se indicó, una contribu-

ción nula, al menos, de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real.

Con los datos del comercio aduanero correspondientes a los once primeros meses del año, se aprecia que el crecimiento de las exportaciones de mercancías por grupos de productos ha sido bastante generalizado, algo más atenuado, quizás, en los bienes alimenticios. Por zonas geográficas, destaca la pujanza de las ventas en prácticamente todas las áreas extracomunitarias, aunque también dentro de la UEM los resultados están siendo positivos, en especial a medida que se ha ido consolidando el crecimiento de estas economías.

El aumento de las exportaciones de servicios se estabilizó en el tercer trimestre del año 2000, de acuerdo con las cifras de la CNTR. Los indicadores reales de viajeros extranjeros alojados en hoteles o de turistas entrados por frontera prolongaron en ese período el tono de menor dinamismo que les ha caracterizado desde principios de año; sin embargo, en los datos más recientes de estos indicadores y en las cifras de la balanza de servicios se aprecia, en líneas generales, una cierta recuperación, que contribuirá al mayor crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios en el cuarto trimestre del año. La relativa ralentización en el crecimiento del turismo que se está produciendo, en cualquier caso, durante el año 2000 podría indicar un cierto agotamiento de las ventajas comparativas. Otros factores de índole más coyuntural también habrían incidido en esta dirección, como el fuerte incremento de los precios de los carburantes —que ha repercutido en el precio de los transportes—, así como el notable aumento de los precios de los hoteles y servicios turísticos interiores, que estaría generando pérdidas de competitividad frente al resto de destinos. Por último, los servicios no turísticos registran un tono elevado desde el comienzo del ejercicio, que, lógicamente, debe prolongarse en los últimos meses del año.

Los datos del comercio exterior de aduanas correspondientes al período enero-noviembre confirman la desaceleración de las importaciones que han recogido las cifras de la CNTR, y que, de acuerdo con la estimación antes avanzada, se ha acentuado durante el cuarto trimestre del pasado año. La desaceleración afecta a prácticamente todos los grupos de bienes, pero resultaba más patente, hasta la recepción de los últimos datos, en los bienes de consumo y en los productos intermedios no energéticos; las cifras de los dos últimos meses, sin embargo, han agudizado la desaceleración de las importaciones de bienes de equipo. Las importaciones de bienes intermedios energéticos, por último, a pesar del fuerte incremento de sus

precios en pesetas (98,5 % en el conjunto de los diez primeros meses del año), registraron un fuerte avance real (14,9 %), como consecuencia, posiblemente, de un proceso de recomposición de *stocks* por parte de las refinerías españolas.

Las importaciones de servicios continuaron perdiendo pulso durante el tercer trimestre de 2000, aunque dentro de un tono elevado: los pagos por turismo moderaron ligeramente su avance, probablemente influidos por la sostenida depreciación del euro, y los servicios no turísticos se desaceleraron, especialmente los ligados al transporte de mercancías y viajeros, si bien cabe destacar el comportamiento expansivo que experimentaron los pagos en concepto de comunicaciones y servicios informáticos. No parece que la evolución del cuarto trimestre vaya a cambiar de forma relevante estas pautas de comportamiento.

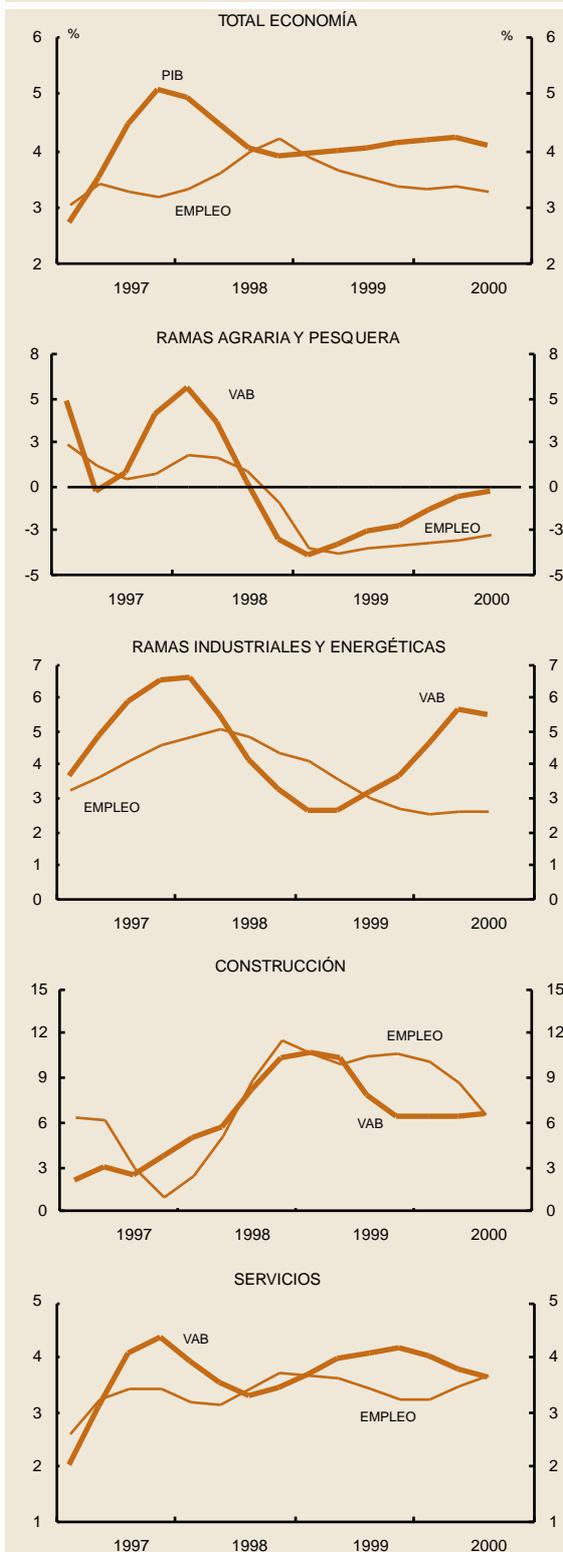
Si los datos definitivos del cuarto trimestre confirman las previsiones avanzadas en este epígrafe, durante el último año se habría producido un cambio sustancial en el patrón de crecimiento de la economía española, al irse acompañando el menor dinamismo de la demanda nacional con una aportación de la demanda exterior al crecimiento del producto cada vez más favorable. Esta mejora sustancial en el comportamiento de los flujos comerciales netos se ha asentado, como ya se ha visto, en la renovada fortaleza de las exportaciones de mercancías, al amparo, a su vez, de la notable expansión de los mercados exteriores y de la depreciación del euro, que permitió compensar, en algunas áreas, las pérdidas de competitividad resultantes de los diferenciales que mantiene la economía española en el crecimiento de los precios y costes, en especial con los países de la UEM. La pérdida de ritmo de las importaciones contribuyó también a este cambio en el comportamiento de las cuentas exteriores, que, no obstante, en términos nominales, experimentaron un importante deterioro, como luego se verá, como consecuencia del fuerte aumento de los precios de los bienes importados, en especial los de los productos petrolíferos.

4.2. Producción y empleo

Como se ha señalado anteriormente, el PIB real registró un ritmo de variación interanual del 4,1 % en el tercer trimestre del año 2000, cifra ligeramente inferior a la alcanzada en el período precedente. Desde el punto de vista del valor añadido, esta evolución se corresponde con un comportamiento diferenciado por ramas productivas, en el que, mientras que la energía y la construcción ganaron impulso, la industria

GRÁFICO 18

Valor añadido bruto y empleo por ramas de actividad (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Tasas inter anuales, sin centrar, calculadas sobre las series ciclo-tendencia del INE. En el caso de empleo, se refiere a puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

y los servicios lo perdieron levemente. Se estima que la nueva pérdida de empuje que ha experimentado el PIB durante el cuarto trimestre del año —hasta situar su tasa de crecimiento interanual en el entorno del 3,9 %— habría estado determinada por la prolongación de la tendencia a la desaceleración en la actividad de las dos últimas ramas mencionadas. En cualquier caso, el ritmo de crecimiento relativamente elevado que todavía mantiene la economía española permitió que la creación de empleo siguiera siendo elevada. En concreto, el número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo aumentó un 3,3 % en este período, una décima menos que en el trimestre anterior. La productividad aparente del trabajo, por su parte, se mantuvo estabilizada (véase gráfico 18).

El valor añadido de las ramas primarias conservó un tono deprimido en el tercer trimestre del año, aunque menos intenso que en el período anterior. Esta mejora relativa recayó, fundamentalmente, en la producción agrícola, si bien la irregularidad de la pluviosidad no permitió que todos los cultivos se beneficiasen de la misma. En particular, los tubérculos, frutas y hortalizas registraron retrocesos en su evolución, mientras que la producción de cereales y leguminosas se incrementó notablemente. Por su parte, la actividad ganadera está inmersa en un proceso de desaceleración, que es especialmente intenso en la producción de leche y huevos. La información de los indicadores del Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación y las abundantes lluvias registradas en este invierno permiten esperar mejoras en la producción en los meses más recientes. No obstante, la aparición de los primeros casos de encefalopatía espongiforme bovina en España tendrá, probablemente, una incidencia adversa sobre la producción ganadera, difícil de cuantificar.

La actividad industrial comenzó a dar signos de desaceleración en el tercer trimestre del año, si bien su ritmo de avance continuó siendo elevado: del 5,5 % en términos interanuales. Un entorno económico caracterizado por el menor vigor de la demanda interior y unas expectativas más inciertas sobre la evolución futura de la coyuntura internacional ayudarían a explicar esta evolución. La desaceleración se centró en el componente no energético, mientras que las ramas energéticas —y, particularmente, las de generación de energía hidroeléctrica y gas— intensificaron la tasa de crecimiento a partir de la primavera pasada. Según la información proporcionada por el IPI, las actividades de transformación de metales y el conjunto de otras manufacturas redujeron su ritmo de expansión; por el contrario, el comportamiento de las industrias extractiva y química fue algo

más expansivo. La información coyuntural referida al cuarto trimestre confirma la desaceleración de la actividad industrial, dentro del tono moderado señalado. El IPI ha registrado una nueva pérdida de ritmo en los meses de octubre y noviembre, que se ha extendido a sus principales ramas. En el mismo período, las afiliaciones a la Seguridad Social han mostrado un perfil similar. Por su parte, el indicador de confianza industrial se mantuvo estable en el cuarto trimestre, al compensar una mayor producción esperada el empeoramiento de la cartera de pedidos. Por último, la utilización de la capacidad productiva en la industria se incrementó ligeramente.

Según las estimaciones de la CNTR, la actividad constructora experimentó un ligero avance en el tercer trimestre del pasado año, hasta situar su ritmo de variación interanual en el 6,6 %. Como se ha señalado al comentar la inversión en construcción, cabe subrayar el impulso, aún débil, de la obra civil, así como la pujanza de la edificación residencial. La información coyuntural disponible para el cuarto trimestre prolonga estas pautas de comportamiento y proyecta una ligera ralentización del alto ritmo de crecimiento de esta actividad. En este sentido, la confianza de los empresarios de la construcción parece haber disminuido notablemente, tanto respecto al nivel de contratación como a la tendencia del empleo. La evolución de las afiliaciones a la Seguridad Social iría también en este mismo sentido.

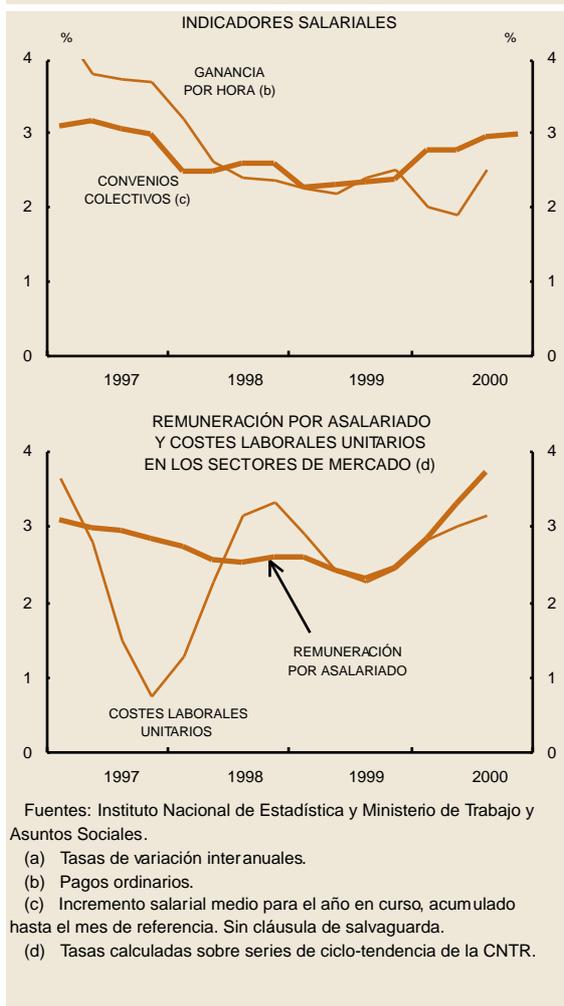
Por último, la tasa de crecimiento interanual estimada por la CNTR para la rama de servicios durante el tercer trimestre del año 2000 se situó en el 3,6 %, dos décimas menos que en el trimestre anterior. La desaceleración afectó, fundamentalmente, a los servicios de mercado —y se extendió a casi todos sus componentes—, manteniéndose prácticamente estable el incremento en los servicios prestados por las Administraciones Públicas. Los indicadores disponibles para el cuarto trimestre tienden a prolongar este tono de paulatina desaceleración en la mayor parte de las ramas que integran los servicios destinados a la venta. El índice de ventas del comercio al por menor, el indicador de clima del comercio minorista y las afiliaciones a la Seguridad Social indicarían un menor vigor de la rama de comercio. La hostelería mostraría también un ritmo de avance más atenuado, de acuerdo con las estadísticas de ocupación hotelera. Por su parte, la evolución de las afiliaciones a la Seguridad Social en las ramas de transporte y comunicaciones sería coherente con una desaceleración adicional de esta actividad. Por último, la intermediación financiera habría mantenido un ritmo de crecimiento similar al del período precedente.

En línea con este comportamiento menos dinámico de la actividad productiva, el crecimiento del empleo estimado por la CNTR para el tercer trimestre del año 2000, en términos de puestos de trabajo equivalentes a jornada completa, fue del 3,3 %, una décima menos que en el trimestre precedente. En el conjunto de la economía no se produjeron, por tanto, ganancias de la productividad aparente del trabajo, dado que la moderación del empleo y el debilitamiento de la actividad fueron de una intensidad similar; algo parecido se espera que ocurra en los tres últimos meses del año, ya que la desaceleración de la actividad acarrearía una modesta desaceleración adicional en la tasa de aumento del empleo. Así lo indican, al menos, las afiliaciones a la Seguridad Social, que experimentaron en el cuarto trimestre un avance aún importante, aunque menor que el presentado en la época estival; un recorte similar se observó en la tasa de reducción del paro registrado, con un descenso en el último trimestre del 3,8 %, en tasa interanual, inferior al de los períodos precedentes.

A nivel desagregado, en los datos de la CNTR del tercer trimestre se aprecia un notable dinamismo de la generación de empleo en la construcción y en los servicios de mercado, con crecimientos del 6,5 % y del 4,9 %, respectivamente, aunque, en ambos casos, dichas cifras suponen una moderación del ritmo de aumento de los ocupados respecto al trimestre anterior, que se vio acompañada de una recuperación de la productividad. La generación neta de puestos de trabajo en el conjunto de la industria mantuvo el mismo ritmo de avance que en el período precedente (2,6 %) —pese a que la rama energética prosiguió el proceso de desaceleración—, con lo que la productividad aparente experimentó un nuevo descenso. En la agricultura, aunque continúa produciéndose una destrucción neta de empleo, el fenómeno se está ralentizando, al igual que sucede con la contracción del VAB. Por último, el empleo en los servicios no orientados al mercado registró un incremento del 1 % interanual, tras nueve meses de descensos ininterrumpidos. El perfil de esta rama se está trasladando al conjunto de los servicios, como puede observarse en el gráfico 18. Por último, hay que señalar que durante el tercer trimestre la creación de empleo se concentró en el colectivo de asalariados y que se produjo un nuevo descenso del número de trabajadores por cuenta propia.

El análisis anterior puede completarse a través de la información que facilita la EPA. Debe recordarse, como se ha mencionado en informes anteriores, que la actualización de las secciones censales que se llevó a cabo en el

GRÁFICO 19

Evolución de los salarios y costes laborales (a)


primer trimestre de 2000 afecta a las comparaciones de dicho año con el ejercicio precedente. Teniendo en cuenta este hecho, se puede considerar que el panorama que dibuja esta encuesta coincide básicamente con el que se desprende de la CNTR. La salvedad más importante es la evolución del empleo en la industria, que, de acuerdo con la EPA, muestra una gradual aceleración a lo largo del año, que contrasta con el crecimiento estable que muestran los datos de ciclo-tendencia de la CNTR. En términos desagregados, y atendiendo a la duración del contrato de los trabajadores por cuenta ajena, en el tercer trimestre del año 2000, los asalariados con contrato indefinido aumentaron de nuevo a un ritmo elevado (7,7 % en términos interanuales), mientras que los temporales redujeron notablemente su avance, hasta quedar en el 3 %; por ello, la *ratio* de temporalidad descendió apreciablemente, para situarse en el 32,3 %, un punto por debajo de la correspondiente al mismo trimestre

de 1999. En los nueve primeros meses del año 2000, los asalariados fijos han aumentado a un ritmo importante, incluso si se corrige el impacto de la actualización de la muestra, lo que contrasta con la reducción en el número de contratos indefinidos registrados en el INEM. Según la longitud de la jornada, los ocupados a tiempo parcial mostraron un mayor empuje que aquellos a tiempo completo.

Como en trimestres precedentes, la oferta de trabajo siguió caracterizándose por el dinamismo de la población activa, que aumentó en el tercer trimestre un 2,7 %, si bien ligeramente por debajo del ritmo que presentó en la primera mitad del año. La tasa de participación se elevó hasta alcanzar el 51,6 % de la población de más de 16 años (65,3 % si se excluye a los mayores de 65 años), aunque se vio contrarrestada por la continua ralentización del aumento de la población en edad de trabajar. La incorporación de mujeres al mercado laboral frenó su ritmo de aumento en algo más de medio punto, quedando este en el 4 %. El incremento de los activos se vio acompañado de un mayor aumento de la ocupación, de forma que la tasa de paro volvió a reducirse, quedando cifrada en el 13,7 % de la población activa. La tasa de paro masculina disminuyó de forma más acusada que la femenina, acentuándose la diferencia de nivel entre ambos grupos; el colectivo femenino presenta una tasa de paro (20,3 %) que duplica a la masculina (9,3 %). El recorte de la tasa de desempleo se observó en, prácticamente, todos los grupos de edades, y el paro de larga duración —el porcentaje de parados que llevan más de un año en dicha situación— volvió a reducirse.

4.3. Precios y costes

Los principales indicadores de precios de la economía española mostraron una tendencia alcista en el año 2000, como consecuencia, principalmente, de las tensiones inflacionistas de origen externo. Los indicadores que aproximan el componente interno de la inflación sufrieron también un cierto deterioro, aunque mucho menos acusado. En este sentido, el deflactor del PIB registró, de acuerdo con las estimaciones provisionales de la CNTR, un crecimiento interanual del 3,2 % en el tercer trimestre, idéntico al del trimestre anterior. Entre los componentes del deflactor, el coste laboral unitario mantuvo un crecimiento estabilizado del 2,9 %. La contribución de los impuestos netos por unidad de producto al deflactor del PIB se desaceleró, de forma que el deflactor del valor añadido bruto de la economía, que excluye estos impuestos, aumentó el 3,1 %, una décima más que en el tri-

mestre precedente. En consecuencia, el excedente de explotación por unidad de producto, estimado a través de la diferencia entre el deflactor del valor añadido y el coste laboral unitario, se aceleró ligeramente, dando lugar a una ampliación del margen bruto de explotación.

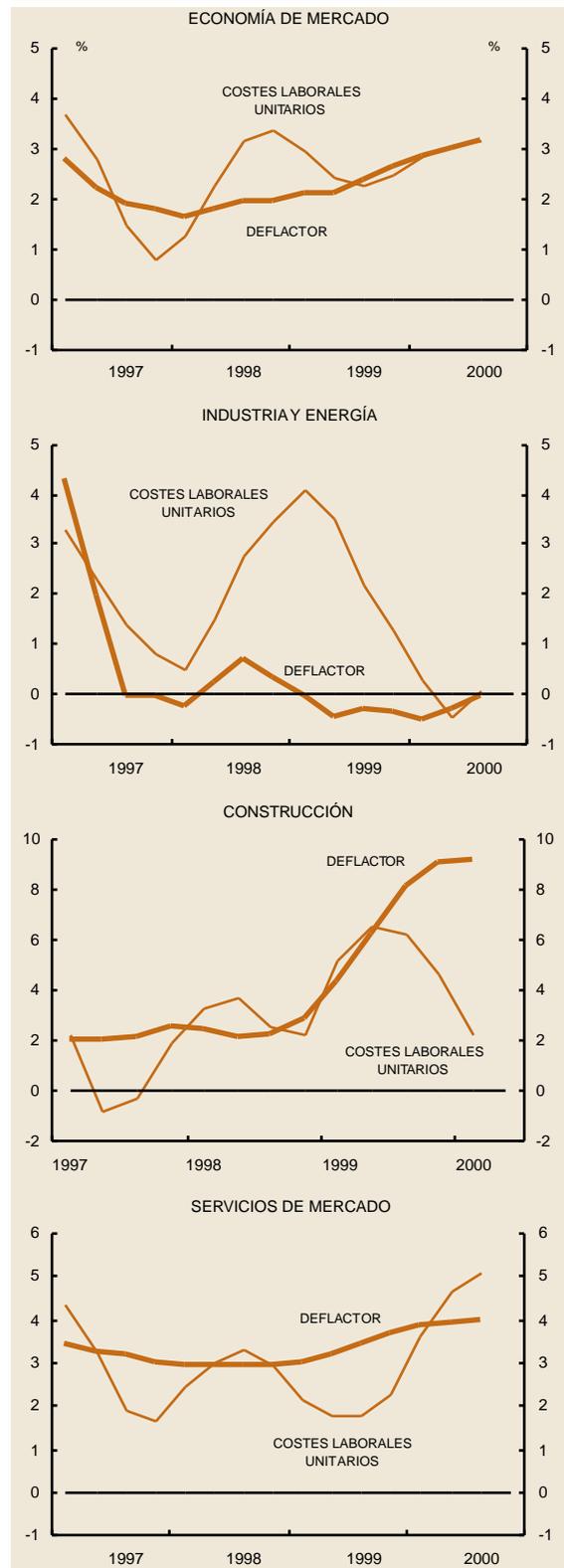
Según la Encuesta de Salarios (véase gráfico 19), el aumento de la ganancia media por persona y hora en el concepto de pagos totales fue del 2,5 % durante el tercer trimestre, tres décimas más que en el segundo. El aumento de las ganancias por persona y mes fue inferior (2,4 %). Cabe subrayar, como se ha hecho ya en otras ocasiones, que los incrementos salariales en todas las ramas productivas fueron superiores al agregado, al haber ganado peso en la renovación parcial de la muestra efectuada al comienzo del año aquellas ramas, como la construcción, donde los niveles de salarios son más reducidos. En cualquier caso, las ramas que están experimentando una mayor aceleración en el crecimiento de los salarios, según la Encuesta, son la construcción (un 4 %, en términos de ganancias por persona y hora), seguida de la industria (un 3,3 %) y, por último, los servicios (2,7%).

Frente a estos resultados, el aumento de las tarifas salariales negociadas en los convenios colectivos registrados hasta el 31 de diciembre fue del 3 %, cinco décimas por encima del incremento pactado en 1999, antes de incluir la cláusula de salvaguarda. Los convenios revisados han incorporado un incremento de las tarifas del 2,9%, mientras que en los convenios de nueva firma la tasa acordada fue de un 3,1 %. Por ramas de actividad, los mayores aumentos se han pactado en la agricultura y en la construcción (3,4 %), mientras que en la industria y en los servicios el aumento ha sido de un 2,9 %.

El análisis de los últimos datos disponibles sobre la evolución del deflactor del valor añadido bruto de las ramas (véase gráfico 20) que constituyen la economía de mercado ofrece resultados similares a los comentados para el conjunto de la economía: ligera aceleración en el crecimiento del deflactor, estabilidad en la tasa de aumento de los costes unitarios laborales y, por consiguiente, ligera ampliación de los márgenes unitarios. Sin embargo, se aprecian comportamientos bien diferenciados entre las distintas ramas que lo integran, destacando especialmente las disparidades entre la industria y los servicios de mercado. En la primera, el deflactor del valor añadido continuó cayendo a tasas elevadas (-3,3 %), mientras que los costes laborales unitarios se aceleraron de forma acusada, como consecuencia del efecto combinado de una mayor remuneración por asalariado y un menor crecimiento de la productividad;

GRÁFICO 20

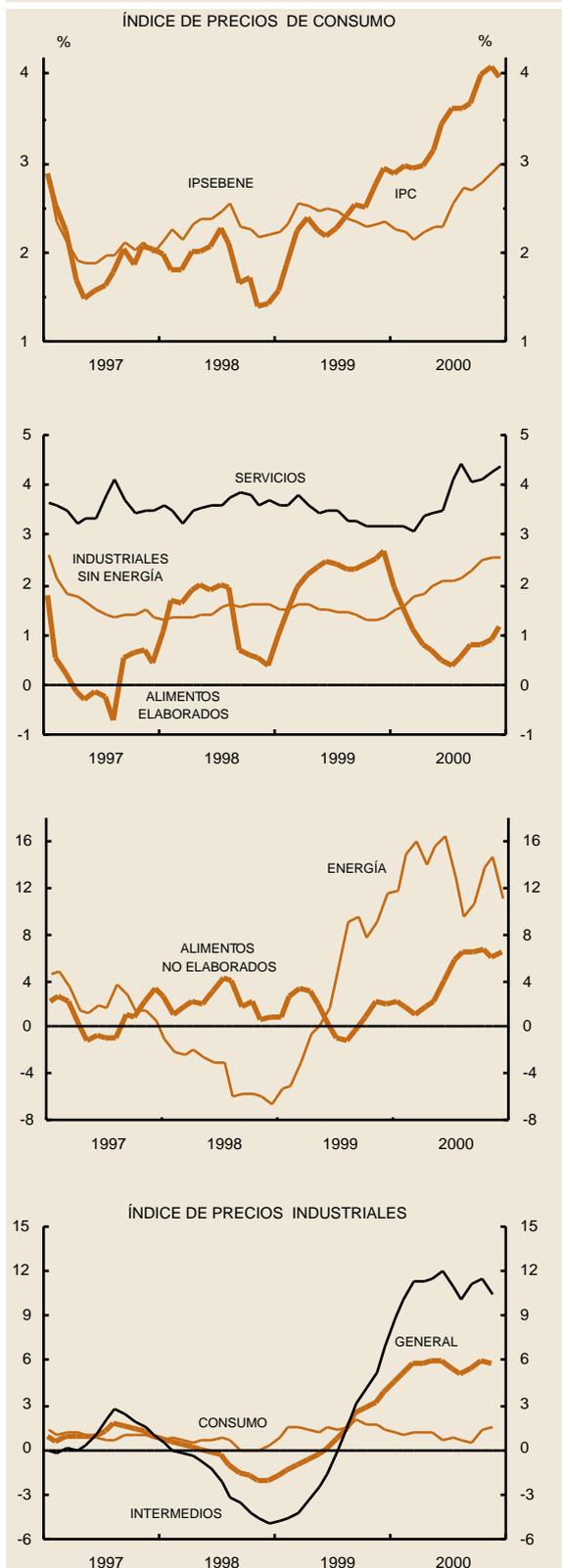
Precios y costes por ramas de actividad (a)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.
(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre series de ciclo-tendencia de la CNTR.

GRÁFICO 21

Indicadores de precios (a)
España



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

el resultado fue, lógicamente, que el margen bruto de explotación unitario registró un fuerte deterioro. En cualquier caso, estas tendencias deben ser tomadas con cautela, ya que los indicadores disponibles sobre precios en la industria no reflejan tasas de crecimiento tan negativas como las estimadas provisionalmente por la CNTR, por lo que es posible que la tendencia hacia el recorte de los márgenes en la actividad industrial haya sido mucho menos acusada. En cuanto a los servicios de mercado, el aumento de los márgenes es mucho más sostenido, ya que, a lo largo de este año, el crecimiento del deflactor compensa, aproximadamente, el experimentado por los costes laborales unitarios, inducido, a su vez, por el aumento de la remuneración de los asalariados. Por último, en el sector de la construcción se registró una nueva expansión de los márgenes de explotación, derivada del elevado aumento del deflactor y de la significativa moderación de los costes laborales unitarios asociada, en este caso, a las ganancias de productividad.

La estabilidad del deflactor del PIB en el tercer trimestre del año 2000 vino acompañada de una notable expansión de los precios de importación y de cierta moderación de los precios de exportación, de forma que el deflactor de la demanda final se mantuvo en el 4,8 %. El deflactor de las importaciones de bienes y servicios alcanzó un incremento interanual del 10,1 % en ese período, quebrando la aceleración que venía registrando en los últimos trimestres. Estas cifras se encuentran notablemente influidas por la evolución de los precios de las importaciones energéticas, impulsados por la trayectoria alcista del crudo en los mercados internacionales. En cualquier caso, los índices de valor unitario muestran que el encarecimiento ha afectado también a los productos no energéticos importados, cuya tasa acumulada en los diez primeros meses del año se situó en el 6,2 %. Estas tendencias persistirán todavía algunos meses y luego deberían moderarse, a medida que se perciban los cambios en los precios de los productos energéticos en un entorno de mayor fortaleza del euro,

Los principales indicadores de precios finales de la economía española continuaron la trayectoria alcista iniciada a principios de 1999 y que ha tenido continuidad a lo largo de todo el año 2000. La tasa interanual del IPC se situó en el 4 % en diciembre y el crecimiento registrado en el promedio del año fue del 3,4 %, un punto porcentual más que en 1999 (véase gráfico 21). Por su parte, la inflación subyacente, aproximada por el IPSEBENE, índice que agrupa los precios de los servicios y de los bienes elaborados no energéticos, acentuó su ritmo de crecimiento en el último trimestre del año, cerrando

do del ejercicio con una tasa interanual del 3 % (2,5 % en el promedio del año).

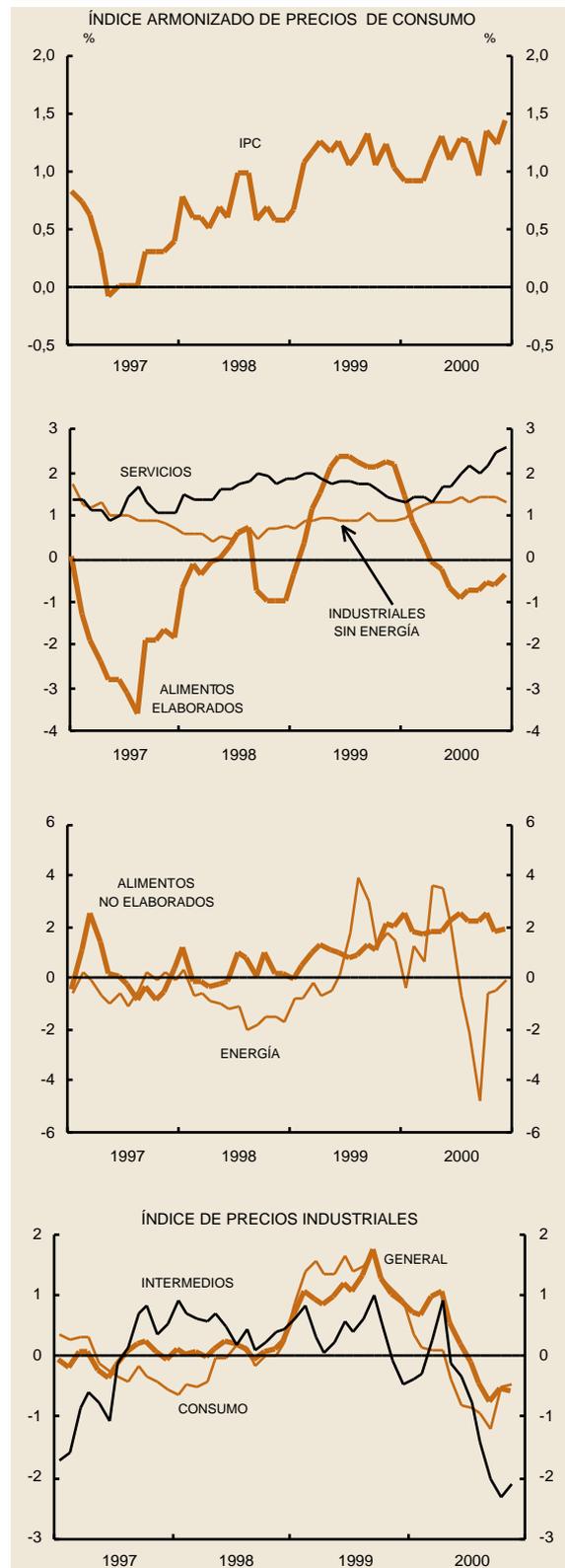
Aunque el componente energético del IPC fue el que registró las tasas de variación más elevadas —un 11,2 % en diciembre—, el crecimiento de estos precios en el último trimestre del año 2000 se moderó, especialmente en el mes de diciembre, ante el descenso brusco del precio del crudo de petróleo en el último mes del año. Por su parte, los precios de los alimentos no elaborados estabilizaron su ritmo de avance en los últimos meses del año en tasas superiores al 6 %. En este último trimestre tuvieron una incidencia notable los primeros aumentos de precios, tras la aparición de algunos casos de encefalopatía espongiforme bovina, que está afectando al mercado de productos cárnicos; en el mismo sentido incidieron los problemas de abastecimiento de algunos productos, motivados por las protestas de transportistas y de pescadores por el encarecimiento del gasóleo.

Dentro de los precios de consumo que generalmente muestran una evolución más estable, se apreció una tendencia alcista en el último trimestre de 2000, destacando particularmente el comportamiento de los precios de los servicios. Tras registrar una tasa del 4 % en septiembre, estos precios han ido acelerando su ritmo de variación hasta situarlo en el 4,3 % en el último mes del año. Dicha evolución vendría explicada, fundamentalmente, por el notable crecimiento que han registrado los precios de los servicios turísticos y los servicios de transporte. El resto de componentes agrupados en el IPSEBENE también se aceleró, aunque de forma menos intensa. Por un lado, los alimentos elaborados registraron en diciembre un crecimiento del 1,1 %, frente a un 0,8 % en septiembre, como consecuencia de incrementos en el precio del tabaco y de los derivados cárnicos. Por otro, los bienes industriales no energéticos elevaron su progresión interanual en diciembre hasta el 2,5 %, desde el 2,3 % registrado en septiembre. Entre los productos que más han contribuido al aumento de su ritmo de variación interanual, cabe subrayar los aumentos de precios de las publicaciones periódicas.

A lo largo del año 2000 se ha producido una ampliación entre los diferenciales de crecimiento de los precios de consumo en España y en el conjunto de la UEM, medidos a partir de los índices armonizados (véase gráfico 22). Así, el diferencial en el IAPC global en diciembre del año 2000 fue de 1,4 puntos porcentuales, superior en cuatro décimas al que existía al final del año 1999. Esta ampliación ha sido especialmente notable en los servicios y en los bienes industriales no energéticos: de bastante más de un punto en el primer caso —hasta situarse en

GRÁFICO 22

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



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

2,6 puntos porcentuales el pasado mes de diciembre— y de casi medio punto en el segundo —alcanzando un valor de 1,3 puntos porcentuales en el mencionado mes—. En los productos energéticos y en los alimentos las diferencias son menos importantes, aunque esto se debe, en el caso de los alimentos, porque se compensa un fuerte diferencial positivo en los productos no elaborados con otro negativo en los alimentos elaborados.

Al igual que sucede con los precios de consumo, el índice de precios industriales (IPRI) mostró cierto deterioro en los últimos meses, al aumentar su tasa interanual desde el 5,1 % del mes de agosto hasta el 5,7 %, en noviembre. Esta aceleración tuvo un carácter generalizado, si bien mostró una incidencia particularmente intensa en los precios correspondientes a los bienes de consumo alimenticio. Por su parte, los precios agrícolas al por mayor evolucionaron al alza, registrándose un crecimiento interanual del 4,9 % en octubre.

4.4. La actuación del Estado

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado acumuló hasta noviembre un superávit de 517 mm de pesetas (0,5 % del PIB), frente al déficit de 145 mm de pesetas (0,2 % del PIB) registrado en el período enero-noviembre de 1999 (véase cuadro 3). Dado que, por motivos estacionales, el déficit del Estado suele incrementarse en el mes de diciembre, esta importante mejora resulta coherente con las estimaciones oficiales de déficit público para este año, que han sido revisadas sucesivamente a la baja por el Gobierno, hasta situarse en el 0,3 % del PIB para el conjunto de las AAPP. Este objetivo ha sido confirmado recientemente en la Actualización del Programa de Estabilidad 2000-2004. El conjunto de los ingresos aumentó un 8,1 % hasta noviembre de 2000 (8 % al final del tercer trimestre), ligeramente por encima de lo previsto en el avance de liquidación de los Presupuestos Generales del Estado. Destaca la fortaleza de los impuestos directos, que se incrementaron en un 12,3 % (10,1 % hasta septiembre) y se situaron muy por encima de la estimación oficial para el conjunto del año. Por el contrario, el IVA siguió desacelerándose y creció un 10 % (11,5 % hasta septiembre), por debajo de la estimación oficial para todo el año. En cuanto a los gastos, registraron una desaceleración importante, hasta una tasa del 4,2 % en noviembre (frente al 5,2 % al final del tercer trimestre), ligeramente por debajo de la tasa oficial estimada para el conjunto del año, debido fundamentalmente a la notable contracción de los gastos de capital. Entre los gastos corrientes, continúa destacando el elevado ritmo de crecimiento de las transferencias pagadas a otras administraciones, muy superior al

previsto en el avance de liquidación, en tanto que los intereses efectivos atenuaron su ritmo de caída durante los últimos meses.

En términos de caja, el Estado registró un superávit de 122 mm de pesetas hasta noviembre de 2000, frente a los 313 mm de pesetas de déficit acumulado en el mismo período del año anterior. Esta mejora en el saldo de caja contrasta con el aumento del 14,4 % en el déficit observado hasta septiembre y se sitúa en línea con el recorte previsto en el avance de liquidación. La evolución favorable del saldo de operaciones no financieras hasta noviembre se debió tanto a la aceleración de los ingresos, que crecieron un 6,2 % (4,5 % hasta septiembre), como a la desaceleración de los pagos, que situaron su ritmo de crecimiento en el 3,6 % (5,3 % hasta septiembre). Tanto para unos como para otros, las tasas de crecimiento hasta noviembre coinciden prácticamente con las previstas en el avance de liquidación para todo el año. A continuación se comenta el desglose de ingresos y gastos utilizando la información de caja.

La aceleración de los ingresos se debió, principalmente, a la evolución del conjunto de ingresos no impositivos, que atenuó sustancialmente su ritmo de caída acumulada (del 19,1 % hasta septiembre al 9,2 % hasta noviembre), acercándose al previsto en el avance de liquidación. Dicha evolución se explica, básicamente, por los ingresos patrimoniales procedentes del Banco de España. En particular, el ingreso que tuvo lugar en noviembre, a cuenta de los beneficios durante el presente ejercicio, resultó, al contrario que en meses anteriores, muy superior al registrado en el mismo mes de 1999. Además, siguen destacando el fuerte incremento de las transferencias de capital procedentes de la Unión Europea y la disminución del capítulo de tasas y otros ingresos por las menores primas positivas de emisión de deuda.

Por su parte, la recaudación tributaria mantuvo un crecimiento similar al observado hasta septiembre y al previsto en el avance de liquidación, si bien con una evolución divergente de sus principales componentes. Los impuestos directos continuaron intensificando su ritmo de crecimiento, elevándolo por encima del previsto para el conjunto del año y del registrado por los impuestos indirectos, cuya tasa de variación se redujo hasta coincidir prácticamente con la del avance de liquidación. La aceleración de los impuestos directos se debió, sobre todo, al Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, que, como consecuencia, principalmente, del diferente calendario de devoluciones por cuota diferencial negativa, pasó de un incremento del 3,8 % al final del tercer tri-

CUADRO 3

Estado. Ejecución presupuestaria

mm de pesetas y %

	Liquidación	Variación	Avance	Variación	Liquidación	Liquidación		
	1999	porcentual 1999/1998	liquidación 2000	porcentual 2000/1999	ENE-SEP Variación porcentual 2000/1999	1999 ENE-NOV	2000 ENE-NOV	Variación porcentual
	1	2	3	4=3/1	5	6	7	8=7/6
1. Ingresos no financieros	18.364	4,8	19.507	6,2	4,5	17.213	18.272	6,2
Impuestos directos	7.817	4,7	8.438	7,9	6,9	7.406	8.078	9,1
<i>IRPF</i>	5.098	2,0	5.361	5,2	3,8	4.786	5.088	6,3
<i>Sociedades</i>	2.436	9,9	2.772	13,8	10,1	2.358	2.646	12,2
Otros (a)	283	15,2	304	7,5	38,2	262	344	31,3
Impuestos indirectos	7.951	13,4	8.593	8,1	9,4	7.495	8.094	8,0
<i>IVA</i>	5.114	17,1	5.600	9,5	11,3	4.898	5.359	9,4
<i>Especiales</i>	2.567	7,3	2.689	4,8	5,3	2.352	2.460	4,6
Otros (b)	270	5,9	304	12,6	12,5	244	275	12,8
Otros ingresos	2.597	-14,6	2.476	-4,6	-19,1	2.313	2.100	-9,2
2. Pagos no financieros	19.421	4,2	20.149	3,7	5,3	17.526	18.150	3,6
Personal	2.979	-2,4	2.765	-7,2	-8,8	2.620	2.376	-9,3
Compras	436	12,3	379	-13,1	-8,5	371	348	-6,0
Intereses	3.178	-4,7	2.947	-7,3	-0,8	3.107	2.834	-8,8
Transferencias corrientes	10.809	9,1	12.126	12,2	12,8	9.682	10.941	13,0
Inversiones reales	957	6,6	950	-0,7	2,3	822	873	6,1
Transferencias de capital	1.063	-0,8	982	-7,6	-3,3	924	779	-15,7
3. Saldo de caja (3=1-2)	-1.057	-5,1	-642	-39,3	14,4	313	122	—
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL:								
Ingresos no financieros	18.804	8,8	20.160	7,2	8,0	17.226	18.626	8,1
Pagos no financieros	19.901	3,6	20.785	4,4	5,2	17.371	18.108	4,2
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	-1.097	-42,9	-625	-43,0	-42,2	-145	517	—

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.

mestre a un crecimiento del 6,3 % hasta noviembre, superior a la previsión del avance. También se aceleró, aunque con menor intensidad, la recaudación del Impuesto sobre Sociedades, al recoger los ingresos por el pago fraccionado de octubre.

Aunque todas las principales figuras que componen la imposición indirecta aminoraron su ritmo de crecimiento desde septiembre —en consonancia con la pérdida de vigor del consumo y de las importaciones—, hasta coincidir prácticamente con las previsiones del avance

de liquidación, destaca la desaceleración del IVA, que aumentó un 9,4 % hasta noviembre, frente al 11,3 % registrado al final del tercer trimestre. Dicha tasa de crecimiento se halla afectada por el encarecimiento del precio de los carburantes desde principios de año (2). Los impuestos especiales redujeron su ritmo de

(2) El encarecimiento del precio de los carburantes no afecta a la recaudación del impuesto especial sobre hidrocarburos, puesto que este es de cuantía fija. Por el contrario, el IVA (tipo del 16 % en este caso) se aplica sobre el precio.

CUADRO 4

Balanza de pagos: resumen (a)

Millones de euros

	ENE-OCT	
	1999	2000
	Ingresos	Ingresos
Cuenta corriente	147.583	172.515
Mercancías	84.966	101.395
Servicios	41.951	47.620
<i>Turismo</i>	25.907	28.723
<i>Otros servicios</i>	16.044	18.897
Rentas	9.680	12.645
Transferencias corrientes	10.985	10.856
Cuenta de capital	5.536	5.125
	Pagos	Pagos
Cuenta corriente	154.210	187.249
Mercancías	106.830	131.097
Servicios	23.282	27.222
<i>Turismo</i>	4.294	4.948
<i>Otros servicios</i>	18.988	22.274
Rentas	16.523	20.197
Transferencias corrientes	7.575	8.733
Cuenta de capital	819	755
	Saldos	Saldos
Cuenta corriente	-6.627	-14.734
Mercancías	-21.864	-29.703
Servicios	18.669	20.398
<i>Turismo</i>	21.613	23.775
<i>Otros servicios</i>	-2.943	-3.377
Rentas	-6.843	-7.552
Transferencias corrientes	3.411	2.123
Cuenta de capital	4.717	4.370

Fuente: Banco de España.

(a) Avance provisional.

crecimiento hasta el 4,6 % en noviembre, destacando la desaceleración del que grava la matriculación de vehículos, de acuerdo con la evolución de este indicador de consumo.

En cuanto a los gastos no financieros, el principal determinante de su desaceleración desde septiembre fue la evolución de los pagos por intereses, que intensificaron notablemente su caída (8,8 % hasta noviembre, frente al 0,8 % hasta septiembre), superior a la prevista en el avance de liquidación para todo el año. También los gastos de personal acentuaron su ritmo de caída hasta noviembre, alcanzando una tasa de variación inferior a la del avance. Por el contrario, las compras ralentizaron su ritmo de reducción, alejándose de lo previsto

para el conjunto del año. La relación inversa observada en los últimos años entre la evolución de los gastos de personal del Estado y sus transferencias corrientes, como consecuencia de los traspasos de competencias en materia educativa a las CCAA, determinó, en oposición a la desaceleración de aquellos, una ligera aceleración de las transferencias corrientes, de forma que el ritmo de crecimiento de estas se elevó desde el 12,8 % en septiembre al 13 % en noviembre, algo por encima de la previsión para el conjunto del año. Respecto a las operaciones de capital, sus dos componentes también presentaron comportamientos opuestos durante los meses disponibles del último trimestre de 2000: las inversiones reales se aceleraron hasta el 6,1 % (2,3 % hasta septiembre), frente a la ligera caída prevista en el avance de liquidación, mientras que las transferencias de capital redujeron su tasa de variación hasta registrar una disminución del 15,7 % hasta noviembre, mayor que la prevista para el conjunto del año. En cualquier caso, la evolución de ambas partidas resulta tradicionalmente muy afectada por las operaciones del mes de diciembre.

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

En el conjunto de los diez primeros meses del año 2000, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 10.363 millones de euros, lo que supone un deterioro de 8.452 millones en relación con el saldo observado en el mismo período del año anterior (véase cuadro 4). Este resultado refleja fundamentalmente el elevado aumento que ha experimentado en este período el déficit comercial. Las restantes operaciones corrientes, con la salvedad del turismo, también evolucionaron desfavorablemente, de forma que el déficit por cuenta corriente se amplió hasta los 14.734 millones de euros, 8.106 millones más que en el mismo período del ejercicio anterior. Por su parte, el superávit de la cuenta de capital registró asimismo un ligero deterioro, situándose en 4.370 millones de euros en el período enero-octubre, lo que supone una reducción de 346 millones en relación con las mismas fechas de 1999

El notable empeoramiento del desequilibrio comercial, que registró un aumento del 35,9 % en los diez primeros meses del año, fue fruto, fundamentalmente, de la elevada factura que registraron las compras de productos energéticos, en un contexto de notables crecimientos de sus precios en pesetas. La ralentización de las importaciones no energéticas y la consolidación de la fortaleza exportadora contribuye-

Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 1.316 mm de pesetas hasta octubre de 2000, superior en 437 mm de pesetas (un 49,7%) al registrado durante el mismo período del año precedente (véase cuadro adjunto). Esta mejora en el saldo no financiero, mayor en términos absolutos que la registrada hasta julio, se debió a un crecimiento de los ingresos no financieros del 10,5 %, que se aceleraron ligeramente, y a la moderación en el incremento de los pagos no financieros (7,3%, frente al 7,7% hasta julio).

Los ingresos por cotizaciones sociales mantuvieron un ritmo de crecimiento similar al registrado hasta julio y aumentaron un 9,9 % hasta octubre, por encima del 6,8 % registrado en el conjunto de 1999 y del 3% previsto en el Presupuesto (1). La fortaleza de la recaudación por cuotas se debió, sobre todo, al dinamismo de las afiliaciones, que crecieron un 5 % en el conjunto del año 2000 (un 5,5% a lo largo de 1999), mientras que la estimación presupuestaria de incremento en el número de cotizaciones de ocupados tan solo era de un 3 %. La otra fuente importante de ingresos, las transferencias corrientes procedentes del Estado, registró un incremento del 11,2% (11,6 % hasta julio), en línea con lo presupuestado.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas experimentó un incremento del 7,2 % hasta octubre (7,4 % hasta julio), similar al previsto en el Presupuesto (7 %). El número de pensiones contributivas aumentó un 1,2 % hasta noviembre, en línea con lo previsto y con el crecimiento registrado en 1999. Las prestaciones por incapacidad temporal también registraron una cierta desaceleración, si bien su tasa de variación (13,1 % de crecimiento hasta octubre) todavía resulta muy superior a la presupuestada (reducción del 4,7 %).

Con respecto al gasto del INEM, el destinado a prestaciones por desempleo se desaceleró en los últimos meses de 2000 y aumentó un 0,8% hasta noviembre (5% hasta agosto), frente a una reducción de un 2,9% en el conjunto de 1999. Esta evolución estuvo determinada por el comportamiento del número de beneficiarios, que disminuyó un 3% hasta noviembre, frente al 9,5 % de reducción media en 1999, recogiendo el menor ritmo de caída del paro registrado (un 4,5% en el conjunto del año 2000, frente al 11,7 % en 1999). En línea con lo que sucedió durante 1999, la caída del número de beneficiarios de prestaciones por desempleo, hasta noviembre, fue menor que la contracción del número de desempleados registrados, con lo que la tasa de cobertura aumentó hasta el 64,5% (63,3 % hasta noviembre de 1999).

Por otra parte, las cotizaciones percibidas por el INEM se incrementaron un 8,9 % hasta septiembre, a pesar del recorte de 0,25 puntos en el tipo de cotización por desempleo, y las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 10,1 % hasta agosto, frente a la reducción del 1,9% prevista en el Presupuesto.

(1) No obstante, en el Proyecto de presupuestos de la Seguridad Social para 2001, se estima un incremento del 10,2% en las cotizaciones normales al Régimen General para el conjunto del año 2000.

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

mm de pesetas y %

	Presupuesto			Liquidación	Liquidación ENE-OCT		
	1999	2000	% variación	ENE-JUL	1999	2000	% variación
	1	2	3=2/1	4	5	6	7=6/5
1. Ingresos no financieros	13.832	14.583	5,4	10,4	11.785	13.023	10,5
Cotizaciones sociales (c)	9.310	9.589	3,0	9,7	7.722	8.488	9,9
Transferencias corrientes	4.349	4.825	10,9	11,6	3.931	4.372	11,2
Otros (d)	173	169	-2,3	17,8	132	163	23,2
2. Pagos no financieros	13.582	14.432	6,3	7,7	10.905	11.706	7,3
Personal	2.129	2.245	5,4	6,6	1.820	1.931	6,1
Gastos en bienes y servicios	1.341	1.397	4,2	6,5	1.083	1.152	6,4
Transferencias corrientes	9.916	10.570	6,6	8,1	7.892	8.501	7,7
Prestaciones	9.851	10.502	6,6	8,1	7.831	8.436	7,7
Pensiones contributivas	7.796	8.342	7,0	7,4	6.122	6.563	7,2
Incapacidad temporal	555	528	-4,7	15,1	414	468	13,1
Resto (e)	1.501	1.631	8,7	9,5	1.295	1.406	8,6
Resto transferencias corrientes	65	68	4,4	6,1	61	65	6,0
Otros (f)	195	220	13,0	9,2	111	122	10,1
3. Saldo no financiero	250	151	-39,6	54,6	879	1.316	49,7

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 los correspondientes a las Otras Administraciones de Seguridad Social únicamente se disponen hasta junio de 2000.

(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, y la colaboración de la industria farmacéutica.

(e) Minorado por la colaboración de la industria farmacéutica.

(f) Minorados por la enajenación de inversiones.

ron a aminorar el deterioro del déficit comercial. Por su parte, el superávit de servicios turísticos aumentó un 10 % en el período enero-octubre, si bien se moderó el elevado ritmo de mejora del ejercicio anterior, como consecuencia, tanto del comportamiento más moderado que reflejaron los ingresos turísticos en la primera mitad del año como del mayor dinamismo de los pagos. Respecto al resto de servicios, su déficit experimentó una ligera ampliación, registrándose un elevado vigor de las operaciones de comunicaciones y servicios informáticos.

La balanza de rentas registró un deterioro de 709 millones de euros en los diez primeros meses del pasado año: en la vertiente de ingresos, los derivados de inversiones directas y de cartera siguieron reflejando un elevado dinamismo, en sintonía con el fuerte proceso inversor en el exterior que viene teniendo lugar en los últimos años, mientras que los ingresos derivados de otras inversiones a corto plazo aumentaron de forma más moderada. En cuanto a los pagos, todas las rúbricas reflejaron un comportamiento expansivo, especialmente los ligados a inversiones de cartera, en línea con el fuerte avance que ha tenido lugar en las inversiones exteriores en fondos de inversión y en bonos y obligaciones. El superávit de transfe-

rencias corrientes disminuyó en 1.287 millones de euros en el período analizado, como consecuencia del notable descenso de los flujos procedentes de la UE en concepto de Fondo Social Europeo, mientras que las transferencias destinadas al sector privado derivadas del FEOGA-Garantía aumentaron ligeramente. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital reflejó un deterioro de 346 millones de euros en relación con el observado en los diez primeros meses del año anterior, derivado del intenso descenso de los fondos estructurales procedentes de la UE en concepto de FEOGA-Orientación, ya que los flujos correspondientes al Fondo de Cohesión registraron una mejora.

La necesidad de financiación de la nación que reflejan estos datos estaría indicando un debilitamiento de los saldos sectoriales de hogares y empresas, en un período en el que la tasa de ahorro de los hogares continúa disminuyendo y en el que se mantiene un aumento notable de la inversión residencial y, aunque de menor intensidad, de la inversión productiva privada; por el contrario, se han consolidado los avances registrados en el ahorro de las Administraciones Públicas y en la consiguiente reducción del déficit público.

5. Los flujos financieros de la economía española

5.1. Los flujos financieros del conjunto de la economía

Las últimas cifras proporcionadas por la contabilidad nacional y las cuentas financieras indican que, durante el tercer trimestre del año 2000 ha continuado el deterioro del ahorro financiero neto de la nación (3). El saldo neto de las operaciones financieras de la economía española con el resto del mundo fue del $-2,2\%$ del PIB al finalizar el tercer trimestre de 2000, en términos acumulados de cuatro trimestres, tras haberse situado en el $-1,1\%$ del PIB en 1999 (véase cuadro 5). Esta caída refleja, sobre todo, una disminución del ahorro financiero neto de las familias y de las empresas no financieras, que se ha situado en unos niveles históricamente bajos. En cambio, el mantenimiento de las necesidades de financiación de las AAPP en un nivel reducido hasta el tercer trimestre del año 2000, ha contribuido a moderar el deterioro en el saldo neto de las operaciones financieras de la nación. En el mismo sentido operó el incremento del saldo acreedor de las operaciones financieras de las instituciones financieras con el resto de sectores.

La evolución de los flujos intersectoriales recoge, de forma sintética, algunos de los procesos más significativos que han estado desarrollándose desde finales de 1999. En el caso de las familias, junto con la tendencia decreciente de su ahorro financiero neto, se observa en los últimos trimestres un proceso de reintermediación de sus flujos financieros por parte de las entidades de crédito, tras un período en el que las economías domésticas tendieron a canalizar su ahorro preferentemente hacia los inversores institucionales (véase la parte inferior del cuadro 5). No obstante, algunos instrumentos emitidos por estos últimos han continuado captando un elevado volumen de ahorro de las familias durante el año 2000, como las participaciones en fondos de inversión internacionales y la modalidad de seguros de vida conocida como *unit linked*.

Otro proceso significativo que se pone de manifiesto en la información reciente sobre la evolución de los flujos financieros intersectoriales es su creciente proceso de internacionaliza-

(3) El saldo de la cuenta de operaciones financieras se denominaba *ahorro financiero neto*, de acuerdo con la nomenclatura utilizada en el SEC/79. En las cuentas financieras, según la metodología SEC/95, dicho saldo ha pasado a denominarse *operaciones financieras netas*. A lo largo de este Informe se utilizan ambas denominaciones de forma indistinta. Asimismo, se utiliza de forma indistinta la nomenclatura de *empresas no financieras y familias*, que venía utilizándose en anteriores informes, y la que corresponde a estos sectores según la metodología del SEC/95: *societas no financieras y hogares e instituciones sin fines de lucro (ISFL)*.

CUADRO 5

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

% PIB

	OPERACIONES FINANCIERAS NETAS							
	1995	1996	1997	1998	1999	2000		
						I TR	II TR	III TR
Economía nacional	1,0	1,2	1,6	0,5	-1,1	-1,6	-1,9	-2,2
Sociedades no financieras y hogares e ISFL	6,7	5,1	4,0	2,0	-0,6	-1,0	-2,3	-2,6
Sociedades no financieras	0,2	0,0	-0,3	-0,7	-1,7	-2,2	-2,6	-3,0
Hogares e ISFL	6,5	5,1	4,4	2,7	1,1	1,1	0,3	0,3
Instituciones financieras	1,0	1,0	0,7	1,1	0,5	0,8	0,8	0,9
Administraciones Públicas	-6,6	-4,9	-3,2	-2,6	-1,1	-1,4	-0,4	-0,4
	FLUJOS INTERSECTORIALES (a)							
	1995	1996	1997	1998	1999	2000		
						I TR	II TR	III TR
Hogares e ISFL	6,5	5,1	4,4	2,7	1,1	1,1	0,3	0,3
Frente a:								
Instituciones de crédito (b)	2,2	-2,8	-6,6	-4,6	-0,2	1,7	1,3	1,8
Inversores institucionales (c)	3,0	8,7	10,8	7,8	0,8	-1,0	-1,8	-1,8
Sociedades no financieras	0,2	0,0	-0,3	-0,7	-1,7	-2,2	-2,6	-3,0
Frente a:								
Instituciones de crédito (b)	-1,6	-0,4	-3,3	-4,1	-3,6	-5,1	-4,5	-5,5
Resto del mundo	-0,3	0,3	1,7	0,9	-0,2	0,5	-0,3	-0,6
Administraciones Públicas	-6,6	-4,9	-3,2	-2,6	-1,1	-1,4	-0,4	-0,4
Frente a:								
Instituciones de crédito (b)	-3,1	-0,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2
Inversores institucionales (c)	0,6	-6,0	-3,9	-2,6	1,7	1,7	3,3	3,5
Resto del mundo	-3,4	-0,2	-2,0	-1,1	-4,3	-3,8	-3,8	-4,5
Resto del mundo	-1,0	-1,2	-1,6	-0,5	1,1	1,6	1,9	2,2
Frente a:								
Instituciones de crédito (b)	-2,9	0,9	2,8	7,1	2,0	3,6	3,7	3,2
Inversores institucionales (c)	-0,5	-0,9	-2,6	-6,1	-3,5	-3,6	-3,9	-4,2
Sociedades no financieras	0,3	-0,3	-1,7	-0,9	0,2	-0,5	0,3	0,6
Administraciones Públicas	3,4	0,2	2,0	1,1	4,3	3,8	3,8	4,5

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.

ción. Así, por un lado, el incremento de la necesidad de financiación de las sociedades no financieras durante los últimos trimestres ha sido cubierto, de acuerdo con el cuadro 5, con fondos provenientes tanto de las entidades de crédito residentes como del resto del mundo. No obstante, estas cifras no reflejan adecuadamente la magnitud del endeudamiento bruto de las sociedades no financieras frente a no residentes, ya que, como se comenta más adelante, el saldo neto ha sido el resultado de elevados flujos de fondos hacia y desde el exterior. Por su parte, el sector de las AAPP también ha venido obteniendo un mayor volumen de finan-

ciación del resto del mundo, en un proceso de sustitución de recursos internos por financiación exterior. Este proceso de sustitución se pone de manifiesto en el mantenimiento y, más recientemente, en el incremento del saldo positivo de sus operaciones financieras con las entidades de crédito residentes y los inversores institucionales, originado por las ventas de valores públicos que ambos sectores han venido realizando desde hace algún tiempo. Por último, los inversores institucionales están incrementando también su posición acreedora neta frente al resto del mundo, al tiempo que las instituciones de crédito aumentan su posición neta

deudora frente al exterior, como respuesta, en parte, a una mayor brecha entre los depósitos captados y la financiación concedida a los sectores residentes.

En conjunto, las operaciones financieras netas con el resto del mundo de todos los sectores de la economía española se han incrementado significativamente en los últimos años. Estos datos, que reflejan la creciente internacionalización de la economía española, ponen de manifiesto el aumento de las necesidades de financiación externa como consecuencia del doble proceso de descenso del ahorro de las familias y del aumento de la inversión en el exterior. Estos flujos se están canalizando, principalmente, a través de las entidades de crédito y de la compra por parte de los no residentes de los valores emitidos por las AAPP.

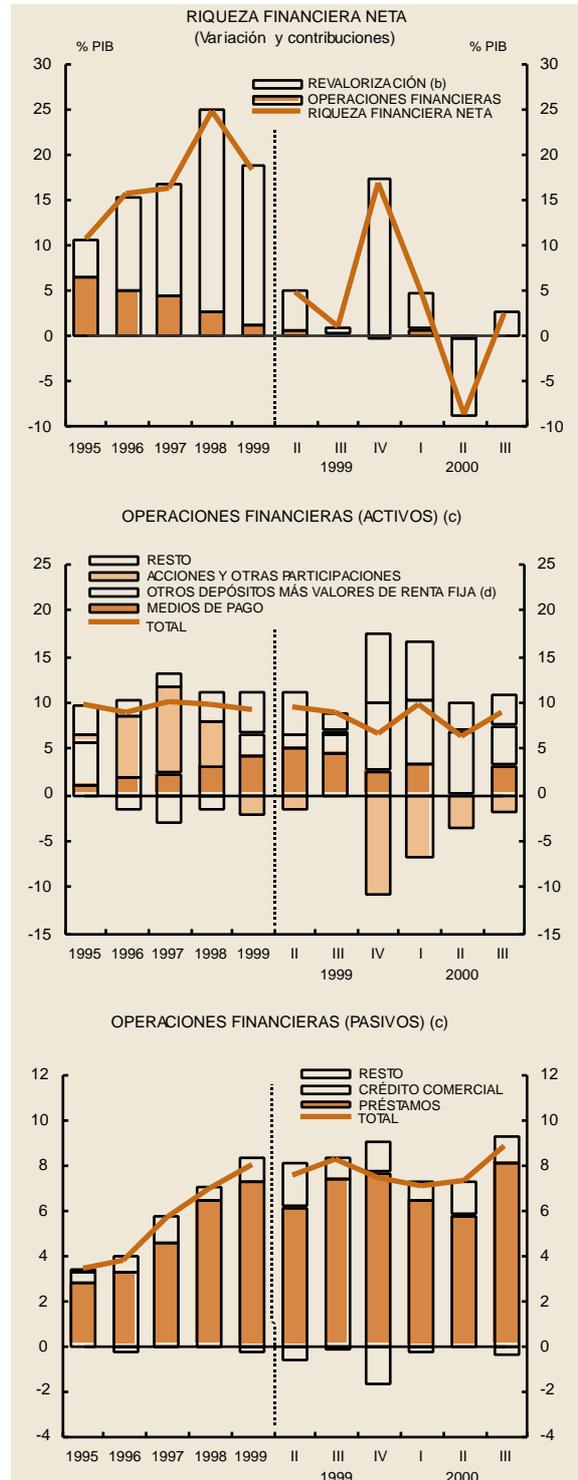
5.2. Los flujos financieros de los hogares e ISFL

Durante el tercer trimestre de 2000 el ahorro financiero neto de las familias se situó en el mismo nivel del trimestre anterior, 0,3 % del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres (véase cuadro 5). El crecimiento continuo de la financiación a hogares e ISFL y la estabilidad de la adquisición de activos financieros (y, más recientemente, su descenso, probablemente, en favor de activos reales) explicarían este deterioro sostenido del ahorro del sector desde 1995. Tras este comportamiento subyace, además de la posición cíclica de la economía española y de unas condiciones monetarias y financieras favorables para la expansión del gasto y del endeudamiento, un intenso proceso de revalorización de los activos financieros, que permitió el aumento de la riqueza financiera neta de los hogares hasta 1999, a pesar del descenso continuado del ahorro financiero (véase la parte superior del gráfico 23). La pérdida de valor de las acciones y de las participaciones en fondos de inversión que se ha producido en el año 2000 podría motivar un punto de inflexión en la evolución del ahorro financiero neto del sector que permita moderar el descenso de la riqueza financiera.

La información del tercer trimestre del año indica que ha aumentado el ritmo de adquisición de activos financieros, en relación con el trimestre anterior (véanse gráfico 23 y cuadro 6), debido al aumento de los medios de pago y al descenso más moderado de la cartera de acciones y otras participaciones —concretamente, la cartera de fondos de inversión—. En sentido contrario han incidido los depósitos a plazo y las cesiones temporales, que se desaceleraron en este trimestre. Esta evolución de los activos fi-

GRÁFICO 23

Hogares e ISFL (a)



Fuente: Banco de España.
 (a) Datos desestacionalizados.
 (b) Variaciones en el saldo que no se explican ni por operaciones financieras ni por variaciones en volumen.
 (c) Los datos trimestrales están anualizados.
 (d) No incorpora a los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.

CUADRO 6

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

% PIB

	1998	1999	2000 (b)	2000		
				ITR	II TR	III TR
HOGARES E ISFL:						
Operaciones financieras (activos)	9,6	9,0	6,2	2,5	1,6	2,2
Medios de pago	3,0	4,2	1,6	0,8	0,0	0,8
Otros depósitos y valores de renta fija (c)	-1,6	2,4	4,5	1,7	1,7	1,1
Acciones y otras participaciones	4,9	-2,1	-3,1	-1,7	-0,9	-0,5
Resto	3,3	4,5	3,2	1,6	0,8	0,8
Operaciones financieras (pasivos)	7,0	8,0	5,8	1,8	1,8	2,2
Créditos de entidades de crédito residentes	5,9	6,5	4,9	1,5	1,4	2,0
Resto	1,1	1,5	0,9	0,2	0,4	0,2
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	15,3	17,4	20,2	5,5	7,0	7,7
Medios de pago	1,6	0,8	1,3	0,7	0,5	0,2
Otros depósitos y valores de renta fija (c)	0,3	-0,1	1,8	0,5	0,4	0,9
Acciones y otras participaciones	3,6	7,7	6,2	1,0	2,9	2,4
Resto	9,8	9,0	10,8	3,4	3,2	4,2
Operaciones financieras (pasivos)	16,1	19,3	22,9	6,2	7,6	9,1
Créditos de entidades de crédito residentes	4,8	5,0	5,5	2,0	1,5	2,0
Préstamos exteriores, valores de renta fija y fondos de titulización (c)	1,8	3,7	2,9	0,4	0,9	1,7
Resto	9,4	10,6	14,4	3,8	5,1	5,5
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Activos financieros líquidos	4,0	1,4		1,3	1,5	2,8
Hogares e ISFL	4,1	0,4		-0,2	-0,1	0,8
Sociedades no financieras	3,8	7,2		9,7	9,8	13,1
Financiación (d)	16,8	18,5		19,4	16,5	18,6
Hogares e ISFL	19,3	19,6		18,2	17,4	17,5
Sociedades no financieras	15,0	17,6		20,5	15,9	19,4

Fuente: Banco de España.

(a) Datos desestacionalizados. Para obtener los datos en % PIB se ha utilizado el PIB anual.

(b) Datos acumulados hasta el tercer trimestre.

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

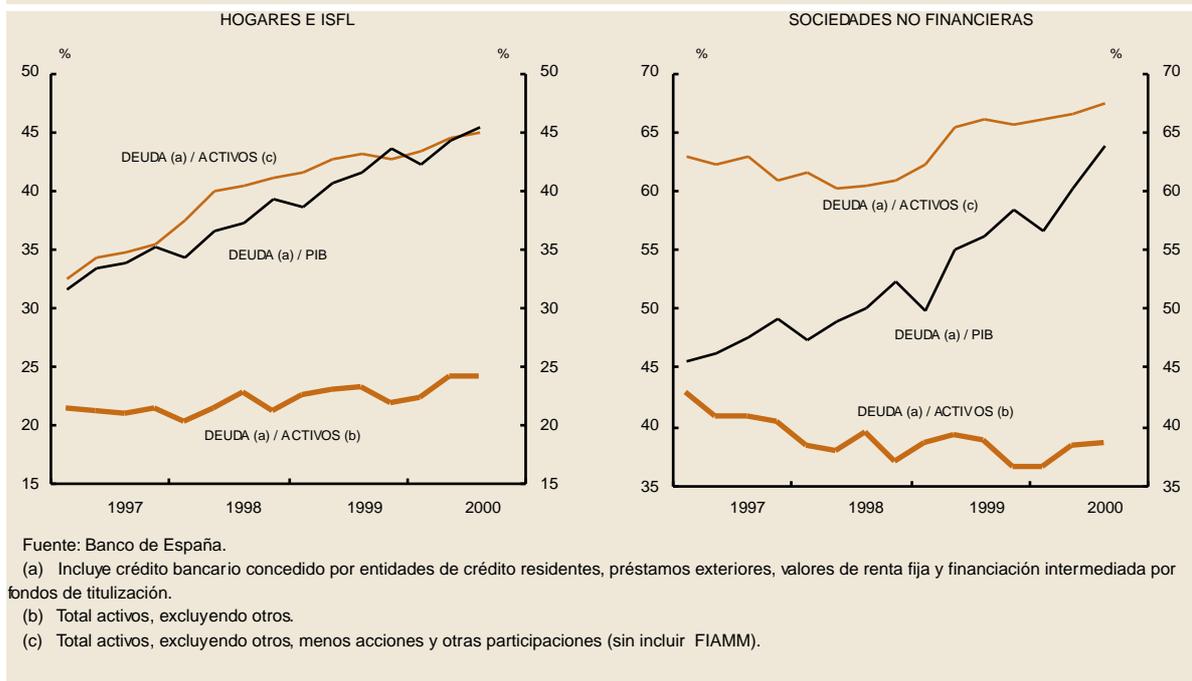
(d) Incluye crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

nancieros podría responder a la moderación de las expectativas de incremento de los tipos de interés que se produjo en el tercer trimestre del año. Por otra parte, las aportaciones a planes de pensiones y seguros —incluidos en la rúbrica *resto* en el cuadro y gráfico mencionados—, aunque muy importantes en el conjunto del año 2000, disminuyeron su cuantía en el segundo y tercer trimestre en relación con los dos trimestres previos, como resultado de un cierto agotamiento del proceso de trasvase de ahorro desde otros activos hacia los *unit-linked*.

El flujo de financiación obtenido por las familias, en términos desestacionalizados, durante

el tercer trimestre de 2000 es uno de los más elevados de los últimos dos años (véase parte inferior del gráfico 23). Como es habitual, el incremento en el flujo de financiación se ha debido a los préstamos concedidos por entidades de crédito residente, que constituyen la principal fuente de financiación de este sector. No obstante, en el conjunto de los cuatro últimos trimestres, la financiación a hogares e ISFL ha experimentado solo una ligera aceleración (véase cuadro 6). De acuerdo con la información disponible sobre la evolución del crédito por finalidades, el destino fundamental de esta financiación continuó siendo la adquisición de vivienda, de modo que este componente del

GRÁFICO 24

Ratios de endeudamiento


crédito incrementó su ritmo de avance en relación con trimestres anteriores. El crédito para adquisición de bienes de consumo corriente y duradero, en cambio, ha seguido mostrando una desaceleración. El crecimiento experimentado por la financiación para adquisición de vivienda en el año 2000 y el paralelo descenso en el ritmo de adquisición de activos financieros en este período podría indicar un cierto proceso de sustitución entre inversión real y algunas inversiones financieras. Este proceso se vería alentado por el rápido aumento del precio de la vivienda y la escasa revalorización, e incluso pérdida de valor, que han experimentado algunos activos financieros de la cartera de las familias.

El mayor volumen de financiación obtenido en el tercer trimestre ha continuado incrementando las *ratios* de endeudamiento de las familias (véase gráfico 24), tanto en términos del PIB como de los activos más fácilmente liquidables. En cambio, se ha mantenido estable en relación con el valor del total de activos financieros o riqueza bruta, como resultado de la revalorización que experimentaron, en este trimestre, las acciones y las participaciones en FIM.

5.3. Los flujos financieros de las sociedades no financieras

El ahorro financiero neto de las sociedades no financieras continuó disminuyendo en el ter-

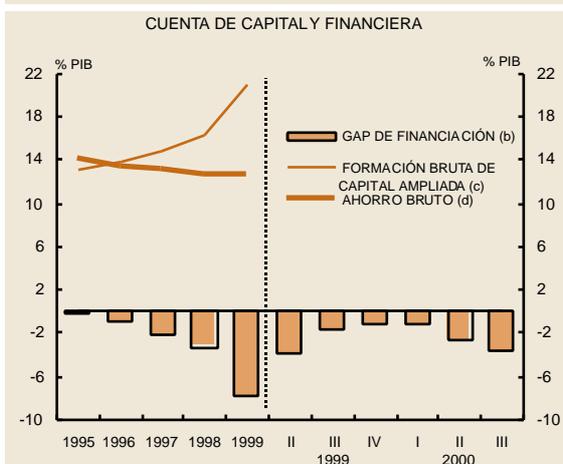
cer trimestre del año 2000, hasta situarse en el -3 % del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres (véase cuadro 5). Esta evolución explica el deterioro que ha experimentado el saldo de operaciones financieras netas de la nación en dicho trimestre, ya que el resto de sectores, o bien mantuvieron el mismo nivel del trimestre anterior o bien incrementaron su saldo acreedor. Este deterioro indica que la brecha entre la formación bruta de capital y el ahorro bruto ha continuado ampliándose durante el año 2000, impulsando con ello el endeudamiento del sector.

Las necesidades de financiación del sector empresarial se ven incrementadas, además, como consecuencia de las adquisiciones de empresas extranjeras, que se materializan en un incremento de la cartera de acciones y otras participaciones. Así, si se computa, junto con la formación bruta de capital, la cartera de acciones extranjeras (como aproximación al valor de estas adquisiciones de empresas que, en la mayoría de los casos, constituyen una inversión de carácter permanente en equipo capital ya instalado), la brecha entre ahorro bruto e inversión real y financiera de carácter permanente se incrementaría hasta situarse próxima al 9 % del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, casi un punto por encima del valor alcanzado en 1999 (véase la parte superior del gráfico 25).

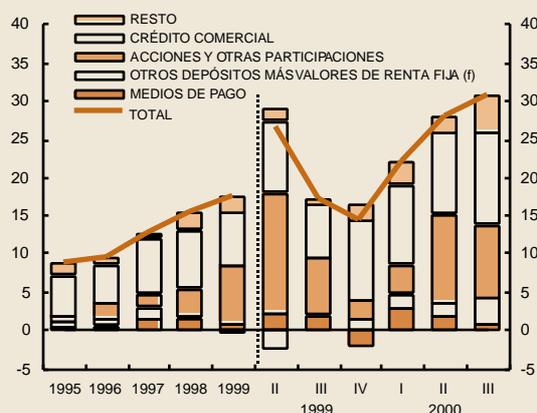
Durante el tercer trimestre de 2000, las sociedades no financieras han continuado incre-

GRÁFICO 25

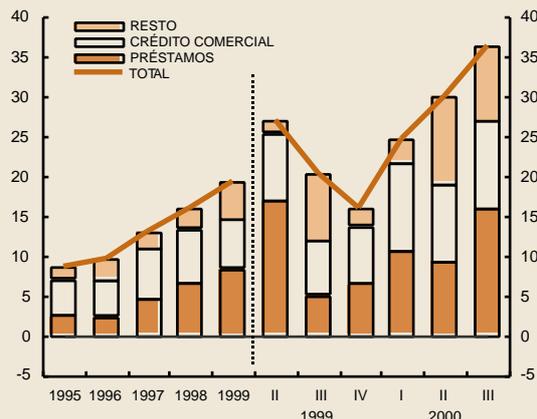
Sociedades no financieras (a)



OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS) (e)



OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS) (e)



Fuente: Banco de España.

(a) Datos desestacionalizados.

(b) Recursos financieros que cubren la brecha entre la inversión real y financiera permanente y el ahorro bruto.

(c) Incluye la variación de existencias y la renta variable en el exterior.

(d) Incluye las transferencias de capital.

(e) Los datos trimestrales están anualizados.

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

mentando el ritmo de adquisición de activos financieros (véanse cuadro 6 y gráfico 25), alcanzando estos un valor que constituye un máximo histórico. Una gran parte de este incremento (el 55 %) viene explicada por la adquisición de empresas y la financiación concedida a filiales. Una parte pequeña (el 15 %) corresponde a medios de pago, otros depósitos y valores de renta fija, y el resto (el 35 %), a financiación a clientes.

La financiación de las adquisiciones de empresas por parte de las multinacionales españolas, la formación bruta de capital y el resto de inversiones financieras han continuado exigiendo un fuerte crecimiento de los recursos propios y ajenos de las empresas españolas en el tercer trimestre de 2000. Así, se ha incrementado tanto el flujo de financiación procedente de entidades de crédito residentes como los préstamos exteriores (véase cuadro 6), habiendo influido en la evolución de ambas variables la necesidad de financiar la adquisición de licencias UMTS en Europa. Con ello, el crecimiento interanual de los fondos obtenidos mediante préstamos bancarios, emisión de valores de renta fija y la financiación intermediada por fondos de titulización se situó en el 19,4 % al finalizar el tercer trimestre de 2000 (cuadro 6). Asimismo, un volumen importante de recursos se ha obtenido a través de ampliaciones de capital (25 % de la variación de pasivos), que, en el caso del tercer trimestre, están directamente relacionados con la adquisición de empresas en Latinoamérica.

La información disponible en relación con el destino de la financiación bancaria por sectores productivos en el tercer trimestre del año indica que la financiación al sector servicios y a la construcción mantuvo un ritmo de crecimiento elevado (17 % y 23 %, respectivamente), en contraposición a los préstamos a la industria, excluida la construcción, que tendieron a desacelerarse en el segundo y tercer trimestre, influidos por la cancelación del préstamo obtenido por una gran empresa un año antes.

El crecimiento sostenido de la financiación de las sociedades no financieras, al que ya se ha aludido, ha continuado elevando las *ratios* de endeudamiento del sector (véase gráfico 24), especialmente la *ratio* en términos del PIB, que se ha incrementado 20 puntos en los últimos cuatro años. En relación con el valor de la riqueza financiera bruta (activos financieros), esta *ratio* se ha mantenido relativamente estable en los dos últimos años, como consecuencia del notable crecimiento en el valor de los activos de renta variable y de las adquisiciones recientes de empresas realizadas a precios de mercado. Si bien estas adquisiciones constituyen inversiones estables con una elevada ren-

tabilidad esperada, no conviene olvidar que su nivel de riesgo ha tendido a incrementarse en los últimos meses, lo que requiere un estrecho seguimiento de estas inversiones por parte de los gestores, las autoridades supervisoras y los inversores que han facilitado la expansión internacional de las empresas españolas.

5.4. Activos financieros y pasivos de los hogares y sociedades no financieras

Una vez examinada la información sobre flujos financieros que proporcionan las cuentas financieras trimestrales correspondientes al tercer trimestre de 2000, a continuación se analiza la evolución en el cuarto trimestre de 2000 de algunos indicadores, de frecuencia mensual, que aportan información parcial sobre la inversión en activos financieros y la financiación de las sociedades no financieras, los hogares e ISFL (4).

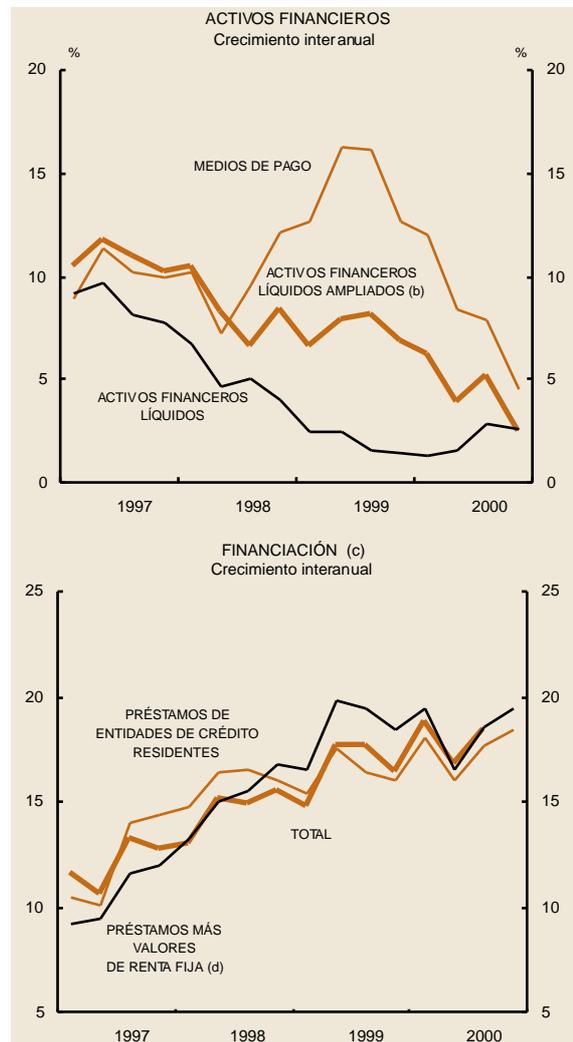
De acuerdo con esta información, que es aún parcial, los activos financieros de estos sectores habrían tendido a reducir su ritmo de avance en el cuarto trimestre del año. Así, los medios de pago han seguido el proceso de desaceleración iniciado a mediados de 1999 (véase gráfico 26), aunque los depósitos a plazo y las cesiones temporales continuaron experimentando un crecimiento elevado en términos de su tasa interanual. El valor de las participaciones en fondos de inversión consideradas *activos financieros líquidos* (FIAMM y FIM de renta fija) continuó mostrando tasas de variación negativas, debido a la venta de participaciones y al descenso de su valor liquidativo. Con ello, los *activos financieros líquidos* han seguido manteniendo ritmos de crecimiento muy moderados. Durante este trimestre se ha producido una notable desaceleración en el patrimonio de los fondos de inversión de renta variable y de los fondos internacionales, como resultado de la evolución de los mercados bursátiles mundiales. Este proceso ha motivado que el agregado que incorpora estos fondos a los activos financieros líquidos, *activos financieros líquidos ampliados*, haya experimentado una notable desaceleración en el último trimestre del año.

El aumento de los flujos de financiación obtenido por las economías domésticas y las em-

(4) Conviene señalar que las tasas de crecimiento de los indicadores referidos a activos financieros recogen los efectos tanto de las nuevas operaciones como de los posibles cambios en los precios. Para una definición precisa de estos indicadores conforme a la metodología del SEC/95, véase el recuadro «Aplicación de la metodología SEC/95 a los indicadores monetarios y crediticios mensuales», en *Boletín económico*, septiembre de 2000.

GRÁFICO 26

Sociedades no financieras, hogares e ISFL (a)

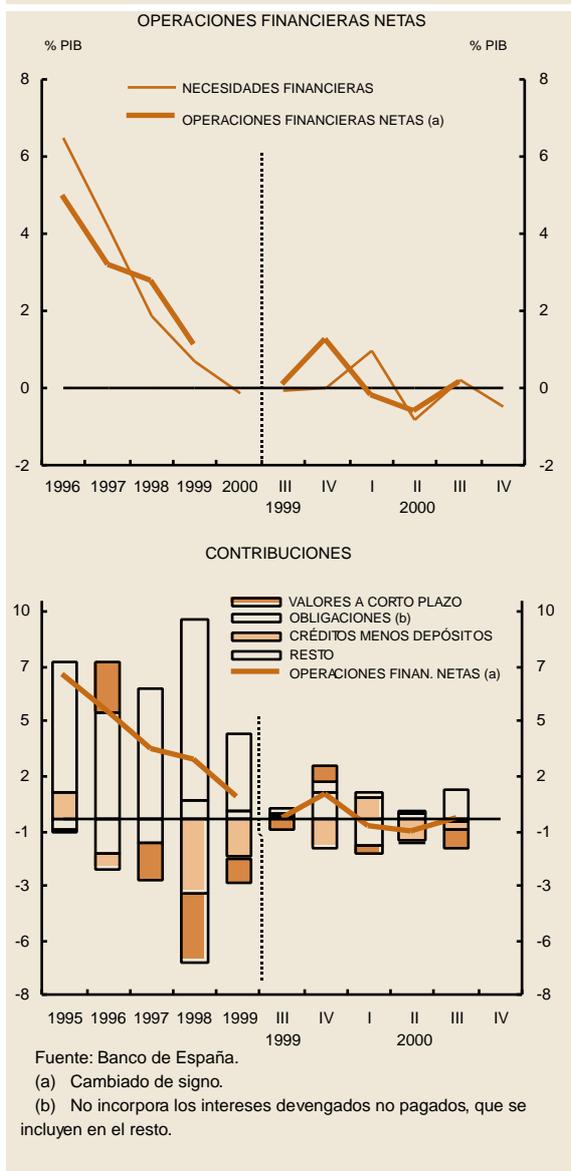


Fuente: Banco de España.
 (a) Los datos del cuarto trimestre de 2000 son estimaciones provisionales.
 (b) Definidos como activos financieros líquidos más fondos de inversión distintos de FIAMM y FIM de renta fija.
 (c) Incluye créditos, valores y otra financiación ajena.
 (d) Incluye préstamos de entidades residentes y del exterior, emisión de valores y financiación intermediada por fondos de titulización.

presas no financieras durante el tercer trimestre de 2000 se ha trasladado a los *stocks* del cuarto trimestre, de manera que todos los agregados de financiación han experimentado un aumento de su tasa de crecimiento anual (véase gráfico 26). Asimismo, el flujo de financiación obtenido por las sociedades no financieras y hogares en el último trimestre del año ha sido también elevado. Con ello, el crecimiento del crédito bancario concedido por entidades residentes, al finalizar el año 2000, se situó en un 18,5 %, estimándose que el agregado formado por estos créditos, los intermediados por fon-

GRÁFICO 27

Financiación de las Administraciones Públicas



dos de titulización, los préstamos exteriores y la emisión de valores de renta fija crezca a un ritmo del 19,5 %, un punto por encima del valor del trimestre anterior.

5.5. Los flujos financieros de las Administraciones Públicas

El ahorro financiero neto de las AAPP en el tercer trimestre de 2000 se situó muy próximo a cero (véase gráfico 27), con lo que la cifra acumulada en los últimos cuatro trimestres fue del -0,4 % del PIB. La apelación a los mercados financieros mediante la emisión de valores, la obtención de créditos y la utilización de los sal-

dos mantenidos en depósitos (que, de forma agregada, se ha denominado *necesidades financieras* y que es un indicador que aproxima el ahorro financiero del sector) resultó prácticamente nula en el tercer trimestre, pasando a ser negativa en el último trimestre del año 2000. No obstante, este último dato es todavía provisional, ya que, a diferencia de la situación en informes anteriores, no incorpora aún la información de los últimos días del año.

Durante el tercer trimestre de 2000, la emisión neta de bonos y obligaciones se incrementó en relación con la del trimestre anterior, alcanzando un volumen próximo a los 10 mm de euros. Al mismo tiempo, se produjo un incremento en la cuantía de amortizaciones de valores a corto plazo que no fue compensada por las emisiones brutas, de manera que las emisiones netas de estos títulos fueron de -5,2 mm de euros. Con esta evolución, la proporción del saldo acumulado de *necesidades financieras* cubierta con bonos y obligaciones ha continuado incrementándose hasta situarse en un valor próximo al 85 % a finales del tercer trimestre. Por último, el flujo neto de créditos y depósitos fue negativo debido a una disminución en el saldo de créditos y al incremento de 2,4 mm de euros en los depósitos de las AAPP en las instituciones financieras.

La información parcial disponible respecto al volumen de fondos captados por las AAPP en los mercados durante el último trimestre del año indica que se ha mantenido un elevado volumen de emisiones netas de valores a largo plazo por parte del Estado (8,5 mm de euros). La emisión neta de valores a corto plazo ha continuado siendo negativa, aunque en una cuantía inferior a la del tercer trimestre (-1,3 mm de euros). Finalmente, la reducción en el saldo de créditos y la elevada cuantía del depósito en el Banco de España en los últimos días del año 2000 darían lugar a una reducción en el flujo de financiación obtenido por estas vías, originando un valor negativo en el agregado *necesidades financieras*, en el cuarto trimestre, y un valor próximo a cero en el conjunto del año 2000.

Durante los dos últimos trimestres del año, el Estado ha aprovechado la situación de cierta holgura en sus finanzas para realizar operaciones de canje y de amortización anticipada de títulos por una cuantía de 6,8 mm de euros y 4,2 mm de euros, respectivamente, con el fin de reducir el coste futuro de la deuda, mediante la sustitución o amortización de pasivos emitidos en el pasado a tipos de interés más elevados. En conjunto, la financiación obtenida por el Estado mediante la emisión de valores en el año 2000 fue de 20 mm de euros a través

CUADRO 7

Operaciones financieras de la nación (a)

% PIB

	1998	1999	2000 (b)	2000		
				I TR	II TR	III TR
Operaciones financieras netas	0,5	-1,1	-1,9	-0,7	-0,5	-0,6
Operaciones financieras (activos)	12,8	15,3	17,1	3,8	4,4	9,0
Oro y DEG	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	3,2	1,8	2,3	0,8	-1,0	2,5
Sistema Crediticio	0,0	3,7	1,7	0,1	-1,0	2,6
Otros sectores residentes	3,2	-2,0	0,6	0,7	0,0	-0,1
Valores distintos de acciones	3,4	2,8	2,2	-0,4	1,3	1,3
Sistema Crediticio	-1,4	-0,9	-0,2	-0,4	-0,2	0,4
Otros sectores residentes	4,8	3,7	2,4	0,0	1,5	0,9
Acciones y otras participaciones	4,4	8,8	9,2	2,5	3,3	3,4
Sistema Crediticio	0,4	0,5	1,6	0,5	0,5	0,6
Otros sectores residentes	4,0	8,3	7,6	2,0	2,7	2,8
Del cual:						
Sociedades no financieras	2,5	6,0	4,8	0,5	2,1	2,2
Créditos	1,9	2,1	3,4	0,9	0,8	1,7
Sistema Crediticio	0,2	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1
Otros sectores residentes	1,7	2,0	3,0	0,6	0,8	1,6
Operaciones financieras (pasivos)	12,3	16,5	18,9	4,5	4,9	9,6
Depósitos	5,9	4,2	4,6	1,5	1,5	1,6
Del cual:						
Sistema Crediticio	5,9	4,1	4,6	1,5	1,5	1,6
Valores distintos de acciones	1,0	5,5	4,7	1,4	1,0	2,3
Sistema Crediticio	0,2	0,9	0,8	0,3	0,3	0,3
Administraciones Públicas	1,0	4,3	3,5	0,9	0,6	2,0
Otros sectores residentes	-0,2	0,3	0,4	0,2	0,1	0,0
Acciones y otras participaciones	2,9	2,9	5,5	0,7	1,8	2,9
Sistema Crediticio	0,1	0,3	1,5	0,3	0,5	0,7
Otros sectores residentes	2,8	2,7	4,0	0,4	1,4	2,2
Créditos	3,1	4,8	4,3	0,7	1,2	2,4
Administraciones Públicas	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1
Otros sectores residentes	2,9	4,8	4,3	0,8	1,1	2,5
Otros neto (c)	-0,6	-1,0	-0,2	0,1	-0,6	0,3

Fuente: Banco de España.

(a) Para obtener los datos en % PIB se ha utilizado el PIB anual.

(b) Datos acumulados hasta el tercer trimestre.

(c) Incluye la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguros.

de bonos y obligaciones, por encima de la emisión neta negativa de 8,9 mm de euros de las letras del Tesoro.

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

El saldo de las operaciones financieras de la economía española con el resto del mundo continuó siendo negativo en el tercer trimestre de 2000, siendo del -1,9 % del PIB el valor acumulado en el año (véase cuadro 7) y del -2,2 %

del PIB la cifra en términos acumulados de cuatro trimestres (véase cuadro 5). Desde el punto de vista de las transacciones financieras, la información de las cuentas financieras indica que este saldo negativo ha sido el resultado de un incremento importante, tanto en la acumulación de activos frente al exterior como en la de pasivos. Este crecimiento sostenido en la acumulación de activos y pasivos se debe, por un lado, a la internacionalización de las grandes empresas españolas, cuyos flujos de financiación e inversión tienen lugar ya en un mercado global y, por otro, al proceso de diversificación de la cartera de los inversores insti-

CUADRO 8

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

% PIB

	1995	1996	1997	1998	1999	2000 (d)
Economía nacional	-19,6	-19,7	-20,7	-21,8	-23,1	-26,4
Sociedades no financieras y hogares e ISFL	-13,9	-13,3	-10,9	-8,7	-9,1	-8,5
Sociedades no financieras	-18,1	-17,7	-16,1	-14,9	-16,4	-16,3
Hogares e ISFL	4,1	4,4	5,3	6,2	7,3	7,7
Instituciones financieras	9,2	8,8	7,1	4,9	6,4	5,4
Instituciones de crédito (b)	7,9	6,7	2,4	-5,5	-8,0	-11,9
Inversores institucionales (c)	1,3	2,2	4,8	10,8	15,0	18,2
Resto de instituciones financieras	0,0	-0,1	-0,1	-0,4	-0,6	-0,9
Administraciones Públicas	-14,9	-15,2	-17,0	-17,9	-20,5	-23,3

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) Definido según la 1ª Directiva bancaria.

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

(d) Datos del tercer trimestre. Calculado con el PIB acumulado de los cuatro últimos trimestres.

tucionales que ha potenciado la adquisición de activos exteriores.

Por el lado de los activos financieros exteriores destaca el aumento sostenido de la adquisición de acciones y otras participaciones en los cuatro últimos años. En los tres trimestres del año 2000, estas adquisiciones (que incluyen la mayoría de la inversión directa y aquella parte de la inversión en cartera que se materializa en acciones y participaciones) han alcanzado ya un volumen superior al de 1999 (véase cuadro 7). Un último elemento que contribuye a explicar el notable incremento de los activos frente al exterior, en el tercer trimestre de 2000, fue la importante cuantía de préstamos otorgados por parte del sector privado no crediticio a filiales o empresas relacionadas, cuyo volumen fue de magnitud similar a la de 1998 y ligeramente inferior a la del año 1999.

Como ya se ha señalado, durante el tercer trimestre de 2000 la economía española ha acumulado un volumen significativo de pasivos frente al resto del mundo, que se ha materializado en diversas rúbricas. Así, las entidades de crédito han mantenido un ritmo de endeudamiento elevado frente a intermediarios no residentes, de manera que el flujo acumulado en los tres primeros trimestres de 2000 supera ya al del año 1999 (véase cuadro 7). La estructura por plazos de estos nuevos pasivos vuelve a estar dominada por los préstamos/depositos a corto plazo (un 70 % del incremento de los pasivos en los tres primeros trimestres del año tiene un plazo igual o inferior a un año, mientras que, en 1999, fue un 40 %). La adquisición de valores emitidos por las AAPP por parte de

no residentes cobró también un nuevo impulso durante el tercer trimestre del año, continuando así la tendencia iniciada en 1999. Asimismo, se produjo un flujo importante de capital hacia España en forma de adquisición de acciones de empresas españolas, que está, en parte, relacionado con operaciones de canje motivadas por la adquisición de empresas latinoamericanas. Finalmente, el sector privado no financiero obtuvo un volumen importante de financiación durante el tercer trimestre, una parte del cual permitió financiar la adquisición de licencias de telefonía móvil en Europa.

Respecto al cuarto trimestre de 2000 solo se dispone de la información de la balanza de pagos correspondiente al mes de octubre. Estos datos indican que los flujos de inversión directa y en cartera en activos exteriores se mantienen en niveles elevados, así como la adquisición de deuda pública española por parte de no residentes. Asimismo, se han producido entradas de capital en forma de adquisiciones en bolsa de cierta importancia, así como en forma de inversión directa (otras formas de participación).

El mantenimiento de un saldo negativo en las operaciones financieras de la economía española con el resto del mundo en los tres trimestres transcurridos del año 2000 ha contribuido a incrementar la posición deudora neta frente al exterior (véase cuadro 8). Los sectores cuya posición deudora aumentó en este período fueron las AAPP (casi 3 puntos del PIB) y las instituciones de crédito (casi 4 puntos del PIB). Por el contrario, los inversores institucio-

nales siguieron aumentando sus activos netos exteriores.

La evolución de la posición de los distintos sectores frente al resto del mundo permite extraer algunas conclusiones en relación con la naturaleza del proceso de internacionalización de los flujos financieros en España. Así, las familias españolas están canalizando una parte progresivamente mayor de su ahorro hacia el exterior, a través de los inversores institucionales. Esto ocurre en un contexto en el que su

ahorro se está reduciendo y las necesidades de financiación de las empresas, aumentando. En estas condiciones, es claro que la economía española requiere un significativo flujo de financiación que solo puede proceder del exterior. Este ahorro exterior, por su parte, se está canalizando, principalmente, a través de las entidades de crédito y de la adquisición de los valores emitidos por el sector de las AAPP por parte de los no residentes.

25.1.2001.