

Situación España

Diciembre 2002

- Crecimiento: esperando a la primavera
- La inflación bajará, pero no el diferencial
- Nueva economía: pocos, pero rápidos
- Política fiscal orientada al consumo
- ¿Cuál es la probabilidad de recesión en España?



Fecha de cierre: 13 de Diciembre, 2002

Indice

1. Entorno internacional	1
2. El sector real	3
Recuadro: "¿Qué dicen los determinantes del consumo privado para 2003?"	9
Recuadro: "Los límites de la banda ancha en España: Internet y ordenadores"	10
3. Precios y salarios	12
Recuadro: "IVU de importaciones a la baja"	16
4. Sector Público	17
Recuadro: "Fiscalidad local: la casa, por el tejado"	26
5. Sistema Financiero	28
Recuadro: "¿Cuánto ha costado la caída de la bolsa a las familias españolas?"	32
Artículo: "¿Cuál es la probabilidad de recesión en España?"	34

Indicadores de la economía española

Han elaborado esta publicación:

Miguel Sebastián
David Taguas

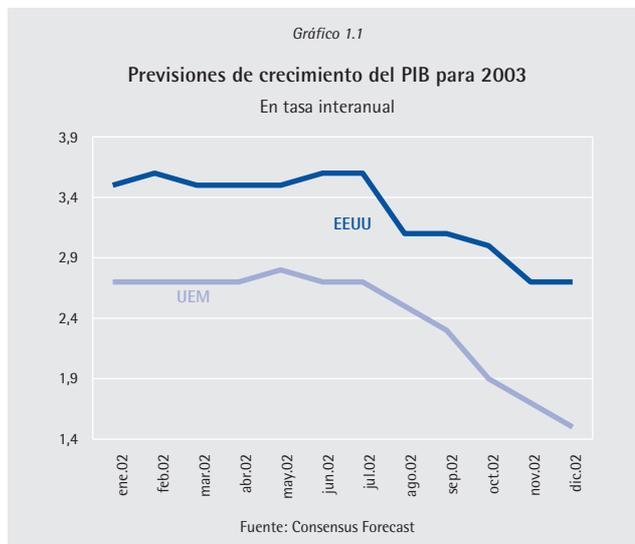
Manuel Balmaseda	34 91 374 33 31	m.balmased@grupobbva.com
Julián Cubero	34 91 537 36 72	jcubero@grupobbva.com
Carmen Hernansanz	34 91 374 61 22	carmen.hernan@grupobbva.com
Angel Melguizo	34 91 374 61 04	angel.melguizo@grupobbva.com
Tomás Riestra	34 91 537 35 88	riestra.giner@grupobbva.com
Pep Ruiz	34 91 374 40 74	ruiz.aguirre@grupobbva.com
Patry Tello	34 91 374 42 17	patro.tello@grupobbva.com

1. El entorno internacional

Retraso de la recuperación

Las perspectivas de una recuperación de la actividad en las economías industrializadas se están retrasando: frente a la expectativa de que el crecimiento se encontraría cerca de su potencial a finales de 2002, parece cada vez más probable que ello no ocurra hasta la segunda mitad de 2003. Este hecho es reflejo de un aumento de la incertidumbre desde el verano, como consecuencia de una combinación de factores. En primer lugar, de la posibilidad de un conflicto bélico con Iraq, que presiona al alza los precios del petróleo y puede seguir haciéndolo en los próximos meses, deprimiendo las expectativas de los agentes económicos. En segundo lugar, de las dificultades para superar los problemas del sector empresarial, como evidencia la reciente quiebra de United Airlines en EE.UU. La volatilidad de los precios bursátiles y los elevados diferenciales de tipos en las emisiones de bonos corporativos ponen de relieve que la incertidumbre sobre la situación empresarial no se ha superado. Los problemas de exceso de capacidad y de sobrevaloración de los beneficios de la Nueva Economía están tardando más tiempo del esperado en ser corregidos. En tercer lugar, de las crecientes dudas sobre los efectos en el sistema financiero de un periodo de desaceleración prolongada de la actividad en algunos países. Por último, en un contexto de retraso en la recuperación de la inversión, se empieza a cuestionar la capacidad de las políticas de demanda para seguir sosteniendo algunos componentes, principalmente el consumo y la construcción, soportando así la actividad. Relacionado con ello, empieza a preocupar la posibilidad de que se estén generando situaciones de sobrevaloración de los precios de algunos otros activos, convertidos en refugio para los inversores, especialmente la vivienda y la deuda pública. Una desviación significativa de los precios de estos activos de sus fundamentos podría conllevar en el futuro a una corrección que tendría efectos negativos adicionales sobre la actividad, a través de canales reales y financieros.

Aunque es probable que algunos de estos factores de incertidumbre estén siendo sobreestimados, lo cierto es que provocan un retroceso de la confianza empresarial, que corrige, así, la recuperación que se había observado en la primera mitad de año. Ello se está traduciendo en un nuevo estancamiento de la actividad industrial. Simultáneamente, se observa un descenso de la confianza de los consumidores. Ello alerta sobre un posible ajuste adicional y brusco del consumo, que preocupa especialmente en EE.UU. En esta economía, el crecimiento de los últimos trimestres se ha basado en la aportación positiva del gasto en consumo público y privado. Dado que este último ha estado basado en la adquisición de bienes de consumo duradero, impulsada



por unas excelentes condiciones de financiación, se duda de su sostenibilidad y se teme que una profundización del descenso de la confianza de los hogares pueda desencadenar un ajuste brusco del consumo en lugar de una corrección moderada, como sería deseable.

Ante esta situación, interpretamos que la reducción de medio punto porcentual de los tipos de interés de la Reserva Federal en noviembre persigue que los ajustes del consumo se produzcan de forma moderada. En diciembre, el retroceso de los indicadores de confianza y el deterioro de las expectativas de recuperación de la actividad, así como una mejoría en las perspectivas de inflación, llevaron al BCE a reducir los tipos de interés en la UEM en la misma cuantía.

La reducción de la actual incertidumbre se revela, así, como un factor clave para que tenga lugar la recuperación de las economías, aunque ésta ocurra más tarde de lo que se había previsto hace unos meses. Tras las bajadas de final de este año, los tipos de interés en EE.UU. y en la UEM se mantendrán estables durante un periodo de tiempo prolongado, con probabilidad incluso de algún recorte adicional de los mismos si hay un nuevo choque negativo sobre las confianzas, especialmente en Europa. El inicio del ciclo alcista de tipos no tendrá lugar hasta el segundo semestre de 2003, cuando se observen indicios de recuperación. Las subidas serán moderadas, esto es, de medio punto porcentual en EE.UU. y de cuarto de punto en la UEM hasta situarse al final de 2003 en el 1,75% y el 3,0% respectivamente.

¿Es probable la deflación?

El escenario de riesgo a la baja en el crecimiento se caracteriza por la combinación de una corrección de la sobrevaloración bursátil de finales de los noventa más intensa y duradera de lo que se esperaba, con un nuevo deterioro de la confianza que desencadene un ajuste de los precios de otros activos, como la vivienda, reforzando el "efecto riqueza" negativo sobre los consumidores. En consecuen-

Cuadro 1.1. PIB. En tasa interanual

	2000	2001	2002	2003
OCDE	3,8	0,7	1,6	2,2
EEUU	3,8	0,3	2,3	2,5
UEM	3,5	1,4	0,8	1,7
Japón	2,2	-0,8	-0,2	0,6
Países en desarrollo	5,9	4,3	4,0	4,8
Países en transición	6,3	4,9	3,8	4,0
MUNDIAL	4,7	2,3	2,7	3,2

Fuente: FMI y BBVA

Cuadro 1.2. IPC. En tasa interanual

	2000	2001	2002	2003
OCDE	2,5	2,3	1,6	1,9
EEUU	3,4	2,8	1,6	2,1
UEM	2,3	2,5	2,3	2,2
Japón	-0,7	-0,7	-0,9	-0,3
Países en desarrollo	6,2	6,2	6,0	6,3
Países en transición	22,0	18,1	10,7	10,1
MUNDIAL	4,8	4,5	3,6	3,9

Fuente: FMI y BBVA

cia, el brusco e inevitable ajuste del consumo, conduciría a un escenario de "doble recesión" en EE.UU., y deprimiría la actividad y el comercio del resto del mundo. Esta depresión de la demanda, unida a una mayor competencia y menor poder de mercado de las empresas, podría terminar sumiendo a algunas economías, principalmente a EE.UU. y Alemania, en un proceso de deflación y recesión. Este escenario obligaría a recortes importantes de los tipos de interés de corto plazo. Algunos señalan a Japón como el ejemplo de lo que pueda ocurrir a ambos lados del Atlántico.

Aunque la posibilidad de que tenga lugar este escenario ha sido descontada por los mercados financieros, presionando a la baja las rentabilidades de la deuda pública en todos los plazos, hay factores que señalan que su probabilidad es limitada. En primer lugar, las ganancias de flexibilidad de los mercados de bienes, servicios y factores desde los años ochenta deben facilitar que tengan lugar los ajustes que la economía necesita sin incurrir en un escenario de deflación-recesión. Además, el comportamiento de los consumidores, especialmente en EE.UU., muestra un patrón ahorro-consumo muy diferente al japonés, donde la propensión al ahorro es claramente más elevada. Tampoco resulta claro que exista una sobrevaloración de los precios de la vivienda que requiera de un ajuste, con los costes que ello pudiera tener en términos de actividad y del sistema financiero, al menos en economías como EE.UU. o Alemania¹. La situación del sistema financiero no es comparable, ni en solvencia ni en temas de regulación prudencial. Por último, a diferencia de lo ocurrido en Japón, en la economía estadounidense se ha observado una rápida y agresiva reacción de la política monetaria y fiscal.

El deterioro fiscal puede presionar al alza los tipos de interés

Frente a este riesgo de deflación y recesión que presiona a la baja los tipos de interés, los tramos largos de la curva de deuda pueden experimentar una influencia en sentido contrario. En efecto, los tipos de interés de largo plazo deberían verse presionados al alza en los próximos meses ante el notable deterioro que se está observando en la situación fiscal. Así, en EE.UU., el ejercicio presupuestario 2001/2002 ha finalizado con un déficit del 1,5%, esto es, cuatro puntos por debajo del superávit máximo alcanzado hace dos años. Tan sólo un tercio de este cambio puede asignarse al comportamiento de los estabilizadores automáticos. El resto es el resultado de la adopción de medidas discrecionales de política económica contracíclica², es decir, déficit estructural. Este impulso fiscal es el mayor en magnitud que haya experimentado EE.UU. en las recesiones desde los años sesenta, aunque en ninguno de los casos anteriores se partía de una situación tan saneada de las cuentas públicas ni se pusieron en práctica las medidas de estímulo con tanta rapidez. Alcanzado este nivel de déficit, la cuestión que se plantea es su evolución futura. En principio, se espera que el próximo año empeore la cifra de déficit, y los riesgos son claramente al alza, sobre todo si continúa aumentando el gasto militar y en seguridad.

En la UEM, tras el reconocimiento en julio de este año de que Portugal había superado el 3% de déficit en términos de PIB ya en el ejercicio 2001, que implicaba el inicio del procedimiento de "deficit excesivo" establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), en Alemania se superará este límite en 2002. Ante la desaceleración de la actividad que está experimentando la economía germana, y teniendo en cuenta que, se enfrenta a unos tipos reales relativamente más restrictivos que otros países europeos dada su inflación, se ha empezado a cuestionar la necesidad de reformar el PEC. El debate sobre la flexibilización de los límites presupuestarios europeos se agudiza al constatar que, hasta la fecha, el deterioro fiscal de las principales economías industrializadas no parece haberse traducido en un aumento de los tipos de interés de largo plazo. Sin embargo, la experiencia de los años ochenta muestra que existe una relación positiva entre déficit público y tipos de interés, y que la profundización de esta situación puede dar lugar a repuntes significativos de los tipos de largo plazo, con costes en términos de actividad privada en las economías.

En definitiva, en el contexto actual es previsible que mientras los tipos de corto plazo sigan presionados a la baja ante los riesgos de retraso adicional de la recuperación, los largos comiencen a incorporar esta presión por el impacto que supone el deterioro de las cuentas públicas. Esto último no ocurrirá mientras persista el escenario de deflación.

¹ En esta economía, los precios de la vivienda han disminuido en los últimos años ante las importantes dificultades del sector tras la reunificación.

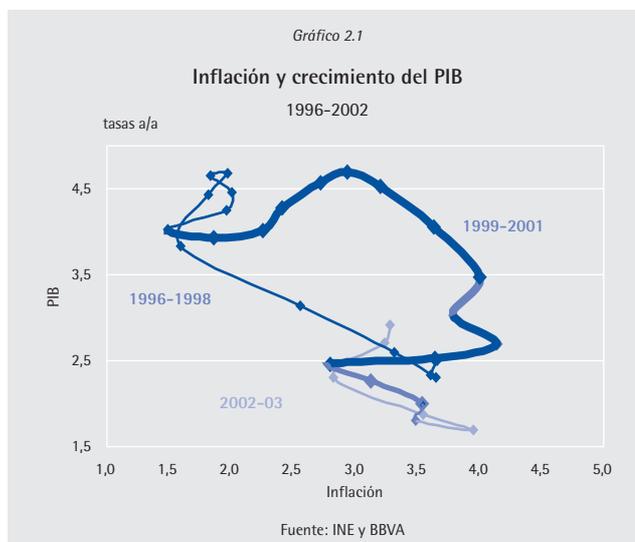
² Reflejadas en el Acta de crecimiento económico y devolución de impuestos de 2001, el Acta de creación de empleo y de asistencia a los trabajadores de 2002 y el aumento del gasto en Defensa.

2. El sector real

Final de la desaceleración, continuación de los desequilibrios

La fase de desaceleración en la que se encuentra inmersa la economía española remitirá en 2003 como consecuencia de la combinación de dos factores: el impulso que supondrá sobre la renta disponible de las familias la reforma del IRPF y la mejora del entorno internacional sobre el gasto de inversión y las exportaciones. Estos impulsos positivos tendrán un impacto relativamente moderado tanto por la limitada magnitud de la recuperación exterior como por el creciente endeudamiento de empresas y familias, estas últimas con una tasa de ahorro en mínimos históricos.

Además, el persistente diferencial de inflación con la UEM, superior al punto porcentual desde 1999, y un déficit por cuenta corriente que en 2002 se situará en el 2,4% del PIB suponen una restricción al crecimiento futuro de la economía española, en particular por la escasez de flujos internacionales de capital y la imposibilidad de recurrir a devaluaciones competitivas del tipo de cambio para corregir el déficit exterior. La pérdida de competitividad, consecuencia del diferencial de inflación, explica la pérdida de cuota de mercado interna y externa. El déficit exterior, causado por un exceso de demanda no productivo, a su vez, dificulta la financiación de la inversión necesaria para aumentar la capacidad de crecimiento a largo plazo de la economía española.



Aunque es pronto para evaluar si estos factores de largo plazo ya han podido notarse, lo cierto es que la economía española se encuentra inmersa desde mediados de 2000 en una etapa con crecimientos cada vez más moderados y tasas de inflación que, con excepción del segundo semestre de 2001 por la caída de precios energéticos, mantienen una significativa resistencia a la baja. Es decir, un escenario de menos crecimiento y más inflación, lo contrario del periodo 1996-2000.

El PIB creció en el tercer trimestre de 2002 a un ritmo del 1,8%, 1,2 puntos porcentuales menos que en el mismo trimestre de 2001. Esta desaceleración fue resultado de la pérdida de vigor del gasto de las familias, la insuficiente recuperación de la inversión en equipo y la

Cuadro 2.1. Cuadro macroeconómico

datos desestacionalizados, % a/a	2001				2002				2003				2001	2002	2003
	1tr	2tr	3tr	4tr	1tr	2tr	3tr	4tr	1tr	2tr	3tr	4tr			
Consumo hogares (1)	2,4	2,3	2,7	2,6	2,3	1,6	1,4	1,2	1,7	2,3	2,9	2,8	2,5	1,7	2,4
Consumo AA.PP.	3,2	2,8	3,1	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2	3,0	3,0	3,0	3,0	3,1	3,1	3,0
FBCF	5,1	3,9	2,6	1,3	0,8	1,1	1,5	2,0	2,5	2,8	2,7	3,7	3,2	1,3	2,9
Equipo y otros	3,7	1,2	-0,8	-2,7	-3,0	-2,9	-2,2	-1,0	0,0	1,6	2,0	4,2	0,3	-2,3	2,0
Construcción	6,4	6,4	5,7	4,8	4,0	4,4	4,8	4,5	4,4	3,6	3,3	3,2	5,8	4,4	3,6
Var. existencias (*)	-0,4	0,2	-0,6	0,6	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Demanda nacional (*)	2,9	3,0	2,2	3,0	2,3	1,7	1,8	1,8	2,2	2,6	3,0	3,2	2,7	1,9	2,7
Exportaciones	9,8	4,6	2,1	-2,3	-2,8	-1,3	3,9	4,0	5,4	5,3	1,6	3,5	3,4	1,0	3,9
Importaciones	8,5	6,4	-0,2	-0,1	-1,6	-2,0	3,8	3,5	5,3	6,0	3,0	3,8	3,5	0,9	4,5
Saldo exterior (*)	0,2	-0,6	0,7	-0,7	-0,3	0,3	0,0	0,1	-0,1	-0,3	-0,5	-0,2	-0,1	0,0	-0,3
PIB pm	3,0	2,4	3,0	2,3	2,0	2,0	1,8	1,9	2,1	2,3	2,5	3,0	2,7	1,9	2,5
Agricultura	-2,9	-3,7	-0,5	-5,5	0,9	-0,7	-1,9	2,9	4,0	0,6	2,1	0,0	-3,1	0,3	1,7
Industria (2)	1,4	1,6	2,7	0,1	-0,3	0,2	2,2	3,5	4,5	3,4	0,8	1,9	1,4	1,4	2,6
Construcción	5,9	5,7	5,2	4,8	4,4	4,6	5,4	4,9	4,6	3,5	2,3	3,5	5,4	4,8	3,5
Servicios	3,3	3,5	3,3	2,7	2,4	2,4	2,0	1,9	2,2	1,8	2,0	2,9	3,2	2,1	2,2
de mercado	3,6	3,7	3,4	2,5	2,2	2,2	1,6	1,5	2,0	1,5	1,8	2,8	3,3	1,9	2,0
de no mercado	2,5	2,7	3,1	3,5	3,2	2,9	3,2	2,9	2,9	2,7	2,5	3,4	2,9	3,1	2,9
Impuestos netos s/productos	5,3	-2,9	0,5	6,6	3,6	3,0	-1,9	-4,4	-6,4	2,9	10,7	6,5	2,4	0,0	3,2

(*) Aportación al crecimiento del PIB; (1) Incluye a las ISFLSH

(2) Energía y ramas industriales

Fuente: INE y previsiones BBVA

Promemoria

aceleración de las importaciones, compensada en parte por el buen comportamiento de las exportaciones y de la inversión en construcción.

La economía española ha alcanzado su mínimo cíclico en el tercer trimestre de 2002, con un crecimiento del 1,8% y crecerá el 2,5% en 2003. El diferencial de crecimiento con la UEM será del 1,1% en 2002 y 0,8% en 2003 respectivamente, continuando así el proceso de convergencia real de la economía española, aunque con menor intensidad que en el periodo 1997-01, durante el que el diferencial de crecimiento medio fue de 1,4 puntos.

Por el contrario, el diferencial de inflación con la UEM se situará por encima del 1% (1,4% en 2002 y 1,1% en 2003), brecha que se registra tanto en los precios de los bienes comercializables como en los no comercializables (servicios). Además, este sostenido diferencial de inflación no se justifica como consecuencia de un proceso de "catch-up", esto es, de convergencia en niveles de precios desde unos niveles más bajos, ni de lo que se denomina efecto Balassa-Samuelson, ya que no es el resultado de un diferencial de crecimiento de la productividad a favor de la economía española¹.

En resumen, la economía española apura las ganancias de la convergencia nominal conseguida con la pertenencia a la UEM, con unos tipos de interés en niveles históricamente bajos. Es más, los agentes consideran estos tipos sostenibles a largo plazo, lo que favorece un mayor nivel de endeudamiento, incrementado adicionalmente por la especial preferencia de las familias españolas por la compra de viviendas.

Además del riesgo de sobrevaloración de los activos inmobiliarios, el otro riesgo más destacado sobre la evo-

¹ Hay un diferencial favorable a España en 2001 y 2002, pero no es lo suficientemente significativo para explicar el elevado diferencial de inflación. En 1998-2000 el diferencial de crecimiento de la productividad fue negativo.

lución de la economía española es el de la pérdida de moderación salarial, elemento clave en la expansión de la segunda mitad de los años 90. En este sentido, la generalización de cláusulas de salvaguardia en los convenios colectivos supone una indiciación a posteriori de las rentas, lo que contribuye a convertir los choques transitorios sobre los precios en duraderos.

En este contexto, la renovación para 2003 del acuerdo firmado entre los agentes sociales en diciembre de 2001 para facilitar la moderación salarial se hace más necesaria, al menos como "second best" en ausencia de una reforma del esquema de la negociación colectiva.

Sin inversión no mejorará la competitividad de la economía española

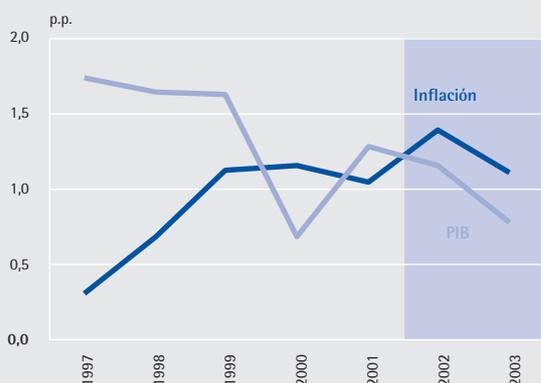
El deterioro registrado por la competitividad de la economía española en los últimos años, principalmente, por el mantenimiento de un diferencial de inflación con sus principales socios comerciales, está limitando la participación española en el mercado mundial y favoreciendo una reducción de la cuota interna.

A medio plazo, para mejorar el grado de competitividad es necesario que aumente la inversión a un ritmo suficiente como para elevar el stock de capital por trabajador. Éste, y más concretamente el stock de capital productivo privado, es uno de los principales determinantes del crecimiento potencial de una economía y de la productividad del trabajo.

En España, el escaso avance experimentado por el stock de capital por ocupado no sólo se ha debido al elevado ritmo de creación de empleo de estos años, sino, fundamentalmente, al escaso dinamismo de la inversión durante la reciente fase expansiva y al bajo crecimiento de la productividad. En el gráfico 2.3 se presenta la evolución del stock de capital total por traba-

Gráfico 2.2

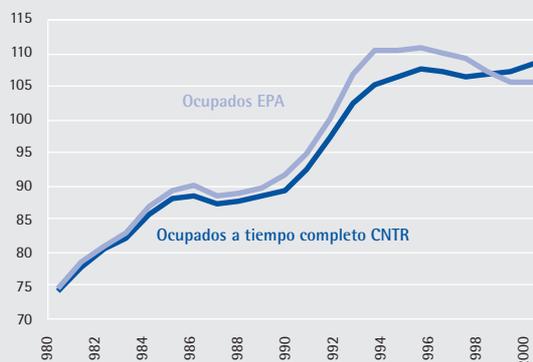
España vs UEM, diferenciales de crecimiento e inflación



Fuente: Eurostat, INE y BBVA

Gráfico 2.3

Stock de capital total por trabajador (Miles de euros de 1995 por trabajador)



Fuente: Comisión Europea, INE y BBVA

jador² desde 1980. Se observa que, con independencia de la variable de empleo utilizada (ocupados EPA o empleo a tiempo completo de la Contabilidad Nacional Trimestral), el stock de capital por empleado, tras alcanzar un máximo en 1996, ha mantenido una senda descendente hasta 2001, año en que vuelve a aumentar. A pesar de esta recuperación, su crecimiento ha sido significativamente inferior al observado en la anterior fase expansiva. Así, mientras entre 1985 y 1990 el stock de capital por ocupado a tiempo completo aumentó un 1,3% acumulado, entre 1996 y 2001 sólo lo ha hecho un 0,8%³.

Estos datos ponen de manifiesto que el periodo de expansión económica no se ha aprovechado para acometer las inversiones necesarias que impulsen la competitividad y la capacidad productiva de la economía española. Este aspecto cobra relevancia por el aumento inevitable de la competencia que conlleva la ampliación de la UE hacia los países de Europa Central y Oriental.

Más consumo, pero sin confianza

Como se anticipaba, el consumo de los hogares está creciendo más lentamente que en 2001, aunque algunos indicadores coyunturales de gasto y de producción de bienes de consumo (ventas minoristas, IPI y comercio exterior) están mostrando en la segunda mitad del año un tono más positivo que el que registraban en la primera mitad de 2002. Esto contrasta con las expectativas de los consumidores que, según los datos de confianza de la Comisión Europea, registran valores negativos en el periodo de julio a noviembre de 2002, algo que no se observaba desde mediados de 1996.

² El stock de capital se ha calculado según el método de inventario permanente a partir de los datos de inversión que publica la Comisión Europea.

³ Esta discrepancia es aún mayor cuando únicamente se observa la evolución del stock de capital productivo privado. En este caso, el ratio aumentó 5,9 p.p. en el periodo 1985-90, frente a 3,4 p.p. del periodo 1996-2001.

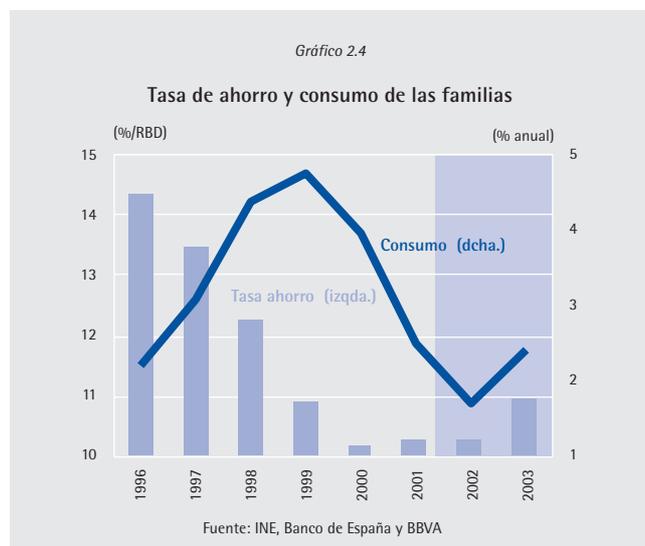
A pesar de este repunte reciente de los indicadores coyunturales, el gasto familiar acentuará su moderación en el trimestre final de 2002, de modo que de un crecimiento medio en el primer semestre del 2,0%, pasará a aumentar el 1,3% en la segunda mitad del año.

A lo largo de 2002 se está produciendo una desaceleración de la creación de empleo y un aumento de la tasa de paro, debida a los mayores incrementos de la población activa. Con todo, el empleo sigue siendo el principal soporte de la renta disponible de las familias, determinante fundamental del consumo, ya que el crecimiento de los salarios reales es prácticamente nulo. En 2003, el factor impulsor más relevante del gasto de los hogares será la reforma del IRPF, que supondrá un aumento de la renta disponible de las familias de aproximadamente 3.000 millones de euros (0,4% del PIB nominal de 2002) según las estimaciones del Gobierno. Esto, junto a la mejora de las expectativas de los hogares y el efecto positivo de la riqueza, permitirá que el consumo crezca el 2,4%. El efecto de la reforma del IRPF en el gasto se verá moderado por el bajo nivel de la tasa de ahorro actual y el deterioro previsto en la tasa de paro, lo que se traduciría en un impulso menor que el de la reforma de 1999. La mayor incertidumbre sobre las perspectivas económicas se traducirá en que una parte del aumento de la renta disponible de las familias por la reforma del IRPF se destinará al ahorro.

La desaceleración del consumo en 2002 ha permitido el mantenimiento del ahorro financiero de las familias en los niveles de 2001, ligeramente por encima del 10% de la renta bruta disponible. En 2003 se producirá un repunte adicional de la tasa ahorro, consecuencia tanto de los bajos niveles actuales (cerca del mínimo histórico) como de las incertidumbres que muestran las familias sobre su situación financiera. Así, en los últimos meses se ha producido un significativo descenso de las expectativas de las familias sobre sus posibilidades de ahorro actual y futuro, situándose según los datos de las encuestas cualitativas de la Comisión Europea, cerca de sus mínimos históricos en el segundo semestre de 2002.

Persistencia en la construcción

La inversión en construcción sigue siendo, junto con el consumo público, el componente del gasto más expansivo. Sin embargo, según la información desagregada que proporciona el Mº de Fomento en la Encuesta de Coyuntura de la Industria de la Construcción (ECIC), la actividad constructora se ha desacelerado en el tercer trimestre de 2002 por la moderación de los crecimientos registrada en el segmento de la edificación residencial (demanda de los hogares) y, sobre todo, por la caída en el último tri-



Cuadro 2.2. Construcción

% a/a	2000	2001	2002	2003
Inversión CNTR	6,2	5,8	4,4	3,6
Inversión ECIC	6,9	7,8	5,0	4,0
Edificación ECIC	8,6	6,7	7,0	6,0
Obra Civil ECIC	1,1	10,4	3,0	0,0

Fuente: INE, M^o Fomento y BBVA

mestre de la obra civil (demanda de las AA.PP.). Además, la edificación no residencial, más ligada a la demanda empresarial, muestra un tono también deprimido. Con todo, es previsible que, al igual que en anteriores revisiones, sea la información proporcionada por la ECIC la que determine el perfil de la inversión en construcción de la Contabilidad Nacional.

En su conjunto, el sector se desacelerará en 2002 y en 2003, dado que, a pesar de que es previsible que la inversión en construcción residencial se acelere ligeramente en 2002 respecto a 2001, también se registrará una desaceleración en la obra civil una vez pasado el máximo efecto positivo del ciclo electoral.

Los indicadores adelantados de actividad residencial, como los visados de arquitectos, han mostrado una recuperación en la segunda parte de 2002, lo que augura la continuación de la actividad en el segmento. Esta continuada expansión de la oferta de vivienda contrasta con el empeoramiento de las condiciones de acceso a la vivienda para las familias, lo que pudiera desembocar, a medio plazo, en una moderación de la obra nueva y en una reducción de la actividad. Sin embargo, mientras el ritmo de ventas se mantenga elevado, a los precios actuales, la promoción inmobiliaria continuará siendo también elevada. Por ello, dada la inercia que caracteriza el sector, en 2003 no es previsible un deterioro significativo de la actividad.

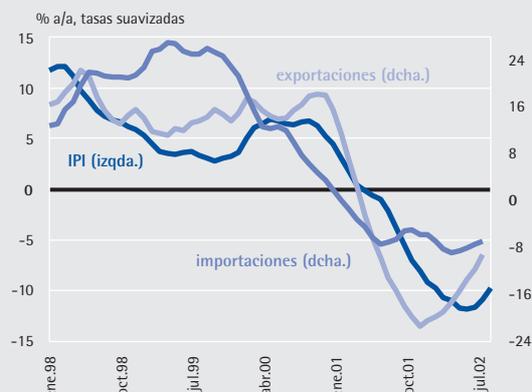
Inversión en equipo, recuperación incipiente

Los indicadores coyunturales de la inversión en equipo muestran un escenario que permite prever una recuperación de este componente del gasto en 2003, tras dos años de desaceleración (2000 y 2001) y uno de crecimiento negativo (2002). Así el grado de utilización de la capacidad productiva en la industria ha repuntado en el cuarto trimestre de 2002 hasta el 80,3, el mayor valor desde el cuarto trimestre de 2000. Además, este aumento ha sido común a todas las ramas productoras: de bienes de equipo, intermedios y de consumo. También las expectativas de las empresas industriales muestran valores menos negativos que los registrados a principios de año, en línea con la mejora registrada en el conjunto de la UEM.

Además, la producción industrial de bienes de equipo perfila una etapa de recuperación desde mediados de

Gráfico 2.5

Bienes de equipo

Fuente: INE, M^o de Hacienda y BBVA

año, interrumpiendo la fase de deterioros cada vez mayores que se venía registrando desde el segundo semestre de 2000 y a lo largo del año 2001. Las exportaciones de bienes de capital, por su parte, también están evolucionando significativamente mejor en la última parte de 2002, aunque con tasas anuales todavía negativas. Sólo las importaciones de equipo mantienen un perfil de crecimientos estabilizados sin tendencia positiva.

Sin embargo, algunos indicadores recientes relativos a las expectativas de actividad en los países de mayor peso de la UEM, moderan el optimismo sobre la sostenibilidad del ritmo de la recuperación de la inversión en equipo en España. Con todo, la expansión se producirá paulatinamente a lo largo de 2003, con la recuperación europea y, por tanto, de las expectativas de demanda de las empresas.

El otro factor de apoyo a la recuperación de la inversión es el comportamiento de los tipos de interés reales, cerca de sus mínimos históricos, lo que mantiene el coste real de uso de capital en niveles bajos. Además, la situación financiera de las empresas es, en general, positiva según los datos de la Central de Balances Trimestral del Banco de España. Así, la rentabilidad empresarial se mantiene algo por encima del nivel de años anteriores (8,6% en el primer semestre de 2002, 8,4% en 2001), mientras que el coste de la financiación recibida se sigue reduciendo por las caídas de tipos nominales, aunque las mejoras se ven limitadas por el mayor volumen de deuda empresarial.

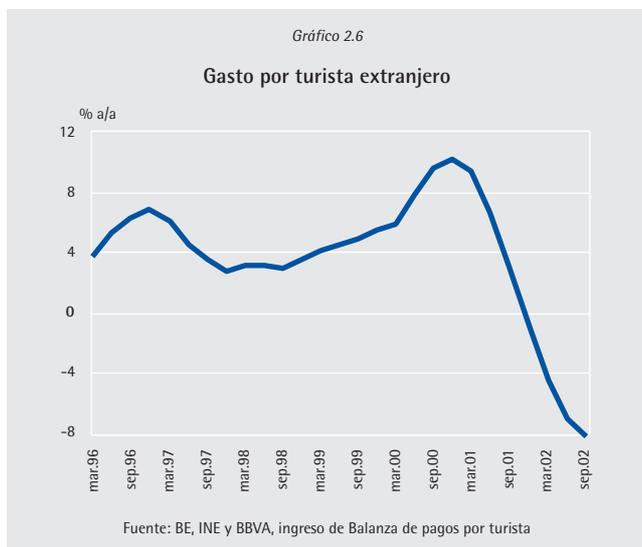
Saldo exterior nulo

En los últimos meses se han ido recortando las expectativas de crecimiento internacional, reduciéndose la tasa de crecimiento esperada del PIB para 2002 y la magnitud de la expansión posterior. Además, la limitada aceleración del crecimiento mundial en 2003 su-

pondrá también una recuperación del comercio internacional muy moderada, inferior en todo caso al 6% medio registrado en los últimos 20 años. Así, tras registrarse una caída real en 2001, primer descenso desde 1982, ya se está registrando en 2002 una cierta mejoría: las importaciones mundiales han pasado de caer el 3,3% anual en la segunda mitad de 2001 a crecer el 1,6% en la primera mitad de este año, según datos preliminares del FMI.

En el área del euro, la recuperación iniciada a finales de 2001 es muy suave, con un crecimiento medio esperado del 0,8% en 2002, 0,7 p.p. menos que en 2001, apoyado más en la aportación positiva del sector exterior que en la demanda interna. Así, entre los principales clientes de la economía española, Francia y Alemania han registrado caídas reales de sus importaciones de bienes y servicios en la primera mitad de 2002, en línea con la desaceleración de su demanda de consumo y la caída de la de inversión. Los datos de aduanas muestran una caída real de las exportaciones de bienes a la Unión Europea del 1,8% (al resto de zonas se registró en el mismo periodo una subida del 1,7%), aunque con una cierta recuperación en los últimos meses.

La atonía del comercio de bienes en el primer semestre de 2002 no se ha visto compensada por los ingresos de turismo. Sólo los últimos datos disponibles de entradas de turistas, correspondientes al mes de octubre, muestran cierta mejoría, al pasar del 0,1% acumulado hasta julio al 2,1% en octubre. Sin embargo, no se ha producido aún una mejora de los ingresos reales por turista, con una tendencia de caída muy acusada desde mediados de 2001. Este indicador es muy relevante, dada la creciente competencia de otros destinos del sur y este de Europa o norte de Africa, zonas con las que es muy difícil competir vía precios.



Cuadro 2.3. Competitividad (TCER, %)

	ESP-MUNDO	ESP-UEM	UEM-MUNDO	\$/€
1998	1,2	0,2	2,5	1,12
1999	-1,5	1,1	-6,1	1,07
2000	-3,1	1,2	-9,7	0,92
2001	2,1	1,0	2,5	0,90
2002	3,2	1,4	4,4	0,94
2003	2,8	1,1	4,2	1,00

Fuente: BBVA

Con todo se prevé que en 2002, las exportaciones caigan el 0,9%, aunque con una recuperación paulatina de las tasas interanuales ya iniciada en el segundo trimestre de 2002. Paralelamente, las importaciones de bienes y servicios consolidarán la recuperación ya apuntada por los datos más recientes de Aduanas y Contabilidad Nacional⁴. Este comportamiento, a pesar de la desaceleración del gasto interno se está viendo favorecido por el significativo descenso de los precios de los bienes importados, consecuencia tanto de la caída de los precios en dólares de mercancías en los mercados internacionales como de la paulatina apreciación del tipo de cambio efectivo del euro (ver Recuadro adjunto). Hay que destacar además que la limitada recuperación de las exportaciones en 2003 será resultado del efecto acumulativo de la pérdida de competitividad precio de las mercancías españolas. Este comportamiento resulta, tanto de los sostenidos diferenciales de precios frente a sus principales socios comerciales, como de la apreciación del euro.

En este entorno, la desaceleración de los IVU de las exportaciones de bienes (0,4% anual en los ocho primeros meses de 2002, cuatro puntos menos que el crecimiento registrado en el mismo periodo de 2001) y el crecimiento del deflator de la industria por debajo de los Costes Laborales Unitarios, son evidencias del proceso de competencia vía precios y de compresión de márgenes empresariales en las ventas españolas.

El empleo aguanta la desaceleración

El empleo está creciendo en 2002 por debajo de las cifras de años anteriores, pero sin experimentar tasas de crecimiento negativas, algo novedoso dado que la economía española crece por debajo del 2%, una cifra que se consideraba crítica para la creación de empleo. Así, desde 1981, primer dato disponible de variación del PIB según el SEC 95, el año 2002 sería el primer periodo en el que con un crecimiento del 1,9% no se registraría un descenso del nivel de empleo: el número de ocupados equivalentes a tiempo completo ha crecido el 1,3% anual

⁴ Las cifras de Contabilidad Nacional Trimestral recogen la súbita e intensa recuperación de los flujos comerciales registrados por Aduanas en el 3tr02, que tanto en exportaciones como en importaciones crecieron a tasas reales corregidas de variaciones estacionales no alcanzadas desde el 1tr94 y el 2tr97 respectivamente.

Cuadro 2.4. Extranjeros en España, peso sobre el total (%) y variación (% a/a)

	dic-98	dic-99	dic-00	dic-01	oct-02 (**)
Afiliados S.S. (%/total)	1,7	2,3	3,0	3,8	5,1
(% a/a)		44,7	36,0	33,8	39,3
Ocupados EPA (%/total)	1,1	1,4	1,7	2,3	2,8
(% a/a)		29,9	30,6	40,0	28,7

(*) 2tr02 para la EPA
(**) 3tr02 para la EPA
Fuente: INE, M^o Trabajo y Asuntos Sociales y BBVA

medio en los tres primeros trimestres de 2002, con la economía creciendo al 2%.

Son varios los factores que justifican el relativamente mejor comportamiento del empleo en la desaceleración actual. En primer lugar, la desaceleración vigente es relativamente moderada, a diferencia de lo ocurrido en 1992 y 1993, cuando el PIB creció el 0,9% y el -1,0% respectivamente. Además, la regulación legal del mercado laboral se ha flexibilizado desde entonces, lo que ha facilitado una menor "agresividad" salarial que en media de 1991-93 fue del 3,8%, en 2001-02 y, aunque continúe siendo elevada, se ha reducido a 1,9 puntos porcentuales. Por otra parte, la mayor rigidez laboral en el periodo 1992-93 facilitó que el ajuste durante la crisis se produjera en mayor medida vía cantidades (empleo) que vía precios (salarios). En resumen, la actual desaceleración, relativamente moderada, con un mercado laboral relativamente más flexible y tras varios años de moderación salarial real, permite que el empleo evolucione comparativamente mejor.

Con todo, en la primera mitad de 2002 se frenó la desaceleración del empleo, registrándose incluso una ligera aceleración, que en el tercer trimestre de 2002 se intensificó según los datos de la Seguridad Social. La expansión de la afiliación a la Seguridad Social en el tercer trimestre de 2002 (3,2% a/a, por encima del 3,0% medio del primer semestre del año) se está viendo favorecida por el crecimiento del empleo de extranjeros. Así, si en dic-98, el empleo de extranjeros representaba el 1,7% del total de los afiliados y el 1,1% de los ocupados de la EPA, en octubre de 2002, el peso de los extranjeros afiliados a la Seguridad Social se situaba en el 5,1%. En la EPA, los ocupados extranjeros en el tercer trimestre de 2002 eran el 2,8% del total. A pesar de que la EPA actual se basa en nuevas proyecciones de población, con hipótesis sobre saldos migratorios más cercanas a la realidad, su estructura basada en el hogar familiar como unidad elemental podría estar sesgando a la baja el peso de los inmigrantes en el empleo. Además, las sucesivas reformas del mercado laboral han desa-

rollado un esquema de subvenciones a la contratación que podría estar facilitando que parte del crecimiento de los afiliados sea "estadístico", fruto de la afloración de empleo no fiscalizado previamente, y no real, efecto que podría ser más intenso en las actividades con más mano de obra extranjera⁵.

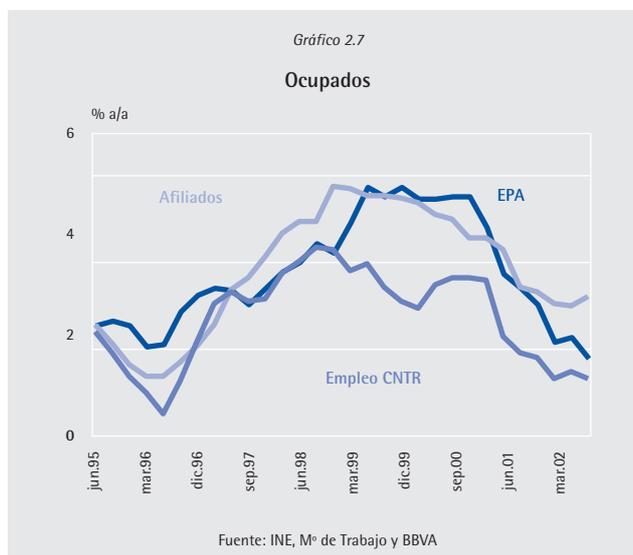
Práctica estabilización de la tasa de paro en 2002 y 2003

Con todo, a pesar de la ralentización de la actividad en 2002, se prevé que el empleo EPA crezca el 1,9%. Ahora bien, esta expansión se verá más que compensada este año por el aumento esperado de la población activa, del 3,0%, lo que se traducirá en un aumento de la tasa de paro en 2002 de casi un punto porcentual, desde el 10,5% de 2001 al 11,4%. En 2003, la tasa de paro se mantendrá prácticamente estable (se reducirá una décima, hasta el 11,3% de los activos) como consecuencia de la desaceleración del empleo EPA y de la población activa⁶.

En síntesis, el escenario previsto de crecimiento y actividad supone un aumento en 2002 de la productividad aparente del trabajo del 0,6%, por encima del 0,3% registrado en 2001, pero todavía muy reducido, sobre todo si se compara con el conjunto de la UEM: en el periodo 1997-01, la productividad del empleo creció en el área del euro el 1,0% anual, 0,4 puntos porcentuales más que en España.

⁵ El 15% de los empleos "sumergidos" detectados por la Inspección de Trabajo en 2001 estaba ocupado por extranjeros, por encima del 3,8% que suponían los extranjeros en el total de afiliados.

⁶ Hay que destacar que las mejoras introducidas en la EPA (nuevas proyecciones de población, reponderación de grupos de población por sexo y edad y cambio de definición del paro) suponen a corto plazo una mayor incertidumbre sobre las previsiones del mercado laboral.



¿Qué dicen los determinantes del consumo privado para 2003?

La lentitud con la que la economía mundial está superando la actual fase de desaceleración ha provocado una revisión de las perspectivas de crecimiento para 2003. Por ello, la consolidación de la recuperación de la economía española a lo largo de dicho año dependerá, principalmente, del mayor dinamismo de su demanda interna. En concreto, el consumo privado, que representa en torno al 60% del PIB, es el componente que incidirá en mayor medida en el crecimiento en 2003 (1,5 pp según previsiones de BBVA). Por ello, es importante conocer la evolución de sus principales determinantes y analizar su sensibilidad a cambios en los mismos.

Para realizar este ejercicio se utiliza una función de consumo privado estimada por el Servicio de Estudios de BBVA¹. Dicha función recoge los cambios que se han producido en la década de los noventa en la composición del patrimonio financiero e inmobiliario de los hogares y que, sin duda, han afectado a su capacidad de pago. Si bien, en el largo plazo, el consumo privado depende del valor presente de su stock de riqueza, aproximada por la renta permanente, en el corto y medio plazo, la existencia de restricciones de liquidez, la incertidumbre sobre la evolución de su renta y riqueza, o los hábitos de consumo explican que éste se desvíe transitoriamente de la senda que marcan sus determinantes. Por ello, la función estimada expresa el consumo privado como dependiente de la renta disponible (*yd*), de la riqueza financiera en renta fija (*wf*), de la riqueza financiera en renta variable (*we*), de la riqueza inmobiliaria neta² (*wi*) y de otro conjunto de variables denotadas por *Z* (tasa de paro, tipo de interés real, tasa de inflación, stock de bienes duraderos, "efecto euro", etc...):

$$(1) c = f(yd, wf, we, wi, Z)$$

En la tercera columna del cuadro adjunto se presenta el comportamiento previsto de estas variables para 2003. Las peores expectativas sobre la evolución de las rentas futuras ante el deterioro del mercado laboral, las pérdidas acumuladas de riqueza en renta variable y la interrupción del proceso de significativas revalorizaciones del *stock* de viviendas observado en los últimos años limitarán la recuperación del consumo privado en 2003. Especialmente porque ello se produce en un contexto de incertidumbre sobre la solidez de la recuperación económica, de un importante aumento del endeudamiento de las familias y de mínimos en su tasa de ahorro. Bajo este escenario, la función de consumo explica una fuerte desaceleración del consumo privado en 2002, hasta tasas cercanas al 1%, y una suave recuperación a lo largo de 2003, hasta 1,7% de media. No obstante, estos resultados están condicionados por factores extraordinarios como el "efecto euro" y la reforma del IRPF. A diferencia de la acometida en 1999, el impacto de la nueva reforma será más moderado. En primer lugar, porque se espera que el efecto sobre la renta disponible sea menor³, y, en segundo, porque se produce en un contexto económico en el que las familias posiblemente optarán por recomponer su situación patrimonial tras el descalabro bursátil y aumentarán su tasa de ahorro.

La sensibilidad de la previsión del consumo privado para 2003 a la evolución de sus determinantes se contrasta mediante simulaciones del modelo. Los supuestos alternativos pueden relacionarse con el impacto de diferentes políticas monetaria y fiscal. Así, por ejemplo, un endurecimiento de la política monetaria, *ceteris paribus*, que supusiera un aumento de un punto del tipo de interés nominal y real, reduciría en media el consumo privado del año siguiente en una décima. En cuanto a la política fiscal, una reforma impositiva⁴, que incrementa la renta disponible un 0,8% más de lo que hubiera crecido en su ausencia (unos 3600 millones de euros en 2003), elevaría el consumo en tres décimas en el año en que entre en vigor.

En cuanto al efecto riqueza, los cambios en la estructura patrimonial de las familias han aumentado la vulnerabilidad del *stock* de riqueza a un descenso de las cotizaciones bursátiles o de los precios de la vivienda y, por tanto, el riesgo a una brusca corrección del consumo privado. Así, si la participación de los hogares en la bolsa española registra en 2003 un descenso similar al registrado en 2002, el ritmo de crecimiento del consumo se reduciría en cuatro décimas. Este efecto sería más que compensado por un aumento de la riqueza inmobiliaria similar al de 2002. Sin embargo, el mantenimiento de tasas de crecimiento del precio de la vivienda superiores a las que apuntan los fundamentos y la desaparición de factores que transitoriamente impulsaron el crecimiento del mismo ("efecto euro"), en un contexto de menor crecimiento económico, otorgan una probabilidad reducida a que en 2003 el precio de la vivienda mantenga un ritmo de crecimiento real similar al de años anteriores.

En suma, la evolución esperada de los determinantes de largo plazo del consumo privado (renta disponible y riqueza) y de corto plazo (desempleo, tipos de interés reales y confianza de los consumidores) sugieren que el consumo se moderará en 2002 y que tan sólo se recuperará progresivamente a lo largo de 2003, si bien estos resultados están condicionados por factores extraordinarios como el "efecto euro" y la reforma del IRPF.

Simulación del impacto sobre el consumo de cambios en sus variables explicativas					
	Escenario base			Escenario Alternativo	Desviaciones de la tasa de crecimiento del consumo respecto al escenario base
(% anual)	2001	2002	2003	2003	2003
Renta disponible	2,6	1,7	2,9	3,7	0,3
Tasa paro	10,5	11,5	11,4	12,5	-0,2
Tipo interés real	1,8	1,4	1,7	2,4	0,1
Confianza Consumidor	-4,0	-10,0	-0,1	2,3	0,3
Riqueza en renta variable	-8,6	-14,1	4,9	-14,1	-0,4
Riqueza en renta fija	6,1	3,4	4,6	6,1	0,3
Riqueza inmobiliaria	14,1	14,2	5,6	14,2	0,6

Fuente: BBVA, Servicio de Estudios

¹ Un análisis detallado de la función de consumo privado se presenta en Balmaseda, M. y Tello, P.: "¿Han cambiado los determinantes del consumo en España?" *Situación España*, Julio 2002.

² Se ha corregido el stock de riqueza del saldo vivo de crédito hipotecario concedido por entidades residentes.

³ Según las estimaciones oficiales, la Reforma del IRPF prevista para 2003 reducirá la cuota líquida en torno a 3000 millones de euros, aproximadamente un 62% del impacto definitivo de la anterior reforma.

⁴ Se considera que la reforma del sistema impositivo sólo se transmite a través de su impacto directo sobre la renta disponible de los hogares, es decir, no afecta ni a la negociación salarial, ni al déficit público, ni a las prestaciones sociales, ni tampoco a la inflación.

Los límites de la banda ancha en España: Internet y ordenadores

Según los datos del *Eurobarómetro* de junio de 2002, elaborado para la Comisión Europea, el 18% de los hogares españoles con acceso a Internet disponían de conexión de banda ancha (ADSL o cable). Ello supone un aumento de cerca de 12 puntos porcentuales (p.p.) desde junio de 2001, cuando el porcentaje de hogares que disponían de estas tecnologías apenas se elevaba al 6,3%. La base de esta evolución ha sido el espectacular incremento de las conexiones de ADSL, que alcanzaban en junio de 2002 el 14% de los hogares con Internet (frente al 2,9% en 2001). Mientras, el incremento de la penetración de Internet por cable ha sido modesto, alcanzando el 4% (frente al 3,4% en 2001).

Estas cifras sitúan a España ligeramente por encima del promedio de la UE, donde el 17% de los hogares con conexión a Internet disponían en junio de 2002 de banda ancha (10% ADSL y 7% cable). Por ello, la valoración inicial es positiva, en la medida en que refleja un éxito comercial de las operadoras de banda ancha, así como la apuesta decidida de los hogares españoles por conexiones rápidas a la Red. Ello supone, además, un avance en el *Plan de Acción eEurope 2005* "Una Sociedad de la Información para todos"¹, que fue aprobado por la Comisión Europea en mayo de 2002 como relevo al *Plan eEurope 2002*² y marca como objetivo prioritario la extensión de la disponibilidad de banda ancha a precios competitivos en toda la UE.

No obstante, un análisis algo más detallado de los datos obliga a matizar esta valoración. En primer lugar, desde mediados de 2002 se asiste a una cierta ralentización de la extensión de las conexiones de ADSL en España. Y, más importante, el proceso de convergencia digital no se puede limitar a mejorar la tecnología en los hogares ya conectados, sino que exige reducir la importante brecha que persiste en la penetración global de Internet en los hogares españoles frente a los europeos. Así, aunque el porcentaje de hogares españoles con conexión a Internet ha crecido 6 puntos porcentuales en un año, situándose en el 29,5% en junio de 2002, esta cifra es 11 puntos inferior al promedio de la UE (40,4%). Ello explica que, en el total de hogares, la penetración de banda ancha en España (5,3%) se mantenga por debajo del promedio europeo (6,9%).

En términos dinámicos, en el seno de la UE se ha asistido a una ampliación de la brecha digital, al aumentar la dispersión de la penetración de Internet de banda ancha entre países. En este proceso España ha logrado disminuir significativamente el retraso que mostraba respecto a la UE en términos de porcentaje de hogares con conexión de alta velocidad (al reducirse de 3,2 p.p. en junio de 2001 a 1,6 p.p. en junio de 2002), así como aumentar la ventaja respecto a los tres países más rezagados (de 0,3 p.p. en 2001 a 4,4 p.p. en 2002). En cambio, los líderes en la adopción de Internet de banda ancha han ampliado su ventaja respecto a España (de 10,3 p.p. en 2001 a 13,7 p.p. en 2002)³.

La convergencia definitiva de España depende, en gran medida, del aumento de la penetración global de Internet en la población. Empleando los datos del *Estudio General de Medios* (EGM) elaborado por la Asociación para la Investigación de los Medios de Comunicación (AIMC), el perfil de difusión de Internet en nuestro país parece responder, hasta el momento, al modelo convencional de "curva S", basado en el supuesto de que la adopción de esta nueva tecnología está limitada por la difusión de información sobre la misma.⁴

¹ Véase http://europa.eu.int/information_society/europe/news_library/documents/eeurope2005/eeurope2005_en.pdf

² Véase http://europa.eu.int/information_society/europe/action_plan/pdf/actionplan_en.pdf. Para una evaluación de sus resultados, véase "eEurope 2002: España avanza pero no converge con la Unión Europea". Revista *Situación España*, abril de 2002, p.11. Servicio de Estudios, BBVA. Madrid.

³ Se seleccionaron, en cada período, los tres países con mayor y con menor nivel de penetración de Internet de banda ancha en el total de hogares. Entre los líderes los únicos que aparecen en las tres observaciones son los Países Bajos y entre los más rezagados, Grecia.

⁴ Sobre este tipo de modelos, denominados "modelos de epidemias" por la similitud entre el proceso de difusión de las nuevas tecnologías y el de extensión de epidemias, así como sobre modelos alternativos, véase P.A. Geroski (1999): "Models of technology diffusion". CEPR, *Discussion Paper* n. 2146.

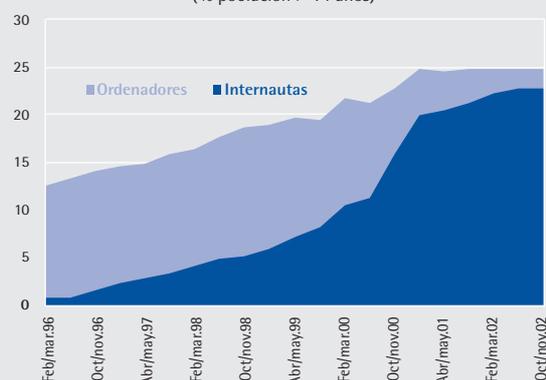
Internet de banda ancha en la UE, 2000-2002
(% hogares)



Nota: Se representa el promedio simple de los tres países líderes en cada período, de los tres países más rezagados, de España y de la UE.

Fuente: Comisión Europea y BBVA

Ordenadores e Internet en España, 1996-2002
(% población > 14 años)



Nota: La penetración de equipos informáticos se supone constante desde octubre/noviembre de 2001, al no disponerse de datos.

Fuente: AIMC-EGM y BBVA

Bajo este enfoque, en una primera fase, comprendida aproximadamente entre marzo de 1996 y marzo de 1999, sólo una reducida proporción de la población conocía y usaba Internet, por lo que el incremento de la penetración fue moderado. Posteriormente, cada usuario divulgó la información a no usuarios, los cuales adoptaron Internet y expandieron más información, generándose un proceso acelerado de difusión que se concentró entre abril de 1999 y marzo de 2001. Finalmente, conforme la penetración aumentó, la probabilidad de transmitir información a no usuarios disminuyó, provocando, desde abril de 2001, la actual desaceleración del incremento de la penetración hacia el nivel de usuarios potenciales. Según los datos del último EGM, el colectivo de internautas en España se elevaba en noviembre de 2002 a aproximadamente 7,9 millones, un 22,6% de la población mayor de 14 años.

Por tanto, el mayor motivo de alerta no radica tanto en el modelo de difusión tecnológico – que, por lo expuesto, es el habitual – como en el nivel de saturación que parece apuntar. Para valorar el entorno en el que éste podría situarse, se ha estimado, para el período marzo de 1996–noviembre de 2002, una especificación simple de la *forma funcional logística*, cuya representación gráfica se asemeja a una "curva S":

$$INT_t = \frac{INT_p}{(1 + \phi \cdot e^{-\kappa t})}$$

donde INT_t es el número de internautas medidos según el EGM (en miles de personas), T es una tendencia temporal, INT_p es el número de internautas potenciales, κ es un parámetro que representa la velocidad del proceso de difusión, ϕ determina la posición de la curva y t es el período de la encuesta (cada dos meses)⁵. Este modelo predice que, de mantenerse el mismo patrón de difusión tecnológica, la población internauta española se estabilizaría en torno a 9,6 millones de personas a mediados de 2008, aproximadamente el 27,5% de la población mayor de 14 años⁶. El intervalo de confianza de este nivel potencial, tomando dos desviaciones típicas, se situaría entre el 25% y el 30% de la población mayor de 14 años (entre 8,7 y 10,5 millones de internautas). Este nivel de saturación resultaría notablemente inferior al observado en los países tecnológicamente más avanzados de la UE (Suecia, Finlandia, Reino Unido y Dinamarca), en los cuales el incremento de la penetración de Internet no comenzó a desacelerarse hasta que alcanzó el 50-55% de la población.

¿Se puede evitar este estancamiento? Un factor limitativo determinante parece ser la reducida dotación de equipos informáticos en los hogares españoles. Empleando los datos del EGM, se puede deducir que cerca del 90% de los ordenadores disponen en la actualidad de conexión a Internet, habiéndose observado que la penetración de Internet inició su desaceleración cuando este porcentaje superó el 80%. En este sentido, el citado *Plan eEurope 2005* pone especial énfasis en el acceso multicanal, proponiendo fomentar la oferta de contenidos adaptados a accesos alternativos, muy difundidos en la población europea, como el teléfono móvil y la televisión digital. Estas medidas son especialmente necesarias en el caso español, en donde, según el *Eurobarómetro*, tan sólo el 2% de los hogares emplea el televisor para acceder a Internet y apenas en el 1% el teléfono móvil o la consola de videojuegos, frente al 97% donde se usa el ordenador. A pesar de ello, el factor limitativo más importante es la disponibilidad de equipos informáticos en los hogares españoles. Elevar esta dotación debería ser una prioridad, porque permitiría, de una manera más inmediata, superar el actual techo a la penetración de Internet, así como facilitar la convergencia plena de España con la UE en la extensión de Internet de banda ancha.

⁵ Los datos entre las tres oleadas anuales del EGM (febrero/marzo, abril/mayo y octubre/noviembre) se infirieron linealmente, para homogeneizar el período temporal entre cada encuesta. En consecuencia, se dispone de 41 observaciones, 21 originales y 20 inferidas.

⁶ La bondad de esta especificación se basa, no sólo en la significatividad de los coeficientes estimados, sino también en su capacidad para identificar con éxito el período de más intensa difusión de Internet en España, entre marzo de 2000 y marzo 2001. No obstante, se estimó adicionalmente una especificación alternativa de la "curva S", la denominada *función de Gompertz* $INT_t = INT_p \cdot e^{-\phi \cdot e^{-\kappa t}}$ así como una función exponencial, cuyos resultados no fueron satisfactorios, al no captar correctamente la actual desaceleración.

Modelo de difusión de Internet en España, 1996-2002

Variable dependiente: Internautas (INT)
 Estimación por mínimos cuadrados no lineales
 Período: marzo 1996 – noviembre 2002
 Valores iniciales: $INT_p = 7856$, $\phi = 0$ y $\kappa = 0$

	Coefficiente	Error estándar	Estadístico t
Internautas potenciales	9559,38	449,81	21,25
ϕ	51,24	8,83	5,80
κ	0,14	0,01	15,05

R² ajustado=0,98; Error estándar de la regresión=359,25

Fuente: BBVA

Internet en España, 1996-2010

(Miles de internautas)



Fuente: AIMC-EGM y BBVA

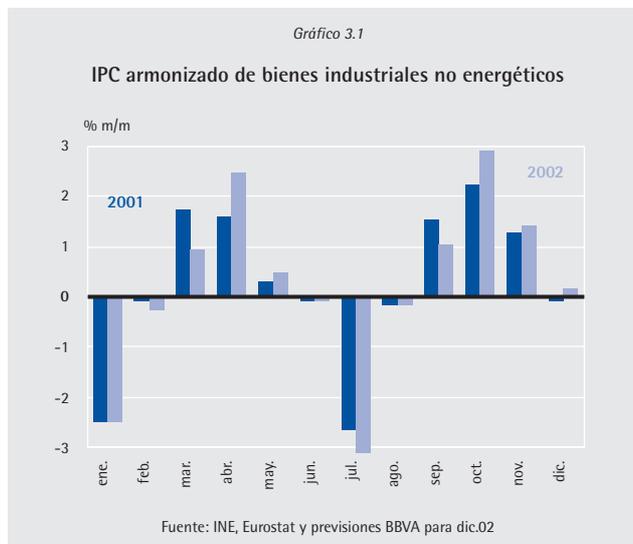
3. Precios y salarios

Sin rebajas en la inflación

La inflación medida a través de la variación anual del IPC fue del 3,5% en el tercer trimestre de 2002, la misma tasa que en el segundo trimestre de 2002, con lo que se interrumpió la aceleración de los precios iniciada con el año. Indicadores más estables de inflación como el IPSEBENE o el IPC Tendencial BBVA, no sólo no se aceleraron en el tercer trimestre de 2002, sino que redujeron sus tasas de crecimiento, lo que permitió compensar el alza generalizada de los precios de los elementos más volátiles del IPC, la energía y los alimentos frescos. Sin embargo, en octubre y noviembre, y fundamentalmente como consecuencia de la aceleración de los precios de las manufacturas industriales no energéticas, la inflación repuntó hasta el 4%.

Así, el comportamiento más reciente de los precios confirma el cambio estructural registrado en el IPC de bienes industriales sin energía. En el tercer trimestre de 2002, estos bienes desaceleraron sus precios seis décimas, desde el 2,8% del segundo trimestre de 2002 al 2,2%, variación relativa muy superior a cualquiera otra registrada en la serie histórica. La alteración en el comportamiento de los precios de este tipo de bienes se debe tanto a los cambios realizados en la cesta de productos que se incluyen en el índice como a la introducción en su cálculo de rebajas estacionales y ofertas no periódicas (rebajas de verano o invierno y periodos "fantásticos"), que antes no se consideraban¹. La incorporación de las rebajas aumenta la incidencia de la situación coyuntural sobre la inflación, que

¹ Para una síntesis de los cambios introducidos en el IPC, véase: BBVA (abril 2002): "Un IPC más moderno", Situación España, pp. 15 y 16. Un comentario detallado del efecto de las rebajas en la inflación se encuentra en BBVA (julio 2002): "Inflación: rebajas y volatilidad". Situación España, pp. 17 y 18.



también se ve afectada incluso por las diferencias de fecha en la introducción de la nueva temporada en productos como vestido y calzado, como ha ocurrido en septiembre y octubre de 2002. Además, parte del repunte de noviembre en vestido y calzado (3,9%), podría haberse debido, al menos parcialmente, a cierto "efecto redondeo" con la llegada de productos de nueva temporada.

Además, las medidas subyacentes de inflación utilizadas hasta ahora, que eliminaban los componentes más erráticos del índice, no debidos a factores económicos más o menos permanentes, eran, a su vez, medidas "tendenciales" de inflación, en el sentido de tener una reducida volatilidad. Esto ya no es así; el incremento de la variabilidad del IPC de bienes industriales no energéticos, uno de los componentes tradicionalmente más estables, ha afectado al IPSEBENE, en el que pesa el 38%, y al IPC Tendencial BBVA,

Cuadro 3.1. Inflación

(% anual)	IPC General			IPSEBENE			IPC residual			IPC tendencial		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
ene	3,7	3,1	3,6	3,1	3,6	3,3	5,4	2,4	2,8	3,0	3,3	3,8
feb	3,8	3,1	3,5	3,2	3,6	3,2	5,7	2,2	3,1	3,2	3,4	3,6
mar	3,9	3,1	3,3	3,3	3,5	3,2	5,4	2,7	2,0	3,3	3,3	3,7
abr	4,0	3,6	2,8	3,4	3,9	2,9	5,6	2,9	1,5	3,4	3,9	3,3
may	4,2	3,6	2,6	3,5	4,1	2,7	6,3	2,9	0,8	3,4	3,9	3,3
jun	4,2	3,4	2,8	3,5	4,1	2,8	6,4	1,7	1,5	3,4	4,0	3,2
jul	3,9	3,4	3,0	3,5	3,8	3,0	4,7	2,9	2,0	3,5	3,5	3,4
ago	3,7	3,6	3,2	3,6	3,8	3,1	3,9	3,3	2,8	3,5	3,7	3,3
sep	3,4	3,5	3,3	3,5	3,5	3,3	2,9	4,0	2,1	3,5	3,3	3,8
oct	3,0	4,0	3,0	3,7	3,7	2,9	1,4	4,8	1,8	3,5	3,7	3,5
nov	2,7	3,9	3,4	3,7	3,6	3,0	0,2	3,9	3,5	3,5	3,9	3,4
dic	2,7	4,1	3,4	3,8	3,6	3,0	0,2	4,4	3,5	3,5	4,0	3,3
media	3,6	3,5	3,2	3,5	3,7	3,0	4,0	3,2	2,3	3,4	3,7	3,5

Fuente: INE y previsiones BBVA

índice del que supone un 42%. Con ello, estas aproximaciones a la tendencia de la inflación son menos estables². Todo ello supone además, al menos a corto plazo, un aumento de la incertidumbre de las previsiones de inflación al tener que estimar adicionalmente el comportamiento de las rebajas sin un patrón histórico previo.

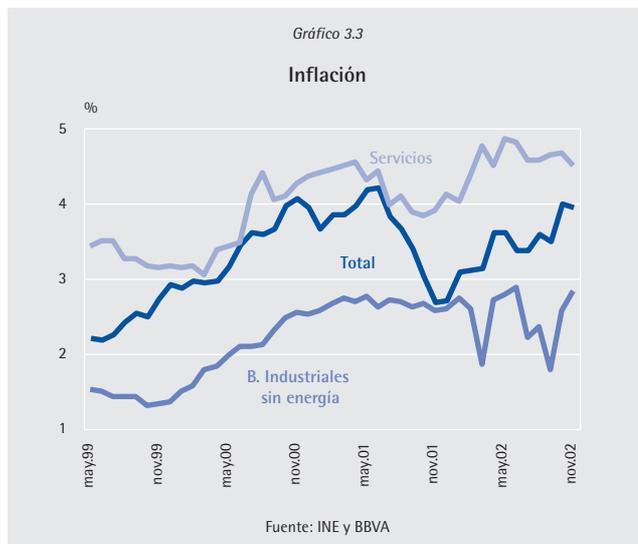
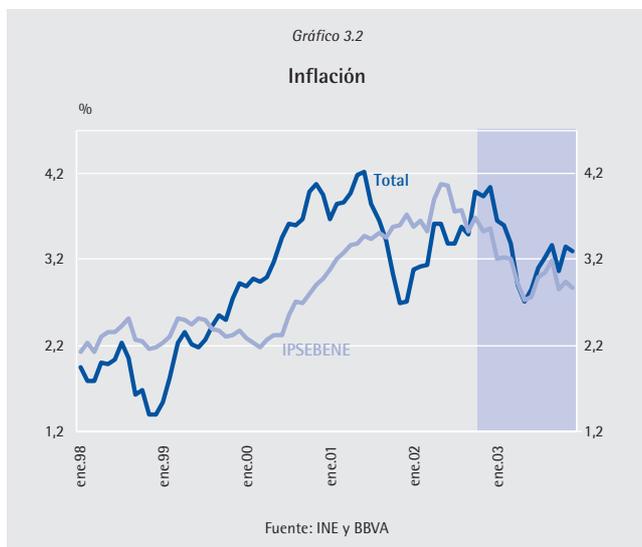
Inflación a la baja en 2003

Las tensiones inflacionistas de la economía española, medidas a través del IPC tendencial BBVA se sitúan en el 3,7% en 2002, tres décimas más que el 3,4% registrado en 2001. La inflación general se situará al final de 2002 en el 4,1%, 1,4 p.p. más que en diciembre de 2001, con lo que la tasa media anual será del 3,5%, una décima menos que en 2001.

La inflación media se reducirá en 2003 hasta el 3,2%, La inflación medida por el IPC Tendencial BBVA será del 3,4% a finales del nuevo año, cinco décimas menos que un año antes. Esta caída de la inflación tendencial será más intensa en alimentos elaborados (sin tabaco ni aceite) y en servicios (sin enseñanza, comunicaciones ni turismo), mientras que la variación de los precios de los bienes industriales no energéticos será prácticamente la misma que en 2002, en línea con el comportamiento de los precios de fases previas del proceso productivo, como muestra el Índice de Precios Industriales de bienes no alimenticios de consumo.

En los servicios, la desaceleración prevista para 2003 es de 0,9 puntos porcentuales, del 4,6% en 2002 al 3,7%. Estas cifras incorporan que el "efecto redondeo" en 2002, tras la introducción del euro, ha supuesto un choque sobre el nivel de precios, pero no sobre su

² La volatilidad media de la tasa mensual del IAPC de bienes industriales no energéticos fue hasta 2000 de 0,09 puntos porcentuales, pasando a ser de 0,26 p.p. desde 2001 hasta octubre de 2002.



crecimiento³. En este sentido, los precios de la subclase del IPC de bares y restaurantes, tras acelerarse 1,1 p.p. en el segundo trimestre de 2002 (del 4,7% al 5,8%), en el tercer trimestre de 2002 registraron una subida del 5,9%, sólo 0,1 p.p. más que en el periodo anterior, tasa que se repitió en los meses de octubre y noviembre.

En lo referente al resto de componentes del IPC, los precios de la energía subirán en 2003 el 1,9%. Estas cifras son coherentes con una ligera subida de los precios medios del crudo (de 25 a 25,5 dólares el barril de Brent), la apreciación del euro y una subida de la tarifa eléctrica doméstica que se estima de entre el 1,5% y el 2%.

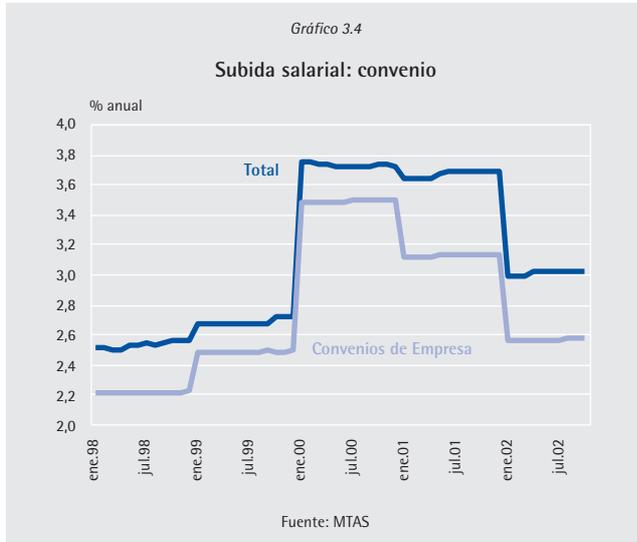
Con todo, la inflación registrará al final de 2003 un valor del 3,4%, manteniéndose por debajo del 3% durante el segundo trimestre del año. A pesar de la caída media de la inflación en 2003, el diferencial con el conjunto de la UEM se mantendrá por encima del 1%, cifra que corresponde a la brecha media del periodo 1998-2001, y que es muy superior al mínimo registrado en 1997 (0,3%). Con ello, la economía española continuará perdiendo competitividad un año más. Este deterioro será agravado respecto a la zona no UEM por la apreciación prevista del euro, que se revalorizará respecto al dólar de EE.UU. el 5,5%, desde 0,94 dólares/euro a 1,00.

Moderación salarial en ausencia de productividad

La subida salarial acumulada negociada en los convenios colectivos registrados hasta octubre de 2002 fue del 3,0%, tasas inferiores a las acumuladas el año anterior (3,5%, y 3,7% con el efecto de las cláusulas de salvaguarda de poder adquisitivo), lo que no ocurría desde 1998.

Esta moderación salarial en 2002 se ha producido en un entorno económico menos dinámico (desaceleración,

³ De trasladarse este aumento de precios a los procesos de negociación de rentas, podría tener un efecto duradero sobre la inflación.



menor crecimiento del empleo, aumento del paro) y tras la firma por parte de los agentes sociales, en diciembre de 2001, del Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva 2002. Este documento tomó como referencia para la negociación salarial de este año el 2%, cifra superable tomando en consideración la evolución de la productividad.

Las organizaciones sindicales y empresariales están pendientes de analizar los resultados del acuerdo para 2002 y negociar su posible ampliación a 2003, algo que parece más probable tras la reciente reforma parlamentaria del decreto aprobado por el Gobierno en mayo para la reforma del sistema de prestación por desempleo.

Los acuerdos de rentas son un elemento importante en la consecución de la moderación salarial, más si facilitan una más directa relación entre evolución de salario y productividad. En este sentido, habría que plantear objetivos de crecimiento salarial "ambiciosos", es decir, bajos para los estándares españoles pero, como poco,

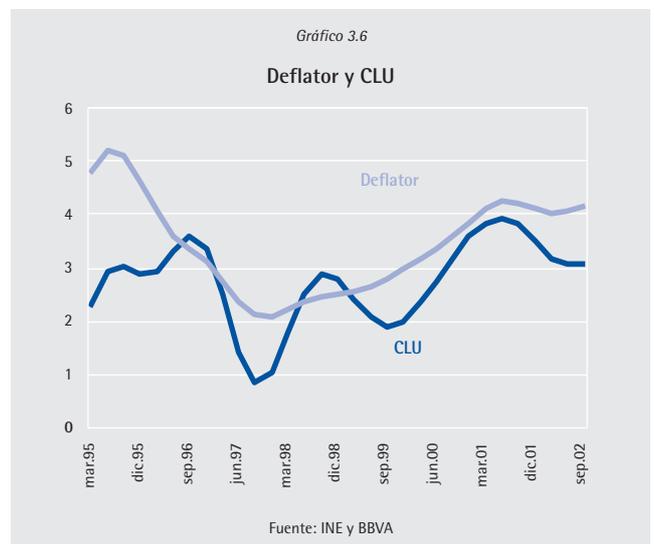
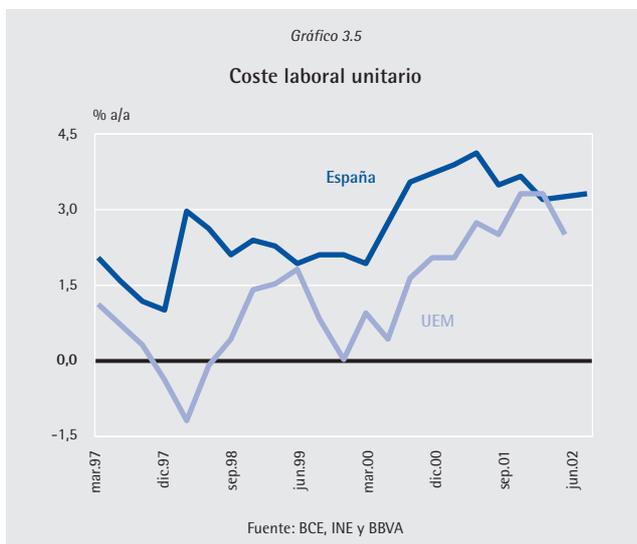
alineados con los del conjunto de la UEM. Esto permitiría facilitar las condiciones de crecimiento de actividad y empleo a medio plazo. La ligazón de los costes salariales a la evolución de la productividad es condición necesaria (aunque no suficiente) para favorecer la competitividad de la economía española dentro de la UEM.

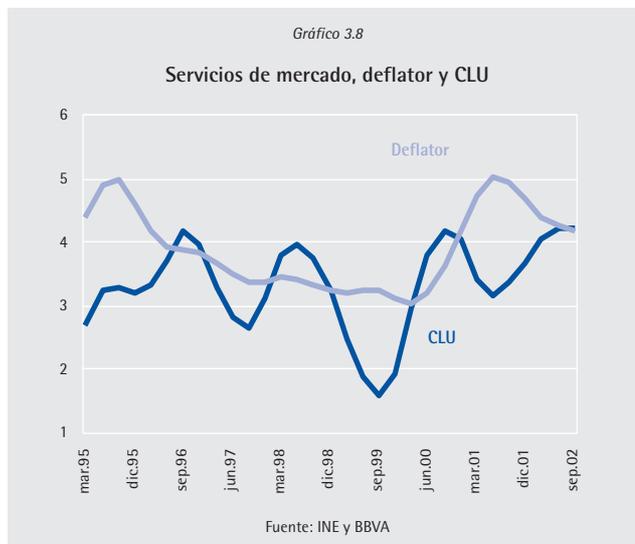
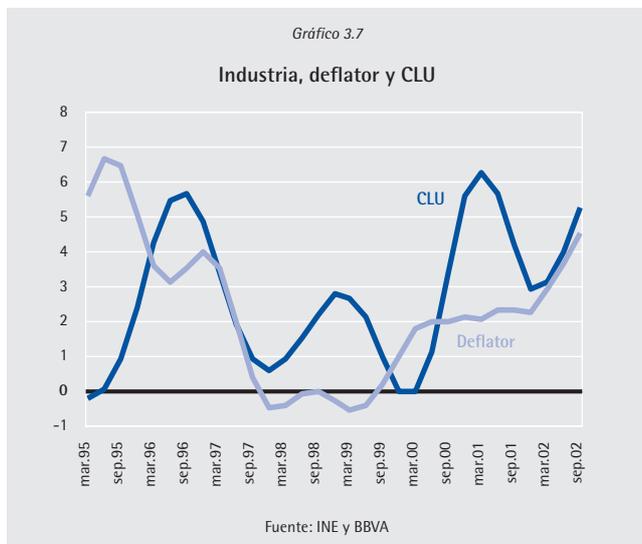
Sin embargo, los acuerdos de rentas periódicos son una solución transitoria para ajustar salarios y productividad, que deben ser revisados y negociados continuamente. En este sentido, la propia reforma de los mecanismos de la negociación colectiva entre los agentes sociales, anunciada intermitentemente por el Gobierno, es una herramienta más apropiada. Esta reforma habría de ir orientada hacia una mayor descentralización de la negociación, dejando en el nivel empresarial la negociación salarial y de distribución de la jornada, y en ámbitos superiores las modalidades de contratación y la prevención de riesgos laborales.

La moderación del crecimiento de los salarios reales en la segunda mitad de los años 90 ha sido uno de los factores de apoyo más importante a las altas tasas de crecimiento registradas en España durante los últimos años. Permitted que, a pesar de los bajos aumentos de la productividad del trabajo, los costes laborales unitarios (CLU) mantuviesen crecimientos relativamente moderados, facilitando la estabilización nominal de la economía.

"Márgenes" crecientes con competencia menguante

Con todo, la reciente moderación de los costes laborales no está suponiendo una desaceleración equivalente del deflador del PIB, para el que se prevé un crecimiento medio en 2002 del 4,1%, una décima menos que el aumento medio de 2001. Así, el CLU se desacelerará en 2002 en un punto porcentual, desde el 3,8% de 2001 al





2,8% previsto en 2002. En 2003 continuará este proceso de recomposición de márgenes (el diferencial entre coste laboral y deflator): el deflator se desacelerará cuatro décimas de punto (del 4,1% de 2002 al 3,7% de 2003), la misma cifra en que lo hará el CLU (del 2,8% en 2002 al 2,4% en 2003).

Este comportamiento agregado es el resultado de una evolución divergente en las distintas ramas de actividad, de modo que aquellas con una mayor exposición a la competencia, como las ramas industriales, se encuentran en una fase de compresión de márgenes, con crecimientos del CLU superiores al del deflator desde la segunda mitad del año 2000.

Por el contrario, servicios de mercado y construcción, que engloban actividades por definición menos expuestas a la competencia y, además, con una evolu-

ción de la demanda interna relativamente más positiva que la del total de la economía, han podido recomponer márgenes. Así, se ha ampliado el diferencial existente entre los márgenes del sector comerciable (industrial) y el no comerciable (servicios), incluso por encima de lo que justificaría la mejor evolución relativa que ha tenido en los últimos años la productividad aparente del trabajo en el sector servicios⁴. Adicionalmente, hay que destacar que esta evolución creciente de los márgenes está siendo muy acusada en la construcción, que desde el segundo semestre de 1999 registra crecimientos del deflator superiores a los del CLU⁵.

⁴ ver "Descomposición de la inflación dual en España", pp. 155 y 156 del Informe Económico 2001, BBVA.

⁵ 10 trimestres, un periodo mayor que los nueve trimestres de crecimientos del deflator superiores a los del CLU registrados entre el 2tr84 y el 2tr86.

IVU de importaciones a la baja

Desde mediados de 2000, los Índices de Valor Unitario (IVU) del comercio exterior de bienes se están desacelerando, registrando en el caso de las importaciones tasas de variación cercanas al -4% en el tercer trimestre de 2002, cifras que no se observaban desde 1991, y que parecen estar alejándose de la evolución mostrada por indicadores de precios muy correlacionados con los IVUs, como los precios industriales de la UEM.

Los IVU son índices de precios que se construyen a partir de información aduanera poniendo en relación el valor de las transacciones y de las cantidades de bienes que cruzan la frontera. La información de cantidad se recoge bien en peso o bien contabilizando las unidades transportadas, de modo que el IVU es la ratio de ambos valores, el nominal y el "físico" (peso, unidades) de las transacciones.

El cálculo de los índices exige considerar la estructura del comercio exterior de un año determinado como base, periodo que sirve de referencia para agregar los IVU más detallados, los de las "clases elementales", agrupaciones que incluyen artículos más o menos heterogéneos. Así, cambios significativos en los pesos relativos de distintos bienes, pueden suponer variaciones del IVU sin que realmente se hayan producido cambios en los precios de los distintos productos. Este comportamiento se conoce como "efecto composición", y puede ser especialmente significativo entre los bienes de capital, dada la gran heterogeneidad de estos productos¹. Con todo, la principal ventaja de los IVU es que su obtención directa a partir de datos aduaneros hace innecesaria la realización de costosas encuestas de precios².

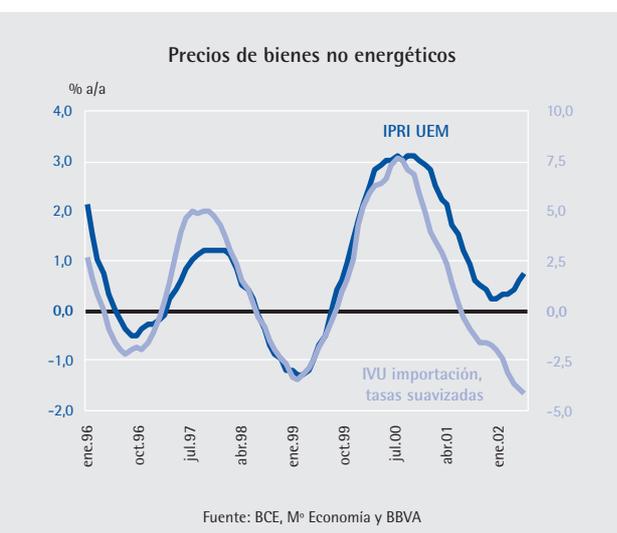
Desacoplamiento UEM-Mundo

Para contrastar la calidad de los IVU como estimadores de la evolución de los precios, se comparan con otros indicadores de precios. En el caso de las importaciones, los "precios" de los bienes importados deben exhibir una alta correlación con los precios de producción del exterior, medidos a través del IPRI (Índice de Precios Industriales). En el gráfico adjunto se incluye el crecimiento del IVU de las importaciones no energéticas y del IPRI de la UEM, área de la que España obtuvo el 65% de sus importaciones en 2001. A partir de enero de ese año se observa un desacoplamiento cada vez mayor entre ambas series, que en 2002 está suponiendo incluso el mantenimiento de tendencias divergentes. El análisis por grupos de productos muestra como el diferencial es más amplio entre los bienes destinados al consumo y los intermedios no energéticos. La brecha es más llamativa si se considera el hecho de que ambas series están expresadas en euros. Así, si los precios de producción de bienes en la UEM están apropiadamente representados por el IPRI, la evolución divergente del IVU de las importaciones no energéticas estaría apoyada en una intensa desaceleración del IVU de las importaciones no energéticas procedentes de fuera de la UEM. Esta información no está disponible directamente, pero existe evidencia coherente con el comportamiento descrito. Así, los precios denominados en dólares de las materias primas industriales se redujeron un 9% en 2001. Además, el tipo de cambio efectivo del euro frente al resto del mundo se está apreciando desde 2000 tanto en términos nominales como reales.

Con todo, parece que la significativa desaceleración de los IVU de las importaciones no energéticas se justifica por la apreciación efectiva del euro en un periodo en el que se ha producido, además, una caída de precios en dólares de las materias primas no energéticas.

¹ En este caso, este problema se añade al de la medición homogénea de precios en bienes con un alto componente tecnológico.

² Para una completa síntesis sobre este tema ver: Aguado Sánchez, M^a Jesús (2001), "Metodología de los Índices de valor unitario de comercio exterior Base 1995", D.G. de Política Económica del M^a de Economía.



4. Sector Público

Política fiscal neutral en 2003

El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado (PPGE03) se caracteriza por ser el primero que se diseña bajo la nueva Ley General de Estabilidad Presupuestaria (LGEP). La entrada en vigor de esta Ley, que obliga a la elaboración y ejecución de presupuestos equilibrados, coincide con una fase de bajo crecimiento económico en España (inferior al potencial) y con la relajación de las metas fiscales en el seno de la UE.

En este contexto, la LGEP ha sido duramente criticada, acusada de impedir el funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Esta crítica se produce en un momento en el que la diferente posición cíclica de la economía española respecto a la zona euro ha propiciado que el tono de la política monetaria del BCE sea más expansivo del que requeriría España. En este escenario, una política fiscal más expansiva podría agravar uno de los principales problemas de la economía española en la actualidad, la elevada tasa de inflación. Desde esta perspectiva, la política fiscal debería contribuir en 2003 a que el tono del policy-mix fuera neutral. Bajo el escenario macroeconómico del PPGE03 (crecimiento del 3%) el objetivo de déficit cero equivale al equilibrio presupuestario en términos estructurales. Ello significa que el tono de la política fiscal implícito en el PPGE03 es neutral y, por tanto, que el policy-mix continuará siendo expansivo en 2003. Este tono se mantendría incluso si la economía crece en torno al 2,5%, previsión BBVA, y el componente cíclico del déficit se eleva hasta el 0,6% del PIB, una vez operan los estabilizadores automáticos. Con todo, no se va a producir ningún avance adicional en el componente estructural del déficit en 2003, lo que parece apuntar a que el esfuerzo en la corrección del déficit estructural habría tenido lugar en 2002 y no en 2003.

A diferencia del año 2002, en el que la presión fiscal se mantendrá en torno a los valores de 2001 (un 35,6% del PIB, según los datos provisionales el Ministerio de Hacienda), en 2003 la presión fiscal se reducirá ligeramente como consecuencia de la reforma del IRPF.

La consecución del equilibrio presupuestario continúa siendo el objetivo a cumplir

Eurostat ha revisado recientemente las cifras de déficit del sector público. Según los últimos datos el déficit público se situó en el 0,6% del PIB en 2000, frente al 0,3% publicado inicialmente, y en 0,1% en 2001, frente al equilibrio presupuestario anunciado previamente. El incumplimiento por parte de las Comunidades Autóno-

mas (CC.AA.) de los objetivos previstos en el Programa de Estabilidad y Crecimiento explican gran parte de la revisión (dos décimas en 2000 y una décima en 2001).

En 2002, el ejercicio presupuestario volverá a cerrarse con déficit por la desviación tanto de la Administración Central (AA.CC.) como de las CC.AA. respecto de sus objetivos de equilibrio presupuestario.

La ejecución del presupuesto del sector público en 2002

A diferencia del año 2001, en el que el Gobierno hizo coincidir la presentación del PPGE02 con una revisión al alza del déficit del Estado previsto para dicho año (hasta el 0,5% del PIB, desde el 0,3% inicial), el objetivo de déficit para 2002 se mantiene en el 0,5% del PIB. Ello a pesar de que la desaceleración económica está siendo mucho más intensa de lo prevista en los PGE02, lo que se está reflejando en algunas partidas del presupuesto.

Aun cuando la entrada en vigor del nuevo modelo de financiación autonómica afecta a la estacionalidad del saldo presupuestario, lo que implica que la comparación mes a mes de la ejecución del presupuesto en 2001 y 2002 deba realizarse con cautela, la evolución de los ingresos impositivos totales (Estado y parte cedida a CC.AA.) hasta el mes de octubre refleja el menor dinamismo de la demanda interna. En concreto, los impuestos indirectos crecieron un 2,5% anual hasta el mes de octubre (un 4,7% corregido de la recaudación por impuesto sobre matriculación cedido a las CC.AA.), cuando durante el primer semestre lo hacían a tasas cercanas al 8%. Esta significativa moderación de la recaudación provocará una desviación importante respecto a la previsión inicial, que se refleja ya en el avance de liquidación presentado por el Ministerio de Hacienda para 2002 en el PPGE03. De la comparación de este avance y del presupuesto inicial para 2002, previamente homogeneizado¹, se obtiene que el impacto de la desaceleración de la economía sobre la recaudación impositiva está siendo importante, especialmente, cuando se corrigen los ingresos del efecto de factores excepcionales (Ley 24/2001 sobre el tratamiento de la reinversión de los beneficios extraordinarios). La desviación se va a concentrar, por tercer año consecutivo, en la recaudación por IVA e Impuestos Especiales, que,

¹ Los PGE02 se diseñaron como si sólo las cinco CC.AA. de Régimen Común que tenían transferida la Sanidad en septiembre de 2001 participaran en la cesta de impuestos aprobada con el nuevo modelo de financiación. En cambio el avance de liquidación para 2002 ofrece tanto las cifras de recaudación total (Estado más CCAA) como las referidas al Estado excluida la cesta cedida a todas las CCAA, no sólo a las cinco CCAA que tenían asumida Sanidad en septiembre de 2001. Por tanto, para calcular las desviaciones de ingresos previstas por el Gobierno respecto a su presupuesto inicial, es necesario construir un Presupuesto para 2002 comparable con el avance de liquidación publicado.

Cuadro 4.1. Ingresos no financieros totales (Estado y CC.AA.) 2002: presupuesto inicial y avance de liquidación (caja)

	Presupuesto* (1)	Presup. 02/ Liquidación 01 %	Avance liquidación Ministerio de Hacienda (2)	(2)/Liquidación 01 %	Avance liquidación BBVA (3)	(3)/Liquidación 01 %
Mill. euros						
Impuestos Directos	63.594,3	5,5	66.065,8	9,6	64.684,1	7,3
IRPF	42.477,8	2,6	44.531,1	7,6	43.455,1	5,0
IS	18.982,4	10,3	19.703,0	14,5	19.444,9	13,0
Impuestos Indirectos	55.592,1	7,1	54.227,5	4,5	53.587,4	3,2
IVA	37.338,6	7,7	36.161,0	4,3	36.195,7	4,4
IE	16.382,6	6,5	16.100,1	4,7	15.529,3	1,0
Tasas	2.883,2	20,6	3.040,1	27,2	2.748,5	15,0
Transf. Corrientes	4.192,1	-29,7	4.852,5	-18,6	5.365,2	-10,0
Ingresos patrimoniales	4.418,6	-28,4	4.225,2	-31,5	4.419,0	-28,4
Enajenación Inversiones reales	108,2	-6,0	89,0	-22,7	106,3	-7,7
Transf. Capital	1.444,7	-1,2	1.471,2	0,6	1.445,1	-1,2
Total Ingresos	132.233,2	3,1	133.971,3	4,4	132.355,6	3,2
Ingresos Impositivos	119.186,4	6,2	120.293,3	7,2	118.271,5	5,4

* Construido a partir del Presupuesto 2002 del Estado.
Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA

según el avance oficial, será en torno a 1.150 M€ (0,2% del PIB) inferior a la presupuestada. Con todo, el Ejecutivo espera que los impuestos indirectos totales crezcan en torno al 4,5% anual, cifra que resulta optimista dada la moderación esperada del consumo privado en el último trimestre del año. Esta evolución contrasta con la que se observa en los impuestos directos, que hasta el mes de octubre crecían a una tasa del 9,9% anual. Este aumento pone de manifiesto que tanto la recaudación por IRPF como por Sociedades se están comportando mejor de lo previsto. En el primer caso, por la infraestimación de esta partida impositiva en el presupuesto y por el impacto de la inflación (agravado por la no deflación de la tarifa y de las deducciones de este impuesto) y, en el segundo, por el cambio introducido en el tratamiento fiscal de los beneficios extraordinarios reinvertidos. En este último caso, la reducción del tipo impositivo es más que compensada en 2002, en términos de recaudación, por el adelanto de su pago, ya que en términos netos se ingresarán por este motivo en torno a 1.700 M€ (0,25% del PIB). Por ello, el avance de liquidación de los impuestos directos prevé un crecimiento del 9,6%. Respecto al resto de partidas de ingresos, destacan los mayores ingresos por transferencias procedentes de la UE y unos menores beneficios del Banco de España. En conjunto, según el avance de liquidación de ingresos para 2002 incorporado en el PPGE03, el Ejecutivo espera que los ingresos totales superen los presupuestados en torno a 1.740 M€ (0,25% del PIB), de los que 1.100 M€ (0,16% del PIB) son impuestos. Sin embargo, esta desviación positiva, cuando se corrige del impacto del cambio de

fiscalidad mencionado, implica una desviación negativa en la recaudación impositiva cercana a 600 M€.

La evolución de las cifras de ingresos hasta octubre y la percepción de que la economía española todavía no ha tocado fondo, conducen a ser más pesimistas sobre la evolución de los ingresos en el último trimestre del año y, como consecuencia, sobre la recaudación prevista para 2002. Así, a diferencia del avance de liquidación del Gobierno, se prevé que la recaudación impositiva total sea inferior en unos 2.000 M€ (-0,3% del PIB) a la cifra ofrecida en el avance de liquidación de los presupuestos. El deterioro de los beneficios de las empresas (los resultados antes de impuestos de las empresas que componen el índice de la bolsa de Madrid cayeron un 0,4% en la primera mitad del año 2002, frente a un aumento del 7,7% en el primer trimestre), la menor creación de empleo y la debilidad del consumo privado (crecimiento del 1,4%, frente al 2% de la primera mitad del año) apuntan a que la recaudación será finalmente en torno a dos décimas inferior a la prevista en el avance de liquidación. Con todo, la recaudación impositiva total crecería un 5,4% en 2002, frente al 7,2% previsto por el Ministerio de Hacienda, y los ingresos totales un 3,1% frente al 4,4% previsto. Por tanto, si los gastos evolucionaran en línea con lo presupuestado por el Ejecutivo, el déficit del Estado superaría en dos décimas el objetivo previsto para 2002.

En cuanto a los gastos, su evolución, al igual que la de los ingresos, está condicionada por la implantación progresiva del nuevo modelo de financiación au-

tonómica. La asunción de competencias en Sanidad y en Servicios Sociales afecta tanto a las transferencias directas que el Estado realiza a las CC.AA. y a la Seguridad Social, como a las de ésta hacia las CC.AA., lo que introduce una ruptura en la homogeneidad de la serie de gastos. Esta ruptura se pone de manifiesto cuando se compara la evolución de los pagos del Estado en los nueve primeros meses de 2002 con la registrada en el mismo periodo del año anterior. De hecho, en términos de caja, los gastos del Estado, muestran un descenso del 13,0% anual hasta octubre, y las transferencias corrientes, las más afectadas por el nuevo modelo de financiación autonómica, un 24,6%. La paulatina asunción de las competencias sanitarias por las CC.AA. impide detectar comportamientos anómalos en la evolución de las transferencias, así como, posibles desviaciones respecto al presupuesto inicial. A pesar de ello, una parte importante de las modificaciones de crédito aprobadas hasta el mes de octubre se concentra en partidas del gasto no afectadas por el modelo de financiación autonómica. En concreto, los créditos finales destinados al pago de intereses superan en 1117 M€ (0,15% del PIB) a los iniciales (28% del total de las ampliaciones de crédito, 3972 M€). Esta desviación en el gasto corriente no se está traduciendo en una ralentización del grado de ejecución de la inversión real. Hasta octubre las obligaciones reconocidas representaban el 47% de los créditos totales, frente al 42,5% del año anterior. Este hecho sugiere que, a menos que peligre el objetivo presupuestario, no cabe esperar un retraso significativo en las operaciones de capital al cierre del año, lo que sería contraproducente dado el atraso que acumula España en stock de capital respecto a la Unión Europea.

Con todo, la menor recaudación prevista y la desviación acumulada en algunas partidas del gasto señalan el riesgo de desviación respecto al objetivo de déficit previsto para el Estado en 2002: un 0,5% del PIB. Aun así, el superávit primario en términos de caja podría mantenerse estable en torno al 2,0% del PIB, mientras que el avance de liquidación facilitado por el Ministerio de Hacienda recoge un aumento de dos décimas. No obstante, en términos de CN, el superávit primario podría ser superior, de acuerdo con los datos de ejecución del presupuesto hasta el mes de octubre, que muestran un superávit primario de 3,2% del PIB frente al 2,8% acumulado en el mismo periodo del año anterior. No hay que olvidar que estas cifras están afectadas por el nuevo modelo de financiación autonómica, que si bien no tiene porque afectar al saldo financiero anual de cada sector institucional (Estado y CC.AA.) sí que puede hacerlo al computo mensual.

Cuadro 4.2. Estado: Déficit de caja 2002

	PGE02	Avance liquidación PPGEO3*	Avance liquidación BBVA
	Mill. euros	Mill. euros	Mill. euros
Déficit	-3.674,9	-3.649,2	-5.230,7
%/PIB	-0,5	-0,5	-0,8
Superávit primario	14.061,1	15.420,8	13.839,3
%/PIB	2,0	2,2	2,0

* El avance de liquidación de gastos es el facilitado por el Ministerio de Hacienda a los medios de comunicación
Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA

La desviación prevista en el déficit del Estado no podrá compensarse con el efectivo no canjeado de pesetas a euros, ya que Eurostat ha autorizado su utilización para reducir el stock de deuda pero no el déficit. El total de efectivo no canjeado se sitúa cerca del 0,2% del PIB según el Banco de España.

Seguridad Social: bien pero no lo suficiente para compensar

A diferencia de lo acontecido en 2001, año en que la Seguridad Social registró un superávit del 0,8% del PIB, tres décimas superior a la previsión inicial, no cabe esperar una desviación tan importante en 2002. A ello apuntan tanto la evolución de los ingresos como de los gastos. En cuanto a los ingresos, si bien las cotizaciones sociales crecerán por encima de los esperado, en torno al 4,7% frente al 1,6% previsto (ambos crecimientos calculados respecto al cierre de 2001), en términos absolutos resulta una desviación muy inferior a la registrada el año anterior. Así, mientras en 2002 se esperaban unos ingresos adicionales por cotizaciones sociales por valor de 2.000 M€ (un 0,3% del PIB), esta cantidad se aproximó a 4.000 M€ (un 0,6% del PIB) en 2001.

A pesar del favorable comportamiento de los ingresos, en algunas partidas del gasto se acumulan desviaciones importantes y en otras se generarán obligaciones antes de fin de año. Entre las primeras se encuentran los fondos destinados a cubrir la incapacidad temporal, que crecen a tasas del 12,3% (-3,3% previsto), lo que podría provocar en el conjunto del año una desviación superior a 600 M€ (0,1% del PIB). Entre las segundas destaca la compensación a los pensionistas por la desviación de la inflación respecto al objetivo del 2%. En noviembre, la inflación se situó en el 3,9%, 1,9 pp de desviación (0,7 pp en 2001), lo que implicará que habrá que abonar a los pensionistas, considerando sólo las pensiones contributivas, una cantidad cercana a los 1.100 M€ en el año 2002 (un 0,2% del PIB). Con todo, la Seguridad Social podría registrar un superávit cercano al 0,4% del PIB, importante pero insuficiente para acomodar las desviaciones del déficit del Estado respecto a su objetivo.

Cuadro 4.3. Ejecución del presupuesto de gasto no financiero de la Seguridad Social de 2002

(Millones euros)	Programado 2002	Realizado Enero-Abril 2002	% Grado realización	Realizado Enero-Julio 2002	% Grado realización
PRESTACIONES ECONÓMICAS	67.503,4	19.254,5	28,5	38.287,7	56,7
- Pensiones	57.985,8	16.329,6	28,2	32.858,8	56,7
. Contributivas	56.357,1	15.841,4	28,1	31.813,4	56,4
. No contributivas	1.891,1	488,2	25,8	1.045,4	55,3
- Incapacidad temporal	5.731,2	1.195,3	20,9	3.266,8	57,0
ASISTENCIA SANITARIA	12.188,5	2.522,0	20,7	3.762,5	30,9
SERVICIOS SOCIALES	639,1	164,7	25,8	336,3	52,6
TESOR., INFOR. Y OTROS	5.446,8	322,7	5,9	648,4	11,9
TOTAL	85.777,8	22.263,9	26,0	43.034,8	50,2

El presente informe se obtiene mediante agregación del I.1.2. (Agregado de Entidades Gestoras y Tesorería General) y el I.1.8 (Agregado de Mutuas de Accidentes de Trabajo y Enfermedades Profesionales de la Seguridad Social).

Fuente: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales

De nuevo déficit de las AA.PP. en 2002: - 0,3% del PIB

Las perspectivas para la AA.CC. se deterioran adicionalmente cuando se tiene en cuenta la evolución de los gastos por prestaciones al desempleo, que están reflejando el peor comportamiento del mercado laboral. De hecho, hasta el mes de agosto ya se había consumido más del 90% del presupuesto asignado a esta partida para el conjunto el año. Este dato también está relacionado con la imputación a 2002 de prestaciones correspondientes a 2001 (471 M€).

A ello se une que: i) los ingresos de las CC.AA. dependen en mayor medida que en el pasado de la situación cíclica de la economía, por el mayor peso de la recaudación impositiva en sus ingresos totales y el peso de las transferencias del Estado, con garantía de mínimos, por lo que cabe esperar una evolución peor a la prevista inicialmente, y ii) las CC.AA. han incumplido el objetivo de equilibrio presupuestario en los dos últimos años, cuando tenían menos competencias de gasto. De hecho, según el Ministerio de Hacienda, las CC.AA. han sido responsables de gran parte de la revisión al alza de las cifras de déficit en 2000 y 2001. Por tanto, la probabilidad de que en 2002 las cuentas del conjunto del sector público se cierren en equilibrio es baja.

El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado presentado para 2003

PPGE03: cuadro macroeconómico optimista

Al igual que sucedió cuando se diseñó el PPGE02, el escenario macroeconómico sobre el que se han proyectado las cifras de ingresos y gastos para 2003 hay que calificarlo de optimista. De hecho, las previsiones macroeconómicas del Gobierno tienen los mismos sesgos que las que se hicieron para 2002. Por un lado, se espera una rápida recuperación de la economía española, ya que el PIB volvería a crecer por encima de su potencial

(un 3%, frente al 2,5% previsto por el BBVA), y una significativa desaceleración de la inflación, que se plasmaría en una reducción de la tasa de crecimiento del deflador del PIB de siete décimas, hasta un 2,8% en 2003, frente al 3,7% estimado por el BBVA. Adicionalmente, el PPGE03 se ha realizado teniendo en cuenta unos supuestos optimistas de evolución de los salarios, que mantienen el ritmo de crecimiento del año anterior (un 3,5%) a pesar de las sorpresas de inflación positivas de los últimos años.

Las bases para la recuperación de la economía son la reforma del IRPF, que impulsará el consumo privado, la mejora de las expectativas empresariales, alentada tanto por el mejor entorno doméstico como internacional, y la suave desaceleración prevista en la edificación. Con todo ello, el gobierno espera que la demanda interna crezca un 3,1% en 2003 (un punto por encima del crecimiento que prevé para 2002), mientras que el sector exterior tendrá una aportación negativa (2 décimas).

La principal diferencia se encuentra en la evolución de la demanda interna. En primer lugar, parece difícil pensar que el consumo privado, a pesar del impulso de la reforma del IRPF (unas tres décimas), pueda registrar un crecimiento cercano al 2,9%. El deterioro del mercado laboral, el elevado grado de endeudamiento familiar, por la compra de viviendas en los últimos años, y la pérdida de riqueza por la caída bursátil no permitirán una recuperación tan rápida e intensa del consumo privado como la prevista en el escenario macroeconómico del PPGE03. Algo parecido sucede con la inversión. El deterioro de los beneficios empresariales y la lenta recuperación de las principales economías occidentales apuntan más hacia un retraso en los planes de inversión que a una aceleración de los mismos en 2003. Finalmente, la obra civil, inicialmente apoyada por el ciclo electoral, podría mantener un ritmo de crecimiento elevado en la primera parte del año, aunque resulta

Cuadro 4.4. Cuadro macroeconómico

	2000	2001	BBVA		PPGE03	
			2002	2003	2002	2003
PIB y componentes (% a/a, precios constantes)						
Consumo	4,2	2,6	2,0	2,6	2,2	2,9
Hogares (1)	3,9	2,5	1,7	2,4	1,9	2,9
AA.PP.	5,0	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0
FBCF	5,7	3,2	1,3	2,9	1,7	3,8
Equipo	5,1	0,3	-2,3	2,0	-1,8	3,2
Construcción	6,2	5,8	4,4	3,6	4,7	4,3
Var. de existencias (*)	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Demanda nacional	4,4	2,8	1,9	2,7	2,1	3,1
Exportaciones	10,1	3,4	1,0	3,9	-0,6	4,0
Importaciones	10,6	3,5	0,9	4,5	-0,6	4,4
Saldo exterior neto (*)	-0,3	-0,1	0,0	-0,3	0,0	-0,2
PIB (pm)	4,2	2,7	1,9	2,5	2,2	3,0
PIB nominal	7,8	6,9	6,1	6,2	5,7	5,8
Precios y costes (% a/a)						
Deflator del PIB	3,5	4,2	4,1	3,7	3,5	2,8
consumo hogares	3,2	3,3	3,6	3,1	3,5	3,1
Remun./asalariado	3,7	4,1	3,5	3,7	3,4	3,5
Mercado de trabajo (EPA y CNTR)						
Empleo tiempo Comp. (CNTR): % a/a	3,4	2,4	1,3	1,2	1,1	1,8
Var. anual en miles	499,7	359,3	201,7	188,6	175,5	282,4
Tasa de Paro (EPA)	13,9	10,5	11,4	11,3	11,3	11,0
* Aportación al crecimiento Fuente: INE, BBVA y M ^o de Hacienda						

difícil que se sostenga durante el resto del año. La no utilización del modelo alemán en 2003 (unos 1.900 M€ en 2002, 0,3% del PIB) y los problemas para implicar al sector privado podrían provocar que la obra civil creciera algo menos de lo previsto por el Ejecutivo.

Respecto al sector exterior, aún considerando una evolución más optimista de la demanda interna y del comercio mundial en el PPGE03, en términos netos, la aportación negativa al crecimiento es muy similar en 2003 bajo ambos escenarios.

En cuanto a los precios, a pesar del distinto perfil para la demanda interna y de una expectativa sobre la evolución del precio del petróleo similar (25\$), el deflator del PIB crece casi un punto menos en el escenario del Ejecutivo: 2,8% y 3,7%, respectivamente. Es esta percepción dispar de la situación inflacionista de la economía española la que explica que la previsión de crecimiento del PIB nominal del PPGE03 sea inferior, un 5,8% anual, respecto a la del BBVA, un 6,2%. Por tanto, en 2003 la inflación impulsará la recaudación impositiva.

Finalmente, el optimismo en el crecimiento del PIB real se refleja en la creación de empleo esperada: 282,4 nuevos ocupados a tiempo completo, cien mil más que los previstos por el BBVA. Si la tasa de paro no se reduce hasta el 11% como espera el Ejecutivo, sino que se sitúa en torno al 11,3% previsto por BBVA, cabría esperar un crecimiento del gasto por desempleo superior al impli-

cito en los presupuestos. En 2002, el error de previsión² cometido ha significado que en agosto las prestaciones contributivas pagadas por el INEM ya hubieran consumido el 90,3% del presupuesto para todo el año.

Por tanto, en la medida que este escenario optimista ha servido de base para la estimación de los ingresos y gastos, contenidos en el presupuesto del año 2003, y que el avance de liquidación correspondiente al año 2002 previsto por el Ejecutivo está sesgado al alza en ingresos y a la baja en gastos, la probabilidad de que se produzcan desviaciones en las cifras presupuestadas para 2003 no es desdeñable.

Al igual que en 2002 un conjunto de factores dificulta la valoración del PPGE03

Como ya se ha mencionado, el diseño del presupuesto para el año 2003 se ha abordado bajo el marco de la LGEP. Ello ha obligado a presentar unas cuentas equilibradas para el presupuesto consolidado del Estado, Organismos Autónomos, Seguridad Social y otros Organismos. Aunque esta obligación debe cumplirse en términos de Contabilidad Nacional (CN), en el PPGE03 la información se presenta en términos de caja, lo que dificulta extraer conclusiones sobre si el presupuesto pre-

² El Gobierno estimó que la tasa de paro en 2002 se situaría en 11,5%, cifra que en términos de la nueva EPA se sitúa algo por debajo del 10%, inferior al 11,7% de media con que cerrará el año.

sentado contribuye a la consecución del objetivo marcado. Este hecho cobra especial relevancia en 2003, ya que el Tesoro va a eliminar o reducir el periodo inicial de cupón cero en las emisiones de Bonos y Obligaciones, lo que provocará diferencias significativas en el gasto en intereses, según se contabilicen en términos de caja o de devengo, al ser el volumen de vencimientos de deuda muy elevado (72.8 mM€ en 2003 frente a 50 mM€ en 2002). De hecho, según el PPGE03, la diferencia podría ascender a 2.753,4 M€ (un 0,4% del PIB). Con todo, el déficit de caja del Estado del 1,2% del PIB presentado es equivalente a un déficit del 0,5% en términos de CN, y, por tanto, un déficit de caja del 0,7% del presupuesto consolidado es equivalente a un equilibrio en términos de CN. A ello se une que tanto las cifras de gastos como de ingresos están afectadas por la aplicación a todas las CC.AA. desde enero del nuevo modelo de financiación autonómica³, por la segunda reforma del IRPF y por el nuevo modelo de financiación local.

La Reforma del IRPF, al igual que la anterior, tendrá un impacto negativo sobre la recaudación que, según estimaciones oficiales, se aproximará a 2.451 M€ (0,3% del PIB)⁴. Respecto al modelo de financiación autonómica, el que se aplique desde comienzos de año invalida las comparaciones, tanto de ingresos⁵ como de gastos, del subsector Estado y Seguridad Social, que son el ámbito de aplicación del PPGE03. Si bien en dicho proyecto se presentan cifras de ingresos en términos

de caja agregadas homogéneas para 2003 y el avance de liquidación de 2002, es decir, del Estado y de la parte cedida a las CC.AA., no sucede lo mismo con las partidas del gasto agregado, lo que dificulta su valoración. En cuanto a la financiación local, el diseño del PPGE03 se ha producido antes de la aprobación del modelo definitivo (véase recuadro: "Financiación local: la casa, por el tejado"), aún cuando la financiación de los Entes Locales representa casi un 10% del gasto del Estado presupuestado para 2003. Según las estimaciones provisionales la modificación del IAE va a reducir los ingresos de las CC.LL. en torno a 900 M€, cuantía que mayormente será compensada con cargo al nuevo fondo de contingencia.

Dado que el Ministerio de Hacienda no ha facilitado cifras homogéneas ni de ingresos ni de gastos del presupuesto consolidado del Estado, Organismos Autónomos, Seguridad Social y Otros Organismos para 2002 y 2003, se han tratado de elaborar series homogéneas a partir de la información disponible. La ruptura en las series que introduce el nuevo modelo de financiación autonómica se pone de manifiesto al comparar las cifras del PGE02 y del PPGE03. Según estos datos, los ingresos tributarios presupuestados registran un descenso del 4,8% en 2003 respecto al presupuesto de 2002 y aumentan un 1,0% respecto a la previsión de liquidación del gobierno para este año. La falta de homogeneidad también queda patente en la evolución de los pagos del presupuesto consolidado, ya que las operaciones corrientes, excluido el fondo de contingencia, tan sólo crecen un 2,3% en el presupuesto para 2003 respecto al del 2002. Una valoración del PPGE03 requiere corregir las cifras de 2002 al menos del impacto del nuevo modelo de financiación autonómica. Para ello se va a suponer que este nuevo modelo se aplicó inte-

³ En 2002, a pesar de ser el primer año de aplicación del nuevo modelo de financiación autonómica, existió un periodo transitorio, que se prolongó durante el primer trimestre del año, para que asumieran las competencias sanitarias aquellas CCAA de Régimen Común que aún no la tenían transferida a diciembre de 2001.

⁴ La reforma no afecta al porcentaje de la tarifa cedida a las CCAA.

⁵ De aquellos impuestos cuya cesión de recaudación se vinculó a la asunción de competencias en Sanidad.

Cuadro 4.5. Presupuesto consolidado del Estado, Organismos Autónomos, Seguridad Social y otros Organismos

Millones de Euros	2002 Presupuesto inicial (1)	2001 Avance liquidación Gobierno (2)	2002 Avance liquidación Corregido BBVA (3)	2003 PPGE03 (4)	(4)/(1) %	(4)/(2) %	(4)/(3) %
Ingresos	203.739	200.668	195.974	206.034	1,1	2,7	5,1
Ingresos tributarios	96.858	91.275	87.632	92.230	-4,8	1,0	5,2
Cotizaciones sociales	83.583	85.391	85.648	90.028	7,7	5,4	5,1
Resto	23.299	24.003	22.695	23.777	2,1	-0,9	4,8
Gastos	204.059	199.670	197.031	211.458	3,6	5,9	7,3
Intereses	17.842	19.070	19.070	19.764	10,8	3,6	3,6
Gasto capital	16.036	14.383	15.793	16.735	4,4	16,4	6,0
Sin intereses	170.182	166.217	162.168	174.959	2,8	5,3	7,9
Déficit caja	-320	998	-1057	-5.424			
%/PIB	0,0	0,1	-0,2	-0,7			
Superávit primario	17.522	20.068	18.013	14.340			
%/PIB	2,5	2,9	2,6	2,0			

Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA

gramente a todas las CC.AA. desde enero de 2002. En el Cuadro 4.5 se presentan las cifras más importantes del presupuesto consolidado para el año 2003 y su comparación con el presupuesto inicial para 2002, con el avance de liquidación para 2002 previsto por el Ministerio de Hacienda y con el corregido por el BBVA. Los resultados que se obtienen al comparar el presupuesto para 2002, tal y como se presenta en el PPGE03, son muy distintos de los que se derivan de la comparación con el presupuesto homogéneo.

Recaudación optimista

Los ingresos impositivos están sesgados al alza, por la infraestimación del coste recaudatorio de la reforma del IRPF y por la sobreestimación de los ingresos presupuestados inducida por el escenario macroeconómico del PPGE03.

En cuanto a los ingresos, la cifra presupuestada para 2003 implica que la recaudación tributaria aumentará un 5,2% en 2001, solo ligeramente por debajo del crecimiento nominal de la economía (6,2% según BBVA y 5,8% según el Ejecutivo), pese al coste recaudatorio de la reforma del IRPF. Según las estimaciones del Ministerio de Hacienda, aun teniendo en cuenta el efecto positivo inducido de la reforma sobre la recaudación de otros impuestos (IVA, IS, IRPF y cotizaciones sociales), que cuantifican en 549 M€ (0,1% del PIB), la reforma del IRPF implicará que se ingresen 2.451 M€ (0,34% del PIB) menos de los que se hubieran ingresado en ausencia de la misma. Este coste, aunque es un 76% inferior al estimado para la reforma de 1999, podría estar infraestimado, ya que se basa en un efecto inducido sobre el consumo y, por tanto, sobre el IVA muy optimista. En tanto que la rebaja de los tipos impositivos no afecta al tramo cedido a las CC.AA., el impacto sobre la recaudación afectará fundamental-

mente a los recursos del Estado (véase cuadro 4.6). Al margen del impacto de la reforma sobre el resto de las figuras impositivas, tanto el crecimiento previsto por el Impuesto de Sociedades (8,5% respecto a la previsión de liquidación para 2002 del BBVA) como el previsto para el IVA (8,2% respecto a la previsión de liquidación del BBVA) son muy optimistas. El primero se apoya en una recuperación significativa de los beneficios empresariales y el segundo en un aumento importante del consumo. En cuanto a las cotizaciones sociales, su crecimiento es ligeramente optimista, aunque compatible con un escenario de creación de empleo inferior al considerado en el PPGE03 y una remuneración por asalariado superior. Con todo, la presión fiscal se reducirá en torno a una décima en 2003.

A ello se une que, a diferencia de otros años en los que la cifra de ingresos considerada en los presupuestos era inferior a la que resultaba compatible con el crecimiento económico previsto por el Ejecutivo, en 2003 los ingresos impositivos están bastante ajustados, con lo que no se dispone de un colchón para acomodar desviaciones del gasto superiores al fondo de contingencia. Este resultado se ha obtenido a partir de las elasticidades históricas de las diferentes partidas de ingresos al crecimiento del PIB nominal, considerando los cambios normativos que afectarán a la recaudación en 2003 (reforma IRPF, mantenimiento de los tipos de los impuestos especiales y actualización de las tasas y creación de otras nuevas). Sin embargo, dado que el PIB nominal va a crecer por encima de la previsión oficial, la recaudación final se va a desviar de la cifra presupuestada menos de lo que ocurriría si la economía creciera el 5,8% nominal⁶.

⁶ A partir de las elasticidades históricas de los ingresos fiscales al PIB se obtiene que una desaceleración de un punto puede reducir la recaudación, en ausencia de cambios normativos, en torno a 1200 M€, un 0,2% del PIB.

Cuadro 4.6. Presupuesto de ingresos del Estado

	2002	2002	2002	2003	(4)/(1)	(4)/(2)	(4)/(3)
	PPGE02 (1)	Avance liquidación Ministerio de Hacienda (2)	Avance liquidación homogéneo BBVA (3)	PPGE03 (4)	%	%	%
Millones de Euros							
Impuestos Directos	52.084,0	53.999,1	52.908,9	55.217,9	6,0	2,3	4,4
IRPF	30.967,5	32.464,4	31.679,9	32.217,2	4,0	-0,8	1,7
IS	18.982,4	19.703,0	19.444,9	21.089,9	11,1	7,0	8,5
Impuestos Indirectos	45.488,8	37.275,7	34.722,7	37.741,3	-17,0	1,2	8,7
IVA	30.266,4	24.976,6	23.780,6	25.741,9	-14,9	3,1	8,2
IE	13.170,0	10.332,7	9.122,5	9.880,1	-25,0	-4,4	8,3
Resto	13.046,8	13.678,0	14.084,1	12.736,5	-2,4	-6,9	-9,6
Total ingresos	110.619,6	104.952,8	101.715,7	105.695,7	-4,5	0,7	3,9

Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA

La reforma del Impuesto del Patrimonio, una paso importante en la dirección correcta

Durante la tramitación parlamentaria del Proyecto de Ley Reforma del IRPF se han introducido una serie de modificaciones que afectan tanto al tratamiento de las rentas del trabajo (stock options) como a las rentas del capital (alquiler o seguros). De ellas, la más importante ha sido la reducción en un 10% del límite de tributación conjunta del IRPF y del Impuesto sobre el Patrimonio (IP), hasta el 60% de la base imponible del IRPF, desde el 70%, y la eliminación del pago mínimo obligatorio del 20% de la cuota del IP. Si el IP desincentiva el ahorro y, por tanto, minora el stock de capital y limita el crecimiento potencial de la economía, esta medida debe valorarse muy positivamente, aunque debería avanzar-se hacia su supresión definitiva.

El gasto corriente sin intereses crece por encima del PIB nominal

En cuanto al gasto, a pesar del traspaso de competencias a las CC.AA., que conlleva la cesión de partidas del gasto que habitualmente registran crecimientos superiores a los presupuestados (Sanidad)⁷, el PPGE03 prevé un crecimiento del gasto consolidado del 5,9% en 2003 respecto a la previsión de liquidación del Gobierno para 2002, que se eleva hasta el 7,3% si la comparación se realiza con la previsión de liquidación corregida del BBVA. Este aumento se explica fundamentalmente por el aumento del gasto corriente (un 7,4% según BBVA), que se eleva al 7,9% cuando se excluye el gasto previsto en intereses, muy superior al crecimiento nominal de la economía, lo que confirma la rigidez a la baja de una parte importante del gasto. A pesar de este crecimiento, algunas partidas del gasto podrían estar sesgadas a la baja. Entre ellas cabe mencionar: i) el gasto de personal activo podría crecer más de lo previsto, tras el acuerdo pactado con los sindicatos para 2002 y 2003, ii) las pensiones contributivas, que aumentan tan sólo un 3,2% respecto a la previsión de liquidación del 2002 que incorpora la compensación a los pensionistas por la desviación de la inflación, y a pesar del aumento de las pensiones de viudedad (313M€, un 0,04% del PIB), iii) el gasto por incapacidad temporal, ya que, tras varios años de crecimientos superiores al 10%, se ha presupuestado un descenso del 0,4% en 2003 en ausencia de cambios normativos, y iv) la dotación para prestaciones por desempleo, que podría ser insuficiente si se tiene en cuenta tanto la contrarreforma como una peor evolución del mercado laboral a la prevista por el Ejecutivo (los pa-

rados registrados en el INEM a finales de 2003 podrían superar en 200 mil a los registrados al cierre de 2002). A ello hay que unir la incidencia presupuestaria del hundimiento del Prestige. La Ley de Acompañamiento incorpora ayudas por valor de 10,8 M€ para los directamente afectados, cuantía insignificante comparada con las estimaciones iniciales sobre el impacto de la catástrofe (entre 1000-3000 M€). Aunque fondos procedentes de la Unión Europea podrían financiar parte del coste (en torno al 30%), la incidencia sobre el saldo presupuestario en 2003 va a ser importante.

El esfuerzo inversor se traslada al sector público empresarial

El aumento presupuestado del gasto corriente ha provocado cierta ralentización de la participación directa del Estado en la obra civil (véase cuadro 4.7). Un reflejo de ello es que en 2003 el Estado no va recurrir al modelo alemán para financiar la inversión pública. En 2002 se financiaron por este método 1.900 M€, pero el próximo año este dinero se destinará a pagar las obligaciones contraídas con anterioridad por este sistema. Ello significa que una parte creciente de la inversión pública está siendo canalizada a través de entidades del sector público (AENA, GIF). En concreto, AENA invertirá 2.205 M€ en infraestructuras, sin aportación alguna del Estado, lo que apunta a que parte de esta financiación podría estar consiguiéndose con recurso a endeudamiento, que en algunos casos, es avalado por el Estado. En este sentido, los PPGE03 permiten que las empresas y organismos públicos se endeuden en 6.445,1 M€, un 6,6% más que el permitido en 2002. En el caso concreto de AENA, esta cifra asciende a 1.457 M€, un 18,2% superior. De hecho, si se considera el esfuerzo inversor del sector público estatal, que incluye el sector público empresarial, en el PPGE03 se prevé que la inversión aumente un 12,9% anual en 2003 respecto a la previsión inicial para 2002. La política de endeudamiento se extiende también, como viene siendo habitual, a RTVE, que a finales de 2003 podría acumular una deuda de 6.000 M€ (se está estudiando la asunción de dicha deuda por el Estado el próximo año dentro del plan de saneamiento).

En conjunto, dados el traspaso de competencias de gasto con tendencia a desviarse de la previsión inicial a las CC.AA. (Sanidad) y la escasa sensibilidad cíclica de las que aún permanecen en manos del Estado, no se esperan desviaciones al alza en el gasto no financiero del Estado, a excepción de la rúbrica de pago de intereses y del impacto del nuevo modelo de financiación autonómica. No obstante, las desviaciones en estas partidas podrían sufragarse con la dotación del fondo de contingencia (2.290 M€, un 0,3% del PIB), que representa

⁷ En 1995 el gasto del Estado representaba el 66% del gasto total del sector público frente al 59% de 2001.

Cuadro 4.7. Presupuesto de gastos del Estado

Millones de Euros	2002 PGE02 (1)	2002 Avance liquidación Ministerio de Hacienda (2)	2002 Avance liquidación homogéneo BBVA (3)	2003 PPGE03 (4)	(4)/(1) %	(4)/(2) %	(4)/(3) %
Operaciones corrientes	100.471,3	96.431,0	93.283,3	100.374,2	-0,1	4,1	7,6
Gastos financieros	17.736,0	19.070,0	19.070,0	19.671,7	10,9	3,2	3,2
Transf. Corrientes	62.889,9	57.038,0	53.890,3	57.485,0	-8,6	0,8	6,7
Fondo de Contingencia				2.290,3			
Operaciones de capital	13.823,2	12.171,0	13.663,1	14.142,6	2,3	16,2	3,5
Total pagos	114.294,5	108.602,0	106.946,4	114.516,8	0,2	5,4	7,1
Total pagos sin fondo Contingencia				112.226,5	-1,8	3,3	4,9
Total pagos sin intereses	132.030,4	127.672,0	126.016,4	134.188,5	1,6	5,1	6,5
DEFICIT	-3.674,9	-3.649,2	-5.230,7	-8.821,1			
%/PIB	-0,5	-0,5	-0,8	-1,2			
Superávit primario	14.061,1	15.420,8	13.839,3	10.850,6			
%/PIB	2,0	2,2	2,0	1,5			

Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA

un 2% del total del gasto no financiero presupuestado⁸. Sin embargo, dado que la financiación del coste por la catástrofe del Prestige se realizará con cargo a al mencionado fondo, el gasto en 2003 superará con alta probabilidad la cifra presupuestada. Junto a ello, el principal riesgo de desviación del gasto se centra en las prestaciones económicas cubiertas por la Seguridad Social y las prestaciones por desempleo del INEM.

Déficit del sector público en 2003: -0,6% del PIB

Por tanto, el riesgo de incumplimiento del objetivo de equilibrio previsto para la AA.CC. procede tanto del Estado como de la Seguridad Social. En primer lugar, la probabilidad de que los ingresos impositivos del Estado sean inferiores a los presupuestados y de que los gastos superen la previsión no es pequeña. A ello apunta una recuperación de la economía menos intensa de la prevista en el PPGE03, un mayor coste recaudatorio de la reforma del IRPF y una escasa dotación del fondo de contingencia. Y, en segundo lugar, el gasto de la Seguridad Social está infraestimado, tanto en lo que se refiere a la dotación para hacer frente al pago de las pensiones

contributivas como al destinado a la incapacidad temporal. Por tanto, no existe margen para que en 2003 la Seguridad Social compense desviaciones del Estado respecto a su objetivo (-0,5% del PIB).

A ello se une que las CC.AA., dada la mayor sensibilidad cíclica de sus ingresos y la ausencia de cambios legislativos que garanticen el control de partidas de gastos cedidas, difícilmente alcanzarán el equilibrio presupuestario (en 2001 cerraron al menos con un déficit de 0,4% del PIB). Con todo, en 2003 el déficit del sector público volverá a aumentar, situándose en el entorno del -0,6% del PIB.

Y, la deuda de las AA.PP. modera su ritmo de descenso

La revisión de los datos de déficit de 2000 y 2001 llevada a cabo por Eurostat apenas ha afectado a la deuda pública, que ha sido revisada hasta el 57,1% del PIB en 2001, desde un 57,2%, y hasta el 60,5% en 2002 (desde 60,6%). El próximo año, según el Gobierno, el Estado emitirá deuda, en términos netos, por valor de 6.545 M€ en 2003. La necesidad de financiar un déficit más abultado redundará en que esta emisión será finalmente mayor. A pesar de ello, la ratio de deuda del Estado sobre PIB continuará reduciéndose en 2003, en algo menos de un punto.

⁸ En el periodo 1992-2001 los créditos finales han superado a los créditos iniciales en media en un 1% del PIB.

Fiscalidad local: la casa, por el tejado

La reforma de la Ley 39/1988, Reguladora de las Haciendas Locales (LRHL), cierra en teoría el cambio en el modelo de financiación de las Administraciones Territoriales, iniciado con la reforma de la financiación de las Comunidades Autónomas que ha entrado en vigor en el año 2002. Esta reforma de la hacienda local, que se encuentra en proceso de tramitación, cuenta con un elevado nivel de consenso tras la reciente firma del acuerdo entre la Federación Española de Municipios y Provincias y el Gobierno.¹ Plantea como objetivo una reforma integral de los ingresos de las haciendas locales, buscando mejorar la suficiencia financiera, la corresponsabilidad fiscal y la estabilidad, a la vez que cumple uno de los compromisos electorales del gobierno: la supresión del Impuesto de Actividades Económicas (IAE) para la mayoría de los contribuyentes. Sin embargo, el nuevo sistema de financiación no corrige algunos de los problemas básicos de la financiación local, y continúa con la indefinición en materia de competencias del actual sistema, lo que conduce, inevitablemente, a su inestabilidad. Esta última parte es, además, especialmente preocupante, puesto que la falta de limitación a las competencias convierte sus necesidades de gasto en un hecho subjetivo, y por tanto, creciente.

El sistema de financiación actual y sus problemas

El sistema de financiación local se articula a partir de la Ley 39/1988, sobre la que se introdujeron modificaciones relevantes en 1998, a través de la Ley de acompañamiento de los Presupuestos Generales del Estado. Como consecuencia, aunque no se produjeron cambios relevantes en las figuras impositivas, puede considerarse la existencia de un periodo que se inició en 1999 en materia de financiación local, y que acabará en 2003, ya que la reforma que ahora se tramita no entrará en vigor en su totalidad hasta el año 2004.

El sistema actual de financiación local se caracteriza por la utilización de múltiples fuentes de financiación. Es distinto del modelo anglosajón, en el que los fondos se obtienen básicamente de la imposición sobre la propiedad, del modelo nórdico, que se basa en la imposición sobre la renta, o el modelo centroeuropeo, en el que la mayor parte de los ingresos provienen de participaciones territorializadas en impuestos de administraciones de nivel superior. El modelo de financiación local español, en cambio, se caracteriza por ser una mezcla de todos ellos, similar al que se utiliza en otros países latinos. Así, en la financiación de las haciendas locales españolas tienen un peso relevante los tributos propios, destacando la imposición sobre la propiedad y sobre la actividad económica (ver cuadro anexo), pero también las transferencias, que han venido evolucionando en función del PIB nominal, con un suelo mínimo de garantía de evolución marcado por la inflación.

Respecto de los tributos propios, el sistema se organiza sobre la base de tres impuestos de carácter obligatorio y tres de establecimiento voluntario. Los obligatorios son: el Impuesto de Bienes Inmuebles (IBI), el Impuesto de Actividades Económicas (IAE) y el Impuesto sobre Vehículos de Tracción Mecánica (ITVM). Las CC.LL. pueden decidir libremente si implantan o no el Impuesto sobre las Construcciones, el de Instalaciones y Obras y el Impuesto sobre el Incremento del Valor de los Terrenos de Naturaleza Urbana. Sobre todos ellos, la legislación de carácter estatal establece unos mínimos y máximos, en función del tamaño del municipio, y dentro de estos márgenes las CC.LL. pueden establecer la presión fiscal deseada. Como resultado de esta distribución, el IBI representaba en el año 2000 prácticamente un tercio de estos ingresos fiscales, y el IAE, en torno al 20%. El conjunto de fuentes sobre las que tienen capacidad normativa, es decir, estos impuestos más las tasas y otros ingresos corrientes, representaban en el año 2000 el 66% de la financiación de las CC.LL. La segunda fuente relevante de financiación para las EE.LL. se deriva de la Participación en los Ingresos del Estado², una transferencia no condicionada que se calcula en función de la población (con coeficientes crecientes, por tramos, en función del tamaño), de la capacidad fiscal local y del esfuerzo que se hace sobre esa capacidad.

En conjunto, este sistema permite un grado de corresponsabilidad fiscal relativamente importante, que además ha sido ejercido claramente, como prueba la disparidad de presión fiscal local entre municipios, sin menoscabo de la estabilidad presupuestaria. Globalmente, las Entidades Locales gestionan en torno al 15% de los recursos de la Administración Pública, incluida la Seguridad Social. Sin embargo, su deuda representa poco más del 3% del conjunto de la deuda pública española y han generado una pequeña capacidad de financiación en los últimos seis años, lo que muestra que la corresponsabilidad fiscal, controlada, no tiene porqué llevar a un mayor déficit público. Bien es cierto que para las CC.LL. rige un sistema más rígido, que obliga a que los ingresos de capital se destinen únicamente a gastos de capital, que el endeudamiento en forma de préstamos deba ser finalista, que los presupuestos deban aprobarse con ahorro neto positivo y que sea necesaria una autorización del Ministerio de Hacienda para endeudarse si la deuda viva supera al 110% de los ingresos corrientes liquidados en el periodo anterior. Y que a todo ello se unirá, en 2003, el cumplimiento de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria, que exige a cada una de las EE.LL. presupuestar con capacidad de financiación, de acuerdo con el SEC-95.

Sin embargo, el sistema actual no está exento de problemas. En cuanto a la concepción del sistema, destaca la falta de delimitación de las competencias que deben afrontar las CC.LL., que conduce a necesidades crecientes de gasto. Esto se combina con unos tramos de financiación (en la PIE y en la presión fiscal de los tributos) no relacionados con las competencias obligatorias según la Ley de Bases de régimen Local, y en que el sistema obvia a las CC.AA., que no participan en la financiación local pese a la estructura federal española. Además, al igual que en el caso de las CC.AA., incorpora soluciones particulares dentro de la receta general, como los coeficientes definidos por tramos, o tener en cuenta el número de unidades escolares para la determinación de la PIE. Respecto de

¹ Acuerdo firmado el 21 de noviembre y disponible en www.femp.es.

² La PICA, o participación en los Ingresos de las CC.AA., aunque tiene un mayor peso en las transferencias de capital, tiene un peso muy inferior a la PIE (Participación en los Ingresos del Estado).

los impuestos propios, se critica que no tienen en cuenta la capacidad de pago ni la coyuntura económica. Por ejemplo, el IBI tiene base catastral, y grava igualmente un bien a su propietario independientemente de que este esté hipotecado o no. Y el IAE, con base censal, grava la actividad teniendo en cuenta la capacidad de producción, pero no la de pago.

Impuestos más complejos, menos corresponsabilidad, y riesgo de inestabilidad

El nuevo sistema introduce cambios, básicamente, en la estructura de los impuestos locales y en el peso que los mismos tendrán en la financiación local. La estrella de los cambios, por su repercusión, es la no sujeción al IAE del 92% de los contribuyentes (personas físicas y personas jurídicas con importe neto de la cifra de negocios inferior a 1M€), mientras que para el resto se cambia el impuesto. Concretamente, se elimina el número de trabajadores como variable definitoria de la base, y se sustituye por el importe neto de la cifra de negocios, como variable que, a juicio de la Ley, representa más claramente la capacidad de pago. Sobre la base de las empresas que seguirán contribuyendo, se aplica un coeficiente multiplicador de 1,29 como mínimo y de 1,35 como máximo en razón de la facturación, lo que permitirá que la recaudación de este impuesto, 1.800 M€, se redujera solamente en unos 900, sin tener en cuenta el aumento de ingresos que puede suponer la adición de un epígrafe para la telefonía móvil, hasta ahora no gravada. Además, se introduce la posibilidad de aplicar varias bonificaciones en el impuesto, como por la cantidad de metros dedicados a servicios sociales en la empresa, por utilización de transporte colectivo o por favorecer el medio ambiente.

El segundo cambio se produce en el IBI, en el que se aumentan los techos de los tipos y se introduce también un importante número de bonificaciones (a familias numerosas, o dependiendo del tipo de uso del bien inmueble) a la par que se habilita la posibilidad de incrementar los tipos para los inmuebles residenciales desocupados. Estas medidas, como las referentes al IAE, permiten la posibilidad de realizar política fiscal redistributiva por el lado del ingreso a las CC.LL., algo que desde el Estado se considera un logro. Pero puede resultar en una mayor dificultad para negociar el presupuesto local, por el efecto mediático que supone la posibilidad de implantar deducciones, incrementa considerablemente los costes de gestión de los impuestos e introduce en éstos las complicaciones que en otros impuestos, como el IRPF, se tiende a evitar. Más allá de que la política redistributiva debería realizarse por el lado del gasto, y no por el del ingreso, el que se produzca desde el nivel local puede conducir a desigualdades importantes entre individuos iguales, sobre todo si se tiene en cuenta la distinta capacidad financiera entre CC.LL. de distinto tamaño.

Además, modifica la PIE (eliminando el núm. de unidades escolares, lo que puede considerarse positivo), que pasa a llamarse Fondo de Suficiencia, desdoblándolo para las grandes ciudades (> de 75.000 habitantes y capitales de provincia), en dos partes: una cesión de recaudación de parte del IRPF (también para los municipios turísticos de más de 20.000 hab.), del IVA y de los impuestos especiales armonizados, pero sin capacidad normativa, y el Fondo de suficiencia propiamente dicho, que se distribuye como en el resto de los municipios, pero que en la práctica funciona como partida de ajuste hasta alcanzar las necesidades de financiación. Para el resto de los municipios, el Fondo de Suficiencia se distribuye en el año base en función de la población, que esta vez sí coincide en los tramos con la división de competencias de la Ley de Bases de Régimen Local, de la capacidad fiscal y del esfuerzo fiscal, aunque la definición de las dos últimas variables muestra algunas inconsistencias, como definir la capacidad fiscal como una función de la recaudación por el impuesto. Los cambios en este apartado se completan con una modificación del índice de

evolución. Del PIB nominal se pasa al ITEn (índice de evolución de los Ingresos Tributarios del Estado), que plantea una serie de dudas. Por un lado, las CC.LL. no se verán compensadas por modificaciones de los Ingresos Tributarios del Estado que afecten al ITEn, como la próxima reforma del IRPF. Por el otro, la utilización del ITEn implica no considerar la evolución de las Cotizaciones Sociales ni del Impuesto de Sociedades, las dos figuras que han experimentado una evolución más positiva en los últimos años, empujando al alza la evolución del ITAE, lo que permite pensar en una menor evolución a futuro del ITEn que del ITAE, que implicaría un menor crecimiento del Fondo de Suficiencia. La no existencia de un horizonte temporal para este modelo, y las desigualdades de partida derivadas del gran tamaño de los tramos de población, plantea por tanto riesgos para la estabilidad del sistema.

En definitiva, el nuevo sistema de financiación local permite una mayor transparencia en las transferencias y acerca la capacidad fiscal de las CC.LL. a sus obligaciones competenciales. Sin embargo, la reforma no mejora el nivel de corresponsabilidad fiscal al eliminar parte de los ingresos por tributos propios y sustituirlos por transferencias, y sobre todo, continúa sin definir el techo competencial a afrontar con los recursos disponibles.

Capítulo de ingresos

Año 2001 (distribución)

	Ayuntamientos	Total CC.LL.
1. Impuestos directos	27,4	28,0
2. Impuestos indirectos	4,0	13,2
3. Tasas y otros ingr. Corrientes	16,3	13,1
4. Transferencias corrientes	26,9	24,6
5. Ingresos patrimoniales	2,3	1,8
Op. Corrientes	76,9	80,8
6. Enajen. Inver. Reales	5,2	3,9
7. Transf. De capital	9,0	6,8
Op. De capital	14,2	10,7
Op. No financ.	91,1	91,5
8 Activos financieros	0,4	0,6
9 Pasivos financieros	8,5	8,0
Op. Financieras	8,9	8,6
Total Ingresos	100,0	100,0
Total ingresos (M€)	32.313,9	45.151,4

Fuente: Presupuestos de las Entidades Locales. Ejercicio 2001. Ministerio de Hacienda.

5. Sistema Financiero

El crédito continúa expandiéndose

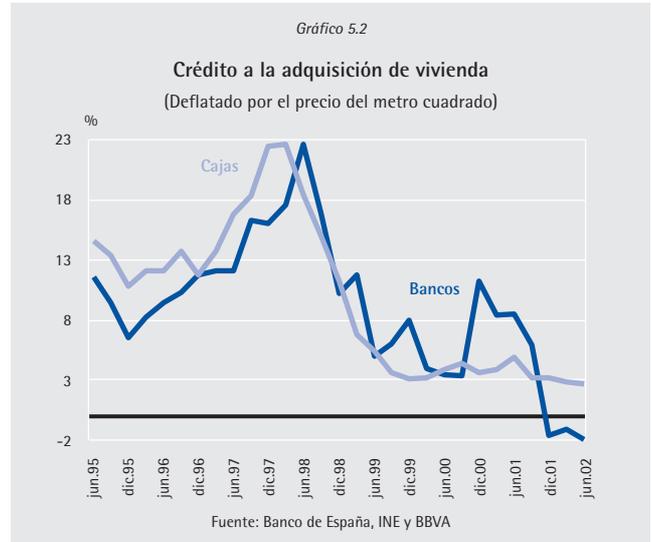
A pesar de la ralentización del crecimiento económico, el crédito ha continuado aumentando a ritmos elevados durante los nueve primeros meses del año.

De esta forma, el crédito al sector privado sigue incrementándose muy por encima de su crecimiento real promedio de los últimos treinta años (5%), experimentando la expansión más duradera de este periodo. Como resultado, el ratio de crédito al sector privado sobre PIB ha aumentado 27 puntos porcentuales entre 1997 y el primer semestre de este año, alcanzando el 99%.

Aunque este ratio está en línea con las economías desarrolladas, llama la atención en el caso español la rapidez de la convergencia a los niveles de endeudamiento europeo, que en un principio estuvo apoyada por factores tanto coyunturales como estructurales, que se están empezando a agotar.

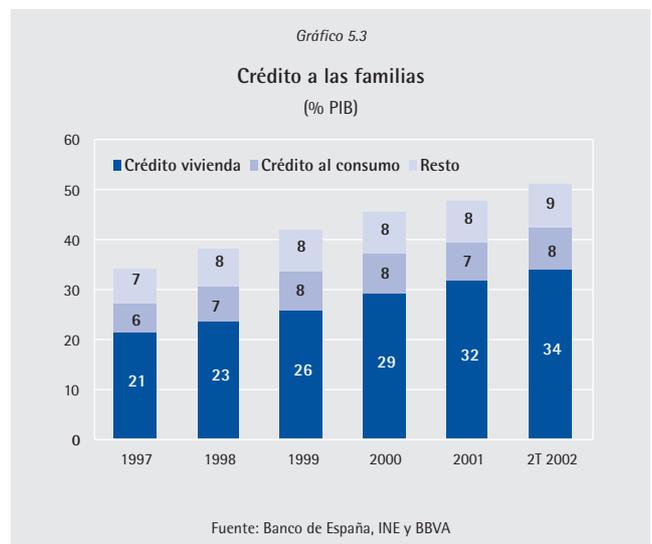
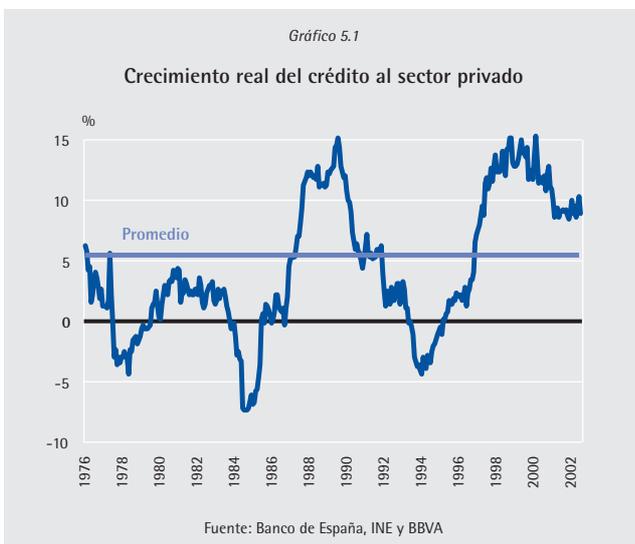
Como se observa en el gráfico 5.3, el crédito a las familias ha alcanzado el 50% del PIB en el primer semestre de 2002. La demanda de crédito hipotecario es la principal explicación de este crecimiento. Así, en términos nominales, el crédito con garantía hipotecaria no sólo ha aumentado a una tasa promedio del 19% en lo que va de año, sino que ha mostrado un perfil de aceleración, alcanzando tasas del 20% en los últimos meses.

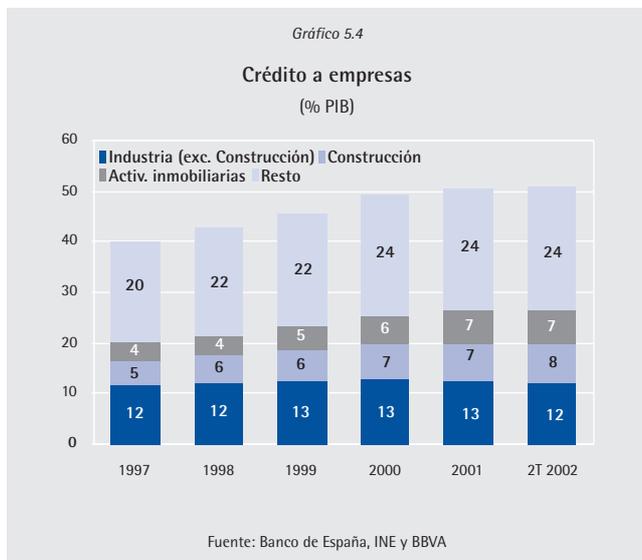
Parte del incremento viene explicado por el aumento del precio de la vivienda. Cuando se deflata el crédito a la vivienda por el precio medio del metro cuadrado, se observa que el crédito a la adquisición de la vivienda se está desacelerando en términos reales desde mediados del año pasado y en junio de este año habría crecido tan sólo un 0,7%.



El crédito al consumo, tras la desaceleración experimentada el año pasado, repuntó durante el primer trimestre del año. Aunque ello contrasta con la desaceleración experimentada por el consumo durante el mismo periodo, hay que tener en cuenta el impacto sobre esta variable macroeconómica del "efecto euro", que llevó previsiblemente a anticipar decisiones de gasto en los meses finales de 2001 y durante el primer trimestre de 2002. Otro factor que podría explicar esta aceleración es el incremento del precio de la vivienda, que ha permitido a las familias incrementar su endeudamiento al tener un patrimonio mayor.

El resto del crédito a las familias también continuó creciendo a niveles altos. Sin embargo, en términos del PIB, se observa que tanto el crédito al consumo como el resto de crédito no han aumentado significativamente su peso durante la actual expansión, mientras que el crédito a la vivienda ha aumentado trece puntos porcentuales desde 1997. Por tanto, la expansión crediticia





sobre el PIB de los últimos seis años es básicamente hipotecaria.

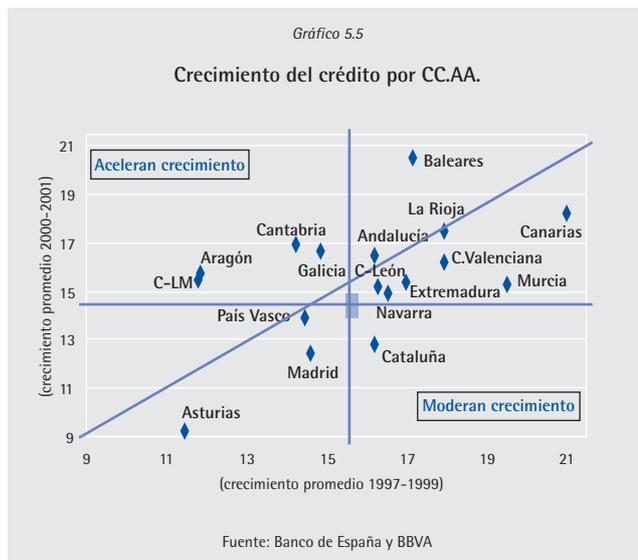
El crédito a empresas no financieras también ha experimentado un fuerte crecimiento en relación al PIB (once puntos porcentuales entre 1997 y junio de 2002), siendo de nuevo los sectores más vinculados con la vivienda los que han experimentado crecimientos más acusados. Así, las empresas relacionadas con el sector inmobiliario son las que mayor expansión del crédito han registrado. El incremento del crédito a la construcción y del crédito a las empresas de actividades inmobiliarias explica el 57% del incremento del crédito total a actividades productivas sobre el PIB.

En vista de la fortaleza prolongada del crédito, parece oportuno plantearse si la expansión de esta variable se está dando con la misma intensidad en los distintos tipos de instituciones financieras y en las diferentes comunidades autónomas.

Dispersión geográfica del crédito

Al analizar la dispersión geográfica del crédito en el periodo 1997-2001, se observa que la expansión ha sido generalizada en todas las comunidades autónomas (CC.AA.). El crecimiento promedio del crédito oscila entre el 11% de Asturias y el 20% de Canarias, tasas que, en cualquier caso, superan el crecimiento promedio nominal de la economía española del 7% registrado durante este periodo.

Las principales diferencias que se observan son el perfil de la expansión y la intensidad. Así, las CC.AA. con mayor tejido empresarial (Madrid, Cataluña y País Vasco) han sido las que han experimentado un menor crecimiento durante los cinco años analizados, lo que obedece a la menor expansión relativa del crédito a la industria frente al crédito a familias, que tiene mayor importancia en otras comunidades.



Como se aprecia en el gráfico 5.5, con la excepción de Cataluña, todas las comunidades que crecieron por encima de la media en los primeros años de expansión (1997-1999) lo hicieron también en los dos últimos. No obstante, el número de CC.AA. que ha acelerado el crecimiento del crédito en el periodo más reciente es inferior al número de CC.AA. que han moderado su expansión.

Dispersión institucional del crédito

Para analizar la dispersión por tipo de entidad y por tamaño, se han utilizado datos de balance de las entidades (no consolidados), entre diciembre de 2000 y agosto de 2002, y se han formado tres grupos según el tamaño del saldo de la cartera de crédito, incluyendo sólo a las entidades con cartera de crédito superior a mil millones de euros¹.

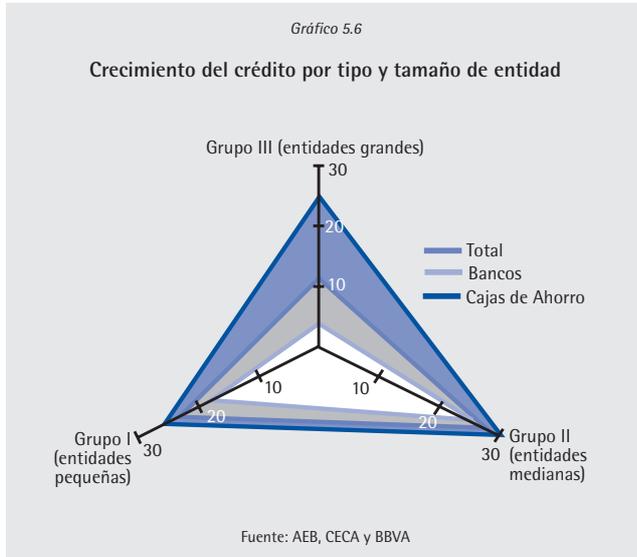
En primer lugar, analizando la dispersión por tamaño de las entidades, se aprecia que, en general, han sido las entidades de tamaño mediano las que más han aumentado su cartera de crédito durante los tres últimos años

¹ Se han excluido las entidades con carteras de crédito inferiores a mil millones de euros debido a que podían introducir distorsiones al haber entidades que desaparecen, entidades entrantes, etc.

Cuadro 5.1. Crecimiento del crédito por tipo y tamaño de entidad

	Cartera de crédito (millardos de euros)	Total	Bancos % variación promedio (*)	Cajas de Ahorro % (*)
Grupo I	Entre 1-12	23,6	18,7	25,7
Grupo II	Entre 13-39	27,6	25,8	30,1
Grupo III	Entre 40-100	11,6	3,9	25,1

(*) Promedio de la variación entre diciembre de 2000 y agosto de 2002
Fuente: AEB, CECA y BBVA



(un 28%) seguidas por las entidades pequeñas (un 24%) y a bastante distancia de las entidades grandes (12%).

Cuando se desagrega el total entre bancos y cajas, se observa que estas últimas han experimentado un crecimiento del crédito muy superior al de los bancos. Así mientras que el crédito de éstos ha aumentado un promedio del 12% entre 1997 y agosto de 2002, el crédito de las cajas de ahorro se ha incrementado un 18%, lo que ha permitido a estas instituciones aumentar un 8% de cuota de mercado.

Como se observa en el gráfico 5.6, este mayor crecimiento de las cajas se constata con independencia del tamaño de las entidades. No obstante, esta diferencia es particularmente importante en el segmento de mayor tamaño, es decir en el Grupo III. Así, mientras que las grandes cajas de ahorro han experimentado un incremento del crédito del 25% en promedio de los últimos dos años y medio, los grandes bancos sólo han aumentado su inversión crediticia un 3,9%.

Esta discrepancia obedece a que el periodo analizado coincide con la implementación de las fusiones de los grandes bancos, que han afrontado una fuerte reestructuración con el consiguiente cierre de oficinas. Por el contrario, en el caso de las cajas, este periodo ha sido de continua expansión geográfica. Así, entre diciembre de 2000 y junio de este año, los grandes bancos han cerrado 1.626 oficinas en España, mientras que las cajas han abierto 669 en el mismo periodo.

Incremento del riesgo de crédito

Esta sostenida expansión del crédito en un entorno macroeconómico menos benigno que hace un par de años, ha puesto de manifiesto ciertas vulnerabilidades, algunas de las cuales ya han empezado a materializarse. Así, el volumen de préstamos dudosos está crecien-



do a ritmos elevados no observados desde mediados de 1994. No obstante, la tasa de mora continúa muy contenida debido al fuerte crecimiento del crédito comentado anteriormente, y se situó en 1,25% a finales de septiembre.

Parte de este deterioro de la calidad crediticia es un reflejo del aumento en las quiebras y suspensiones de pagos de las empresas españolas. Los pasivos declarados en suspensión de pagos han superado los 300 millones de euros en el tercer trimestre de 2002, alcanzando los pasivos en suspensión medios desde 1997.

Aun así, el principal riesgo latente al que se enfrentan las entidades financieras es la posición más vulnerable de la situación patrimonial de las familias, tanto por el incremento de sus pasivos como por la composición de sus activos.

El endeudamiento de las familias medido como los pasivos financieros sobre el total de activos financieros

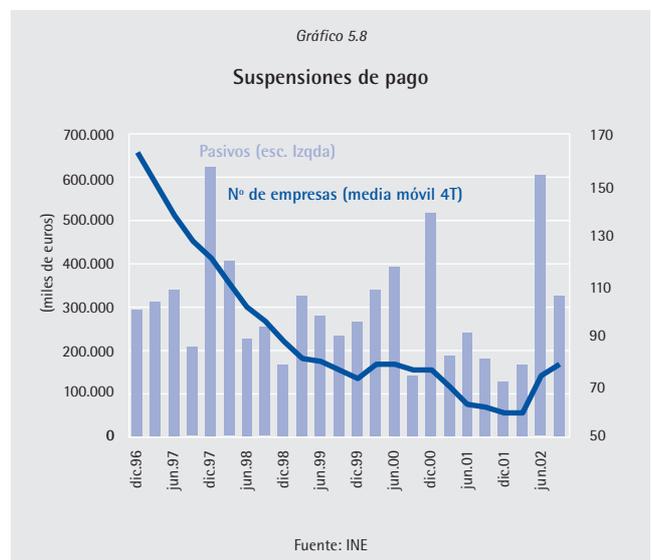
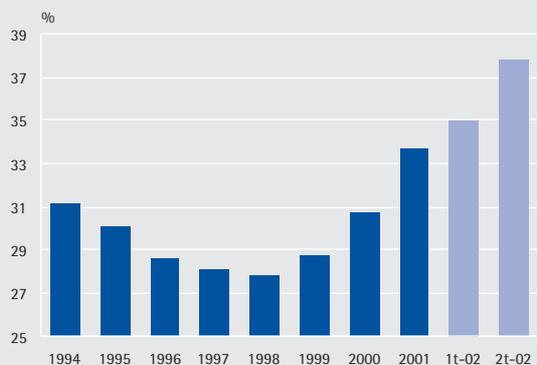


Gráfico 5.9

Endeudamiento de las familias
(pasivos financieros/activos financieros)



Fuente: Banco de España

han pasado de representar el 28% en 1998 al 38% en el primer semestre de 2002 y muy previsiblemente habrá superado el 40% durante el tercer trimestre de este año.

Las familias españolas a finales de 2001 habían convergido con la media de la UEM en los principales ratios de

endeudamiento sobre renta disponible y sobre PIB. Sin embargo, tal y como se recoge en un reciente trabajo del Banco de España², prácticamente el 100% del ahorro bruto de las familias españolas va destinado a amortizar el servicio de deuda. Dicho de otra forma, el ahorro no destinado a la amortización de los préstamos ha sido prácticamente nulo en 2000 y 2001.

Además, la mayor exposición de la riqueza financiera de las familias a los mercados³, ha incrementado la volatilidad del ratio de endeudamiento.

En suma, aunque en principio no se prevé un deterioro significativo de ninguna de estas variables, sí es importante señalar que la capacidad de absorber nueva deuda por parte de las familias es ahora más limitada que en el pasado, al tiempo que la mayor volatilidad de su situación patrimonial condiciona las expectativas de riqueza futura.

² Maza, L.A. y Del Río, A, "Una estimación de la carga financiera de los hogares españoles" Boletín Económico (Mayo 2002), Banco de España.

³ Para un análisis sobre el impacto que la caída de la bolsa ha tenido sobre la riqueza financiera de las familias, véase recuadro "¿Cuánto ha costado la caída de la bolsa a las familias españolas?" pp. 33-34.

Cuadro 5.2. Variables Financieras

(tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa)

	2000*	2001*	jul.02	ago.02	sep.02	oct.02	Saldo (mM €)
Depósitos a la vista y de ahorro	5,7	14,4	12,2	13,6	11,3	12,4	268
Depósitos a plazo	24,7	12,6	10,6	10,1	9,2	10,9	214
Patrimonio de Fondos de inversión	-11,2	-2,9	-2,6	-1,1	0,1	-0,8	171
Patrimonio de Fondos de pensiones	19,8	15,8	—	—	8,58	-	43
Crédito al sector privado	17,3	11,7	13,3	14,3	12,9	14,1	691
Tasa de mora (Entidades de crédito)	1,24	1,22	1,24	1,25	1,25	1,23	n.a.

* fin de año

Fuente: Banco de España e Inverco

¿Cuánto ha costado la caída de la bolsa a las familias españolas?

Al igual que ha ocurrido en otros sistemas financieros desarrollados, la exposición de los hogares españoles a la renta variable ha sido creciente durante la década de los años noventa. La proporción del ahorro financiero que las familias españolas invierten en acciones pasó del 15% en 1994 al 31% a finales de 2000 para volver a descender al 24% a mediados de 2002. De esta forma, la situación patrimonial, y, por tanto, las decisiones de gasto y ahorro de los hogares, se han tornado más dependientes de la evolución de los mercados financieros. En este recuadro se tratan de cuantificar las pérdidas patrimoniales latentes en las carteras de renta variable de las familias derivadas de la tendencia descendente de las cotizaciones bursátiles en los últimos dos años, tendencia que ha sido particularmente intensa en el tercer trimestre de 2002.

Hay que señalar que no todas las tenencias de acciones de las familias corresponden a acciones listadas en los mercados de valores. De hecho, la mayor parte de la cartera de acciones de las familias españolas está compuesta por participaciones en el capital de empresas que no cotizan en bolsa (63% de la cartera de renta variable a finales de junio). Puesto que la valoración de éstas no se ve sometida directamente a la volatilidad de los índices bursátiles se han dejado fuera del análisis¹.

La exposición de las familias a las oscilaciones de los precios de las acciones no se limita a las tenencias directas de títulos cotizados en los mercados de renta variable. De hecho, la adquisición de participaciones en fondos de inversión de renta variable ha sido otra forma de ahorro muy utilizada para diversificar el riesgo e iniciar una paulatina internacionalización del ahorro financiero. Así, a finales de septiembre los fondos de renta variable internacional representaban el 8% del total del patrimonio total de los fondos de inversión, frente al 6% que suponía el patrimonio de los fondos de renta variable nacional. De acuerdo con las Cuentas Financieras del Banco de España, las familias son tenedoras de aproximadamente el 78% del patrimonio de los fondos de inversión. Esta proporción se va a utilizar para calcular la variación de la riqueza financiera de los hogares en este instrumento en base a la información de la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (Inverco).

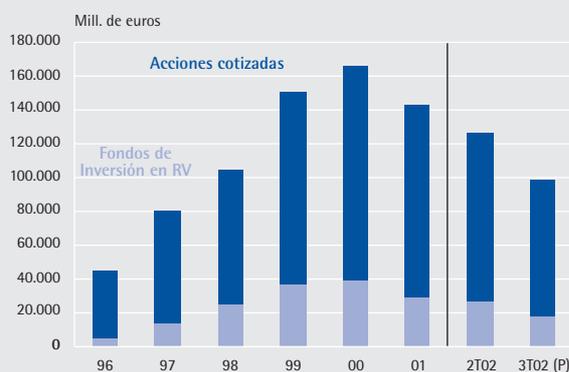
Por tanto, la exposición de las familias a la renta variable se puede definir como las tenencias directas de acciones cotizadas más el valor de las participaciones en Fondos de Inversión Mobiliaria (FIM) de Renta Variable Nacional, FIM de Renta Variable Mixta, FIM de Renta Variable Internacional y FIM de Renta Variable Internacional Mixta. Finalmente, la cuantificación del coste patrimonial de la caída de la bolsa no es independiente del punto de partida que se tome como referencia para el análisis. En este ejercicio se ha seleccionado como origen el final de 2000, año en el que, como es sabido, se truncó el período fuertemente alcista de las cotizaciones bursátiles observado desde 1997².

En base a la definición anterior, la exposición directa de los hogares españoles a la bolsa representaba el 11% del total de sus activos financieros en el segundo trimestre de 2002 frente al 14% a finales de 2000. En el caso del saldo de las acciones cotizadas, sólo se dispone de información hasta el segundo trimestre de 2002, por lo que se ha realizado una proyección para el tercer trimestre suponiendo que la cartera evoluciona en línea con la capitalización del IBEX35, es decir que no hay

¹ De hecho, el procedimiento que el Banco de España utiliza en las Cuentas Financieras para valorar las acciones no cotizadas emitidas por sociedades no financieras se basa en el descuento de los flujos de beneficios ordinarios estimados. Esta metodología descansa en una valoración de carácter fundamental, a diferencia de las acciones cotizadas, cuya valoración suele aproximarse por la evolución de la capitalización bursátil o del índice bursátil de referencia.

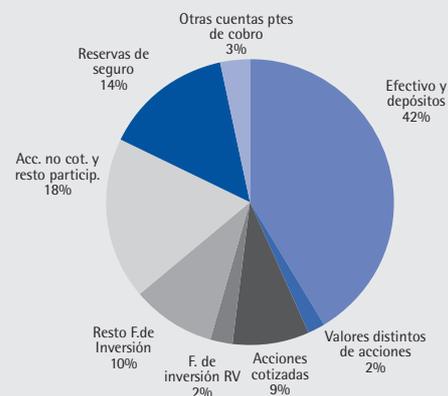
² La elección de este punto de referencia implica un sesgo de la estimación a la baja puesto que el máximo de los índices bursátiles y del saldo de acciones cotizadas en poder de las familias tuvieron lugar en el segundo y tercer trimestre de 2000 respectivamente.

Exposición de las familias a la renta variable



Fuente: Banco de España, Inverco y BBVA

Composición de la riqueza financiera de las familias españolas (2T 2002)



Fuente: Banco de España y BBVA

suscripciones ni reembolsos netos. La capitalización del principal índice de referencia de la bolsa española cayó un 19% en el tercer trimestre, período para el que se realiza este cálculo³.

Bajo todos estos supuestos, la exposición a la bolsa de las familias españolas se elevaba a 98.800 millones de euros a finales de septiembre. Desde finales de 2000 hasta septiembre de 2002 este saldo se habría reducido en 67.000 millones de euros de los que 45.800 corresponderían a la tenencia directa de acciones cotizadas y 21.200 al saldo en fondos de inversión de renta variable. De esta forma, la exposición a la renta variable de las familias españolas habría vuelto a situarse a niveles similares a los de 1998.

No obstante, como ya se ha señalado, estos cálculos no incorporan el impacto que sobre la cartera de renta variable han tenido los reembolsos o suscripciones netas que se hayan producido a lo largo de este período, por lo que no reflejan tan sólo la pérdida de valor de las inversiones. La exposición a la renta variable ha podido disminuir (aumentar) simplemente porque las familias han desinvertido (invertido) en este tipo de activo financiero. El resultado de esta desinversión bien puede haber sido una plusvalía o una minusvalía en función del momento en el que se acometió la inversión⁴. Por ello se ha procedido a desagregar la variación que ha tenido lugar en la exposición a la renta variable de las familias españolas en un efecto cantidad y un efecto precio. Con ello, y tomando como origen finales de 2000, se procede a calcular el coste directo de la caída de las cotizaciones bursátiles sobre la exposición de las familias a este activo financiero.

El impacto de la evolución de la bolsa sobre las tenencias directas de acciones se obtiene restando de la variación en el saldo las adquisiciones netas de nuevas acciones. Estas últimas se basan en la información de operaciones financieras de las Cuentas Financieras del Banco de España. Este cálculo arroja que las pérdidas latentes atribuibles directamente al descenso de la bolsa en el período que va desde finales de 2000 al tercer trimestre de 2002 se elevarían a 40.100 millones de euros.

Para aproximar el efecto cantidad en los fondos de inversión en renta variable se ha utilizado la información de Inverco sobre las suscripciones netas para cada categoría de fondo. En este caso, la caída de patrimonio atribuible a factores ajenos a las decisiones de inversión y desinversión se elevaría a 17.200 millones de euros. No obstante, el valor liquidativo de los fondos incluye las comisiones que las gestoras cobran a los partícipes, por lo que una medición más precisa del impacto de la caída de la bolsa requiere eliminar este efecto. Asumiendo que las comisiones han representado alrededor del 2% del patrimonio gestionado de los fondos de renta variable⁵, la cifra anterior quedaría reducida a unos 15.700 millones de euros.

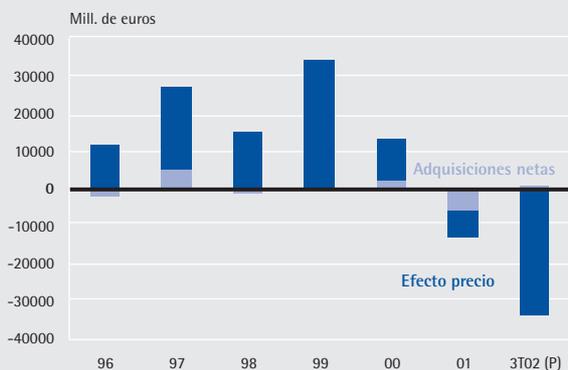
En resumen, ajustando por suscripciones y reembolsos netos y por comisiones en el caso de los fondos de inversión, se puede concluir que las minusvalías latentes acumuladas desde finales de 2000 hasta septiembre de 2002 en las carteras de renta variable de las familias españolas se elevarían a unos 55.800 millones de euros, lo que supone casi el 5% de la riqueza financiera de las familias a finales de 2000, el 12,5% de la renta disponible bruta y el 14% del consumo privado de los hogares españoles.

³ No obstante, las cotizaciones de la renta variable recuperaron parte del terreno perdido en octubre, mes en que la capitalización bursátil aumentó un 13%.

⁴ Este es un aspecto del que resulta muy complejo realizar una valoración puesto que requeriría realizar supuestos acerca del período de mantenimiento de las inversiones y de las acciones en las que éstas se han materializado.

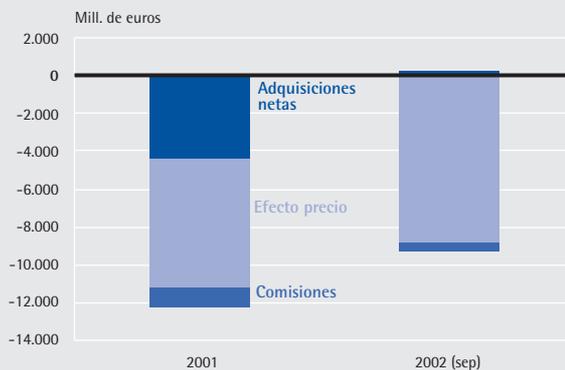
⁵ Desde junio de 2000 la comisión máxima de gestión de los FIM se situó por ley en el 2,25% el patrimonio. La heterogeneidad de la estructura de comisiones dificulta el análisis de este efecto. No obstante alrededor del 40% de los fondos de renta variable tenían unas comisiones de gestión iguales o superiores al 2% del patrimonio en 2001. Además, algunos de los fondos con comisiones de gestión más bajas tienen mayores comisiones de suscripción o de reembolso por lo que el 2% se ha considerado un nivel adecuado.

Variación de las tenencias directas de acciones cotizadas de las familias españolas



Fuente: Banco de España y BBVA

Variación en el saldo de fondos de inversión en renta variable



Fuente: Inverco y BBVA

¿Cuál es la probabilidad de recesión en España?

Manuel Balmaseda, Julián Cubero y Patrocinio Tello

Servicio de Estudios de BBVA

1. Introducción

El carácter transitorio de algunos de los factores que han contribuido a impulsar el crecimiento durante los últimos años (convergencia de tipos de interés con los países centrales de la UEM o "efecto euro") y la incertidumbre sobre la intensidad y duración de la desaceleración de la economía española apuntan la posibilidad de que la economía española, con cierto retraso con la de EE.UU. y Alemania, entre en recesión en un futuro no muy lejano.

Los indicadores sintéticos de actividad (coincidentes o adelantados), que agrupan a un amplio conjunto de variables que muestran una correlación elevada con el ciclo económico, permiten evaluar el momento cíclico en que se encuentra la economía y su probable evolución futura. Cualquier señal de este indicador que apunte hacia un deterioro significativo de la actividad alertaría del peligro de recesión. Este tipo de indicadores tiene, sin embargo, el inconveniente como predictores de recesiones de que, al agrupar muchas variables con distinta capacidad predictiva sobre la probabilidad de recesión, el indicador alerte con demasiado retraso. Además, con frecuencia se producen compensaciones entre las señales emitidas por las distintas variables, lo que minoraría su capacidad predictiva. A ello hay que añadir que, al incorporar un buen número de variables, su actualización puede resultar costosa y retrasada, dependiendo de la frecuencia de publicación de los datos.

Un enfoque alternativo consiste en estimar la probabilidad de recesión a partir de variables individuales. Las variables financieras, al incorporar expectativas sobre la evolución futura de la actividad, son, *a priori*, buenas candidatas como predictores del comienzo de una recesión en un horizonte de medio plazo (más de dos trimestres), superando a las variables reales. En particular, los tipos de interés a tres meses y los tipos de interés de la deuda a 10 años resultan los mejores indicadores de la probabilidad de recesión con horizontes entre dos y cuatro trimestres el primero y de año y medio el segundo. En base a estos resultados, la probabilidad estimada en función de estos indicadores de que la economía entre en recesión en un futuro próximo es muy pequeña.

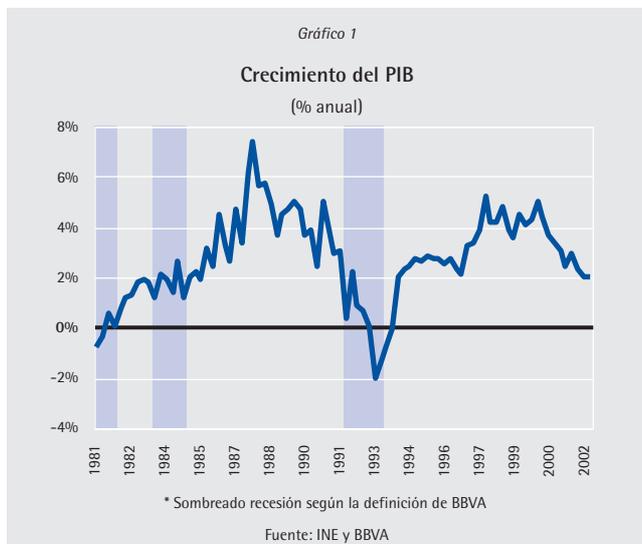
En este artículo se seleccionan las variables que con mayor antelación y mayor probabilidad han predicho una recesión en España en el pasado, para posteriormente

estimar cuál es la probabilidad que dichas variables otorguen a que la economía española entre en recesión en el futuro próximo. Para ello, el artículo se organiza como sigue. En primer lugar, se define que se entiende por recesión y se determinan los periodos recesivos en los que ha estado inmersa la economía española en los últimos veinte años. En segundo lugar, se construye un indicador de actividad (IA-BBVA) para la economía española basado en un amplio conjunto de variables. Posteriormente, se presenta el modelo econométrico, que sigue las líneas marcadas por Estrella y Mishkin (1995), utilizado para valorar la capacidad de predecir una recesión y se comentan los resultados obtenidos con el mismo. En la siguiente sección se presenta el modelo de Estrella y Mishkin modificado, en el que la probabilidad de recesión en un momento dado está condicionada al estado de la economía en el momento de la previsión. Como potenciales predictores de la probabilidad de recesión se utilizan tanto el IA-BBVA como otras variables reales y financieras, entre las que destacan los tipos de interés y la pendiente de la curva. A continuación se presentan las probabilidades de recesión estimadas para cada horizonte de predicción para los indicadores seleccionados. Finalmente, se resumen las conclusiones.

2. Definición de "recesión"

En España no existe un fechado consensuado de recesión, y por consiguiente no se ha definido el comienzo y fin de los periodos recesivos en los que ha estado inmersa la economía española. En este trabajo se define recesión en función de la evolución del Producto Interior Bruto (PIB), ya que éste es el indicador de actividad más representativo, y, por tanto, de referencia, recogiendo tanto la capacidad de producción de la economía en el conjunto de los sectores como la demanda agregada de todos los agentes económicos.

Existen varias definiciones alternativas de "recesión" en función del PIB, según el grado de atonía que se exija. "Output gap" negativo implica que el PIB se sitúa por debajo de su senda tendencial, lo que es consistente con tasas de crecimiento positivas en recesiones. Por otro lado, también se define recesión como tasa de crecimiento negativa, es decir, caída en el nivel del PIB. Atendiendo a esta segunda definición, normalmente se considera que una economía ha entrado en recesión cuando su PIB registra durante dos trimestres consecutivos



tivos crecimientos negativos, lo que, en la economía española, sucede en el 11% de los trimestres desde 1980. De acuerdo a esta definición, debido a la reducida disponibilidad de datos, desde 1980, sólo se identificarían dos recesiones en la economía española, una en el periodo comprendido entre el segundo trimestre de 1980 y el primero de 1981 y otra entre el segundo trimestre de 1992 y el primero de 1993.

Para mitigar este problema se va a considerar que la economía está en recesión si experimenta dos trimestres consecutivos de crecimiento intertrimestral anualizado inferior al 1% (0,25% trimestral), o tres trimestres de cuatro no consecutivos, lo que comprende el 22,5% de la muestra disponible. Esta definición modificada de recesión implica que se cuenta con 20 periodos recesivos, comparados con tan sólo 8 si se define como tasa de crecimiento negativa. En el gráfico 1 se presenta el crecimiento del PIB y los periodos recesivos que ha experimentado la economía española desde 1980, de acuerdo con la definición empleada en este trabajo.

3. Un indicador sintético de actividad para la economía española

Los indicadores de actividad sintetizan la información proporcionada por los distintos registros o encuestas disponibles de gasto, actividad, precios o expectativas de los agentes económicos. Esta "simplificación" aprovecha la existencia de una relación relativamente estable entre las distintas variables económicas. En particular, las magnitudes económicas muestran una evolución conjunta, bien sean procíclicas o contracíclicas, lo que permite combinarlas para obtener un indicador sintético de actividad.

Siguiendo la metodología expuesta por Stock y Watson (1999), se ha elaborado un indicador sintético (IA-BBVA)

en base a modelos factoriales. El indicador sintetiza la información contenida en un número elevado de variables económicas, representativas de la actividad, el gasto y las expectativas de los agentes, en un solo índice. La elaboración del indicador consiste en la agregación, mediante una media ponderada, del conjunto de series escogido. El peso con el que cada una de ellas contribuye al IA-BBVA se estima mediante métodos factoriales de componentes principales, recogiendo la mayor aportación independiente (ortogonal) de los distintos indicadores utilizados. Ello corresponde a la extracción, del conjunto de series utilizadas, del factor común a todas ellas, el "estado de la economía", que se obtiene ponderando cada serie en función del porcentaje que, de forma independiente, explica de la variabilidad conjunta de todas las series.

- Elaboración del indicador:

Las series se eligen en función de su disponibilidad, frecuencia (mensual) y longitud de la muestra, que habrá de abarcar como mínimo el periodo de tiempo para el que existe serie de referencia (PIB). Así, las series han de estar disponibles con anterioridad al primer trimestre de 1980, momento a partir del cual se cuenta con datos de la Contabilidad Nacional Trimestral según la metodología SEC 95¹.

Así, se utilizan 21 series representativas de la actividad, el empleo, el gasto y las expectativas de los agentes económicos. El indicador de actividad elaborado sólo incorpora magnitudes reales. En principio, las variables financieras también podrían aportar información adicional al "estado de la economía". Se ha optado por no incluirlas en el indicador debido a que el fin del ejercicio es contrastar la capacidad de predicción de recesiones de las variables financieras, en contraste con indicadores de actividad. La incorporación de variables financieras a nuestro indicador contaminaría los resultados².

Las variables originales han sido previamente corregidas de estacionalidad para obtener una señal estadística más estable, corregida de efectos determinísticos. Antes de agregarlas para construir el indicador, se transforman para hacerlas estacionarias. En la práctica esto implica que variables con tendencia se miden en tasas de crecimiento, mientras que las que no tienen tendencia no se transforman. Una vez transformadas, las variables son estandarizadas, media cero y desviación típica 1.

¹ Así, por ejemplo todas las series cualitativas de la Comisión Europea, que recogen opiniones de empresas industriales, familias y comerciantes tienen su origen para España en 1986.

² Las variables financieras no parecen aportar información adicional independiente a la incorporada en las variables reales en EE.UU., por lo que su exclusión no debería influir significativamente en el IA-BBVA.



Finalmente, se elabora el IA-BBVA como los dos primeros componentes principales de las 21 series. Para ello, se agregan ponderadamente, según el peso correspondiente de los dos autovectores de mayor carga (los de mayor capacidad explicativa de la variación conjunta de todas las series), que se suponen representativos de la situación del "estado de la economía". Estos componentes explican el 41,6% de la variabilidad conjunta de todas las series.

• *Propiedades del IA-BBVA*

Como ya se mencionó con anterioridad, la señal de referencia para evaluar la idoneidad del indicador elaborado es el PIB. En el Gráfico 2 se comprueba el grado de ajuste entre el crecimiento de éste y el indicador estimado.

La construcción del IA-BBVA hace que tenga un carácter coincidente con el PIB, sintetizando ambos la información proveniente de un conjunto más amplio de indicadores. Así, la correlación contemporánea del crecimiento del indicador con el del PIB, corregido de estacionalidad y componente irregular, asciende a 0,80. Es más, dado que el IA-BBVA no incorpora ningún indicador de actividad agrícola o pública, la correlación con el PIB que excluye ambas actividades es mayor (0,83).

Cuadro 1. Correlación de tasas trimestrales

IA-BBVA y PIB (t+k)				
k=2	k=1	k=0	k=-1	k=-2
0,66	0,75	0,80	0,79	0,76
IA-BBVA y PIB No agrario Ni Público (t+k)				
k=2	k=1	k=0	k=-1	k=-2
0,65	0,75	0,83	0,83	0,80

Fuente: BBVA

La elevada correlación cíclica contemporánea con el crecimiento del PIB, variable que se ha utilizado como referencia para definir los periodos recesivos, sugiere que el IA-BBVA debe ser contemporáneamente un buen predictor de recesión en comparación con el resto de indicadores considerados, tanto reales como financieros. Esto se pondrá de manifiesto en la próxima sección.

4. Modelo de predicción de recesión

Siguiendo el trabajo seminal de Estrella y Mishkin (1995), se utilizará un modelo probit, modelo econométrico estándar en que la variable dependiente es una *dummy*, para predecir la probabilidad de recesión. El modelo probit estima, a partir de un conjunto de variables, la probabilidad de predecir con *k* trimestres de antelación una recesión. En términos generales, cuando esta probabilidad supera el 50% se considera que el riesgo de que la economía inicie una recesión es elevado, aunque este baremo se reduce con un horizonte de previsión largo.

Sea R_t la variable dependiente "recesión", tal que

$$R_t = 1 \text{ si la economía está en recesión en el periodo } t$$

$$R_t = 0 \text{ en caso contrario}$$

La probabilidad de recesión en el momento *t*, con un horizonte de predicción de *k* periodos, viene dada por la ecuación:

$$(1) \quad \text{Prob}(R_t=1) = F(c_0 + c_1 X_{t-k}),$$

donde *F(.)* es la función de densidad acumulada normal, y *X* es el conjunto de variables explicativas utilizado para predecir la recesión. El modelo base incorpora solamente una constante, c_0 , sin ninguna variable explicativa adicional ($c_1 = 0$), lo que implica una probabilidad constante de que la economía esté en recesión en un periodo dado, 16%. El modelo con probabilidad constante se utilizará para contrastar la aportación de los distintos indicadores a la capacidad de predicción. Éstos deben mostrar una probabilidad más elevada cuando la economía esté en recesión e inferior cuando no lo esté.

Como medida de la bondad del ajuste del modelo estimado Estrella y Mishkin (1995) proponen un *pseudo-R²*. El estadístico se calcula como

$$\text{pseudo-R}^2 = 1 - (L_u/L_c)^{-2/n}$$

dónde L_u es el logaritmo del valor que toma la función de verosimilitud en el modelo que incluye el indicador, L_c es el logaritmo de la verosimilitud del modelo que sólo contiene la constante, y *n* es el número de observaciones³.

³ Para más detalle véase Estrella y Mishkin (1995).

El modelo se estima para diferentes variables, con el objetivo de encontrar cual de ellas predice con mayor precisión y antelación una recesión en la economía española. El conjunto de variables considerado incluye tanto variables reales, que, en principio, guardan una correlación elevada con el ciclo económico, como series financieras, propuestas en algunos trabajos realizados para EE.UU. y que, por su naturaleza, anticipan la evolución futura de la actividad. Entre las primeras se han considerado el IA-BBVA estimado anteriormente, la capacidad utilizada, la inflación (medida por el deflator del PIB), la confianza industrial, las suspensiones y quiebras empresariales, el tipo de cambio efectivo real (TCER) y el precio de la vivienda. Entre las variables financieras se han utilizado el tipo de interés de las obligaciones a 10 años, el tipo del mercado interbancario a tres meses, la pendiente de la curva de tipos, el índice general de la bolsa de Madrid, un agregado monetario (M3⁴), la tasa de mora, el crédito total del sistema y sus componentes, crédito a familias y empresas y crédito para la compra de vivienda. La no disponibilidad de una serie suficientemente larga de tipos de interés de deuda pública a corto plazo ha obligado a definir la pendiente de la curva como el *spread* entre el tipo de interés de las obligaciones del tesoro a largo plazo y el tipo del mercado interbancario a un año. Éste último, si bien es superior al de los instrumentos del Tesoro al mismo plazo, por el mayor riesgo crediticio del deudor, ha experimentado una evolución similar en el periodo del que se dispone de información⁵.

⁴ Tras el inicio de la UEM se produjo una ruptura en la serie de M3. Con el objetivo de disponer de una serie suficientemente larga, se ha reconstruido hacia atrás la serie publicada por el Banco de España, según la definición del BCE, a partir de la serie antigua incrementada con los fondos FIAMM.

⁵ El coeficiente de correlación entre el *spread* del bono a 10 años y las letras a un año y el del bono a 10 años y el interbancario a un año es de 0,82% desde que se dispone de información (1987).

La incorporación de España a la Unión Económica y Monetaria (UEM) en 1999 se ha traducido en que los tipos de interés a corto se determinen por las condiciones económicas de la zona euro en su conjunto, y no en función de la posición cíclica de la economía española. Asimismo, los tipos de interés a largo de los países de la UEM tan sólo incorporan un diferencial reducido con los de Alemania, no diferenciando entre las perspectivas económicas de cada uno de los países. Por ello, un sustituto adecuado para la pendiente de la curva de tipos correspondería al *spread* entre la deuda del Estado y la corporativa, que tendería a ampliarse ante la expectativa de recesión al afectar a la solvencia financiera de las empresas. La no disponibilidad de datos ha impedido que se evalúe el poder predictivo del *spread* corporativo.

Adicionalmente se considerará el indicador adelantado de actividad para la economía española elaborado por la OCDE. Esta variable, al adelantar la evolución del PIB, debería ofrecer un poder predictivo elevado.

En el cuadro 2 se presenta el *pseudo-R2* obtenido en la estimación del modelo probit a diferentes horizontes, coincidente, un trimestre, dos trimestres, un año y un año y medio, de previsión para los indicadores utilizados⁶.

En primer lugar cabe destacar que el IA-BBVA, al incorporar un elevado número de indicadores de actividad, tiene un alto poder de predicción de recesión en el muy corto plazo, contemporáneamente o a un trimestre vista. Ahora bien, al agrupar la información contenida en

⁶ El modelo se ha estimado con datos trimestrales para el periodo 1980-01/2002-02 (89 observaciones).

Cuadro 2. Pseudo-R² del modelo Estrella y Mishkin

	Horizonte de previsión (trimestrales)				
	k=0	k=1	k=2	k=4	k=6
	<i>Pseudo-R²</i>	<i>Pseudo-R²</i>	<i>Pseudo-R²</i>	<i>Pseudo-R²</i>	<i>Pseudo-R²</i>
IA-BBVA	0,2440	0,2160	0,1747	0,1418	0,0983
Indicador adelantado OECD	0,0250	0,0449	0,0323	0,0220	0,0561
Índice Confianza Industrial	0,3615	0,3108	0,2588	0,1608	0,1147
Deflator PIB	0,0459	0,0550	0,0716	0,0930	0,1134
Precio Vivienda	0,1175	0,1021	0,0479	0,0058	0,0104
TCER	0,0016	0,0009	0,0264	0,0253	0,0064
M3 real	0,0008	0,0046	0,0054	0,0000	0,0000
Suspensiones y quiebras	0,3657	0,3197	0,2606	0,1325	0,0460
Tipos de interés a 10 años	0,1565	0,1681	0,1545	0,1461	0,1662
Tipos de interés a 3 meses	0,1806	0,2246	0,2282	0,2213	0,1584
Pendiente curva (10a-1a)	0,1469	0,1868	0,2367	0,1803	0,0720
Crédito familias y empresas	0,0466	0,1027	0,0560	0,0531	0,0423
Tasa de mora	0,1123	0,0776	0,0450	0,0056	0,0061
Índice Bolsa de Madrid	0,0008	0,0020	0,0105	0,0149	0,0385

Fuente: BBVA

muchas variables, con distinta capacidad predictiva sobre la probabilidad de recesión, con frecuencia se producen compensaciones entre las señales emitidas por los distintos indicadores que lo componen, lo que minoraría la capacidad predictiva del indicador agregado. Por ello, mientras que el IA-BBVA es un buen indicador cíclico de actividad, su capacidad para predecir recesiones se ve mejorada por alguno de los indicadores individuales que lo integran. Así, la confianza industrial y el número de suspensiones y quiebras, por sí solos, tienen una mayor capacidad predictiva de la probabilidad de recesión que el indicador sintético elaborado⁷.

En términos generales, los resultados obtenidos son similares a los encontrados por Estrella y Mishkin (1995) para la economía de EEUU. Las variables financieras predicen mejor que las reales el inicio de una recesión a horizontes superiores a un trimestre, con la excepción de la confianza empresarial a dos trimestres vista. La pendiente de la curva y los tipos de interés a tres meses son los mejores predictores en un horizonte de corto plazo, entre dos y cuatro trimestres.

Los tipos a corto responden rápidamente a las decisiones de política monetaria. Un aumento de los tipos de interés por parte de la autoridad monetaria para restringir la economía provocará un incremento de cuantía similar en los tipos a corto. Esta restricción monetaria desembocaría en una reducción de la tasa de crecimiento del PIB, que de ser importante se traduciría en recesión. Por otro lado, el aplanamiento de la pendiente de la curva puede reflejar aumentos de tipos a corto, que inhibirán el dinamismo de la actividad a medio plazo, o descensos de los tipos de interés a largo plazo, anticipando un deterioro futuro de la actividad y descensos de los tipos a corto en el futuro, siendo la magnitud de la caída dependiente de la intensidad y duración de la ralentización esperada por los inversores. Por tanto, un aplanamiento significativo y duradero de la pendiente de la curva puede considerarse como una señal de amenaza de recesión.

Por ello, los tipos a largo reflejan con una mayor antelación la expectativa de una recesión que los tipos a corto. Así, cabría esperar que, a medida que se amplía el horizonte de previsión, los tipos a largo adquirieran una mayor capacidad de predicción de recesiones. Esta hipótesis es avalada por las estimaciones. A un horizonte de año y medio, el tipo de interés a diez años es el indicador que más contribuye a anticipar el inicio de una recesión.

En contra de lo esperado, pero de forma similar a los resultados encontrados en EE.UU., la bolsa no es un buen

indicador para predecir el inicio de una recesión. En el caso de España, este resultado podría deberse a que la evolución de la bolsa está dominada por factores externos (cotización de las bolsas internacionales, rentabilidad de activos alternativos) más que por factores intrínsecos a la misma (resultados empresariales, liquidez, privatizaciones, mayor estabilidad nominal de la economía), más relacionados con el dinamismo de la economía española.

En cuanto a las variables reales, en general, su capacidad de predicción es inferior a la de las variables financieras, y, como cabría esperar, se deteriora de forma importante a medida que se aumenta el horizonte de predicción. Además, los datos macroeconómicos se conocen, en general, con cierto retraso, lo que merma, aún más, su capacidad como predictores de recesiones en tiempo real. Las excepciones entre las variables reales consideradas, como ya se ha mencionado, son el IA-BBVA, el índice de confianza industrial y las quiebras y suspensiones, que, además de constituir los mejores indicadores a corto plazo, mantienen cierto valor predictivo a horizontes más amplios. En particular, la confianza industrial, como las variables financieras, tiene un elevado componente de expectativas, lo que justifica su poder de predicción a medio plazo. Un elevado número de suspensiones y quiebras es un claro indicio de crisis económica. Asimismo, un rápido incremento de éstas podría considerarse como un síntoma significativo de deterioro de la actividad, si bien el punto de partida, en este caso, es fundamental.

La inflación, por su parte aumenta su capacidad predictiva al ampliar el horizonte de previsión. Esto es consistente con que tasas elevadas de inflación mantenidas durante varios periodos tienden a pasar factura en términos reales, como pronostica la teoría económica. De hecho, en el momento actual, el modelo basado en la inflación como indicador es el que da una mayor probabilidad de recesión en un futuro próximo, si bien ésta sólo alcanza el 12%.

El indicador adelantado de actividad para España que elabora la OCDE llama la atención por su escaso poder predictivo, obteniendo uno de los peores resultados de todos los indicadores considerados.

En resumen, las estimaciones obtenidas con el modelo *probit a la* Estrella y Mishkin (1995) apuntan a que los mejores predictores de recesión son:

- a muy corto plazo (hasta un trimestre), el IA-BBVA, la confianza empresarial y las suspensiones y quiebras.
- hasta un horizonte de un año, la pendiente de la curva de rendimientos y el tipo de interés del mercado interbancario a tres meses, y

⁷ La capacidad utilizada tiene un horizonte de previsión similar a la del IA-BBVA, si bien es superada por éste en cuanto a capacidad de predicción.

- a largo plazo, el tipo de interés de la deuda pública a diez años.

Entre los indicadores elegidos, resulta interesante analizar el grado de acierto de las predicciones obtenidas con estos modelos. Es decir, si el porcentaje de errores es aceptable, entendiendo por error que el modelo atribuyó una elevada probabilidad al inicio de una recesión y ésta no ocurrió o que atribuyó una elevada probabilidad a la continuidad de la expansión y se inició una recesión, en el horizonte de previsión considerado. Según los resultados obtenidos, a medio plazo, el modelo estimado con el tipo de interés a corto plazo comete errores en el 12% de la muestra, mientras que el estimado con la pendiente de la curva en el 16%. Este porcentaje de errores es similar al que comete el IA-BBVA a un horizonte de un trimestre, en un 15% de las observaciones. A largo plazo, el tipo a diez años comete errores en el 17% de la muestra, muy similar al resto de indicadores.

Cuadro 3. Errores cometidos por el modelo Estrella y Mishkin

	Horizonte de previsión (trimestres)				
	k=0	k=1	k=2	k=4	k=6
Base	84	84	84	84	84
IA-BBVA	87	85	82	80	83
Indicador adelantado OECD	84	84	84	84	84
Índice Confianza Industrial	85	87	82	79	83
Deflator PIB	83	83	83	82	82
Precio Vivienda	87	87	85	84	84
TCER	84	84	84	84	84
M3 real	84	84	84	84	84
Suspensiones y quiebras	87	84	80	82	84
Tipos de interés a 10 años	85	87	85	84	83
Tipos de interés a 3 meses	85	88	88	87	83
Pendiente curva (10a-1a)	84	84	84	84	83
Crédito familias y empresas	84	85	84	84	84
Tasa de mora	79	82	84	84	84
Índice Bolsa de Madrid	84	84	84	84	83

Fuente: BBVA

5. Modelo de recesión condicional

El modelo propuesto por Estrella y Mishkin permite estimar la probabilidad incondicional, no dependiente del estado de la economía en el momento de previsión, es decir, de si la economía está en recesión en un periodo dado o no. Pero dicha probabilidad no es independiente del estado de la economía en el periodo de predicción. En un horizonte de corto plazo, la probabilidad de que la economía esté en recesión en el futuro próximo, uno o dos trimestres, es mayor si la actividad está en un periodo recesivo en el momento de predicción. A medida que se amplía el horizonte de predicción, la probabilidad condicional se reduce,

hasta el punto de que es posible que la probabilidad de recesión a medio plazo sea mayor si no se está en una fase recesiva en el periodo de predicción (ver gráfico 3), consistente con la duración media de los periodos recesivos. En cualquier caso, la capacidad de predecir una recesión es superior si se condiciona en el estado de la economía.

El uso frecuente de modelos ARIMA en los modelos de previsión de datos macroeconómicos confirma el papel que desempeña la evolución pasada de la variable dependiente en la estimación de su evolución futura. De esta forma, en línea con Dueker (1997), el modelo (1) se modifica para estimar la probabilidad condicionada, añadiendo como variable explicativa el estado de la economía en el periodo de predicción (R_{t-k}). Se obtiene, así, el modelo de Estrella y Mishkin modificado:

$$(2) \quad Prob (R_t=1) = F (c_0 + c_1 X_{t-k} + c_2 R_{t-k})$$

La mejora que supone la introducción de la variable dependiente retardada se manifiesta en las probabilidades estimadas de recesión sin incorporar los indicadores como variables explicativas, es decir, evaluando la mejora que supone la introducción de la variable desfasada sobre el modelo que incorpora tan sólo una constante. Como se puede observar en el gráfico 3, la probabilidad estimada de recesión aumenta cuando hay recesión y disminuye cuando no la hay. En dicho gráfico puede observarse como la mejora de la introducción del estado de la economía retardado disminuye con el horizonte de previsión. Así, mientras que en un periodo de predicción de un trimestre, la probabilidad estimada de recesión cuando hay recesión alcanza el 80%, esta probabilidad se reduce hasta 60% a dos trimestres y hasta 30% a un año. A un horizonte de cinco trimestres, la ganancia de introducir R_{t-k} prácticamente desaparece, la probabili-



Fuente: BBVA

Cuadro 4. Pseudo- R^2 del modelo Estrella y Mishkin modificado

	Horizonte de previsión (trimestres)	
	k=1	k=2
	Pseudo- R^2	Pseudo- R^2
IA-BBVA	0,0218	0,0332
Indicador adelantado OECD	0,0267	0,0148
Índice Confianza Industrial	0,0362	0,0698
Deflator PIB	0,0046	0,0220
Precio Vivienda	0,0089	0,0012
TCER	0,0003	0,0362
M3 real	0,0270	0,0122
Suspensiones y quiebras	0,0371	0,0686
Tipos de interés a 10 años	0,0298	0,0497
Tipos de interés a 3 meses	0,0681	0,1030
Pendiente curva (10a-1a)	0,0528	0,1013
Crédito familias y empresas	0,0757	0,0233
Tasa de mora	0,0061	0,0060
Índice Bolsa de Madrid	0,0001	0,0072

Fuente: BBVA

dad se sitúa en 17% comparada con una probabilidad constante de 16%⁸.

Una forma alternativa de contrastar la inclusión de la variable dependiente retardada es examinando los logaritmos de las verosimilitudes estimadas. Dado que la incorporación de R_{t-k} mejora el ajuste del modelo, la verosimilitud debería ser mayor que cuando se estima exclusivamente con una constante, en cuyo caso es de -35,85. Es más, la verosimilitud debería aumentar a medida que se reduce el horizonte de predicción, confirmando que la capacidad de predicción de la variable retardada disminuye a medida que se aumenta dicho horizonte. Las ganancias a uno y dos trimestres son significativas, L_c aumenta hasta -16,30 y -25,25 respectivamente. A un horizonte más largo, cuatro o seis trimestres, la verosimilitud se sitúa en -34,54 y -34,59 respectivamente, lo que supone unas ganancias respecto al modelo sin R_{t-k} muy reducidas, por lo que su incorporación no representa una mejora significativa de la capacidad de predicción.

El modelo (2) se estima para las mismas variables para las que se estimó el modelo (1) y para idénticos horizontes de predicción. En el cuadro 4 se presentan los resultados obtenidos para todas las variables con un horizonte de estimación de corto plazo, uno y dos trimestres. Como cabría anticipar, los pseudo- R^2 estimados son inferiores a los obtenidos cuando se estimó el modelo sin condicionar⁹. Ello es debido a que en el

⁸ La probabilidad estimada de que no haya recesión cuando no la hay es de 3% a un trimestre, 6% a dos, 12% a un año y 16% a cinco trimestres, la misma que si se hubiera asumido una probabilidad constante.

⁹ En el cálculo del estadístico pseudo- R^2 , L , a diferencia del modelo anterior, es el logaritmo del modelo que contiene la constante y R_{t-k} .

modelo ampliado, el pseudo- R^2 representa la mejora en la capacidad de predicción sobre un modelo más completo, que ya incorpora el estado de la economía en el periodo de predicción. En el modelo incondicional, modelo (1), el pseudo- R^2 muestra tan sólo la mejora en la estimación que resulta de incorporar los indicadores elegidos a un modelo base constituido sólo por una constante.

Como se observó anteriormente, el poder predictivo de la variable dependiente, R_{t-k} , disminuye a medida que aumenta el horizonte de predicción. Por ello el pseudo- R^2 del modelo ampliado para las variables financieras (ver cuadros 2 y 4) se reduce de forma más significativa, respecto al pseudo- R^2 estimado con el modelo de Estrella y Mishkin, en el corto plazo que en el largo plazo. Ello confirma que, a corto plazo, también parte de la información contenida en los tipos de interés es ya suministrada por el pasado de la variable dependiente.

Como puede observarse en el cuadro 4, incorporando el estado de la economía al conjunto de información disponible en el momento de predicción no modifica los resultados obtenidos para las variables financieras con el modelo de Estrella y Mishkin. Pero, el IA-BBVA y sus componentes, la confianza industrial y las suspensiones y quiebras, que, anteriormente, dominaban a las variables financieras a corto plazo, ya no lo hacen. Ello podría deberse a que su capacidad predictiva se explica por su elevada correlación contemporánea con el crecimiento del PIB y la elevada autocorrelación de esta variable. Así, al introducir el estado de la economía retardado, el IA-BBVA, la confianza y las suspensiones y quiebras pierden su influencia. El tipo de interés a tres meses y la pendiente de la curva de rendimientos, por otro lado, si bien pierden algo de poder de predicción tras la incorporación de R_{t-k} , continúan ofreciendo las mayores ganancias. Asimismo, las variables crediticias aumentan su aportación a la capacidad de predicción en el corto plazo (un trimestre).

Cuadro 5. Pseudo- R^2 del modelo Estrella y Mishkin modificado

	Horizonte de previsión (trimestres)	
	k=4	k=6
	Pseudo- R^2	Pseudo- R^2
Tipos de interés a 10 años	0,1164	0,2654
Tipos de interés a 3 meses	0,1894	0,2450
Pendiente curva (10a-1a)	0,1481	0,1318
Crédito familias y empresas	0,0401	0,0576
Tasa de mora	0,0012	0,0026
Índice Bolsa de Madrid	0,0149	0,0415

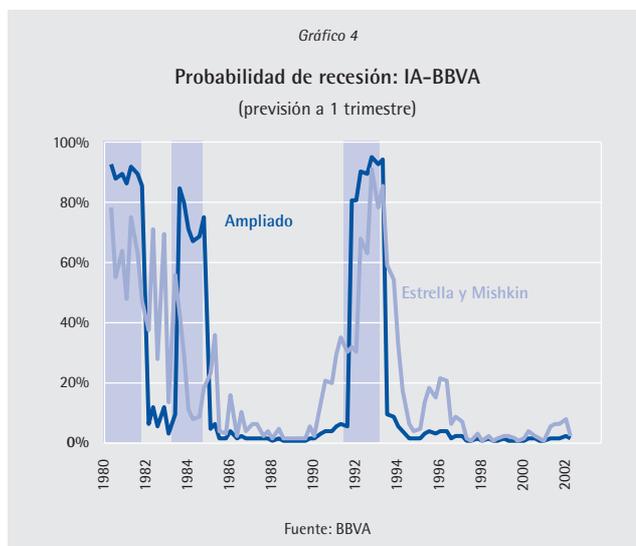
Fuente: BBVA

A medida que aumenta el horizonte de predicción, los tipos de interés de las obligaciones del Tesoro a 10 años mejoran su capacidad de anticipar si la economía va a estar en recesión o no. Este resultado es coherente con el valor informativo adicional sobre las expectativas económicas a largo plazo que incorporan los tipos a 10 años, al recoger las perspectivas de los agentes sobre la evolución de la actividad, la inflación, las cuentas públicas, etc., factores que terminarán determinando el estado de la economía. De hecho, como se puede observar en los cuadros 2 y 5, los tipos a diez años constituyen el mejor predictor de la probabilidad de recesión con un horizonte de año y medio.

Como se ha podido observar, la introducción del estado de la economía retardado mejora la capacidad de anticipar su estado futuro. Como cabría esperar, la inclusión del pasado de R_t como variable explicativa reduce el número de errores de predicción cometidos por el modelo de Estrella y Mishkin, especialmente a muy corto plazo (entre el 4% y el 6% a un trimestre con el modelo modificado comparado con entre el 12% y el 18%). Así, a un horizonte de dos trimestres el error cometido por los modelos oscila entre el 15%, de la confianza industrial, y el 11%, del indicador adelantado de la OCDE, el crédito y la pendiente de la curva. En todos los casos, con la excepción de los tipos a tres meses, ello supone una mejora considerable respecto al modelo de Estrella y Mishkin. En un horizonte de previsión de cuatro trimestres, las variables financieras cometen un error de predicción similar al del modelo de Estrella y Mishkin, del entorno del 15% en todos los casos. La mejora más significativa corresponde, a largo plazo, al tipo a diez años, cometiendo errores en el 9% de la muestra, frente al 17% del modelo de Estrella y Mishkin, lo que identifica a este indicador como especialmente útil, tanto por su largo horizonte de previsión como por su ajuste y bajo margen de error.

6. Probabilidad estimada de recesión

Una vez que se han determinado los indicadores que son más adecuados para predecir el estado de la economía a diversos horizontes, se examinan las probabilidades de recesión estimadas por los modelos, lo que determina su grado de ajuste, y la información contenida en los indicadores sobre la probabilidad de que la economía española entre en recesión en los próximos trimestres. En conjunto, los indicadores muestran que esta probabilidad es muy reducida, del 12% en el peor de los casos y siempre inferior al 5% según los modelos con mejor ajuste.

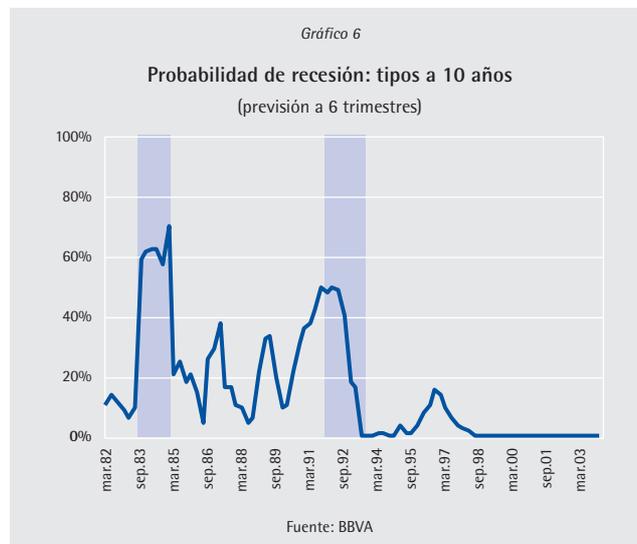
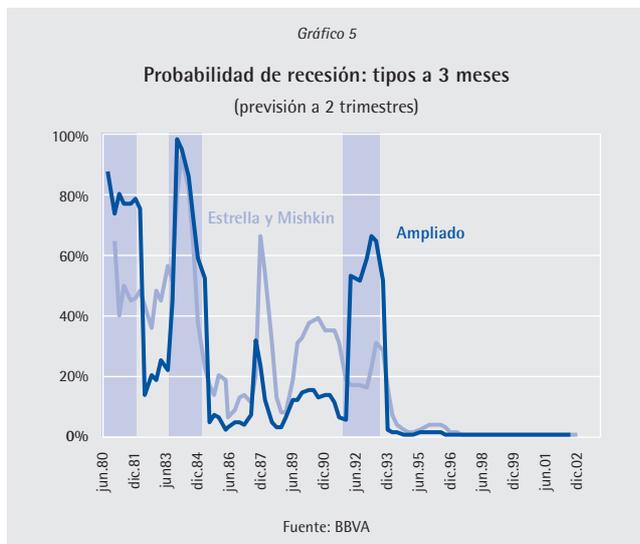


Los indicadores que muestran un *pseudo-R²* más elevado en el corto plazo son el IA-BBVA y la confianza empresarial. El gráfico 4 muestra la probabilidad de recesión estimada por estos indicadores tanto para el modelo de Estrella y Mishkin como para el ampliado con la variable "recesión" retardada. Como se puede observar, el modelo ampliado predice mejor que el de Estrella y Mishkin la probabilidad de recesión, si bien lo hace con un trimestre de retardo¹⁰. Sin embargo, por construcción, al no estar condicionado al estado de la economía, el modelo de Estrella y Mishkin tiende a dar probabilidades más volátiles, lo que permite observar un incremento paulatino de la probabilidad a medida que el riesgo de recesión aumenta. Así, ambos capturan perfectamente la recesión de 1993, pero el modelo de Estrella y Mishkin muestra como la probabilidad de recesión comenzó a aumentar a principios de la década, si bien no se situó por encima del 50% hasta 1993. En el momento actual, ambos indicadores muestran que la economía española no está en recesión ni lo estará en el próximo trimestre. La probabilidad otorgada a este evento se sitúa en torno al 2% (si bien en el primer trimestre de 2002 ascendía hasta casi el 8%)¹¹.

En un horizonte de previsión más largo, entre dos y cuatro trimestres, las variables financieras, y en particular los tipos de interés a tres meses, emergen como los indicadores más apropiados para predecir la entrada de la economía española en recesión. En el periodo de un año, el modelo de Estrella y Mishkin y el condicionado al estado de la economía muestran resultados muy similares. Ello es debido a que la mejora resultante de la incorporación de la variable "recesión" retardada prácticamente

¹⁰ Ello es debido a que domina el impacto del estado de la economía en el momento de la predicción a la información que aporta el indicador, como ya se comentó con anterioridad.

¹¹ Esta proyección acaba de verse confirmada por los datos publicados por el INE que señalan que la economía española creció un 0,8% en el tercer trimestre.



desaparece a este horizonte. Por su parte, en el periodo de dos trimestres, el modelo ampliado ajusta mejor la probabilidad observada, pero, como se comentó anteriormente, minimiza la información adicional contenida en el indicador, es decir, oculta falsas señales que podrían mostrar periodos de estrés para la economía.

En particular, el modelo basado en los tipos de interés a corto¹² muestra que en el periodo 1987–1988, la importante subida de tipos de interés (del 10,5% en diciembre de 1985 hasta 18,3% en junio de 1987) representó un elevado riesgo de que la economía española entrara en recesión. Si bien la actividad experimentó oscilaciones importantes, el crecimiento del PIB se mantuvo relativamente fuerte durante todo el periodo. En la actualidad, los bajos tipos de interés a corto vigentes desde la incorporación de España a la Unión Económica Monetaria y su posterior descenso hacen que este indicador muestre una probabilidad muy reducida de que la economía española entre en recesión en el próximo año.

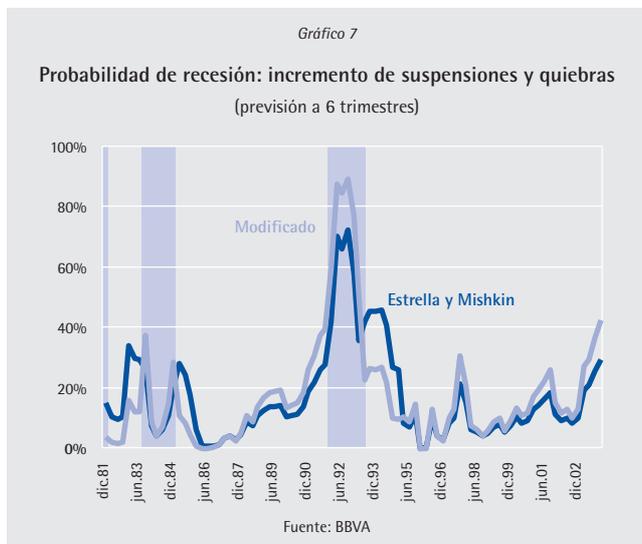
Finalmente, en el plazo de año y medio, las señales respecto al estado de la economía se reducen. Los tipos de interés de la deuda a 10 años son el indicador que ofrece una más elevada capacidad de predicción. En cualquier caso, a un horizonte tan largo la señal recogida rara vez ofrece una probabilidad de recesión superior al 50%, por lo que el límite que indica recesión debe reducirse en el análisis. Así, se observa que durante la recesión de 1993, la más severa que ha experimentado la economía española, la probabilidad estimada con seis trimestres de anterioridad ascendió al 49%. En cualquier caso, la probabilidad estimada de que a finales del año 2003 la economía española se encuentre en recesión no es significativa.

La reducida probabilidad estimada por los tipos de interés puede estar influenciada por dos factores. Por un lado, desde el comienzo de la UEM los tipos de interés, tanto a corto como a largo, reflejan las condiciones económicas de la zona euro en su conjunto, situándose por debajo de lo que recomendaría la situación cíclica de la economía española. Es decir, su capacidad de previsión se ha reducido al no ajustarse a la evolución de las perspectivas económicas en España. Esto es particularmente cierto para los tipos a tres meses, ligados a los tipos oficiales que para toda la zona euro fija el Banco Central Europeo. Pero también afecta a los tipos a 10 años, que en la actualidad se fijan como un pequeño diferencial con respecto a los tipos de Alemania. Esta evolución de los tipos de interés comenzó varios trimestres antes de la creación de la UEM, fruto del proceso de convergencia y de la anticipación de los mercados de la integración monetaria, lo que se tradujo en una merma en su capacidad predictiva.

Por otro lado, los tipos de interés actuales, fijados en base a la evolución del conjunto de la UEM, son especialmente laxos para la economía española, lo que redundará en una menor probabilidad de que la economía española entre en recesión en el corto plazo.

El carácter expansivo de las condiciones financieras en la actualidad se está traduciendo en tensiones inflacionistas en la economía española, sosteniendo el diferencial de inflación con la zona euro y el consiguiente deterioro de la competitividad, lo que, eventualmente, desembocará en un ajuste real de la economía ante la imposibilidad de ajuste del tipo de cambio. En este contexto, la inflación se perfila como un buen indicador de la probabilidad de recesión a largo plazo (probablemente a más de año y medio, periodo máximo considerado en este artículo). En el pasado, un repunte significativo de la inflación conduciría inexorablemente a una subida

¹² La pendiente de la curva, al incluir los tipos a corto, muestra resultados similares.



de los tipos de interés por parte de la autoridad monetaria, lo que se traducía en un repunte de los tipos de interés a corto y largo plazo. Éstos dominan a la inflación como predictores de probabilidad de recesión, por su impacto más inmediato sobre la actividad. La ausencia de respuesta de los tipos a la evolución de la actividad de la economía española en el marco de la UEM hace que la inflación gane peso como posible predictor de recesión. En cualquier caso, la probabilidad que indicaría en el momento actual es todavía moderada, en torno al 12%.

El desacoplamiento de las variables financieras, que mejor han predicho la probabilidad de recesión en el pasado, de la evolución de la actividad en España sugiere que se examinen las probabilidades de recesión estimadas por los modelos basados en indicadores inicialmente descartados. En este sentido, independientemente del horizonte de previsión, la gran mayoría de los indicadores muestran probabilidades de recesión como mucho del entorno del 16%, probabilidad de recesión incondicional (estimada sin aportación de los indicadores)¹³.

El único indicador que muestra una probabilidad significativa de recesión es el incremento de las suspensiones y quiebras empresariales, situándose en el entorno del 30% en el horizonte comprendido entre dos y seis trimestres¹⁴. Si bien el indicador apropiado es el número de suspensiones y quiebras, su incremento puede anticipar el comienzo de crisis, al significar un cambio de tendencia. Pero, estos resultados deben tomarse con cautela ya que, por una parte, se carece de la información sobre la creación de empresas, lo que implica que

las suspensiones y quiebras son brutas, no netas. Así, una economía con elevada flexibilidad tendería a tener un mayor nivel de quiebras y suspensiones, pero también tendría un mayor nivel de creación de empresas. Ahora bien, la rigidez existente en la economía española para la creación de empresas, hace que el ritmo de destrucción de éstas sea un indicador bastante fiable. Además, económicamente, no parece consistente que el incremento en las suspensiones y quiebras puedan anticipar una recesión con demasiada antelación. Es más, dadas las rigideces de la economía española, cabría esperar que éstas aumentaran una vez que la economía está ya en recesión, lo que implicaría que sería un indicador retardado o, a lo sumo, coincidente. Por otro lado, en la actualidad, el significativo incremento del número de suspensiones y quiebras en el segundo trimestre del año se produce desde niveles relativamente reducidos, lo que es reflejo del largo periodo de expansión de los últimos años y de la desaceleración posterior.

Aun así, el modelo, aunque no recoge la recesión de principios de los ochenta, señala claramente la de principios de los noventa. Esta recesión estuvo marcada por una sobreapreciación de la peseta y la consiguiente pérdida de competitividad de las empresas españolas. En la actualidad, si bien la pérdida de competitividad acumulada es todavía inferior a la de aquel periodo, el mantenimiento de un diferencial de inflación con nuestros principales socios comerciales, en ausencia de posibilidad de ajuste del tipo de cambio, continuará deteriorando la posición competitiva de las empresas y conducirá a un ajuste real de la economía.

Los modelos basados en el incremento de las suspensiones y quiebras son los que menos errores cometen en las previsiones a largo plazo, igualando el grado de acierto de los tipos a tres meses en el horizonte de un año, 13%, y superando a todos los indicadores en el horizonte de año y medio, 11% frente a 16% del crédito, con el modelo de Estrella y Mishkin. Asimismo, con el modelo modificado, el grado de acierto también es superior, igualando a los tipos a 10 años en el horizonte de 6 trimestres, 9%, y superando a este último y a los tipos a tres meses en un horizonte de un año, 13% frente al 15%.

7. Conclusiones

En este artículo se ha examinado el papel de un conjunto de variables, financieras y reales, en la predicción de las recesiones económicas en España. Los resultados obtenidos están en línea con los encontrados en otros trabajos para la economía de EE.UU. En ellos, las variables financieras se revelan como mejores predictores, en particular a medida que aumenta el horizonte de

¹³ La bolsa, a largo plazo, muestra una probabilidad del entorno del 25%, si bien su capacidad de predicción de recesiones es prácticamente muy reducida.

¹⁴ La probabilidad máxima alcanzada es superior al 40% a año y medio vista con el modelo ampliado.

previsión. En concreto, la pendiente de la curva de rendimientos es el mejor predictor de recesión con un horizonte superior a tres trimestres en EE.UU. En el caso de España, también se confirma que las variables financieras alertan sobre la posibilidad de que se inicie una recesión, definida como crecimientos trimestrales anualizados inferiores al 1% por dos trimestres consecutivos o tres trimestres de cuatro, con mayor antelación que las macroeconómicas. No obstante, la pendiente de la curva, a diferencia de lo que se observa para EE.UU., sólo es el mejor predictor, junto al tipo de interés a tres meses, de una recesión a horizontes de corto plazo, menos de un año. A largo plazo, más de un año, el tipo de interés a 10 años supera a la pendiente de la curva de tipos como predictor del inicio de una recesión.

Por otro lado, dado que las variables financieras están disponibles diariamente, y que no están sujetas a revisiones posteriores, su utilidad como predictor de recesiones y complemento de los modelos econométricos de predicción de la evolución de la actividad es clara. De hecho, la evolución de las variables financieras en España otorga una probabilidad reducida al inicio de una recesión en un horizonte de seis trimestres (inferior al 12% en todos los casos y rara vez superior al 5%).

Las diferencias con EE.UU. y la reducida probabilidad de que la economía entre en recesión pueden estar condicionadas, en parte, por el cambio estructural que ha supuesto la pertenencia de España a la UEM, que ha acelerado la convergencia de tipos de interés a corto plazo y reducido la prima de riesgo implícita en los tipos de interés a largo plazo. La pérdida de autonomía de la política monetaria, con mayor incidencia en los tipos a corto plazo, implica que la pendiente de la curva de rendimientos de España esté afectada significativa-

mente por la situación cíclica de la UEM, y no por la de la economía española. A pesar de ello, la elevada correlación cíclica entre España y la zona euro apunta a que una recesión en la zona euro acabaría extendiéndose a España, por lo que se mantiene el poder predictivo de las variables financieras como indicadores adelantados de recesión en España.

En cualquier caso, su determinación en base a la evolución de la actividad en el conjunto de la zona euro, y no en España, hace que su validez como predictores de recesión en la economía española pueda ser cuestionada. En este sentido, la evolución del resto de indicadores, con la excepción del incremento en las suspensiones y quiebras empresariales, tampoco induce a concluir que exista una probabilidad elevada de recesión en los próximos trimestres (inferior a la probabilidad incondicional). La probabilidad más elevada (superior al 25%) es la estimada en base al incremento de las suspensiones y quiebras, que se concretaría en un horizonte de dos a seis trimestres.

Referencias

- Dueker, Michael J. (1997): "Strengthening the Case for the Yield Curve as a Predictor of U.S. Recessions". *Federal Reserve Bank of St. Louis* (March/April 1997), pp 41-51.
- Estrella, Arturo and Mishkin, Frederic S. (1995): "Predicting U.S. Recessions: Financial Variables as Leading Indicators". *NBER Working Paper Series* nº 5379
- Filardo, Andrew J. (1999): "How Reliable Are Recession Prediction Models?". *Economic Review* (Second Quarter 1999), pp.35-51.
- Stock, James H. and Watson, Mark W. (1992): "A Procedure for Predicting Recessions with Leading Indicators: Econometric issues and Recent Experience". *NBER Working Paper Series* nº 4014
- Stock, James H. and Watson, Mark W. (1999): "Forecasting Inflation". *Journal of Monetary Economics*, vol.44, pp. 293-335

Cuadro: Indicadores de la economía española

(Tasas de variación anual en %, salvo indicación expresa)

	2001	2002 (1)	Septiembre	Octubre	Noviembre	Último dato	Mismo dato año anterior	Tendencia
Producción industrial (filtrado)	-1,4	-0,1	0,8	2,2		2,2	1,3	+
Índice Clima Industrial (saldos netos)	-5,4	-5,9	-5,5	-5,4	-5,1	-5,1	-9,0	+
UCP (3)	79,2	77,4	78,4	80,3	80,3	80,3	78,3	+
Consumo de energía eléctrica (4)	4,8	3,2	2,0	2,8	3,0	3,0	2,9	+
Consumo de cemento	9,7	4,5	7,6	4,1	-1,9	-1,9	7,9	-
Matriculaciones automóviles	3,2	-7,8	-4,1	-0,3	-8,7	-8,7	3,0	+
Índice Confianza Consumidor (2)	-4	-11	-11	-12	-12	-12	-7	+
IPC general	3,6	3,5	3,5	4,0	3,9	3,9	2,7	=
Precios de producción	1,7	0,6	1,1	1,6		1,6	-0,8	+
Salarios pactados (5)	3,7	3,0	3,0	3,0		3,0	3,5	=
Medios de pago: empresas y familias	6,8	9,2					3,6	=
Financiación a empresas y familias	13,3	13,1	12,9	14,1		14,1	12,3	-
Afiliados Seguridad Social	3,9	3,1	2,7	3,0	-3,1	-3,1	3,3	=
Paro registrado (6)	-27,6	89,7	101,7	101,7	105,2	105,2	16,0	+
Tasa de paro (3)	10,5	11,3	11,4			11,4		=
Ocupados (trimestral) (3)(6)	335,5	330,6	285,3			285,3	378,0	=
Bal. cuenta corriente (7)	-16947,0	-10249,0	-2433,0			-2433,0	-1382,0	-
Balanza comercial (7)	-43018,8	-28623,8	-4313,8			-4313,8	-4032,2	-
Déficit de caja (7)	-2884,2	-332,0	-6606,7	86,0	-332,0	-332,0	-393,0	-

(1) Periodo disponible. (2) Saldos de respuestas en %. (3) Datos trimestrales correspondientes al trimestre que finaliza en el mes indicado.

(4) Corregido de los efectos de calendario y temperatura. (5) Acumulado durante el periodo. (6) Variación anual en miles. (7) Saldos en millones de euros.

Contexto Internacional: Resumen de Previsiones

	PIB (%). En promedio anual				IPC (%). En promedio anual			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
EE.UU.	3,8	0,3	2,3	2,5	3,4	2,8	1,6	2,1
UEM	3,5	1,4	0,8	1,7	2,3	2,5	2,3	2,2
Alemania	3,1	0,7	0,4	1,2	1,9	2,5	1,4	1,2
Francia	4,2	1,8	1,0	2,0	1,7	1,6	1,9	1,8
España	4,1	2,7	1,9	2,5	3,4	3,6	3,5	3,2
Italia	2,9	1,8	0,4	1,6	2,6	2,8	2,6	2,6
Reino Unido ¹	3,1	2,1	1,5	2,4	2,1	2,1	2,2	2,5
Japón	2,4	-0,8	-0,2	0,6	-0,8	-0,7	-0,9	-0,3
Países asiáticos ²	7,5	5,3	6,3	6,2	1,9	1,9	1,0	2,4
América Latina ³	4,1	0,4	-0,5	2,0	8,0	6,4	9,0	10,8
	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
EE.UU.	2,4	1,3	-1,5	-2,0	-4,2	-3,9	-4,8	-4,0
UEM ⁴	-1,0	-1,5	-2,3	-2,2	-0,9	0,0	0,5	0,2
Reino Unido	4,1	0,9	-1,2	-1,4	-1,9	-1,8	-1,8	-1,5
Japón	-9,5	-8,0	-8,6	-9,0	2,5	2,2	3,2	2,6
América Latina	-2,6	-2,9	-2,4	-2,0	-2,3	-2,5	-1,0	-0,6

¹ La inflación no incluye los tipos de interés hipotecarios.

² Corea del Sur, China, Filipinas, Hong-Kong, Indonesia, Malasia, Tailandia, Singapur y Tailandia.

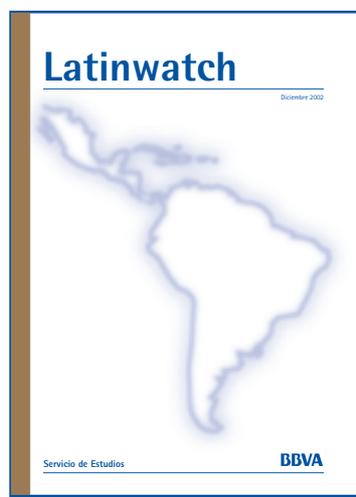
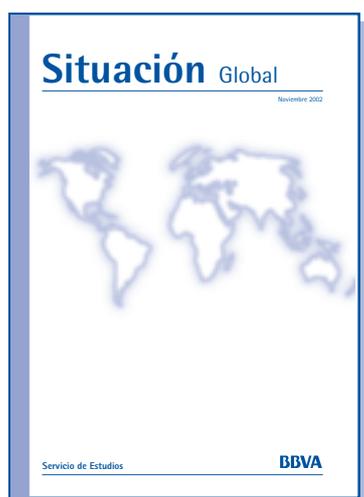
³ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

⁴ Sólo sector público, sin incluir ingresos por la venta de las UMTS.

	Tipos Oficiales				Tipos a 10 años			
	dic-02	mar-03	jun-03	dic-03	dic-02	mar-03	jun-03	dic-03
EE.UU.	1,25	1,25	1,25	1,75	4,05	4,30	4,60	4,90
UEM ⁵	2,75	2,75	2,75	3,00	4,40	4,45	4,75	4,90
Reino Unido	4,00	4,00	4,00	4,50	4,55	4,55	4,85	5,00
Japón	0,10	0,10	0,10	0,25	0,98	1,20	1,30	1,40

⁵ Los tipos de interés a 10 años corresponden a Alemania.

OTRAS PUBLICACIONES DEL SERVICIO DE ESTUDIOS DE **BBVA**



Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA
Gran Vía, 1 - planta 2
48001 Bilbao
Tlfn: 34-94-4876231
Fax: 34-94-4876417

Internet:
<http://www.bbva.es>

Depósito Legal: M-31254-2000

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección.

El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.