

Situación España

Abril 2002

- Desaceleración por factores propios
- La inflación remite, temporalmente
- El endeudamiento de las familias, un riesgo menor
- Unos TICs poco contagiosos



Fecha de cierre: 27 de Marzo, 2002

Indice

1. Entorno internacional	1
2. El sector real	3
Recuadro: "El 'efecto euro' supera las previsiones"	9
Recuadro: "Más Empleo, menos Paro y más Actividad"	10
Recuadro: " <i>eEurope 2002</i> : España avanza pero no converge con la Unión Europea"	11
3. Precios y salarios	12
Recuadro: "Un IPC más moderno"	15
4. Sector Público	17
5. Sistema Financiero	22
Recuadro: "La Banca Virtual en España: balance de dos años de captación de pasivo"	26
Nota especial: Un análisis de la revalorización de los activos financieros e inmobiliarios de las familias	28
Artículo: "El diferencial de inflación entre España y la UEM"	32
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

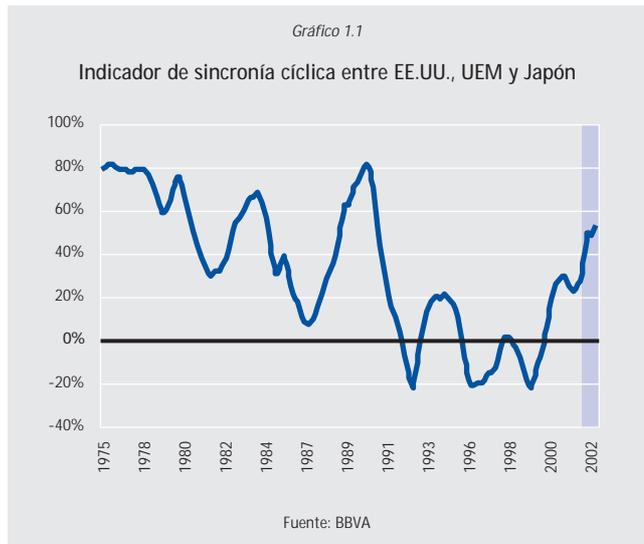
1. Entorno internacional

¿Optimismo para todos?

En los primeros meses de 2002 se está observando una reducción de las incertidumbres en el entorno internacional, especialmente de las referidas al crecimiento de EE.UU. y, con ello, a la evolución del comercio mundial. La relativa fortaleza del consumo privado en la economía estadounidense, no vista en otras desaceleraciones, ha provocado un notable descenso de los inventarios que está impulsando la actividad a corto plazo. La recuperación de la actividad en esta economía es evidente en todos los indicadores y la incógnita es ahora su duración e intensidad. A medio plazo, el notable aumento de productividad se revela como la principal variable de soporte para que esta recuperación se convierta en duradera. Con ello, no sólo se han frenado las revisiones a la baja de la actividad para el conjunto del año, sino que las previsiones se están elevando significativamente. Las expectativas empresariales, no sólo en EE.UU., sino en las principales economías mundiales están abandonando los mínimos de finales de 2001, reflejo del punto de inflexión que podría estar teniendo lugar en la actividad económica mundial.

Pero no todas las incertidumbres en el escenario macroeconómico se han despejado. De hecho, tras haber experimentado una desaceleración sincronizada, el principal riesgo para algunas economías es que, ahora que se inicia la recuperación, los factores domésticos limiten su crecimiento. Ello podría dar lugar a que, tras una desaceleración "sincronizada" de la actividad, se produjese una recuperación "no sincronizada". Algunos países son candidatos claros a beneficiarse de la recuperación del comercio mundial, y particularmente del aumento de la demanda mundial de bienes tecnológicos, como ocurre con los países del sudeste asiático. Europa parece estar también en condiciones de aprovecharse del relanzamiento del comercio mundial, especialmente con una divisa depreciada, pero las dudas permanecen en la evolución de su demanda interna. Más complicada es la situación de Japón, que, a diferencia de EE.UU. o de Europa, ha afrontado la desaceleración con un sistema financiero poco saneado, lo que está obligando a adoptar medidas urgentes, en forma de inyecciones de liquidez por parte del Banco de Japón o de compras de activos por el sector público. En el caso de América Latina, tras la buena noticia de la ausencia de contagio real y financiero de la crisis argentina al resto de la región, la principal incertidumbre es la evolución de otro canal de transmisión de la crisis: la inversión extranjera directa. Si estos riesgos domésticos se materializasen, la expansión sería menos intensa y sostenible de lo que actualmente se espera.

A este entorno se suman recientemente dos factores de riesgo globales, ambos con baja probabilidad. Por un lado, el aumento del precio del petróleo, que en los primeros meses del año ha superado las expectativas, no sólo por



el mayor optimismo sobre el crecimiento, sino también por el mayor acuerdo entre los productores y por la tensión bélica en Oriente Medio. Aunque no se esperan repuntes adicionales significativos en el precio del crudo, su evolución hasta la fecha es menos positiva para los países importadores que la prevista hace unos meses. Por otro lado, la imposición unilateral de aranceles sobre las importaciones de acero en EE.UU. puede constituir un factor de riesgo en la medida en que señalice un cambio en la favorable predisposición a la globalización de los intercambios que había dominado en los últimos años. Ahora bien, éste debe ser un escenario poco probable, ya que el proceso de internacionalización de los flujos comerciales y financieros de los últimos años ha generado notables beneficios.

Se inicia el ciclo alcista de tipos de interés

Aunque es cierto que permanecen algunos riesgos en el escenario internacional, el balance de los últimos meses ha sido de reducción de la incertidumbre no sólo macroeconómica, sino también microeconómica. Después de la suspensión de pagos de Enron, de la crisis argentina, o de la incertidumbre en los mercados derivada de los atentados del 11 de septiembre, la solidez mostrada por el sistema financiero internacional y el creciente optimismo sobre la recuperación de la actividad estadounidense ha permitido una reducción de la aversión al riesgo de los inversores. Así, tras un periodo de notable volatilidad, éstos han regresado a los mercados bursátiles y a los bonos corporativos. El resultado ha sido un aumento de las rentabilidades de la deuda pública en todos los plazos de la curva de deuda estadounidense.

Con ello, en los primeros meses de 2002 el mercado descuenta una fuerte recuperación de la actividad y las expectativas apuntan a un abandono del tono claramente relaja

do de la política monetaria. Esto es especialmente importante en EE.UU., donde los tipos de interés se sitúan en términos nominales en mínimos de los últimos cuarenta años. Aunque parece indudable que, en un contexto de mayor crecimiento, la política monetaria adoptará un tono más neutral, la discusión se centra en la magnitud y el momento de las subidas de tipos. Probablemente en un contexto de expectativas de baja inflación, y a la espera de que se despejen algunas de las incertidumbres pendientes y que definitivamente se consolide la recuperación de la actividad, la Reserva Federal esperará al segundo semestre del año para iniciar el ciclo alcista de tipos. Estos finalizarán 2002 un punto por encima de su nivel actual y se situarán a mediados del próximo año en torno al 4%, esto es, en un nivel que puede considerarse como próximo al "neutral" en una economía creciendo cerca de su nivel potencial y con una inflación tendencial en torno al 2,5%.

En Europa también se ha producido un repunte notable de rentabilidades pero, en este caso, no ha venido acompañado de una mejoría de las previsiones de actividad. Más bien está ligado a un deterioro de las previsiones de inflación y de déficit público. En efecto, los primeros datos de inflación de 2002 han superado las expectativas. Ello no es sólo consecuencia de factores de carácter transitorio, como el aumento del precio de los alimentos frescos. La inflación de los servicios se situará en 2002 en el 3%. El redondeo de precios por el canje físico del euro o el aumento del precio del crudo añaden presiones al alza para los precios. Como consecuencia, por tercer año consecutivo, el BCE incumplirá el techo del 2%, y las previsiones para 2003 apuntan en el mismo sentido. En la política presupuestaria, el retroceso en la consolidación de las cuentas del sector público no sólo ha reducido el margen de expansión fiscal en un momento de desaceleración de la actividad, sino que sitúa a algunos países, como Alemania, en una situación muy próxima al incumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). En estas condiciones, el que no se haya declarado una "alerta preventiva" a

algunos países, tal y como preveía el PEC, reduce la credibilidad de las políticas europeas.

En el contexto de recuperación de la actividad mundial y de deterioro de las expectativas de inflación domésticas, las condiciones monetarias europeas pueden considerarse como relajadas. Ello lleva a prever que el ciclo bajista de tipos ha terminado y que, a lo largo del año, se iniciarán las subidas de tipos. La incertidumbre económica, por la evolución de la demanda interna, y la presión política, por los procesos electorales pendientes en Francia, Países Bajos y Alemania, pueden retrasar las subidas hasta fin de año, después de que mueva tipos la Reserva Federal y limitarlas a veinticinco puntos básicos en 2002. A mediados del próximo año los tipos de intervención habrán alcanzado el nivel del 4%, esto es, el diferencial con EE.UU. en el corto plazo será nulo.

En los tramos largos de la curva de deuda, con mejores perspectivas de crecimiento en la economía estadounidense, los tipos de interés de esa economía serán más elevados que los de Europa.

Rango estrecho para el euro, depreciación del yen

El euro en sus niveles actuales con el dólar parece descontar, al menos parcialmente, que el crecimiento y los tipos de interés de largo plazo serán más elevados en EE.UU. que en Europa en 2002. Ello probablemente contribuirá a mantener los flujos de fondos hacia la economía americana. La inflación, más elevada en la economía europea, introduce presiones depreciadoras sobre su moneda. En este contexto, es previsible que el euro se mueva en un rango estrecho en los próximos meses, con presiones a la baja a medida que se confirme la recuperación estadounidense.

El yen, tras apreciarse a finales de marzo por el cierre del año fiscal japonés, se volverá a depreciar, presionado por la debilidad de la economía y por las dificultades del sector financiero japonés.

Cuadro 1.1. Previsiones de crecimiento mundial

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

Fuente: FMI y BBVA

Cuadro 1.2. Previsiones de inflación mundial

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

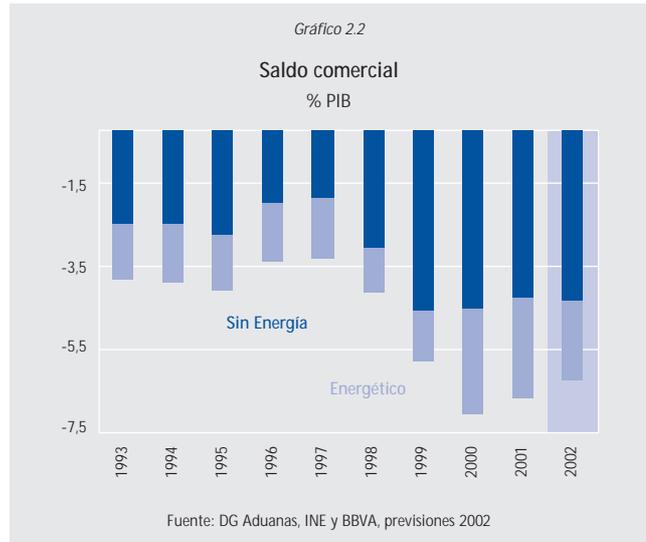
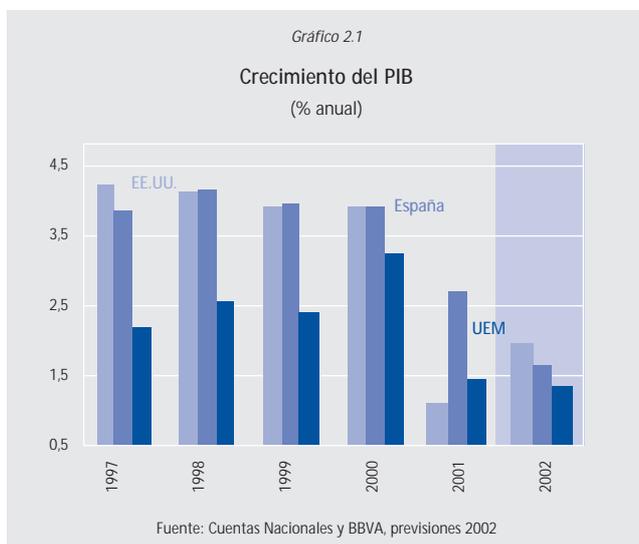
Fuente: FMI y BBVA

2. El sector real

La economía española experimentó una importante desaceleración durante los dos últimos años, pasando de crecer el 4,5% en el primer trimestre de 2000 al 2,4% en el cuarto trimestre de 2001. Pero en este mismo periodo, la economía internacional, en general, y la de la UEM, en particular, experimentaron una desaceleración más intensa, lo que hizo posible que la economía española continuara su proceso de convergencia real. De hecho, el diferencial de crecimiento con los EE.UU. y con la UEM se amplió en 2001, pasando de ser prácticamente cero con los EE.UU. y de 0,7 puntos con la UEM a 1,6 y 1,3 puntos, respectivamente. Además, en 2001, se cumplió por primera vez de forma estricta el criterio de Maastricht relativo a deuda pública (inferior al 60% del PIB) y se alcanzó el equilibrio presupuestario.

En este contexto, la evolución económica de 2001 se presenta como positiva. La economía española fue capaz de crecer por encima de su potencial, incluso en un contexto internacional muy desfavorable¹. Pero la coincidencia de las desaceleraciones a escala internacional encubre que la ralentización de la economía española es debida a factores propios, si bien el entorno internacional la ha acentuado. La economía española ha estado creciendo a tasas superiores a su potencial, que se sitúa en torno al 2,6%, desde 1997, lo que ha sido posible debido a una serie de factores transitorios, tanto de demanda como de oferta, que impulsaron el crecimiento económico. A éstos se sumó el adelantamiento de decisiones de gasto ante la introducción del euro en enero de 2002, el denominado "efecto euro", que contribuyó a moderar

¹ El *output gap* de la economía española continuó siendo positivo durante todo 2001 y sólo se tornará negativo en 2002.



el ritmo de ralentización en los trimestres finales de 2000 y en 2001.

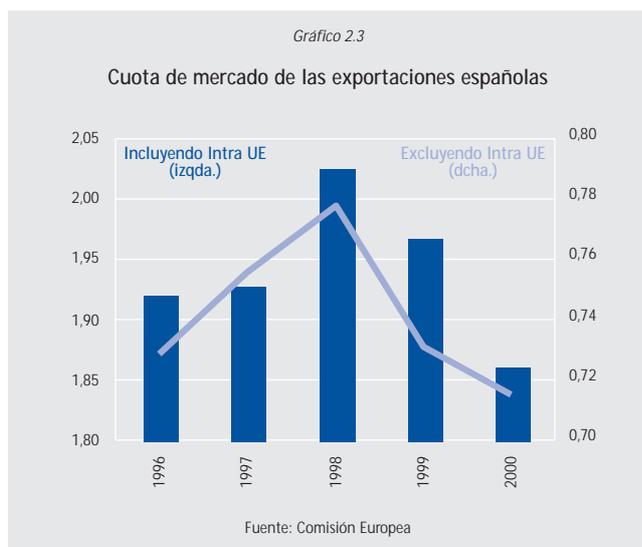
Desaceleración por factores propios ...

Pero, el crecimiento continuado por encima del potencial es insostenible, ya que genera una serie de desequilibrios que limitan las posibilidades de crecimiento de la economía. Por un lado, unos déficit comercial y por cuenta corriente excesivamente elevados, 6,6% y 2,8% del PIB en 2001 respectivamente, a pesar de la depreciación continuada del tipo de cambio. Por otro, el mantenimiento de un diferencial de inflación con la UEM que merma la capacidad competitiva de la economía. Así, el agotamiento de los factores que sustentaron la expansión en la segunda mitad de los noventa se está traduciendo en una ralentización del ritmo de actividad. Además, en 2002, el "efecto euro" tendrá un impacto negativo sobre las tasas de crecimiento del consumo y de la construcción, y por consiguiente, del PIB.

... y agravada por el deterioro internacional

El deterioro del entorno internacional no es el factor principal que subyace en la desaceleración de la actividad, aunque haya incidido significativamente en la evolución del sector exterior. De hecho, el retraso en la transmisión de los choques externos a la economía española hará que la desaceleración internacional en la última parte de 2001 contribuya al menor dinamismo en 2002. Con todo, la actividad económica se expandirá el 1,7% en 2002.

La última fase expansiva de la economía española estuvo sustentada por una serie de factores, cuyo agotamiento ha incidido en la desaceleración actual.



Fin del impulso monetario

Por el lado de la demanda, el impulso monetario de la segunda mitad de los noventa es difícilmente replicable. El impacto positivo que sobre la confianza de los agentes económicos tuvo la participación de España en la UEM y la consiguiente reducción de los tipos de interés reales, más de 4 puntos entre 1995 y 1999, es un impulso irrepetible. La depreciación del tipo de cambio, un 30% desde 1995 (15% desde la introducción del euro en 1999), que supuso una relajación monetaria adicional, no parece que pueda volver a ocurrir tampoco en la misma intensidad. Esta depreciación permitió a la economía española ganar competitividad a escala internacional hasta el año 2000, a pesar del mantenimiento de un diferencial de inflación con Europa. Pero, la pérdida de competitividad "encubierta" afloró en 2001, cuando la depreciación del euro no fue suficiente para compensar el diferencial de inflación. El mantenimiento del diferencial de inflación con la UEM hará que, en 2002, la economía española vuelva a perder competitividad, merma que se ha visto reflejada en una pérdida de cuota de mercado de los productos españoles

en los mercados internacionales. Así, las exportaciones españolas han pasado de representar el 2,03% de las mundiales en 1998 al 1,86% en 2000.

Además, el carácter procíclico de la política fiscal desarrollada en España, en un contexto de ralentización de la actividad, incidirá negativamente sobre el crecimiento de 2002. La consecución de equilibrio presupuestario en 2002 exige que la política fiscal sea restrictiva, dada la situación cíclica de la economía. La desaceleración del ritmo de actividad requeriría relajar la consecución del equilibrio presupuestario, permitiendo la actuación de los estabilizadores automáticos. Aunque la pérdida de autonomía monetaria a favor del Banco Central Europeo y el tono expansivo de la política monetaria marcada por éste para la economía española, dada su situación cíclica, implican que la política fiscal debe tener un carácter relativamente contractivo, que contrarreste el impulso monetario en busca de un *policy-mix* adecuado.

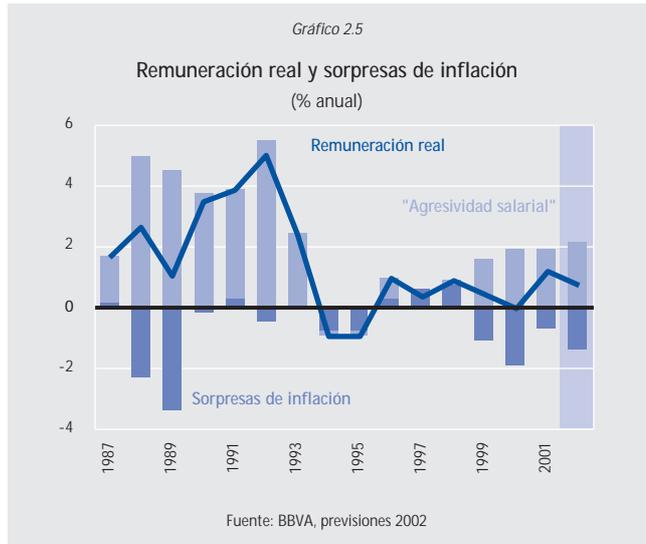
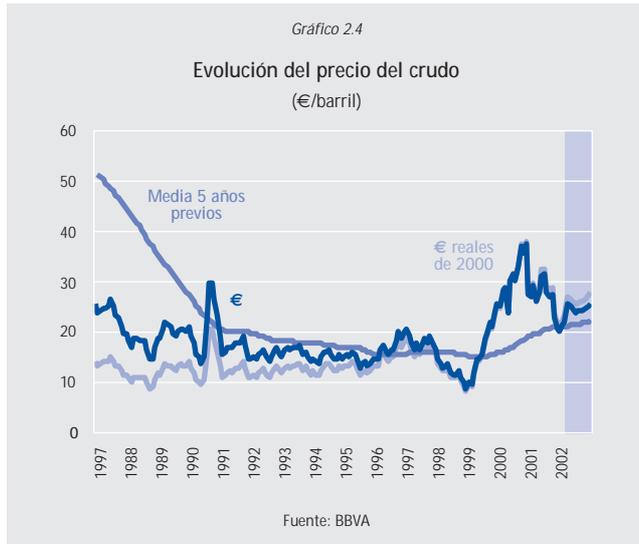
Agotamiento de la moderación de los costes

Por el lado de la oferta, la reducción de costes que contribuyó a la expansión de los últimos años no sólo ha dejado de impulsar el crecimiento, sino que supone un freno a la actividad. En primer lugar, el coste energético. El precio del petróleo, tras el espectacular aumento de 1999 y 2000 (de 12,7 dólares por barril en 1998 hasta los 28,3 de 2000), descendió significativamente en el tramo final de 2001, hasta los 24,6 dólares por barril en diciembre. En los primeros meses de 2002, el descenso ha frenado su caída, estabilizándose el precio por encima de los 23 dólares por barril. Aun así, el crudo mantiene, en términos reales, precios muy superiores a los alcanzados en el periodo 1997-1999 o al precio medio de los últimos quince años. Es más, la recuperación de la demanda a escala internacional en 2002, unida a la fortaleza mostrada por la OPEP y a la incertidumbre política en Oriente Medio, augura que el precio del crudo, no sólo no se

Cuadro 2.1. Cuadro macroeconómico

(% anual) ciclo/tendencia	2001				2002				Media anual		
	1tr	2tr	3tr	4tr	1tr	2tr	3tr	4tr	2000	2001	2002
Consumo privado	2,9	2,8	2,6	2,6	2,2	1,8	1,7	1,7	4,0	2,7	1,8
Consumo público	3,1	3,0	3,1	3,4	3,2	3,2	3,2	3,2	4,0	3,1	3,2
FBCF	3,5	2,7	2,0	1,7	0,3	-0,6	-0,6	0,0	5,7	2,5	-0,2
Equipo y otros	0,7	-1,0	-2,1	-2,4	-3,7	-4,0	-3,2	-1,5	5,1	-1,2	-3,1
Construcción	6,0	5,9	5,6	5,3	3,7	2,1	1,5	1,2	6,2	5,7	2,2
Existencias (*)	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0
Demanda nacional	3,2	3,0	2,8	2,7	2,0	1,5	1,4	1,6	4,2	2,8	1,6
Exportaciones	6,8	4,0	1,8	1,3	0,8	0,7	0,8	1,5	9,6	3,4	1,0
Importaciones	6,4	4,1	2,2	2,1	1,1	0,8	0,6	1,1	9,8	3,7	0,9
Saldo exterior (*)	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,1	0,0
PIB pm	3,2	2,9	2,6	2,4	1,9	1,5	1,5	1,7	4,1	2,8	1,7

(*) Aportación al crecimiento del PIB
Fuente: INE y previsiones BBVA



reducirá en un futuro próximo, sino que podría incrementarse.

El coste real de uso del capital, a su vez, que se redujo 2,9 puntos entre 1996 y 2001, aumentará en 2002, por primera vez desde 1992. Por ello, no cabe esperar un impulso adicional al ritmo inversor de las empresas, afectado ya negativamente por el deterioro de las expectativas de demanda. Con todo, los bajos costes del capital (a pesar del aumento, en 2002 se situarán a niveles de 1998) no supondrán un impedimento para el avance de la inversión a medio plazo.

Y, especialmente, los costes laborales reales, el factor más determinante de la expansión desde 1995, continuarán mostrando avances moderados (0,8% en 2001 y 0,7% esperado para 2002). Pero la moderación salarial de los últimos años es resultado de tasas de inflación muy superiores a las esperadas, y no de una menor agresividad salarial, es decir, que las demandas salariales se sitúan por encima de la inflación esperada. De hecho, la remuneración por asalariado ha aumentado a tasas superiores al 3% desde 2000 (3,4%), acelerándose hasta el 4,3% en 2001, recogiendo la senda alcista de la tasa de inflación. En este sentido, la fijación de salarios en función de la inflación pasada, y no de la esperada, indiciación de salarios, podría convertir en permanentes los choques transitorios sufridos por la estructura de costes. Las sorpresas negativas de inflación (la inflación ha sido mayor que la esperada en más del 1%) han sido las que han permitido la moderación de los salarios reales en 2000 y 2001, puesto que la agresividad

fue de 1,4 y 2,4 puntos respectivamente. Ello supone un riesgo adicional para la economía, ya que si la inflación se reduce por debajo de las expectativas, los salarios reales aumentarían automáticamente, incluso sin cambios en la agresividad salarial. Por tanto, en la medida en que la inflación pasada influya sobre la formación de expectativas de los agentes económicos, aumentando la agresividad salarial e interrumpiendo la moderación salarial, el actual problema nominal se tornará en uno real.

“Efecto euro”: menor actividad en 2002

A la incidencia de estos factores hay que añadir el “efecto euro”. Éste representó un impulso adicional al crecimiento de la actividad y, muy especialmente, del consumo privado y de la inversión residencial, en 2000 y 2001. En particular, el “efecto euro” pudo haber supuesto en torno a 3 décimas del crecimiento del consumo de 2001. Ello supondrá una menor expansión del consumo en 2002, que, dependiendo del grado de adelantamiento del gasto, implicará que su crecimiento se situará entre el 1,5% y el 1,9%². El impacto sobre la edificación, unido al agotamiento de la expansión del sector, se traducirá en un crecimiento negativo de la inversión residencial en torno al 2%.

² Se supone que tan sólo el 25% del efectivo aflorado (17,2 millones de € en 2000-01) es “efecto euro” y que de éste 1/3 se dedica a sobre-consumo y el resto a inversión residencial. Si el “efecto euro” supone un porcentaje mayor, o se dedica más a consumo, entonces la tasa de crecimiento de 2002 sería inferior.

Cuadro 2.2. Coste real de uso del capital

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Nivel (%)	6,3	5,1	4,1	3,9	3,4	3,4	4,0
Variación (p.p.)	-0,9	-1,2	-1,0	-0,2	-0,4	-0,1	0,6

Fuente: BBVA



La combinación de los factores mencionados desembocará en una ralentización de la demanda interna hasta el 1,6% en 2002. La desaceleración del consumo privado permitirá que se frene el deterioro de la tasa de ahorro de las familias, que podría experimentar una leve mejora desde los mínimos históricos alcanzados en 2000 (hasta el entorno del 12% de la RFB en 2002 desde el 11,3% de 2000). Asimismo, el significativo incremento del endeudamiento de las familias supone un riesgo adicional, si bien se situó en niveles similares a los de los países de nuestro entorno. Por otra parte, el deterioro de las expectativas de las empresas y el aumento de los costes, tanto de explotación (mayor riesgo salarial y aumento, aunque limitado, del coste real del capital) como de financiación (por el elevado endeudamiento, a pesar del moderado aumento de los tipos de interés) incidirán negativamente sobre la inversión en bienes de equipo, que continuará reduciéndose a lo largo del año. La construcción, el componente más dinámico de los últimos años, tan sólo se verá apoyada por la obra civil, ante la recesión de la inversión residencial.

El aumento de la tasa de ahorro de las familias y la ralentización de la inversión residencial y de la inversión productiva privada han mejorado las cuentas del sector hogares y empresas en 2001. Esta menor necesidad de financiación del sector privado, junto a la corrección del

déficit del sector público, ha permitido que la necesidad de financiación del conjunto de la economía española se situara en 2001 en el 1,9% del PIB, siete décimas menos que en 2000. En 2002, la profundización de las tendencias anteriores (desaceleración del consumo nacional y descenso de la inversión residencial) permitirá que continúe reduciéndose la necesidad de financiación de la economía.

El menor dinamismo global no apoyará al crecimiento hasta finales de 2002

La ralentización de la actividad en España, como se ha visto, está determinada por una serie de factores intrínsecos a la economía española. Ahora bien, el entorno internacional desempeñará un papel importante en el desarrollo de la actividad. En un mundo globalizado, el deterioro del contexto exterior incide, en primer lugar, sobre las expectativas de los agentes económicos nacionales, tanto empresas como consumidores. En este sentido, la mejora esperada en la segunda parte del año ayudará a cambiar las perspectivas sobre la evolución económica. Pero, a pesar de la mejora, tras la ralentización del comercio mundial en 2001, que pasó de crecer por encima del 12% en 2000 al 1% en 2001, éste tan sólo se expandirá en torno al 2% en 2002, la tasa más baja, con la excepción de 2001, desde principio de los años ochenta. Por tanto, sólo será un apoyo moderado para la actividad nacional. Además, el retraso cíclico con el que la economía española se ve afectada por choques externos sugiere que, incluso si el perfil de crecimiento de la economía española estuviera marcado por la evolución de la actividad a escala internacional, la desaceleración en curso aún no habría tocado fondo, sino que el mínimo cíclico tendría lugar entre el segundo y el tercer trimestre de este año.

En suma, los impulsos que hicieron posible la última fase expansiva de la economía española, son los que han causado la desaceleración actual. El carácter transitorio de éstos haría necesarios nuevos impulsos que permitieran mantener ritmos de crecimiento por encima del potencial o que permitieran incrementar dicho potencial de crecimiento. En este sentido, tan sólo las reformas estructurales o los aumentos de productividad fruto de avances tecnológicos pueden apoyar el crecimiento a largo plazo. Las reformas estructurales en la economía española son todavía incipientes y las ganancias de productividad son mínimas (0,3% en 2001). Sería necesario hacer un esfuerzo adicional en estos frentes, sobre todo después de observar como la flexibilidad de los mercados y los avances tecnológicos han permitido a los EE.UU. capear la última ralentización de forma rápida y eficaz.

Cuadro 2.3. Cuenta de Renta de la economía

	1998	1999	2000	2001	2002
Renta Bruta Disponible (% anual)	6,7	6,8	7,4	6,5	4,8
Ahorro Bruto (%/PIB)	22,6	22,2	22,2	22,5	22,7
Capacidad(+)/necesidad(-) de financiación (%/PIB)	0,6	-1,1	-2,6	-1,9	-1,2

Fuente: Banco de España, INE y BBVA

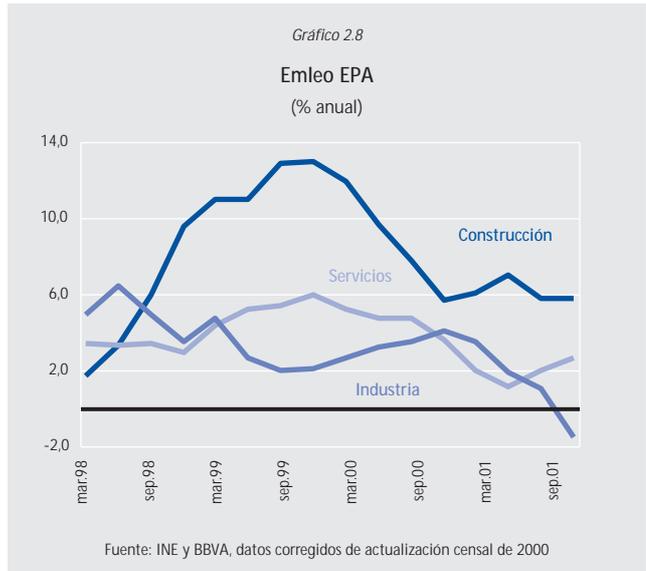
Paulatino deterioro del empleo en 2001

El empleo en la economía española se está desacelerando desde 1999³, independientemente de la medida considerada⁴. Este proceso se ha intensificado en los meses finales de 2001, resultando que el cuarto trimestre del año fue el de peor evolución de la afiliación a la Seguridad Social desde 1997 y del empleo EPA desde 1994. Por su parte, las cifras de paro registrado en los dos primeros meses de 2002 han constituido sendas sorpresas negativas respecto a las previsiones, reafirmando las perspectivas de un aumento medio del paro registrado por el INEM en 2002 cercano al 7%, lo que supone la primera subida desde 1994.

Por sectores, destaca la aceleración registrada en las actividades de servicios, especialmente intensa en inmobiliarias y servicios a empresas, con un crecimiento interanual, al finalizar 2001, del 10%. Esta evolución es contraria a la del empleo en industria, afectada por el rápido deterioro de la coyuntura exterior a lo largo del año. El empleo industrial pasó de crecer el 4,1% anual en el cuarto trimestre de 2000 a caer el 1,5% en el mismo periodo de 2001. Por su parte, la construcción mantuvo a lo largo de 2001 tasas de aumento del empleo estabilizadas alrededor del 6% anual.

Las perspectivas para 2002 son de una desaceleración adicional del empleo desde el 2,0% registrado en 2001 hasta el 1,0%, cifra que de todos modos resultaría positiva en un escenario de desaceleración económica, en el que el PIB crecerá por debajo del 2%. Por sectores, se destruiría empleo en industria y agricultura, creándose en servicios y construcción.

³ La aceleración del empleo EPA en 1999, a diferencia de lo ocurrido con otras medidas, estuvo favorecida por algunos cambios realizados en la encuesta: en el calendario de entrevistas, en el uso del teléfono en su realización y en la ampliación de la muestra.
⁴ Encuesta de Población Activa, Contabilidad Nacional, afiliación a la Seguridad Social.



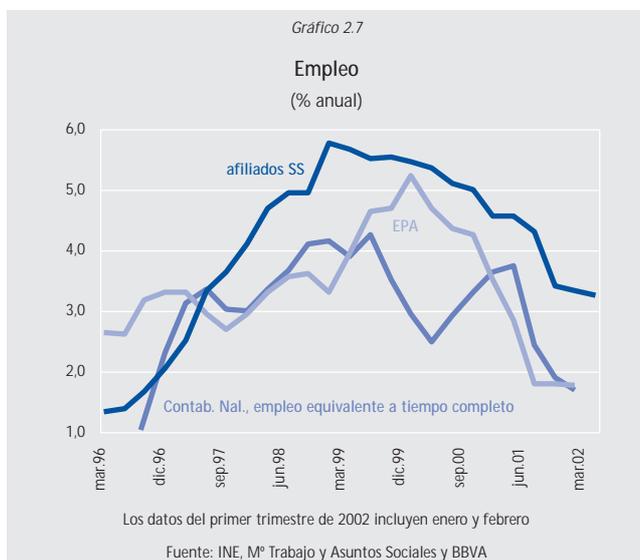
El deterioro del proceso de creación de empleo en la economía ha coincidido, no sólo con la desaceleración de la demanda, sino también con la finalización de una etapa de moderación salarial nominal⁵, que en términos reales no se ha producido por las sorpresas alcistas registradas en inflación. Este periodo se inició a mediados de los años 90, tras la reforma del mercado de trabajo de 1994 y la fuerte destrucción de empleo de los dos años anteriores, y ha constituido uno de los factores de apoyo fundamental a la expansión registrada en los últimos años en España. La moderación salarial y las reformas emprendidas en el mercado laboral⁶ han permitido que el aumento del empleo ante el repunte de la actividad haya sido proporcionalmente mayor en la década de los años 90 que en periodos anteriores, proceso experimentado también en otros países europeos⁷.

El repunte de la población activa en 2002, hasta alcanzar un crecimiento del 1,5%, producirá un aumento de la tasa de paro de 0,5 p.p., hasta el 13,5% según las cifras de la actual EPA.

Nueva EPA en 2002, nuevas previsiones

Estas previsiones para 2002 no incluyen los efectos de los cambios que el INE va a incorporar en la EPA en el primer trimestre de 2002, a publicar el próximo 16 de mayo⁸. Si se incorpora el efecto alcista sobre los niveles de empleo y po-

⁵ El aumento de la remuneración por asalariado fue en 2001 del 4,3%, la mayor desde 1996.
⁶ Los cambios legales han afectado fundamentalmente a las formas de contratación, con el fomento del empleo indefinido mediante la reducción del coste de despido, y la subvención de cuotas a la Seguridad Social.
⁷ IMF, 'Job-Rich Growth', en Spain Staff Report for the 2001 Article IV Consultation, enero 2002.
⁸ Una síntesis de los cambios y de su efecto en las cifras conocidas de la EPA se encuentra en el Recuadro 'Más Empleo, menos Paro y más Actividad'.

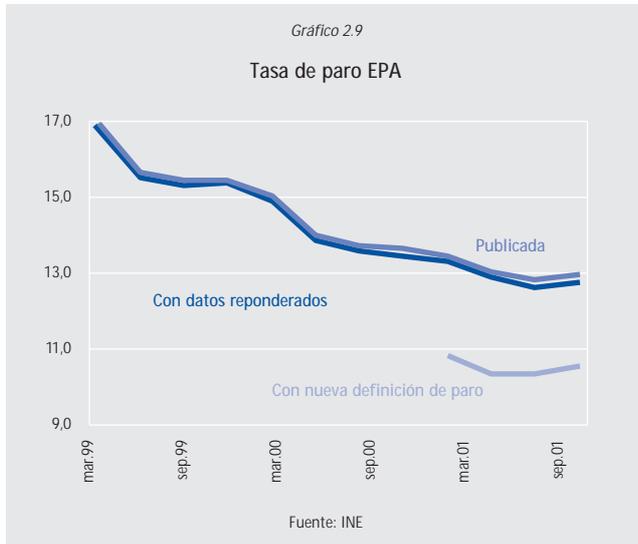


blación activa de la reponderación de la muestra y de las nuevas proyecciones de población, resulta que los datos conocidos de la tasa de paro se mantienen prácticamente iguales

a los ya publicados⁹. Al aplicar además la nueva definición de paro en 2001, resultaría una caída de la tasa de desempleo hasta el 10,5%, 2,5 p.p. por debajo del nivel oficial.

Con todo ello, la tasa de paro repuntaría desde el 10,5% de 2001 (nuevo nivel de la tasa de paro por los cambios de definición del desempleo) hasta cerca del 11% de los activos en 2002. Esta tasa sería coherente con un aumento de la población activa del 2,1% (0,6 p.p. más que la previsión 'original') y del empleo del 1,5%, medio punto más que la estimación original, pero menos de la mitad del aumento del empleo de 2001 (3,7%) según los nuevos criterios.

Con todo, el aumento de la tasa de paro en 2002 será relativamente reducido respecto a anteriores fases cíclicas como consecuencia del menor aumento de la población potencialmente activa: la población de 16 a 64 años cayó en 2001 el 0,4%, frente a un aumento medio del 0,5% en el periodo 1990-2000.



⁹ La diferencia media en el periodo 1997-2001 entre la tasa de paro publicada y la que resulta de la muestra reponderada es de 0,1 p.p.

El "efecto euro" supera las previsiones

En 2001 el efectivo en circulación descendió un 18,5%. La intensificación de la caída del efectivo conforme avanzaba el año 2001 apunta a que el comportamiento de esta variable ha guardado una estrecha relación con la proximidad de la puesta en circulación del euro en enero de 2002. Sin embargo, este menor saldo de billetes y monedas no parece deberse a una sustitución del efectivo por otros medios de pago alternativos. De hecho, la penetración de compras con tarjeta registró en 2001 su crecimiento más bajo desde 1995. Por tanto, la coincidencia de un aumento en el número de transacciones económicas (6,8% si se mide por el PIB nominal) y de una caída en el efectivo demandado por las familias y las empresas españolas, parece señalar a que parte de las compras realizadas se están saldando con efectivo que estaba previamente atesorado (efectivo mantenido como depósito de valor y no utilizado como medio de pago en las transacciones habituales). Esto es lo que se denomina "afloramiento" de efectivo.

Si la disponibilidad de efectivo "aflorado" no influye sobre el volumen de gasto previsto y realizado por los agentes, el impacto macroeconómico directo de este proceso es nulo. Sin embargo, los agentes económicos podrían haber optado por adelantar sus decisiones de consumo e inversión para evitar o facilitar la necesaria conversión de efectivo atesorado en pesetas a euros. Este último fenómeno es lo que se denomina "efecto euro", que sí que tiene implicaciones sobre el crecimiento de la economía española, puesto que conlleva un mayor dinamismo de la demanda interna en 2001 que tiene su contrapartida negativa en los años siguientes y especialmente en 2002.

En el artículo "¿Existe efecto euro en la economía española?" publicado en Situación España. Diciembre 2001, se presentaron estimaciones de "afloramiento" de efectivo y de "efecto euro" para la economía española. Estas proyecciones se basaban en la extrapolación de la tendencia que el saldo de billetes en circulación venía presentando hasta octubre del pasado año e incorporaban una caída del 12% en esta variable. Sin embargo, las compras navideñas y la cercanía de la puesta en circulación del euro condujeron a un descenso del efectivo en el último trimestre de 2001 superior al que se había pronosticado. Por ello se presenta una actualización de las previsiones de "efectivo aflorado".

Para realizar esta cuantificación se ha procedido a utilizar las simulaciones que se derivan de una ecuación de demanda de billetes para la economía española. Como se puede apreciar en el gráfico, el saldo de billetes ajustado por el modelo empieza a alejarse paulatinamente de la evolución observada de esta variable desde finales de 2000. La magnitud del "afloramiento" se obtiene como la discrepancia entre la evolución de ambas series. A finales de 2001, la especificación del modelo de demanda de efectivo señalaría que el volumen de billetes en circulación debería haberse elevado a 63.400 millones de euros (unos 10,5 billones de pesetas) frente a los 46.228 millones (unos 7,7 billones) observados. Los 17.172 millones de euros (2,86 billones) que separan a ambas variables constituye el volumen de efectivo aflorado. En el gráfico adjunto se presenta la estimación del "afloramiento" acumulado por trimestre. Como ya se ha señalado, este fenómeno ha venido incrementándose conforme avanzaba el año, registrando un espectacular aumento en el último trimestre del ejercicio, periodo en el que tuvo lugar la mitad del total del "afloramiento" observado entre el cuarto trimestre de 2000 y finales de este año.

Sensibilidad del consumo privado al "efecto euro"

% del total aflorado	m.M. €		Crecimiento del consumo en 2001
	"Efecto euro"	Consumo (1/3)	
0	0	0	2,7%
25	4,3	1,4	2,4%
50	8,6	2,9	2,1%
75	12,9	4,3	1,7%
100	17,2	5,7	1,4%

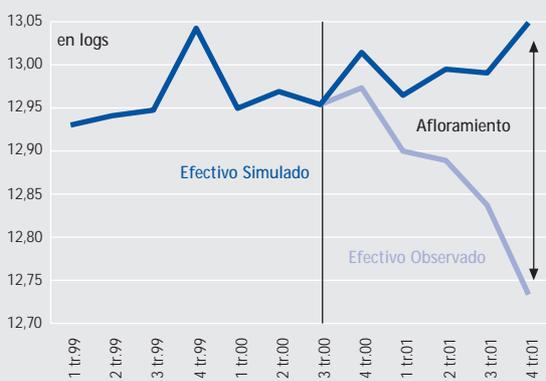
Fuente: BBVA

El impacto del "efecto euro" sobre la actividad depende del porcentaje de efectivo aflorado que se destine a gasto habitual en relación a gastos extraordinarios. En el cuadro adjunto puede observarse el impacto de distintos escenarios de cuantificación del "efecto euro" y su incidencia sobre la tasa de crecimiento del consumo de 2001.

¹ El modelo puede consultarse en el artículo citado. La ecuación estimada presenta una especificación de mecanismo de corrección de error, tiene como variable dependiente el saldo de billetes en términos reales y utiliza como variables explicativas el PIB real, una serie de variables estacionales y corrige de una serie de efectos (amortización de Pagarés del Tesoro, efecto año 2000)

² Del total del "efecto euro" se ha supuesto que 1/3 parte se destina a consumo y 2/3 partes a inversión residencial.

Saldo de billetes en términos reales



Fuente: Banco de España, BBVA

Estimación del efectivo aflorado acumulado



Fuente: BBVA

Más Empleo, menos Paro y más Actividad

La Encuesta de Población Activa (EPA), elaborada por el Instituto Nacional de Estadística (INE), es la fuente de información de referencia en el análisis del mercado laboral. El tamaño de la muestra, con unas 65.000 entrevistas trimestrales, así como la gran cantidad de información recogida sobre la situación laboral de las familias y la homologación con las estadísticas de otros países, especialmente los de la Unión Europea (UE), dan a la EPA el papel preeminente para el seguimiento coyuntural y para la descripción de las características estructurales del mercado de trabajo.

Cada trimestre, la encuesta se realiza a casi 65.000 familias que responden a más de 80 preguntas sobre su actividad laboral, del empleo (o de su búsqueda), la experiencia y la formación de las personas residentes en cada vivienda. La selección de la muestra se hace de acuerdo a la información proporcionada por el Censo de Población, de modo que se visitan cerca de 3.500 de las más de 30.000 secciones censales en que se divide el territorio nacional. Los resultados de las entrevistas de cada sección se 'elevan' para estimar los resultados sobre el total de la población mediante el uso de los factores de elevación. Estos factores dependen de la información poblacional de cada provincia, información exógena a la encuesta y que también elabora el INE.

Aplicación más restrictiva de la definición de parado

Con los resultados del primer trimestre de 2002, a publicar el próximo mes de mayo, el INE incorporará cambios en sus estimaciones de la EPA relativos al nivel y a la estructura por sexo y edad de la población. Además, la armonización de estadísticas en la UE obliga a cambiar la aplicación concreta de la definición de parado.

En primer lugar, el INE aplicará, desde 1996, unas nuevas proyecciones de población basadas en el Censo de 1991 (ver gráfico adjunto), que corrigen la actual infraestimación de la inmigración, que en el año 2000 multiplicó por 10 las hipótesis iniciales: de un flujo neto inicialmente previsto de 35.000 inmigrantes, la revisión apunta a una cifra superior a las 360.000 personas. Las nuevas proyecciones de población producen la elevación de los niveles absolutos de las variables consideradas (población mayor de 16 años, activos, inactivos), pero no afectan prácticamente a las tasas de actividad y de paro (ver cuadro adjunto).

Un segundo cambio es la reponderación de los factores de elevación de la muestra para solucionar la infraestimación que la EPA hace de la población de los grupos de edad de 25 a 44 años, precisamente aquellos que tienen unas tasas de actividad y ocupación mayores y que son además más difíciles de entrevistar. Este sesgo de representación de la EPA se soluciona gracias a la mejora de la información sobre la distribución territorial de la población mediante el Padrón Continuo. La reponderación de factores supone un aumento de las tasas de actividad y de ocupación y una leve caída de la tasa de desempleo (del 13,0% al 12,9% en 2001).

La tercera novedad es el cambio en la aplicación práctica de la definición de parado (persona de 16 o más años disponible para el empleo y que lo busca activamente), al hacer más estricta la especificación de métodos activos de búsqueda de empleo. En concreto, para aquellas personas que sólo buscan trabajo a través de las oficinas públicas (INEM), se exige que hayan acudido a ellas en las cuatro semanas anteriores a la de la entrevista y, además, con intención de encontrar trabajo². Este cambio reduce la tasa de paro en 2001, respecto a la conocida, en 2,54 puntos porcentuales, disminuyendo también la tasa de actividad desde el 51,6% al 50,1% de la población mayor de 16 años. Con todo, tras este 'escalón' a la baja en el nivel de la tasa de paro, no se debe ver afectada su evolución temporal, ligada al comportamiento de la economía.

¹ Este hecho también ha de considerarse al reponderar los factores, como se destaca en Toharía, L. (2001), 'La influencia de la estructura demográfica en las estimaciones del empleo y el paro en la Encuesta de Población Activa'. Pendiente de publicación Revista El Campo (BBVA).

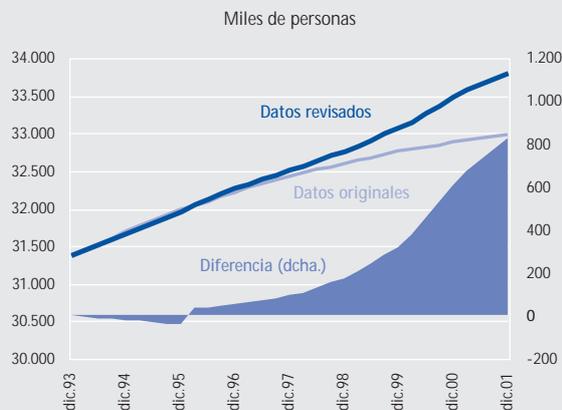
² También se deja de considerar paradas a las personas que preparan oposiciones o esperan su resultado.

Encuesta de Población Activa en 2001

Miles de personas	Datos publicados (medias anuales)	Cambios				Datos revisados (medias anuales)	
		Nueva Proy. Pobl.	Repond. muestral	Nueva definición paro	Total	%	
Pobl.>16 años	32.938,8	749,9	0,0	0,0	749,9	2,3	33.688,6
Ocupados	14.768,4	358,8	818,4	0,0	1.177,1	8,0	15.945,6
Parados	2.213,1	41,6	97,8	-483,5	-344,1	-15,5	1.869,1
T. paro	13,0	13,0	12,9	10,5			10,5
Activos	16.981,5	400,4	916,2	-483,5	833,1	4,9	17.814,6
T. Actividad	51,6	51,6	54,3	50,1			52,9
Inactivos	15.918,6	348,6	-916,2	483,4	-84,2	-0,5	15.834,4

Fuente: INE

Población mayor de 16 años



Fuente: INE

eEurope 2002: España avanza pero no converge con la Unión Europea

El Consejo Extraordinario de Lisboa de marzo de 2000 estableció para la Unión Europea (UE) el ambicioso objetivo de convertirse en la "economía del conocimiento más dinámica del mundo en 2010". El *Plan de Acción eEurope 2002*¹ es un elemento fundamental de esta estrategia, pues supuso la adopción por parte de la UE del compromiso político de acelerar el desarrollo de la Sociedad de la Información.

Para la consecución de su objetivo global, la conexión *online* de Europa, el Plan se centró en tres aspectos: i) Internet más barato, rápido y seguro, ii) inversión en cualificaciones y recursos humanos y iii) fomento de la utilización de Internet. En cada área se establecieron una serie de objetivos específicos cualitativos y cuantitativos, apoyados en 23 indicadores del desarrollo de la Sociedad de la Información, que deberían alcanzarse hasta 2002. Recientemente la Comisión Europea publicó el *Informe de evaluación de la acción eEurope 2002*, donde se presenta un balance comparativo de estos indicadores en la UE y que fue debatido en el pasado Consejo Europeo de Barcelona de marzo de 2002.

El Informe no es en absoluto complaciente con los resultados obtenidos. Aun cuando se observan significativos avances, éstos se juzgan generalmente como insuficientes en comparación con EE.UU. Además, se denuncia la persistencia de fuertes diferencias en el seno de la UE, en la que los países nórdicos, anglosajones y centroeuropeos muestran importantes ventajas frente a los mediterráneos. España no representa una excepción a este patrón norte/sur, manifestando un retraso generalizado con respecto al promedio de la UE en los tres ámbitos de acción. Así, como muestran los gráficos, nuestro país acumula un diferencial negativo en diez de los trece indicadores representados².

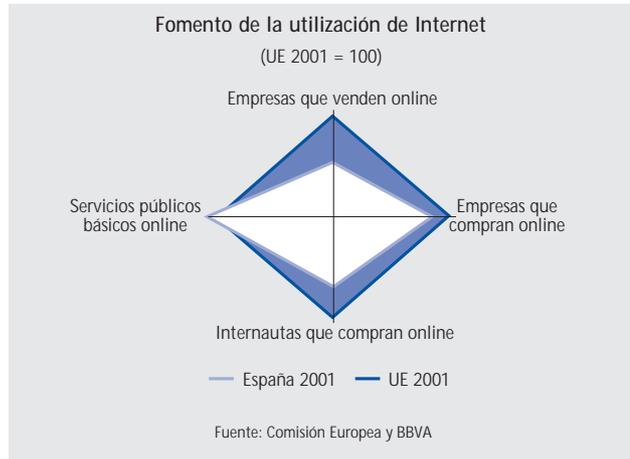
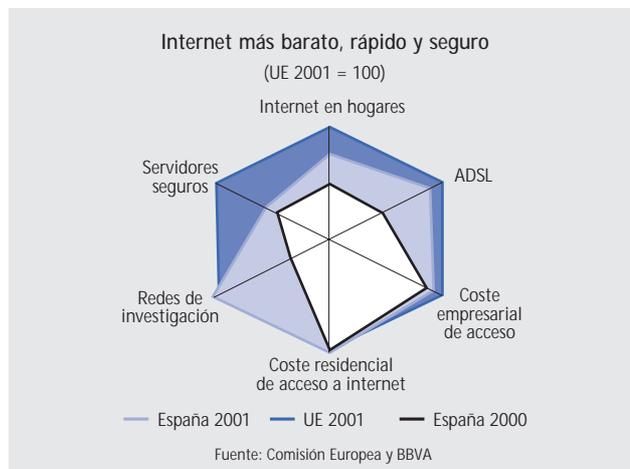
España tiene ventaja comparativa con respecto a la UE fundamentalmente en dos ámbitos: la extensión de las redes de Internet de alta velocidad en universidades y centros de investigación (básicas para el desarrollo del Espacio Europeo de Investigación) y la disponibilidad de servicios públicos básicos en la Red (por encima del 50% frente al 46% comunitario).

No obstante, nuestro país no ha avanzado en la convergencia del resto de dimensiones de la Sociedad de la Información. Aunque el crecimiento de estos indicadores ha sido importante, en términos porcentuales incluso superior al de la UE, no ha sido suficiente para eliminar el diferencial de partida negativo. Así, en el área de *Internet más barato, rápido y seguro*, la penetración de Internet en los hogares españoles se ha multiplicado entre abril de 2000 y diciembre de 2001 por 2,5 (elevándose hasta el 24,7%) mientras que en la UE se multiplicó por 2 (hasta el 37,7%). Sin embargo, el diferencial UE-España se amplió del 8% en 2000 al 13% en 2001, estando además las conexiones de banda ancha (ADSL y cable) menos extendidas. El incremento de la dotación de equipos informáticos conectados a Internet en el sistema educativo- *Inversión en cualificaciones y recursos humanos* - ha sido importante, elevándose a más de tres ordenadores por 100 alumnos, pero todavía por debajo del promedio de la UE. Finalmente, la difusión del comercio electrónico - *Fomento de la utilización de Internet* - entre las empresas y, sobre todo, con los particulares acumula retrasos muy significativos. En resumen, los avances de la Sociedad de la Información en España en los últimos dos años han sido notables, pero insuficientes para alcanzar la convergencia tecnológica con el estándar europeo.

El desarrollo de la Sociedad de la Información en la UE exige no sólo un mayor empuje global para acortar distancias con respecto a EE.UU., sino también la eliminación de las brechas digitales internas, que se manifiestan en un significativo retraso relativo de los países del sur de Europa, incluida España. Ello deberá ser objeto de atención prioritaria en la elaboración del futuro *Plan de Acción eEurope 2005*, que se presentará en el Consejo Europeo de Sevilla de junio de 2002.

¹ Aprobado en el Consejo Europeo de Santa María de Feira de junio de 2000.

² La elección de estos trece indicadores se ha basado en su importancia cuantitativa y cualitativa, así como en la disponibilidad de series temporales. No obstante, las conclusiones obtenidas son robustas a la inclusión de indicadores adicionales. La relación completa de indicadores acordados para la evaluación comparada del Plan, así como las estadísticas disponibles, se pueden encontrar en la página *web* de la Dirección General de la Sociedad de la información de la Comisión Europea en www.europa.eu.int/information_society/europe/benchmarking/index_en.htm.



3. Precios y salarios

Mejora 'residual' de la inflación

La inflación se situó en febrero en el 3,1%, la misma tasa que el mes anterior y cuatro décimas más que al cierre de 2001. Este aumento se debe, fundamentalmente, a las subidas registradas en impuestos indirectos y precios regulados al comenzar el año (nuevo impuesto especial de carburantes, precios de los transportes públicos, aumento del IVA del butano y los peajes, etc). Además, no hay que descartar la incidencia alcista en la inflación del proceso de canje de billetes y monedas de pesetas a euros. Esta incidencia sería consecuencia del ajuste de precios manejables, 'redondos', en pesetas a cifras igual de 'cómodas' en euros (que terminen en 0 ó 5, por debajo de ciertos umbrales psicológicos como 1, 5, 10, 50, 100, etc) . Este "efecto euro" en los precios no tiene que suponer un aumento de la inflación a medio plazo si los agentes no lo incorporan a sus expectativas de crecimiento de los precios, pero en todo caso sí puede haber producido un escalón alcista en su nivel de 2002 y, por tanto, una mayor inflación en este año¹.

Las expectativas inflacionistas de la economía española, medidas a través del IPC tendencial BBVA se mantienen estabilizadas entre el 3,3% y el 3,5%. A lo largo de todo el año, la inflación total se situará por debajo de estas cifras

¹ Las novedades incorporadas al IPC en enero de 2002 (ver Recuadro adjunto: Un IPC más moderno), añaden dificultades adicionales al intento de cuantificar el 'efecto euro' en los precios. Pero, aún en la ausencia de estos cambios, la estimación de la incidencia en la inflación de la conversión a euros de los precios en pesetas sería bastante tentativa dado que el INE recoge niveles de precios, no el por qué de su fijación.



gracias al comportamiento menos negativo para los precios de la energía y los alimentos no elaborados, los componentes con mayor volatilidad. Pero, a pesar de la reducción del exceso de demanda existente en la economía², la inflación tendencial no se reduce significativamente, lo que supone la existencia de tensiones alcistas en los costes de la economía, que pueden estar registrando crecimientos superiores a los compatibles con la evolución de la productividad.

Los precios de la energía caerán en 2002 cerca del 2%, el mejor comportamiento desde 1998, por la estabilidad esperada del precio del crudo en el entorno de los 23 USD/barril, y un tipo de cambio del euro que se depreciará el 2,6% (de 0,90 a 0,87 dólares/euro).

² En 2002 se registrará un 'output gap' negativo.

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	3,2	3,1	3,6	3,0	5,4	2,4	2,7	3,0	3,3	3,4
feb	3,8	3,1	3,0	3,2	3,7	2,9	5,7	2,2	2,4	3,2	3,4	3,3
mar	3,9	3,0	2,9	3,3	3,6	2,9	5,4	2,0	1,7	3,3	3,4	3,3
abr	4,0	2,8	3,0	3,4	3,3	3,0	5,6	0,9	2,3	3,4	3,5	3,2
may	4,2	2,5	2,9	3,5	3,4	2,9	6,3	0,0	2,2	3,4	3,4	3,2
jun	4,2	2,3	3,0	3,5	3,3	2,9	6,4	-0,7	2,3	3,4	3,4	3,2
jul	3,9	2,6	3,0	3,5	3,3	3,0	4,7	0,8	2,3	3,5	3,3	3,2
ago	3,7	2,8	3,0	3,6	3,3	3,0	3,9	1,8	2,4	3,5	3,2	3,2
sep	3,4	3,0	2,9	3,5	3,4	2,9	2,9	2,1	2,2	3,5	3,3	3,2
oct	3,0	3,2	2,8	3,7	3,3	2,8	1,4	2,7	1,9	3,5	3,4	3,1
nov	2,7	3,4	2,7	3,7	3,1	2,8	0,2	3,0	1,7	3,5	3,5	3,1
dic	2,7	3,4	2,7	3,8	3,1	2,8	0,2	3,1	1,8	3,5	3,5	3,1
media	3,6	3,0	2,9	3,5	3,3	2,9	4,0	1,7	2,2	3,4	3,4	3,2

Fuente: INE y previsiones BBVA

Los precios de los alimentos frescos crecerán en 2002 el 4,3%, la mitad del 8,6% registrado en 2001. El perfil desacelerado de las carnes, tras los excepcionales aumentos registrados a principios de 2001 por la crisis de las 'vacas locas', hará posible la desaceleración de los alimentos frescos hasta mediados de año. Las tensiones inflacionistas reseñables se acumulan en aquellos productos con restricciones de oferta disponible (cereales, pescado, hortalizas, frutas).

Estabilidad tendencial y reducción del diferencial con la UEM

Los componentes más estables del IPC, que forman parte del IPC Tendencial BBVA³, mantienen tendencias opuestas. Los precios de los alimentos elaborados sin tabaco mantienen un perfil desacelerado desde octubre de 2001, que se mantendrá en los próximos meses, favorecido por el efecto base de las crisis alimentarias de principios de 2001.

Los precios de los bienes industriales sin energía se desacelerarán desde el 2,6% de febrero hasta tasas muy cercanas al 2% en diciembre. La menor presión de la demanda en 2002, en un entorno de costes salariales moderados, impedirá aceleraciones de precios desde los niveles actuales. Sin embargo, existe un riesgo alcista si se intensifica la actual recuperación de los precios de las materias primas industriales en los mercados internacionales, iniciada a finales de 2001, aunque desde niveles muy reducidos⁴.

Por su parte, los precios de los servicios, el grupo menos abierto a la competencia, más intensivo en el uso del empleo y también con menor sensibilidad a las desacelera-

ciones de la demanda, mantendrán un perfil levemente acelerado a lo largo de 2002, acercándose a crecimientos del 4,6% en la segunda parte del año, cuatro décimas más que al cierre de 2001.

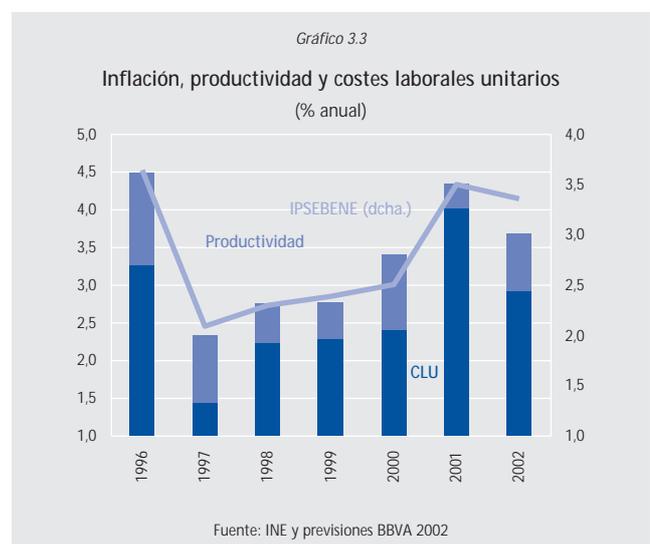
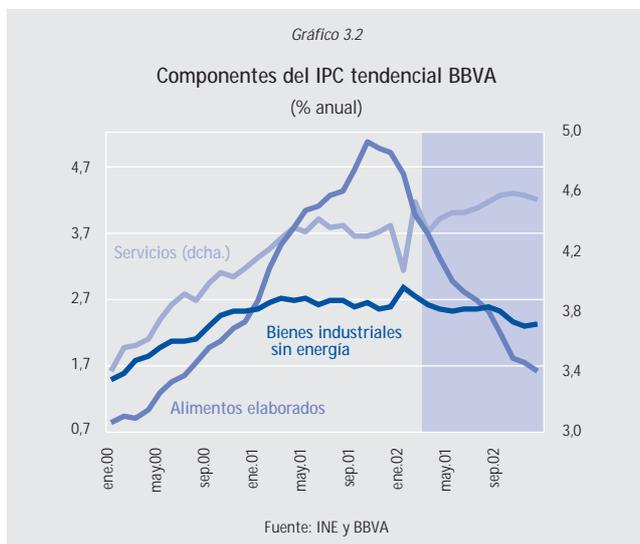
Con todo, la inflación promedio de 2002 se situará en el 3,0%, 0,6 puntos porcentuales menos que en 2001, con un perfil de caídas hasta mediados de año (2,3% en junio) y repunte en la segunda parte del año hasta alcanzar en diciembre el 3,4%. Respecto al diferencial de inflación con la UEM, se prevé que sea inferior al del año pasado. Desde los 1,1 puntos porcentuales de 2001, el diferencial pasará a 0,8 puntos en 2002, el más reducido desde 1997. Sin embargo, el diferencial de inflación se mantiene como un problema doble al afectar tanto a productos comerciables como no comerciables, con el consiguiente deterioro de la competitividad de la economía española frente al conjunto de la UEM.

Costes laborales: ¿moderación salarial a la vista?

Los primeros datos de 2002 sobre la negociación colectiva apuntan a una moderación de los salarios negociados cercana al punto porcentual. La subida acordada en los convenios registrados en los dos primeros meses del año (afectan a 2,3 millones de trabajadores, el 28% del total de trabajadores con convenio en el año 2001) es del 2,7%, ocho décimas menos que la subida negociada en 2001. Es pronto para saber el efecto en estas cifras del Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva 2002, firmado por los agentes sociales el pasado mes de diciembre. En este pacto se establecía un objetivo del 2% de subida salarial, superable en caso de existir ganancias de productividad. En este sentido, este acuerdo supuso un intento por parte de empresarios y sindicatos de apurar al máximo las posibilidades del sistema vigente de negociación colectiva buscando la moderación salarial, evitando la reforma legal planteada por el Gobierno.

³ Para el detalle de su composición, ver el Recuadro 'Menos turismo en el IPC Tendencial BBVA' Situación España Diciembre 2001.

⁴ El índice elaborado por The Economist para los precios en euros de las materias primas industriales, se encontraba en febrero de 2002 10 p.p. por debajo de los máximos del último trimestre de 2000.

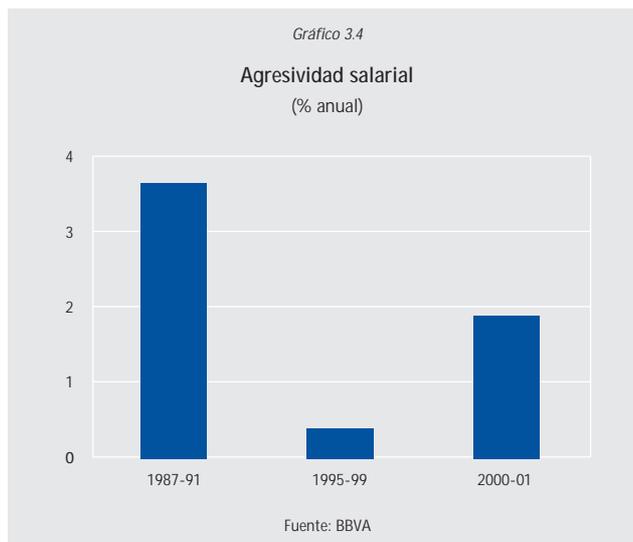


La variable con una incidencia más directa sobre la evolución de la inflación es el Coste Laboral por Unidad de Producto (CLU)⁵, que según la información disponible de la Contabilidad Nacional, creció el año pasado el 4%, 1,6 p.p. más que en 2000. La aceleración de los CLU se detuvo en el segundo semestre de 2001 por el mayor crecimiento de la productividad aparente del factor trabajo, ya que la remuneración por asalariado ha continuado acelerándose hasta finales de 2001.

Pero, los costes laborales no se han acelerado sólo en términos nominales, también lo han hecho en términos reales si se descuentan las sorpresas registradas en inflación respecto a la esperada. Esta variable, que se puede equiparar a la agresividad salarial, se ha incrementado en el bienio 2000-2001, triplicando el valor registrado en el periodo 1995-1999.

En síntesis, la moderación de los acuerdos salariales de negociación colectiva al comienzo de 2002 es el primer paso para que se dé la desaceleración de la remuneración

⁵ La variación de precios es la suma de las variaciones de los costes laborales y de un 'resto' asimilable al margen empresarial.



por asalariado en 2002, lo que a su vez facilitaría la caída de la inflación respecto a las cifras medias de 2001. La mayor sensibilidad de los agentes sociales al objetivo 'empleo' frente al 'salarial' debería facilitar la consecución de este objetivo.

Un IPC más moderno

El Instituto Nacional de Estadística (INE) ha completado en enero de 2002 los cambios iniciados en enero de 2001 en el cálculo del Índice de Precios de Consumo (IPC). Las novedades suponen un cambio de base en el IPC, la actualización de la cesta de artículos del índice de precios para reflejar fielmente la estructura de gasto familiar. También se han incorporado al índice mejoras metodológicas (índices encadenados, incorporación de las rebajas, nuevas técnicas de ajuste de calidad, etc.) que lo modernizan y que permitirán actualizarlo con una mayor frecuencia. Todo ello busca, además, la mayor armonización con el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC).

IPC más actualizado y dinámico

El IPC mide la evolución de los precios de una cesta de bienes y servicios representativa del consumo de las familias residentes en España. La selección de los artículos y de su peso dentro de la cesta es función de la estructura del gasto familiar, recogida a través de las Encuestas de Presupuestos Familiares (EPF). Al tratarse de una cesta fija en sus ponderaciones y componentes, el paso del tiempo reduce la representatividad del consumo familiar como consecuencia de tres factores. El primero, los cambios en los gustos de los consumidores, supone el consumo de productos no incluidos en la cesta del IPC o variaciones en el peso asignado al gasto de las parcelas consideradas en la cesta. En segundo lugar, los cambios de precios relativos entre productos sustitutivos también afectan a la estructura del gasto familiar, aumentando el peso de aquellos relativamente más baratos. Finalmente, la autoponderación. Aun suponiendo que los consumidores mantengan unas pautas de consumo estables, no afectadas por modas o cambios de precios relativos, resulta que los componentes del IPC con niveles de precios cada vez mayores, y más alejados del resto, sesgan al alza el índice agregado.

Por todo ello, para que la cesta de bienes y servicios sobre la que se calcula el IPC sea lo más actual y representativa posible, cada cierto tiempo se ha de proceder a su actualización, asignando a ese periodo, en este caso el año 2001, el carácter de base (valor medio de 100 a los distintos índices de precios). La información de base para la definición de la nueva cesta es la de la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares (ECPF), elaborada trimestralmente desde 1997. Ya en el IPC de enero de 2001 se usaron ponderaciones actualizadas respecto a las que permanecían fijas desde 1992, aunque tan sólo en los grandes grupos de gasto¹. Pero ha sido en enero de 2002 cuando se ha completado la actualización de las ponderaciones. Para ello se ha utilizado la información de las ECPF del segundo trimestre de 1999 al primero de 2001. Anualmente habrá una nueva actualización de ponderaciones de los grandes grupos de gasto con la información disponible, revisándose también si hay que incorporar algún producto nuevo a la cesta. Cada cinco años se hará un nuevo cambio de base y se revisará la metodología de cálculo del índice.

Metodológicamente más robusto

La revisión anual de la cesta del IPC y la necesidad de evitar la autoponderación de los índices, obligan a pasar de un índice de base fija a un índice encadenado. Hasta ahora, el IPC se calculaba manteniendo fija la cesta de artículos en el año base, estando los precios de cada momento referidos a ese año (en este caso, 1992). Ahora, la actualización anual de la cesta, supondrá también el cambio de referencia de los precios corrientes: a los del año 2001 en 2002, y a partir de 2003, a los precios de diciembre del año anterior. El encadenamiento de los índices y la obligación de mantener fijas con rango legal las variaciones conocidas del IPC (inflación oficial) mediante el uso de coeficientes de enlace legal² hace que exista una dificultad

¹ También se actualizó en ese momento el cálculo de precios de los artículos de recogida centralizada, aquellos que elaboran los servicios centrales del INE por sus características especiales al tratarse de tarifas de industrias de red (teléfono, gas, electricidad), precios regulados (enseñanza universitaria) o artículos con muy diversas variedades (coches, medicamentos, libros).

² Un coeficiente de enlace legal es el número que multiplica el índice en la base antigua para obtener el índice en la base nueva. El objetivo de esta cifra es que se mantengan inalteradas las tasas de variación históricas de la inflación. Como es lógico, el coeficiente se calcula como el ratio para un periodo de terminado, en este caso diciembre de 2001, entre el índice con la nueva metodología y el calculado con la antigua.

Algunas características del IPC

	Base 1992	Base 2001
Año Base	1992	2001
Establecimientos	29.000	30.000
Artículos	471	484
Precios	150.000	180.000
Índices elementales	media aritmética	media geométrica
Fórmula de cálculo	I. Laspeyres base fija	I. Laspeyres encadenado
Ofertas y rebajas	no	sí

Fuente: INE y BBVA

Ponderaciones del IPC (%)

	Base 1992	1992 actualizada	Base 2001	Var. 01-92 (p.p.)
Grupos especiales				
Energía	7,1	8,9	9,4	2,3
Alim. no elaborados	11,9	8,9	8,3	-3,6
Alim. Elaborados	17,5	15,8	16,8	-0,7
Ind. no energéticos	32,9	32,4	31,3	-1,6
Servicios	30,6	34,0	34,2	3,6
IPSEBENE	81,0	82,2	82,3	1,3
IPC General	100,0	100,0	100,0	—

Fuente: INE y BBVA

adicional, y es que los índices agregados de series enlazadas no son resultado de la media ponderada de los índices elementales que la componen.

Otros cambios relevantes en la metodología de cálculo del IPC son:

- Los índices elementales, los provinciales referidos a cada artículo de la cesta, se elaboran mediante medias geométricas de precios, y no aritméticas, lo que mejora las propiedades estadísticas del índice en los casos de una mayor dispersión de los precios. Las agregaciones territoriales de estos índices elementales se siguen realizando con medias aritméticas.
- Los ajustes de calidad, que evitan que las variaciones de precios de la cesta incluyan cambios en las características de los artículos, incorporan nuevos procedimientos de corrección. Hasta ahora, se consideraba la consulta a expertos del sector correspondiente para conocer el coste de las opciones o mejoras del artículo, así como el cálculo de precios de solapamiento³. Estos seguirán siendo los métodos básicos de ajuste de calidad, pero desde enero de 2002, se usan también procedimientos hedónicos, aunque sólo como complemento de los anteriores y en rúbricas del IPC que suponen menos del 7,4% del índice (coches nuevos y electrodomésticos).

Pero sin homogeneidad histórica

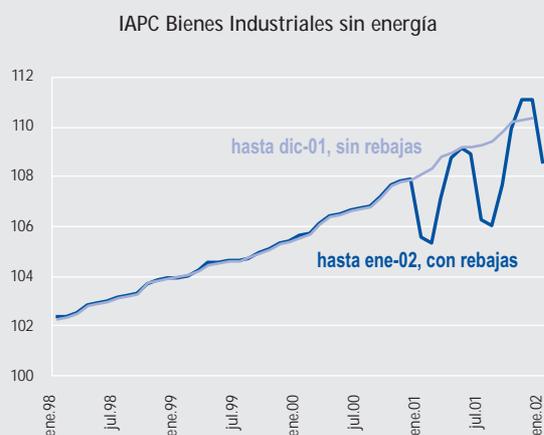
La incorporación de las rebajas y ofertas al IPC es una de las novedades más significativas del Sistema 2001. Así, se recogerán los precios que sufran reducciones tanto por ofertas o promociones ocasionales como las que se deban a periodos oficiales de rebajas. Esta novedad produce una ruptura en las series que no se puede superar con los coeficientes de enlace legal habituales en los cambios de base. Para poder calcular, a lo largo de 2002, tasas de variación interanual del IPC homogéneas, es decir, considerando las rebajas en 2001, el INE ha calculado unos coeficientes de rebajas para los distintos índices del año que "reducen" el IPC oficial en la cuantía correspondiente de las rebajas y ofertas. Como se observa en el gráfico, los efectos más significativos de las rebajas se acumulan en enero, agosto, julio, febrero y septiembre. Así, por ejemplo, el IPC publicado en enero de 2001 ha de rebajarse el 0,5% para poder calcular la tasa de inflación en enero de 2002, fecha en la que el IPC ya incluye rebajas⁴.

En suma, un mejor IPC

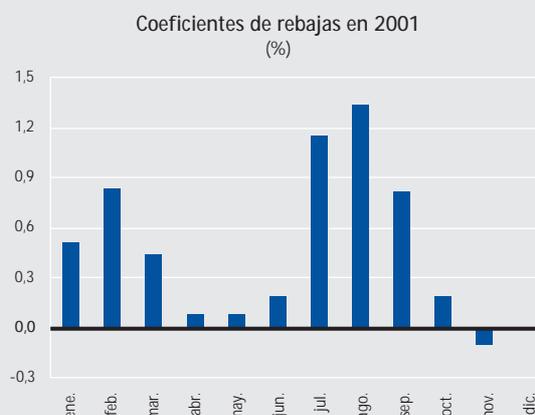
El IPC elaborado de acuerdo al Sistema 2001 soluciona la pérdida de representatividad del IPC base 1992 al actualizar la cesta de referencia del índice e incorporar mejoras en el cálculo de los artículos de recogida centralizada. Además, es más homogéneo con el IAPC al incorporar una serie de mejoras metodológicas (medias geométricas, índices encadenados, ajustes adicionales de calidad, precios rebajados) y permitirá una adaptación más rápida ante los cambios en los patrones de consumo. Estas ventajas llevan aparejadas una importante alteración del patrón estacional de las series, lo que aumenta considerablemente la incertidumbre asociada a las previsiones del IPC total y de sus componentes.

³ Se considera cambio de calidad la variación de precios existente entre dos variedades solapadas de un mismo artículo (una a extinguir y la nueva que aparece en el mercado).

⁴ Como se observa en el gráfico, en noviembre hay estimado un efecto rebajas 'negativo' y en diciembre es nulo. Esto se debe a que el efecto de las ofertas sobre los índices se calcula en términos relativos respecto a un mes base, en este caso, diciembre de 2001.



Fuente: Eurostat y BBVA



Fuente: INE y BBVA

4. Sector Público

Equilibrio presupuestario en 2001, aunque con un elevado déficit en Administraciones Territoriales

El sector público alcanzó en 2001 el equilibrio presupuestario, a pesar de que la desaceleración económica fue superior a la inicialmente prevista por el Gobierno (el PIB creció el 2,8% frente al 3,6% considerado en el Presupuesto). La deuda pública, a su vez, se situó por debajo del 60% del PIB (57,2%), cumpliendo por primera vez con las exigencias del Tratado de Maastricht. Este resultado, aunque muy positivo, es fruto de un comportamiento muy dispar de los distintos sectores de las Administraciones Públicas (AAPP). Así, al igual que en 2000, la corrección del déficit público se ha basado en un mejor comportamiento de las cuentas del Estado, al registrar un déficit del 0,4%, frente al 0,5% previsto en el Programa de Estabilidad 2001-2005 (PE01-05), y de la Seguridad Social (SS), al registrar un superávit del 0,8% de PIB, tres décimas superior al previsto (véase cuadro 4.1). Este mayor superávit va a permitir que el fondo de reserva para hacer frente al pago futuro de las pensiones se sitúe a finales de 2002 en 6010 millones de euros, muy por encima de la previsión inicial (3455,8 millones de euros).

En cambio, las Administraciones Territoriales (AATT), no sólo han incumplido el objetivo (-0,4% del PIB frente al equilibrio), sino que también han elevado su déficit respecto al año anterior. A esta desviación ha contribuido la consolidación en el presupuesto de algunas CCAA de sociedades estatales creadas en el pasado, de acuerdo con las normas del SEC-95, y la decisión de adelantar proyectos de inversión ante la obligación de presentar presupuestos equilibrados a partir de 2003 que establece la Ley de Estabilidad Presupuestaria (LEP). El incumplimiento del objetivo previsto, que se produce por segundo año consecutivo, resulta especialmente preocupante en 2002 por la entrada en vigor del nuevo modelo de financia-

ción autonómica. Bajo este nuevo escenario, al completarse las transferencias de las competencias en Sanidad y Asuntos Sociales, las CCAA gestionarán en torno al 36,6% del gasto público total, casi diez puntos más que en 2001. Además, al vincularse sus ingresos a una cesta más amplia de impuestos, éstos se han hecho más dependiente de la situación cíclica de la economía. Dado que la actividad continuará desacelerándose en 2002, las CCAA deberán extremar el control del gasto para evitar nuevas desviaciones respecto al objetivo de equilibrio presupuestario que exige la LEP. A ello se une que el Fondo de Suficiencia¹, que sustituye a la transferencia asociada a la participación en los ingresos del Estado, se obtuvo tomando como año base un año de fuerte crecimiento de los ingresos impositivos, 1999, lo que sesgó al alza la capacidad fiscal de las CCAA respecto a su posición media en el ciclo económico y, por tanto, a la baja el mencionado Fondo. Las consideraciones anteriores ponen de manifiesto la necesidad de realizar un control estricto del gasto público por parte de las CCAA para garantizar el equilibrio presupuestario en un contexto de menor crecimiento económico. Asimismo, las desviaciones respecto al objetivo de déficit establecido en los Programas de Estabilidad han confirmado la necesidad de establecer un pacto a nivel nacional, plasmado en la LEP, que garantice el cumplimiento del compromiso asumido por España en el seno de la UEM a través de dichos Programas. Con este objetivo, y en línea con lo establecido por la LEP, se ha asumido en el Consejo de Política Fiscal y Financiera el compromiso de asegurar el equilibrio presupuestario para el conjunto de las CCAA. En próximos Consejos se decidirá si dicho objetivo se alcanza con equilibrio en cada una de las CCAA o con déficit en unas y superávit en otras.

¹ El Fondo de Suficiencia es la diferencia entre la necesidad de financiación y la capacidad fiscal de cada CCAA. Para determinar la cuantía del fondo se tuvo en cuenta que ninguna CA podría obtener menos fondos que los que hubiera obtenido en el año base 1999, con el anterior modelo.

Cuadro 4.1. Deuda pública y déficit

(%/PIB)	1998	1999	2000	2001 Programa de Estabilidad 2001-05	2001	2002 Programa de Estabilidad 2001-05
Estado	-2,2	-1,1	-0,6	-0,5	-0,4	-0,5
Seg.Social	-0,1	0,1	0,5	0,5	0,8	0,5
AATT	-0,3	-0,2	-0,3	0,0	-0,4	0,0
AAPP	-2,6	-1,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
(%/PIB)						
Deuda (AAPP)	64,7	63,4	61,1	57,5	57,2	55,7

Fuente: Ministerio de Hacienda

La favorable evolución de la recaudación por impuestos directos y la todavía positiva contribución del pago de intereses han permitido alcanzar el equilibrio presupuestario

La corrección del déficit público (-0,3 p.p. de PIB) se explica tanto por la reducción del peso de los gastos totales (-0,2 p.p.) como por el aumento de los recursos (0,1 p.p.). En cuanto a los gastos, si bien es cierto que crecieron más de lo previsto (el 6,2% anual y el 5,6%, respectivamente), se concentraron, a diferencia de años anteriores, en los de capital. De hecho, fue esta partida del gasto la única que aumentó su peso en el PIB, hasta el 5,1%, aunque todavía inferior al 5,4% que alcanzó en 1999. La buena marcha en la ejecución del Plan de infraestructuras 2000-2007 permitirá que la obra civil continúe creciendo de forma sustancial en 2002. La nota negativa es que la reducción en términos del PIB del gasto corriente ha sido inferior a la observada en años anteriores: 0,4 p.p. frente a una media de 0,7% en el periodo 1998-2000. Dos partidas están frenando la reducción del peso del gasto corriente: i) el pago de intereses y ii) las prestaciones sociales.

El efecto de la reducción de tipos de interés es cada vez menor ya que el tipo de interés medio de la deuda pública en circulación está próximo al valor al que emite el Tesoro en la actualidad. De hecho, en 2001, los pagos por intereses representaron el 3,1% del PIB, 0,2 p.p. menos que en 2000, cuando entre 1996 y 1998 su peso se reducía en torno a 0,6 p.p. cada año. A pesar de ello, el gasto en intereses explica casi el 40% de la reducción del gasto corriente en 2001. Como consecuencia, el superávit primario volvió a aumentar, situándose en el 3,1% del PIB (2,9% en 2000), aunque su aumento fuera inferior al de años anteriores (0,5 p.p. en 2000 y 0,7 en 1999). El componente del gasto corriente que más ha creci-

do ha sido las prestaciones sociales distintas de las prestaciones en especie, el 6,3% anual. Ello explica que en términos de PIB se haya mantenido prácticamente estable en torno al 12,2% (12,3% en 2000), interrumpiendo la tendencia decreciente que venían mostrando desde 1997. Este cambio de tendencia se explica en parte por el impacto de la desaceleración económica. De hecho, el gasto en prestaciones por desempleo aumentó un 10% hasta noviembre de 2001, frente a un crecimiento cercano al 3% en 2000, y el gasto en incapacidad temporal por encima del 14% anual. Los datos anteriores confirman que la peor situación cíclica de la economía española se está reflejando en algunas partidas de gasto. Cabe esperar que en 2002, con un crecimiento inferior al 2,4% previsto en el PGE02, el funcionamiento de los estabilizadores automáticos eleve aún más los fondos destinados a estas partidas. Ello, unido al aumento del gasto asociado a medidas aprobadas por el Gobierno (subvenciones para el fomento de la permanencia en el mercado laboral de personas mayores, aumento de algunas pensiones por encima del IPC, etc), sugiere que el margen de reducción del gasto corriente por correcciones adicionales de los pagos por intereses y prestaciones sociales es reducido. Esto es así a pesar de que la agencia de calificación Moody's otorgó a la deuda pública la máxima calificación a finales de diciembre de 2001. El diferencial entre la deuda pública española y alemana es tan pequeño (18 p.b. frente a un diferencial de 30 de media desde el inicio de la UEM hasta el anuncio de Moody's) que el ahorro derivado de reducciones adicionales de los tipos de interés es muy limitado. A ello se une que en el año 2002, dado el creciente porcentaje del gasto gestionado por las CCAA, es necesario un control estricto de la ejecución del presupuesto para evitar desviaciones significativas.

Cuadro 4.2. Ingresos y gastos de las Administraciones Públicas

Millones de euros	2000	%anual	%/PIB	2001	%anual	%/PIB
Gasto total	245.261	5,5	40,3	260460	6,2	40,1
Gastos corrientes	215.190	6,4	35,3	227.000	5,5	34,9
Intereses y dividendos	19.892	-0,5	3,3	20.167	1,4	3,1
Prestaciones Sociales	74.812	6,6	12,3	79.493	6,3	12,2
Gasto final	105.975	7,5	17,4	112.303	6,0	17,3
Gastos de capital	30.071	-1,1	4,9	33.460	11,3	5,1
Gastos corrientes netos intereses	195.298	7,2	32,1	206.833	5,9	31,8
Gastos totales netos intereses	225.369	6,0	37,0	240.293	6,6	37,0
Ingresos totales	243.148	7,3	39,9	260.231	7,0	40,0
Ingresos impositivos	216.345	9,4	35,5	230.484	6,5	35,4
Imp. ligados a la producción e importación	71.399	8,3	11,7	74.207	3,9	11,4
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	63.812	10,4	10,5	68.197	6,9	10,5
Cotizaciones sociales	81.134	9,7	13,3	88.080	8,6	13,5
Resto	26.803	-7,0	4,4	29.747	11,0	4,6
Déficit	-2.113			-229		
(%/PIB)	-0,3			0,0		
Superávit primario	17.779			19.938		
(%/PIB)	2,9			3,1		

Fuente: Ministerio de Hacienda

La presión fiscal se mantuvo prácticamente estable en 2001

En cuanto a la recaudación, los ingresos por impuestos directos, en concreto por IRPF y cotizaciones sociales, y los derivados de intereses y dividendos explican su favorable evolución en 2001. El buen comportamiento del empleo, a pesar de la desaceleración económica (los afiliados a la Seguridad Social crecieron el 3,9%, 150 mil por encima de lo previsto en el Presupuesto), permitió que los ingresos por cotizaciones sociales crecieran el 8,6%. En cuanto al IRPF, aunque no se dispone de información en términos de Contabilidad Nacional, los datos en términos de caja referidos al Estado confirman su buen comportamiento en 2001. Según estos datos, la recaudación por IRPF creció el 13,4% anual, cifra muy superior a la prevista inicialmente en los PGE01, el 5,6%. Este aumento refleja, por un lado, el crecimiento todavía elevado de la remuneración de asalariados, y, por otro, la no deflación de la tarifa, ni la actualización por la inflación de las deducciones ni del mínimo vital. Esta evolución contrasta con la que muestran el resto de los ingresos impositivos, que se han visto afectados por la moderación de la demanda interna. Así, la recaudación de impuestos ligados a la producción e importación creció tan sólo el 3,9% anual, tras mostrar un crecimiento medio superior al 10% en los últimos tres años. La discrepancia entre el aumento previsto por el Estado en los PGE01, el 8,4%, y el observado, confirma que la desaceleración del crecimiento económico, y, en especial, del consumo privado, está siendo más intensa de lo previsto por el Gobierno. A esto mismo apunta el estancamiento de los ingresos por Impuesto de Sociedades frente a un crecimiento previsto del 5,6%. La negativa evolución de los beneficios de las empresas, especialmente, aquellas con intereses en Latinoamérica, y las dotaciones para planes de pensiones, explican el peor comportamiento del Impuesto de Sociedades en 2001. Como resultado de esta evolución dispar de los ingresos tributarios, la presión fis-

cal se mantuvo prácticamente estable en 2001, al representar la totalidad de impuestos, incluidas las cotizaciones sociales, el 35,4% del PIB frente al 35,5% de 2000. En cuanto al resto de ingresos no impositivos, el cobro de la tasa radioeléctrica a Telefónica Móviles y Vodafone (461, 5 millones de euros) y los mayores intereses por la cuenta del Tesoro en el Banco de España explican el aumento del 25,7% en la partida intereses y dividendos.

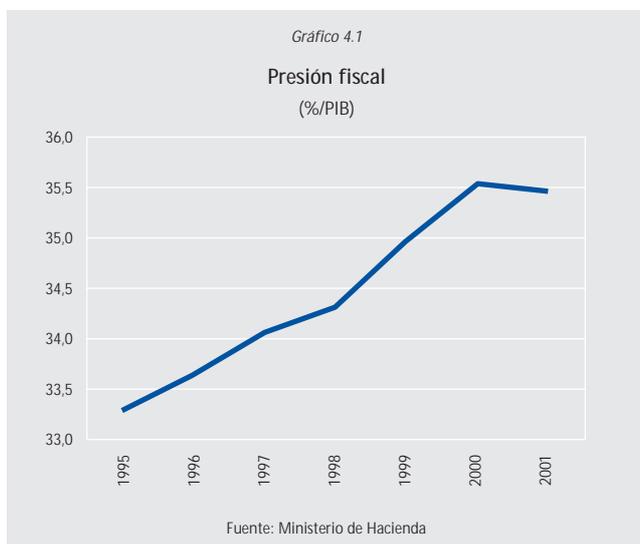
El déficit estructural se redujo en 2001

No sólo se corrigió el déficit público en 2001, sino que su componente estructural lo hizo en mayor medida, al aproximarse al 0,7% del PIB desde el 1,2% estimado para 2000. Este resultado supone un avance en la dirección correcta, si bien es necesario hacer un esfuerzo adicional para alcanzar el equilibrio en términos estructurales. En este sentido, la LEP puede resultar restrictiva al fijarse como objetivo el equilibrio presupuestario año a año en lugar de permitir déficit en recesiones que se compensarían con superávit en expansiones.

Incertidumbres en 2002

Aún no se ha publicado ninguna cifra sobre la ejecución del presupuesto en 2002. Sin embargo, la mayoría de los indicadores de actividad referidos al primer trimestre del año apuntan a que la desaceleración de la economía podría ser superior a la prevista en los PGE02. En este caso, el riesgo de que el equilibrio presupuestario no se alcance este año no es desdeñable². Ello no implica necesariamente una valoración negativa del tono de la política fiscal, ya que sería el componente cíclico del déficit el responsable del incumplimiento del objetivo, como consecuencia de la puesta en funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Este aumento del déficit sería compatible con una nueva reducción del componente estructural, que se aproximaría al equilibrio.

Además de los riesgos asociados al ciclo económico existen otras incertidumbres relacionadas con: i) el funcionamiento del nuevo modelo de financiación autonómica, ii) el impacto sobre los gastos de acuerdos firmados a lo largo de 2001 con vigencia en 2002 (el acuerdo para la mejora del desarrollo del sistema de protección social³ y el



² 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 un 0,2% del PIB. En concreto, existe el riesgo de que los ingresos por cotizaciones sociales sean en torno a un 0,1% inferiores a las presupuestadas, ya que difícilmente el empleo crecerá el 1,8% previsto por el Gobierno.

³ Las bonificaciones en las cotizaciones sociales de los empresarios para incentivar la permanencia de las personas mayores de 60 años en el mercado laboral tendrá un coste según el Gobierno de 378 millones de euros (un 0,06% del PIB). A ello se une el coste asociado a la mejora de las pensiones mínimas, 174 millones de euros (un 0,03% del PIB).

paquete de medidas fiscales del 28 de septiembre), iii) el impacto de la sequía sobre el sector agrícola, que puede desencadenar demandas de ayudas por parte del sector primario (los agricultores estiman las pérdidas en 1200 millones de euros), y iv) la consideración por parte de la UE como ayudas públicas de transferencias realizadas por el Estado a los astilleros públicos (110 millones de euros) y al sector del aceite de orujo (84 millones de euros).

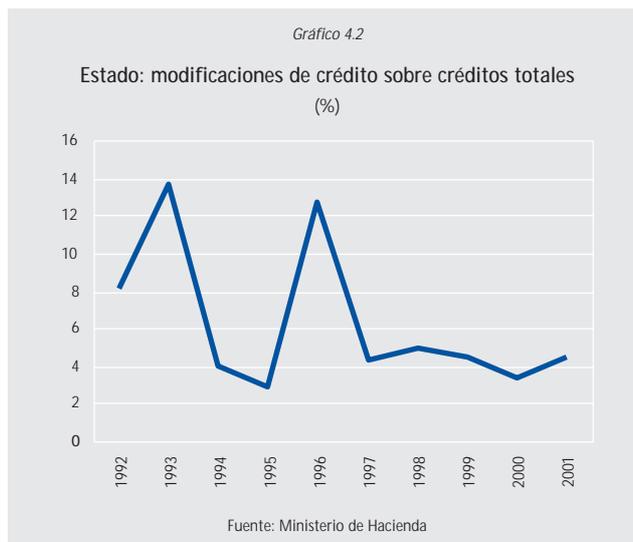
Por otro lado, hay una serie de factores que podrían tener un impacto al alza sobre la recaudación o a la baja sobre los gastos en 2002. Entre ellos cabe mencionar: i) los ingresos extraordinarios que percibirá el Tesoro si el saldo en circulación de pesetas no es canjeado en su totalidad a euros, que podrían ascender hasta un 0,2% del PIB⁴, ii) la decisión del Tribunal Supremo de anular la sentencia de la Audiencia Nacional que obligaba al Estado a compensar a los funcionarios de la Administración Central por la congelación del salario de los empleados públicos en 1997, iii) la no deflación de la tarifa del IRPF, ni de los mínimos ni de las deducciones, iv) la creación de un nuevo impuesto sobre las ventas minoristas de hidrocarburos (gasolina y gasóleo), cuya recaudación (próxima a 1000 millones de euros) se cederá a las CCAA para financiar la sanidad, y se deducirá del Fondo de Contingencia, v) la subida de las tasas sobre el transporte, con un impacto sobre los ingresos en torno a 45 millones de euros, y vi) el aumento de otros impuestos (el IVA sobre el butano y las autopistas de peaje, los impuestos especiales sobre el tabaco y las bebidas alcohólicas, el sistema de módulos del IRPF y el régimen especial del IVA), que aportará unos 366 millones de euros.

A diferencia de otros años, durante la tramitación parlamentaria se han aprobado cambios impositivos destinados a paliar el impacto sobre el Presupuesto de una desaceleración de la economía más intensa de la prevista cuando el Proyecto de Presupuestos se presentó en septiembre. En aquellos momentos el Ministerio de Hacienda preveía que el PIB español crecería un 2,9% en 2002 (5,9% en términos nominales), medio punto superior al finalmente considerado (un 2,4% en términos reales). Por ello, si la economía se desacelera adicionalmente, las medidas fiscales aprobadas no serán suficientes para compensar la incidencia negativa sobre la recaudación de un menor crecimiento económico.

Difícil cumplimiento del techo del gasto del Estado fijado para 2003

Tal y como exige la LEP, el Consejo de Ministros aprobó en el primer trimestre del año un techo para el gasto del Estado en el año 2003. Así, el próximo año el Estado podrá

⁴ Eurostat aún no se ha pronunciado respecto a como se deben contabilizar dichos ingresos, si se permitirá que reduzcan el déficit, como ya sucedió con los ingresos procedentes de las subastas UMTS, o, por el contrario, si deberán destinarse a amortizar deuda como los procedentes de privatizaciones.



gastar como máximo 109.273 millones de euros en términos de contabilidad nacional, cantidad superior en un 4,1% al gasto previsto para 2002. Esta cifra incluye el llamado Fondo de Contingencia, un 2% del límite del total del gasto aprobado (2.290 millones de euros), que sólo puede utilizarse para hacer frente a acciones no discrecionales y no reflejadas en el Presupuesto. La ejecución del Presupuesto del Estado en los últimos años pone de manifiesto que este fondo puede resultar insuficiente para afrontar situaciones económicas adversas. Como se observa en el gráfico 4.2, desde 1992 las modificaciones de crédito siempre han superado en más de un 2% el crédito inicialmente previsto para el ejercicio. Además, fijar un techo para el gasto en el año 2003 resulta especialmente arriesgado. No sólo porque está prevista la entrada en vigor de la reforma del IRPF, sino porque existe gran incertidumbre respecto a la situación cíclica de la economía. En este escenario, establecer un límite para el gasto puede resultar demasiado restrictivo, ya que la obligación de mantener el equilibrio presupuestario hace que el margen de maniobra de la política fiscal sea muy reducido. Sin embargo, diseñar el presupuesto en función de los gastos previstos y no en función de los ingresos previstos es un paso importante para evitar incrementos significativos del gasto en épocas expansivas.

El Programa de Estabilidad 2001-05 confirma las dificultades de alcanzar el superávit presupuestario

La desaceleración económica no sólo ha obligado a revisar las cuentas públicas en 2002, sino que ha afectado a la actualización del Programa de Estabilidad 2001-2005 (PE01-05). El nuevo PE no sólo retrasa en dos años la consecución del superávit público, sino que además éste se alcanza por la aportación del superávit de la SS, ya que el Estado no consigue corregir el déficit en el hori-

zonte 2001-05, cuando en el anterior, PE00-04, alcanzaba el equilibrio presupuestario ya en 2003. Este hecho explica la decisión del Gobierno de modificar la LEP durante su tramitación parlamentaria. En la redacción inicial la Ley obligaba a todos los subsectores de las AAPP a presentar al menos una situación de equilibrio. Finalmente se aprobó que el equilibrio lo deben presentar el Estado y la SS conjuntamente, hasta que culmine el traspaso de los complementos de mínimos desde la SS. Las nuevas

cifras ponen de manifiesto tanto la sensibilidad del PE a cambios en el escenario macro (el PIB crece en media un 3% en 2003-05, frente a un 3,2% en 2002-04 del anterior PE) como la confianza en que las AATT mantengan el equilibrio presupuestario a lo largo de todo el periodo, cuando se han desviado de forma importante del objetivo fijado en los dos últimos años. Por tanto, la incertidumbre que rodea el cumplimiento del PE01-05 es elevada.

5. Sistema Financiero

Aumenta el endeudamiento de las familias...

Durante el tercer trimestre de 2001, el endeudamiento neto de las familias (medido como el ratio de pasivos financieros sobre activos financieros), registró un fuerte incremento, acelerando la tendencia al alza que se observa desde principios de 2000.

Sin embargo, ello contrasta con la moderación del crecimiento de los pasivos financieros de los hogares desde finales de 2000. El crédito a las familias se incrementó un 12% durante 2001 frente al 17% del año anterior.

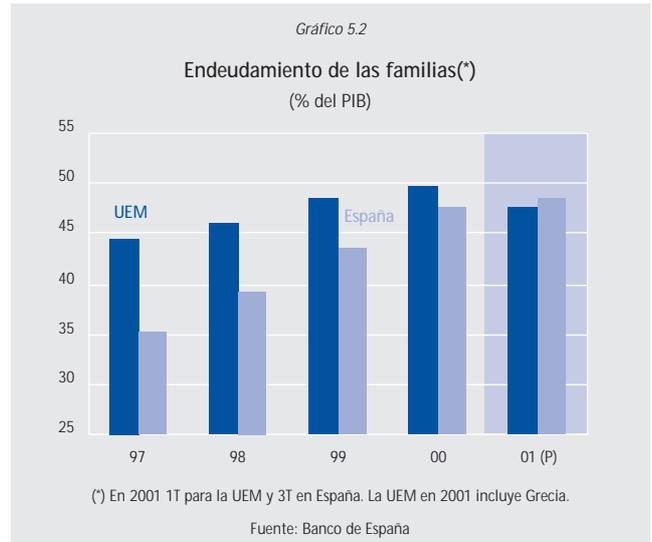
Por tanto, el reciente aumento del ratio de endeudamiento obedece, fundamentalmente, al descenso experimentado por los activos que, a su vez, es resultado de la fuerte caída transitoria de los mercados financieros sufrida tras los atentados del 11 de septiembre.

De hecho, el valor de la cartera de acciones en poder de las familias, que representa el 30% de sus activos financieros, experimentó un descenso del 13% en tan sólo un trimestre.

Aun así, el incremento del endeudamiento familiar en los últimos años es un hecho. El ratio de deuda sobre PIB ha crecido en 12 puntos porcentuales entre 1997 y 2000 alcanzando el 47%. Diversos factores contribuyen a explicar ésta evolución. El elevado crecimiento económico en el período (4% promedio) y la revalorización de los propios activos¹, han mejorado la capacidad de endeudamiento de las familias.

Sin embargo, los tipos de interés han jugado un papel determinante en este proceso. La deuda de las familias españolas sobre el PIB se habrá situado en torno al 50% a finales de 2001, nivel muy similar al observado en el conjunto

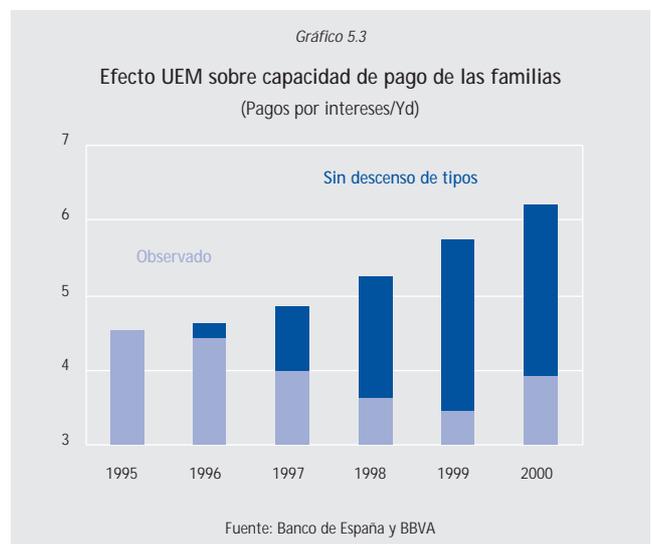
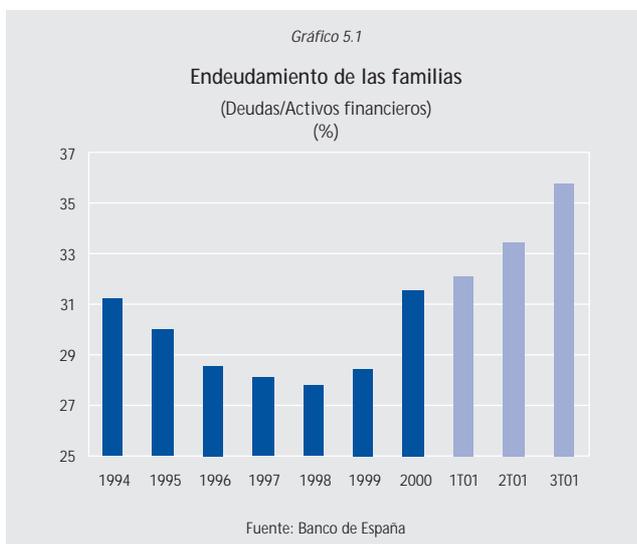
¹ Véase nota especial "Un análisis de la revalorización de los activos financieros e inmobiliarios de las familias".



de la UEM. En este sentido podría entenderse el aumento del endeudamiento de las familias como una manifestación más de la convergencia europea asociada a unos tipos de interés estructuralmente más bajos. Es decir, las familias han podido aumentar su endeudamiento gracias a la significativa disminución del servicio de su deuda.

Para ilustrar este factor se ha estimado cuál habría sido la carga de intereses bruta de las familias españolas en ausencia de la rebaja de tipos tan pronunciada como la que ha tenido lugar entre los años 1995 y 2000². De acuerdo con la información proporcionada por las Cuentas Financieras del Banco de España, el tipo de interés implícito que las familias españolas han pagado por su endeudamiento ha pasado del 7,5% en 1995 al 4,7% en 2000. Ello ha hecho posible la coexistencia de un aumento del endeudamiento con un descenso de la carga bruta de intereses sobre la renta disponible de las familias.

² El tipo de interés implícito se calcula como el cociente entre los pagos brutos por intereses y el saldo de pasivos financieros de las familias.



De hecho, tal y como se observa en el gráfico, si los tipos de interés hubieran permanecido en los niveles observados en 1995 durante los últimos cinco años, la carga de intereses sobre la renta disponible en 2000 habría resultado más de 2 puntos porcentuales superior a la actual, mostrando en los últimos años un perfil ascendente.

Pero, además, existen diferencias importantes en la composición del patrimonio de las familias españolas en relación a la de los países más desarrollados que determinan que en España el endeudamiento financiero sea más elevado. En concreto, destaca la mayor importancia que los activos inmobiliarios tienen en la riqueza total de las familias españolas.

Así, mientras en los países del G-7, el peso de los inmuebles sobre el activo de las familias oscila entre un 10% y un 40%, en España representa un 70%³. De hecho, cuando se mide el endeudamiento sobre los activos totales (financieros e inmobiliarios), el deterioro es mucho menos acusado y el nivel es inferior al de los países del G-7 exceptuando Italia.

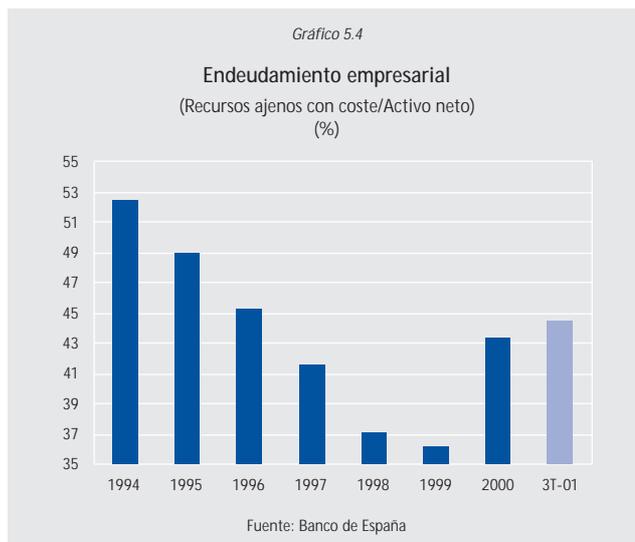
Esta preferencia de las familias españolas por la adquisición de vivienda tiene su contrapartida en la elevada proporción del endeudamiento hipotecario sobre el conjunto de la deuda familiar. En España, el 73% de los préstamos concedidos a las familias se destina a la adquisición y rehabilitación de la vivienda, porcentaje muy superior al de los principales países de la OCDE (exceptuando a Francia y Reino Unido) donde oscila entre el 44% y el 69%.

Como resultado de todo ello, se ha producido un aumento de la exposición del sistema financiero al sector inmobiliario. El porcentaje de créditos hipotecarios en balance sobre el total era a diciembre de 2001 de un 39% en el caso de los bancos y de un 62% en el caso de las cajas (7 p.p. y 2 p.p. superiores a los niveles de 1997).

Aun así, la evidencia disponible señala que el crédito hipotecario es el que menos riesgo presenta frente a factores coyunturales. Por una parte, por su colateralización y por otra, por el valor que los prestatarios asignan a la garantía, sobre todo cuando se trata de primera vivienda. Por ello, la morosidad hipotecaria acostumbra ser más reducida que la del resto de créditos. Según los datos de la Asociación Hipotecaria Española, en septiembre de 2001 la tasa de mora hipotecaria fue un 0,63%, frente al 1,2% del total del crédito concedido al sector privado residente.

Adicionalmente, en los últimos años han tenido lugar desarrollos en el sistema financiero español que han contribuido a mitigar parcialmente la exposición del sector fi-

³ Véase Servicio de Estudios BBVA, Situación Inmobiliaria de marzo de 2002.



nanciero al sector inmobiliario. Por un lado, las emisiones de bonos de titulización hipotecaria han aumentado significativamente, pasando de representar un 0,5% del crédito otorgado por bancos y cajas en 1997 a un 4,4% en 2001. Por otro lado, la introducción del fondo de cobertura estadístico (FONCEI) desde mediados de 2000 ha elevado las provisiones para las hipotecas con ratios préstamo-valor superiores al 80%.

...y el de las empresas

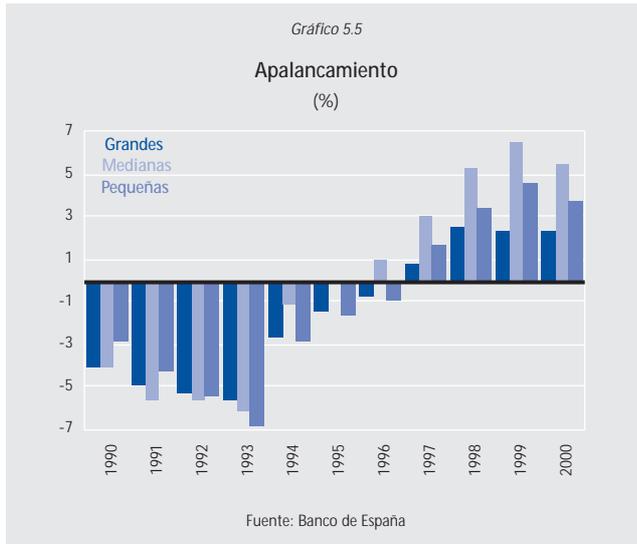
También el endeudamiento de las empresas no financieras sobre el PIB ha crecido de forma importante durante los últimos años, pasando de representar un 96% en 1995 a un 133% en el tercer trimestre del año pasado. Cuando la deuda empresarial se pone en relación con el activo neto⁴, se observa que el endeudamiento ha pasado de representar el 36% en 1999 al 44% en el tercer trimestre de 2001.

Al igual que en el caso de las familias, la reducción de los tipos de interés ha abaratado de forma importante la financiación externa.

El coste de la financiación de las empresas no financieras ha pasado del 9% en 1994 al 5% en el tercer trimestre de 2001. Esto permitió que las empresas incrementaran su deuda en dicho periodo reduciendo al mismo tiempo el peso de los gastos financieros sobre sus costes.

Si se analiza la situación de las empresas por tamaño, se observa que las que más se han beneficiado de la caída de los costes de financiación han sido las empresas pequeñas y medianas. El diferencial de intereses que pagan las PYMES respecto a las empresas grandes se ha reducido en 3 y 2 puntos porcentuales desde 1995, lo

⁴ Activo menos provisiones para riesgos y gastos.



que ha repercutido positivamente en sus beneficios y en su ratio de apalancamiento (definido como rentabilidad ordinaria del activo neto menos los intereses por financiación recibida con coste). En 2000, las empresas medianas fueron las más rentables y las que presentaron un mejor ratio de apalancamiento lo que contrasta con su situación en la primera mitad de la década pasada.

El descenso de tipos también parece haber afectado a la composición de las fuentes de financiación empresarial, incrementando el peso de los recursos ajenos con coste en detrimento de la financiación sin coste. Así, la financiación bancaria ha pasado de representar el 44% de los recursos ajenos en 1994 al 48% en el tercer trimestre de 2001. Por el contrario, la emisión de valores ha pasado de significar un 6% de la financiación externa en 1994 a un 2% en 2001. La dirección de este cambio en la financiación de las empresas españolas resulta llamativa en un contexto de mayor desarrollo de los mercados de renta fija privada en los últimos años. Así, la negociación en AIAF (principal mercado de renta fija privada española) aumentó un 42% durante 2001.

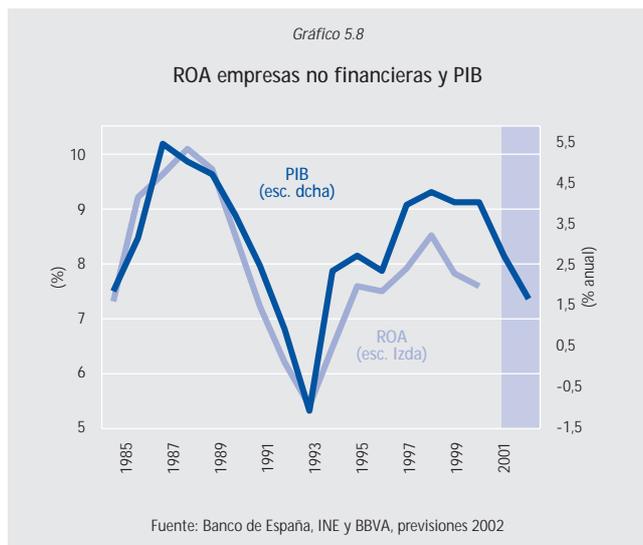
Sin embargo, la evolución de los tipos de interés ha dejado de contribuir positivamente a la variación de los pagos por intereses durante los dos últimos años. Los tipos de interés se han mantenido en niveles muy bajos, pero los gastos financieros han crecido significativamente debido al aumento de la financiación acumulada en los años anteriores. No obstante, el peso de los gastos financieros sobre los costes totales continúa siendo muy reducido (alrededor de un 4%), por lo que el moderado repunte que cabe prever en los tipos de interés en 2002 no va a suponer por sí mismo un deterioro significativo de la capacidad de pago de las empresas españolas.

Otro factor que ha impulsado el endeudamiento empresarial ha sido la favorable coyuntura económica, que ha permitido a las empresas obtener rentabilidades elevadas sobre sus inversiones durante los últimos seis años.

De hecho, la situación saneada de las empresas y la positiva evolución económica han permitido que, a pesar del incremento del endeudamiento, el número de empresas y el volumen de activos en quiebras y en suspensión de pagos se haya reducido de manera notable.

La elevada correlación entre los beneficios empresariales y la actividad económica llevará probablemente a una moderación de la rentabilidad de las empresas no financieras en 2002. No obstante, las empresas ya han empezado a reaccionar a esta situación con un crecimiento más moderado de su endeudamiento. El crédito a actividades productivas creció un 9% en 2001 frente a un 17% en 2000.





En suma, la ralentización en el crecimiento de la financiación empresarial y el mantenimiento de los tipos de interés en niveles aún bajos no llevan a prever un deterioro significativo en la solvencia de las empresas españolas cuyo ratio de endeudamiento se mantiene en niveles inferiores a los de 1996.

Cuadro 5.1. Variables Financieras
(tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa)

	2000*	2001*	sep.01	oct.01	nov.01	dic.01	Saldo (mM €)
Depósitos a la vista y de ahorro	5,7	14,4	7,0	7,4	11,0	14,4	263
Depósitos a plazo	24,7	12,6	20,3	17,6	16,2	12,6	194
Patrimonio de Fondos de inversión	-11,2	-2,9	-12,8	-9,8	-4,6	-2,9	178
Patrimonio de Fondos de pensiones	19,8	15,8	15,9	—	—	15,8	44
Crédito al sector privado	17,3	11,9	12,9	12,3	12,1	11,9	626
Tasa de mora (Entidades de crédito)	1,24	1,22	1,20	1,22	1,20	1,22	n.a.

* fin de año
Fuente: Banco de España e Inverco

La Banca Virtual en España: balance de dos años de captación de pasivo

En 2001 unas 800.000 personas en España, cerca del 11% de la población internauta, eran clientes de los seis *banco virtuales* que operan en nuestro país¹: ING Direct, Patagon, Uno-e, Popular-e, Activo Bank y Cortal. De hecho, sólo el 25,9 % de la población internauta española empleó en este período la *banca por Internet*² para realizar consultas y transacciones³.

A diciembre de 2001, los bancos virtuales han logrado captar 6.668 millones de euros en depósitos, lo cual supone una cuota de mercado sobre los bancos residentes de tan sólo el 3,8% y un 1,5% sobre el total de entidades de crédito. De esta rúbrica, la mayor parte se concentra en cuentas corrientes y de ahorro, en las que gestionan 5.359 millones de euros, un 4,5% de la banca y el 2,0% del total de entidades de crédito.

Por el momento, ninguna de estas seis entidades ha logrado obtener un resultado positivo y rentabilizar las agresivas campañas de lanzamiento comercial, así como las fuertes inversiones iniciales en el desarrollo de sus plataformas tecnológicas y el capital humano empleado. Sin embargo, la modestia de las cifras expuestas no puede ocultar la importancia estratégica de un subsector que ha mostrado una notable expansión en estos dos primeros años de verdadera actividad. Entre diciembre de 1999 y diciembre de 2001, la banca virtual en España ha multiplicado por diez el volumen de depósitos que gestiona y ha logrado captar el 16,3% del volumen de nuevos depósitos del total de la banca, multiplicando por más de seis su cuota de mercado. La expansión ha estado basada en la captación de recursos en cuentas corrientes y de ahorro, segmento en el cual han captado el 23,5% del volumen de nuevas cuentas de la banca en los dos últimos años (porcentaje que se eleva al 42% durante 2000). Su decidida entrada en la captación de depósitos a plazo, desde el primer trimestre de 2001, también ha tenido resultados muy notables, al atraer el 32% del volumen de nuevos depósitos durante 2001.

Estos resultados se han conseguido, como corresponde a un subsector joven y común con la evidencia internacional, mediante estrategias muy agresivas de captación de pasivo, consistentes en ofrecer una rentabilidad en los depósitos muy superior a la del resto de entidades de crédito. Así, centrándose en los tres principales bancos (ING Direct, Patagon y Uno-e), el tipo promedio ponderado de la rentabilidad ofrecida por estos tres bancos virtuales en sus cuentas corrientes y de ahorro exclusivamente se ha elevado al 4,54%, 44 puntos básicos sobre el tipo promedio de intervención del Banco Central Europeo, tipo BCE (este diferencial se denominará *diferencial en cuentas*).

Además, el tipo promedio de remuneración del pasivo a corto plazo, (seleccionando la oferta más agresiva de cada momento no sólo en cuentas y sino también en depósitos a corto plazo)⁴ por estos bancos se ha elevado entre diciembre de 1999 y diciembre de 2001 al 4,96%, 86 puntos básicos sobre el tipo BCE (*diferencial en pasivo*).

Las ofensivas por la captación de cuentas se definen como los períodos en los cuales la serie *diferencial en cuentas* se encuentra al menos durante dos meses consecutivos por encima de su promedio. De la misma manera, las ofensivas por la captación de depósitos se definen con los períodos en los cuales la serie *diferencial en pasivo* se encuentra al menos durante dos meses consecutivos por encima de su promedio.

En concreto, se pueden identificar cuatro períodos de *ofensiva* en la captación de volumen de cuentas corrientes y de ahorro durante los dos últimos años: enero-febrero de 2000, julio-septiembre de 2000, mayo-julio de 2001 y noviembre-diciembre de 2001. Además, se pueden identificar dos períodos de *ofensiva* por la captación de depósitos a corto plazo: febrero-marzo de 2001 y septiembre-noviembre de 2001. Durante estos meses, el tipo promedio de remuneración del pasivo de estos tres bancos se elevó al 6,42%, 237 puntos básicos sobre el tipo BCE.

¹ Este trabajo se centra en la denominada *banca virtual* (*on-line banks, branchless banks, Internet-only banks* o *virtual banks* según la terminología anglosajona) que es aquella que sólo opera a través de Internet (aunque puede permitir la comunicación telefónica) y carece de sucursales tradicionales (aunque en algunos casos se pueden emplear las propias de la entidad matriz, e incluso disponen de locales propios). Además, la disponibilidad de series estadísticas obliga a limitarse a aquellas entidades de las cuales proporciona información desagregada la Asociación Española de Banca (AEB).

Los clientes totales de la banca virtual en España se obtienen como la suma de las estimaciones proporcionadas por las propias entidades. No obstante, no todas las entidades publican estas cifras periódicamente, por lo que ha de entenderse como un valor aproximado.

² La *banca por Internet* incluye tanto a la banca virtual, como a los canales operativos por Internet desarrollados dentro de las entidades de crédito como complemento al gesto de canales tradicionales.

³ Según la Asociación para la Investigación de Medios de Comunicación (2001): *Encuesta Navegantes en la Red*, abril-junio de 2001.

⁴ Para elaborar esta serie (*diferencial en pasivo*) se parte de la serie mensual de la remuneración de las cuentas corrientes y de ahorro (TAE) de cada uno de los tres bancos. Durante los períodos puntuales de oferta en depósitos a corto plazo los valores de la serie original se sustituyen por la rentabilidad ofrecida en dichos depósitos. Sobre las tres series resultantes, representativas de la rentabilidad más elevada ofrecida por cada uno de los bancos en sus productos de pasivo, se calcula su promedio ponderado por la cuota de pasivo gestionada.

Depósitos en Banca Virtual

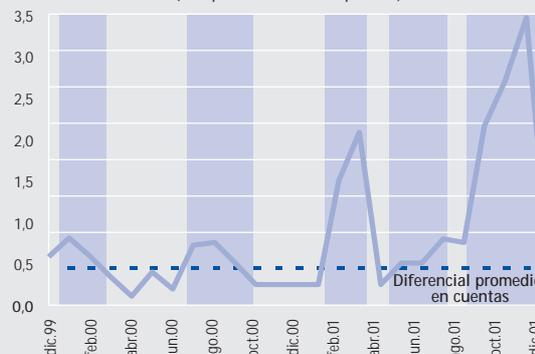
Millones de euros

	Total	Vista y Ahorro	Plazo
dic-99	794	508	286
	<i>0,6</i>	<i>0,5</i>	<i>0,7</i>
dic-00	3.083	2.804	279
	<i>1,9</i>	<i>2,7</i>	<i>0,5</i>
dic-01	6.668	5.359	1.309
	<i>3,8</i>	<i>4,5</i>	<i>2,3</i>

Notas: Se incluyen ING Direct, Patagon, Uno-e, Popular-e, Activo Bank y Cortal
En cursiva se muestra la cuota sobre el sector de banca residente
Fuente: AEB, Banco de España y BBVA

Remuneración del pasivo en Banca virtual

(TAE promedio sobre Tipo BCE)



Notas: Se consideran únicamente ING Direct, Patagon y Uno-e
Las áreas sombreadas delimitan los períodos de ofensivas por la captación de cuentas y depósitos

Fuente: AEB, Banco de España y BBVA

Con la cautela que impone analizar sólo dos años de verdadero funcionamiento de la banca virtual, se pueden perfilar dos diferencias entre las estrategias de captación de cuentas y las de captación de depósitos. En primer lugar, las ofensivas por la captación de depósitos son más agresivas, tanto por la mayor remuneración ofrecida como por su más limitada duración. En segundo lugar, durante el período de ofensiva, se advierte un impacto diferencial sobre el producto de pasivo alternativo. Así, durante las ofensivas por la captación de cuentas, el volumen de depósitos a plazo se reduce, quizá mostrando una redistribución de los fondos por parte de los clientes hacia el producto en oferta. En cambio, las ofensivas por la captación de depósitos no suponen una reducción en los saldos en cuenta, lo cual podría responder a la limitación de la cuantía y a la atracción de nuevos fondos⁵.

En todo caso, ambas estrategias se han mostrado bastante efectivas en la captación de volumen de pasivo, pues los clientes parecen responder al diferencial de rentabilidad ofrecido. De hecho, el saldo de ambas ofensivas, evaluado como el incremento neto del volumen de pasivo gestionado por los bancos durante la ofensiva y el período de post-ofensiva, es similar entre las consistentes en cuentas de mayor remuneración frente a depósitos. Durante estos períodos, los tres principales bancos virtuales han logrado captar en promedio cerca de 250 millones de euros mensuales en las cuentas⁶.

Valoración y perspectivas

El balance de esta política de alta remuneración del pasivo seguida por la banca virtual no es sencillo y podría ser prematuro. En primer lugar, es indudable que esta estrategia ha permitido alcanzar unas cuotas de mercado significativas en un período de tiempo relativamente corto y ha generado una mayor competencia en la captación de recursos en el sistema financiero español.

Además, la evidencia empírica disponible para EE.UU. muestra que existen factores que justifican la existencia de pérdidas en los primeros años de desarrollo del negocio⁷. De hecho, estos trabajos destacan que, aunque en los primeros años de vida este tipo de instituciones han mostrado beneficios inferiores a los de los bancos tradicionales con la misma experiencia, como resultado de los menores volúmenes de negocio y los elevados gastos, los ratios de rentabilidad y eficiencia mejoran más rápidamente que en la banca tradicional gracias a las economías de escala que posibilitan las nuevas tecnologías.

En tercer lugar, el contexto en el cual han nacido y se han desarrollado los negocios de banca virtual en España no ha sido muy favorable. A la todavía naciente Sociedad de la Información y la limitada penetración de Internet en nuestro país se ha unido el contexto internacional de desaceleración económica.

Pero quizá la cautela máxima se derivaría de una cuestión alternativa: ¿Los clientes de banca virtual realmente perciben y valoran las ventajas que les puede reportar el uso de los canales de distribución bancaria tecnológicos? ¿O la expansión de su negocio simplemente responde a que estos productos de pasivo son una opción de inversión financiera segura e incluso superior durante los dos últimos años a otras inversiones que ha tenido unos rendimientos negativos (especialmente las inversiones bursátiles), así como por ser productos de pasivo equiparables a los ofrecidos por el resto de entidades de créditos pero con una remuneración muy superior?

Para obtener una respuesta habrá que aguardar a los próximos trimestres pues, aunque las entidades han continuado con su política de alta remuneración del pasivo, se observa una estrategia generalizada por ofrecer cada vez una gama más rica de productos y servicios, como créditos al consumo, préstamos hipotecarios, planes de pensiones, seguros e incluso intermediación bursátil.

Sea cual fuere el resultado, no cabe duda que la entrada en el sistema financiero español de estas entidades ha supuesto un impulso a la competencia y ha presionado a las entidades financieras establecidas para desarrollar modelos de negocio más atractivos para sus clientes así como para intensificar sus inversiones en nuevas tecnologías.

⁵ Esta hipótesis no se puede contrastar al no disponer de series de los clientes (activos) de la banca virtual con la suficiente periodicidad y desagregados por productos de pasivo contratados.

⁶ El saldo neto de los depósitos a corto plazo es prácticamente nulo. Ello se explica por el impacto negativo detectado de las ofensivas en cuentas sobre los depósitos a corto plazo, así como por la duración limitada de las propias ofertas de depósitos.

⁷ Véase por ejemplo Robert DeYoung (2001): "Learning-by-doing, scale efficiencies, and financial performance at Internet-only banks". Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper 2001-06.

Ofensivas por el pasivo en Banca Virtual

(Captación neta mensual en millones de euros)

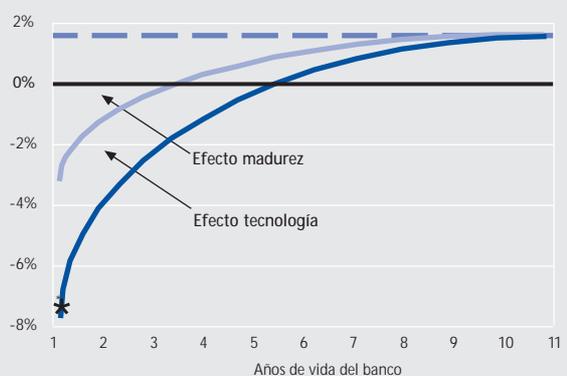


Notas: Se consideran únicamente ING Direct, Patagon y Uno-e.

Se representan sólo aquellas ofensivas por la captación de pasivo seguidas de periodos de ausencia de ofertas agresivas. En cuentas se incluyen los relativos a enero-junio de 2000, julio de 2000-enero de 2001 y mayo-julio de 2001. En depósitos se considera el periodo febrero-abril de 2001.

Fuente: AEB, Banco de España y BBVA

Rentabilidad sobre activos en bancos nuevos



Notas: la línea continua azul clara representa la senda del ROA de un banco tradicional nuevo. La línea discontinua azul representa el ROA promedio de bancos establecidos. La línea continua azul oscura representa la senda del ROA en un banco virtual nuevo. El asterisco refleja el ROA de un banco virtual con un año de funcionamiento.

Fuente: De Young (2001)

Un análisis de la revalorización de los activos financieros e inmobiliarios de las familias

La reestructuración que ha experimentado la cartera de activos financieros mantenida por las familias y el aumento del valor de mercado de los instrumentos hacia los que se han orientado sus preferencias¹ han permitido que la riqueza financiera de las familias haya registrado incrementos importantes en los últimos años². Ello, unido al significativo repunte de los precios de la vivienda en un país en el que las familias son propietarias de aproximadamente el 80% del activo inmobiliario urbano³, se ha traducido en un incremento significativo de la riqueza total de los hogares.

El impacto sobre el consumo privado de los cambios en la riqueza de las familias depende de sus expectativas sobre el carácter permanente o transitorios de los mismos. Tanto la teoría del ciclo vital como la de la renta permanente sostienen que las decisiones de gasto de los individuos no sólo dependen de los ingresos corrientes sino también de las expectativas sobre la evolución de sus ingresos futuros, procedentes tanto del trabajo como de los activos que poseen, y de la incertidumbre sobre dichos ingresos. Además, la respuesta del consumo agregado a los cambios de la riqueza no es independiente de las características del activo que propició la variación de la situación patrimonial de las familias, sino que resulta determinante si tuvo su origen en activos no financieros (reales) o financieros. La distribución entre la población de uno y otro tipo de activos es diferente y, por tanto, también lo es el colectivo de beneficiarios de las revalorizaciones acumuladas en los últimos años. Aunque no existen estadísticas que ofrezcan esta información de forma directa, el importante aumento del número de partícipes en los fondos de inversión⁴ apunta a que haya aumentado más el colectivo de beneficiarios de revalorizaciones financieras que de inmobiliarias⁵. Además, los activos inmobiliarios son menos líqui-

dos que los activos financieros, en cuanto que no es posible vender una vivienda de forma inmediata a precio de mercado, por lo que su impacto sobre las decisiones de gasto debería ser menor (véase Estrada y Buisán, 1999)⁶.

Efecto precio vs. efecto cantidad

El objetivo de esta nota es, por un lado, evaluar en qué medida la evolución de los mercados financieros e inmobiliarios ha contribuido a alterar la situación patrimonial de las familias y, por otro lado, aportar alguna evidencia sobre el grado de incertidumbre implícito en las ganancias de riqueza acumuladas en los últimos años. Para ello, se va a proceder a identificar los dos factores que explican los cambios de valor de mercado de los activos: el efecto cantidad y el efecto precio. El efecto cantidad viene determinado por el flujo de fondos destinados (obtenidos) a la adquisición (venta) de activos, que en parte refleja el cambio mencionado en las preferencias de los agentes (recomposición de la cartera). El efecto precio recoge la variación en el precio de mercado de los instrumentos en los que se invierte⁷. Si no existen sesgos importantes en la valoración que el mercado realiza de los activos, y se observa un aumento rápido y significativo de la riqueza, cabe esperar que este cambio sea tanto más estable cuanto mayor sea la contribución al mismo de un aumento de los flujos invertidos y menos estable si se apoya en un aumento repentino y pronunciado del precio de mercado de los activos, que puede estar motivado por factores transitorios y podría corregir rápidamente. Así, si en las ganancias de riqueza acumuladas a finales de los noventa el efecto precio hubiera dominado al efecto cantidad, cabría esperar que la incertidumbre sobre las expectativas de ingresos asociados a los activos fuera más elevada que en caso contrario.

La descomposición de la variación en el valor de mercado de un activo en efecto precio y efecto cantidad puede expresarse de la siguiente forma:

$$V_{t+k}^i - V_t^i = S_{t+k}^i * p_{t+k}^i - S_t^i * p_t^i = S_t^i \Delta p_{t+k}^i + \Delta S_{t+k}^i * p_{t+k}^i$$

Efecto precio	Efecto cantidad
------------------	--------------------

donde, V_t^i es el valor de mercado del activo i en t , S_t^i es el saldo mantenido del activo i en t , y p_t^i es el precio del activo i en t .

⁶ Aunque los estudios existentes no son concluyentes, en EEUU la respuesta del consumo a cambios en la riqueza financiera podría ser inferior a variaciones en la riqueza inmobiliaria. Véase Situación Global Abril 2002.

⁷ Para llevar a cabo esta descomposición se ha considerado que el efecto precio y el efecto cantidad son independientes, a pesar de que existe una elevada correlación entre ellos.

¹ De acuerdo con las Cuentas Financieras publicadas por el Banco de España la rúbrica "Acciones y otras participaciones" representaba en 2000 el 44,8% del total de los activos financieros de las familias, frente al 27,9% en 1994. La mayor estabilidad nominal que conlleva la pertenencia de España a la UEM, los cambios introducidos en la fiscalidad del ahorro, la mayor cultura inversora de los españoles y la aparición de nuevos instrumentos financieros son los principales factores que explican el cambio de la estructura del balance financiero de las familias.

² Aunque en 2001 la riqueza financiera neta, definida como diferencia entre el valor de mercado de los activos financieros menos los pasivos financieros, se ha reducido, las ganancias acumuladas entre 1994 y 2001 representarán en torno a un 8,5% del PIB.

³ En España el peso de la riqueza inmobiliaria sobre el total de la riqueza es uno de los más elevados de los países desarrollados, en torno al 70% en los últimos años, frente al 20% en EE.UU. y el 30% en Alemania e Italia.

⁴ De 550 mil partícipes en 1980 se ha pasado a 7,455 millones en 2001. Mientras en 1990 casi el 100% eran partícipes en fondos de renta fija puros, sólo el 42,5% lo era en 2001.

⁵ Según el censo de 1991 en torno al 30% de la vivienda no es vivienda principal.

Los cambios en la cotización bursátil y la recomposición de las carteras han permitido que los activos financieros de renta variable dominaran los cambios en la riqueza financiera

En cuanto a los activos financieros, se van a considerar aquellos activos para los que la información disponible hace posible obtener su valor a precios de mercado y las aportaciones netas realizadas a lo largo del año. Esto limita el análisis a las participaciones en fondos de inversión (renta fija y variable)⁸ y las tenencias directas de acciones cotizadas⁹ y de deuda pública¹⁰. Estos activos, si bien representan en torno al 25% del total de los activos financieros de las familias son, junto a las acciones no cotizadas, los más sensibles a cambios en su valor por fluctuaciones en su precio. De hecho, si los activos financieros totales representaban el 186% del PIB de 2000 (última cifra anual publicada), 46,3 p.p. por encima del ratio alcanzado en 1994, en torno a la mitad de este incremento se explica por el aumento del activo considerado en este estudio.

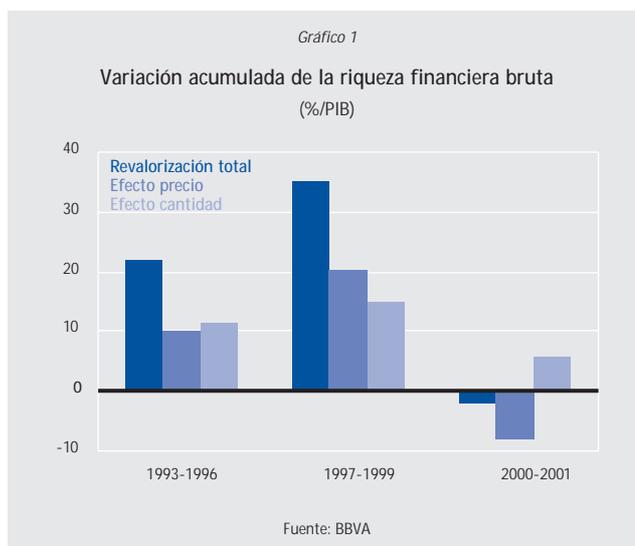
La descomposición obtenida para cada uno de los grupos de activos financieros se presenta en el cuadro 1. Los res-

sultados confirman que las variaciones del precio de mercado han contribuido de forma creciente a explicar los cambios en la riqueza financiera bruta. Para el conjunto de los activos, la revalorización acumulada entre 1993 y 2001 asciende al 55% del PIB. De ella un 22,7% corresponde al efecto precio y un 32,3% al efecto cantidad. Es decir, el efecto cantidad domina al efecto precio. Sin embargo, en el gráfico 1 se observa que este resultado está afectado por la negativa evolución de la bolsa en 2000 y, fundamentalmente, en 2001, que siguió al boom bursátil de los años anteriores (entre el 4tr96 y el 4tr99 el Ibex-35% aumentó un 130%). Así, cuando se considera el periodo 1997-1999 el efecto precio domina claramente al efecto cantidad, representando el 20,2% y el 14,9% del PIB, respectivamente. Estos datos parecen avalar, en el caso de los activos financieros, la tesis de que las revalorizaciones apoyadas en aumentos significativos y rápidos de precios están sujetas a una mayor volatilidad que las que tienen su origen en un efecto cantidad. Ello es posible por la

⁸ Para estimar el efecto precio se han utilizado los datos de INVERCO, tanto de patrimonio como índice rentabilidad. El porcentaje del patrimonio total en manos de familias se ha obtenido de las cuentas financieras en la correspondiente distribución de activos por sectores institucionales, según la cual la participación de los hogares e ISFL en los fondos de inversión ha oscilado entre el 90% y el 80% del total. Las suscripciones netas se identifican con el efecto cantidad y el resto con el efecto precio. Esta aproximación del efecto precio sería exacta si las nuevas suscripciones se realizarán al final de cada año. Pero dado que los participes pueden realizar reembolsos y suscripciones cuando lo deseen, el efecto precio calculado incorporará las ganancias o pérdidas que se produzcan entre el momento de la inversión y el momento de la valoración del fondo. Para corregir este error se estimó el efecto precio suponiendo que las aportaciones se distribuyen de forma continua a lo largo del año. Los resultados son muy similares a los que se muestran en la tabla por ello no se presentan.

⁹ La tenencia directa de acciones se ha aproximado por la participación de las personas físicas en la capitalización de la bolsa de Madrid. Se ha considerado que las nuevas adquisiciones se distribuyen uniformemente a lo largo del año.

¹⁰ La estimación del efecto precio se ha realizado para el saldo de bonos y obligaciones del Estado en manos de las personas físicas, utilizando el índice de precios de la deuda que publica el Banco de España.



Cuadro 1. Contribución del efecto precio y del efecto cantidad al cambio de valor de mercado de los activos financieros brutos de las familias

Porcentaje sobre el PIB	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
ACTIVOS FINANCIEROS	8,4	0,9	2,4	10,3	16,0	14,5	4,6	0,4	-2,4
Efecto precio	4,4	-0,3	1,9	4,3	7,0	8,5	4,6	-3,6	-4,3
Efecto cantidad	3,9	1,2	0,4	6,0	9,0	5,9	0,0	3,9	1,9
Fondos de inversión	5,5	1,3	1,2	7,5	9,1	6,9	0,4	-3,0	-0,6
Efecto precio	1,3	0,5	1,2	1,6	2,2	2,5	1,6	-0,5	-0,5
Efecto cantidad	4,2	0,8	0,0	5,9	6,8	4,5	-1,2	-2,4	-0,1
Acciones	3,0	-0,8	0,6	3,1	7,1	7,7	4,3	3,1	-1,8
Efecto precio	2,7	-0,6	0,6	2,5	4,7	6,0	3,1	-3,0	-3,8
Efecto cantidad	0,2	-0,2	0,1	0,6	2,4	1,7	1,2	6,2	2,0
Deuda	-0,1	0,3	0,5	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,0
Efecto precio	0,4	-0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0
Efecto cantidad	-0,5	0,6	0,4	-0,5	-0,2	-0,2	0,0	0,2	0,0

Fuente: BBVA

liquidez de los mercados financieros y la rapidez con que pueden hacerse efectivas las ganancias de capital acumuladas. Así, la valoración de aquellos instrumentos más vinculados a la evolución de las cotizaciones bursátiles (fondos de renta variable y acciones), en los que el efecto precio ha determinado el signo de los cambios en su valor de mercado, ha mostrado una mayor volatilidad. Además, el cambio de las preferencias de las familias hacia activos de renta variable ha acentuado este impacto.

La riqueza inmobiliaria aumenta su peso en la riqueza total

A pesar de la importancia de las ganancias de riqueza financiera acumuladas, el análisis de la evolución del activo total en manos de las familias estaría incompleto si no se tuviera en cuenta la evolución del sector inmobiliario¹¹. Ello es de particular importancia en el contexto actual, caracterizado por importantes aumentos de precios¹² y de adquisiciones de nuevas viviendas¹³.

La revalorización del *stock* de viviendas ha permitido que la riqueza inmobiliaria neta¹⁴ de las familias representara en 2000 en torno al 61% del patrimonio total, frente a un mínimo en la segunda mitad de los noventa del 58,4% en

1999. En 2001, la pérdida de valor de los activos financieros y el nuevo incremento del precio de la vivienda habrán permitido que la riqueza inmobiliaria haya incrementado su peso en el patrimonio total de las familias (hasta el entorno del 66%). Estos datos recogen tan sólo el patrimonio inmobiliario, infraestimando, por tanto, las tenencias de activos reales de las familias. De hecho, teniendo en cuenta que a escala nacional el patrimonio inmobiliario urbano ha representado desde la segunda mitad de los ochenta entre el 70% y el 80% del patrimonio urbano, la consideración de todos los activos reales en manos de las familias situaría el porcentaje de la riqueza no financiera sobre el total claramente por encima del 70%¹⁵.

El importante descenso acumulado por los tipos de interés desde 1995 y la mayor estabilidad macroeconómica que supone la pertenencia de España a la UEM ha incidido de forma importante sobre la demanda y la oferta de viviendas en España¹⁶. Las variaciones que se han producido en los últimos años en los precios de la vivienda se explican, en parte, por el vigor de la demanda ante la mejora de las condiciones de accesibilidad a una vivienda por parte de las familias y la relajación de las restricciones de crédito. A partir de 2000, la escasez de activos de inversión alternativos que ofrecieran una rentabilidad elevada, tras las correcciones registradas por la cotización bursátil, y la afloración de efectivo atesorado ante la puesta en circulación del euro han impulsado adicionalmente la demanda de vivienda y, por tanto, su precio. Si bien es cierto que parte del efecto precio puede venir explicado por factores transitorios ("efecto euro" y caída de la bolsa), el cambio estructural que se ha producido en la economía española ha alterado de forma permanente las condiciones de acceso a una vivienda y, por tanto, elevado el precio medio de la vivienda adquirible para una familia. En este sentido, al igual que en el caso de la revalorización de los activos

¹¹ La reducción de los tipos de interés, el favorable tratamiento fiscal de la vivienda y la mejora de la accesibilidad a la vivienda, junto a la menor incertidumbre sobre la evolución de las rentas futuras y la baja probabilidad de que los tipos de interés retornen a los altos valores observados en el pasado por la estabilidad macroeconómica que ha supuesto la participación en la UEM, impulsaron la inversión en vivienda y la demanda de crédito para adquirir una vivienda.

¹² En 1999 el precio de la vivienda usada creció un 10,5% anual, un 14,4% en 2000 y un 15,4% en 2001.

¹³ El número de viviendas terminadas ascendió a 356,4 mil en 1999, 415,8 mil en 2000 y 550 mil en 2001, frente a una media de 256 mil en el periodo 1989-1998.

¹⁴ Sólo se ha tenido en cuenta el valor de mercado del "stock total de viviendas", por tanto, se está identificando la riqueza real con el *stock* de vivienda propiedad de las familias, que según los estudios existentes estiman en torno al 90% del total. Una medida exacta de la riqueza real debería considerar además del valor de los solares, oficinas y locales comerciales, que constituyen el patrimonio inmobiliario urbano (el 80% está en manos de las familias e ISFL), el patrimonio rural y bienes afectos a actividades económicas desarrolladas por los empresarios individuales y autónomos. La riqueza real neta se obtiene restando al valor de mercado del *stock* de viviendas estimado el volumen de crédito hipotecario concedido por el sistema financiero.

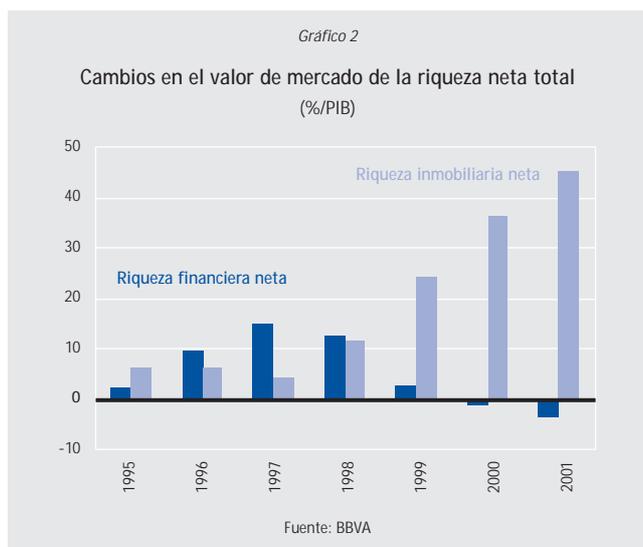
¹⁵ Véase Naredo, J.M. y Carpintero, O. (2002): "El Balance Nacional de la economía española (1984-2000)".

¹⁶ Véase Balmaseda, M. y San Martín, I. (2002): "Política monetaria, precios de vivienda y actividad económica". Situación Inmobiliaria, marzo 2002.

Cuadro 2. Cambios en el valor de mercado de los activos financieros e inmobiliarios brutos: efecto precio y efecto cantidad

Porcentaje sobre el PIB	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
ACTIVOS FINANCIEROS	8,4	0,9	2,4	10,3	16,0	14,5	4,6	0,4	-2,4
Efecto precio	4,4	-0,3	1,9	4,3	7,0	8,5	4,6	-3,6	-4,3
Efecto cantidad	3,9	1,2	0,4	6,0	9,0	5,9	0,0	3,9	1,9
ACTIVOS INMOBILIARIOS	2,7	7,8	8,8	9,2	8,9	16,6	30,7	43,0	52,2
Efecto precio	2,7	7,7	8,9	8,4	8,5	16,4	29,4	41,5	49,2
Efecto cantidad	0,0	0,2	-0,1	0,8	0,4	0,2	1,2	1,6	3,1
TOTAL	11,0	8,7	11,2	19,5	24,9	31,1	35,3	43,4	49,9
Efecto precio	7,1	7,3	10,8	12,6	15,4	25,0	34,1	37,9	44,9
Efecto cantidad	3,9	1,3	0,4	6,8	9,4	6,1	1,2	5,5	5,0

Fuente: BBVA



financieros, el efecto precio ha dominado al efecto cantidad. Sin embargo, a diferencia de aquellos, la menor liquidez del mercado inmobiliario y los cambios estructurales antes mencionados reducen considerablemente la probabilidad de que se observe una corrección brusca del precio de la vivienda a corto plazo. Si bien, ello no impide una corrección suave de los precios.

En el gráfico 2 se observa que, si bien entre 1996 y 1998 la mejora en la situación patrimonial de las familias se explicaba por la evolución de los activos financieros netos, tanto por las importantes revalorizaciones bursátiles como por el aumento de los activos de renta variable en manos de las familias, a partir de entonces han sido los activos inmobiliarios los responsables del aumento de valor del patrimonio de las familias¹⁷.

Probabilidad reducida de que se produzcan cambios bruscos en la riqueza de las familias a corto plazo

La evidencia existente permite extraer dos conclusiones. La primera que, en media, los activos inmobiliarios han contribuido a mejorar la situación patrimonial de las familias en mayor medida que los activos financieros. Y, la segunda, que en términos generales, el efecto precio ha dominado al efecto cantidad.

Estos hechos han condicionado las decisiones de gasto de los individuos. En primer lugar, la sensibilidad del consumo privado a un cambio en la riqueza total no es independiente de si viene determinado por un cambio de valor del activo financiero o inmobiliario. A pesar de que en el caso español la sensibilidad del consumo es mayor al activo fi-

nanciero, el importante incremento de valor del *stock* de viviendas registrado en los últimos años debería haber afectado al consumo privado. Según las estimaciones del Banco de España en el periodo 1985-1991 la riqueza inmobiliaria, que creció a una tasa media del 10,2% en términos reales, contribuyó a que el consumo privado creciera casi cuatro décimas de media cada año (Estrada y Buisán, 1999). En 1998-2001 la revalorización del *stock* de viviendas ha sido ligeramente superior a la registrada a finales de los noventa, en torno a un 11,5% de media, lo que según las estimaciones anteriores elevaría el consumo privado en cuatro décimas. En segundo lugar, aunque el efecto precio ha dominado al efecto cantidad como factor explicativo de los cambios en la riqueza de las familias en los últimos años no cabe esperar a corto plazo un descenso brusco de su valor por dos razones. La primera, porque la riqueza financiera ya ha registrado una corrección importante en 2000 y 2001. Y, la segunda, porque sólo cabría esperar un descenso brusco de la riqueza inmobiliaria de las familias, que incidiera sobre el consumo privado, si existiera una corrección brusca de los precios, escenario que no consideramos probable en 2002.

Referencias

- Balmaseda, M. y San Martín, I. (2002): "Política monetaria, precios de vivienda y actividad económica". Situación Inmobiliaria, marzo 2002.
- Banco Central Europeo (2002): "El mercado de valores y la política monetaria". Boletín mensual BCE, febrero 2002.
- Boone, L, Giorno, C. and Richardson (1998): "Stock market fluctuations and consumption behaviour: some recent evidence". OECD, ECO/WKP nº 208.
- Carretero, S. y Sastre de Miguel, T.: "Una aproximación a los cambios en el valor de la riqueza financiera". Boletín Económico del Banco de España, Octubre (1997).
- Del Rio, A. y Sastre, T (2001): "La evolución reciente del crédito al sector privado en España. Nuevas implicaciones". Banco de España. Boletín Económico, junio 2001.
- Estrada, A. y Buisán Ana (1999): "El gasto de las familias en España". Banco de España. Servicio de Estudios.
- Massaro, R. (2002): "Financial wealth of households in the eurozone". Eurostat.
- Maza, L.A. y Sánchez, C (1997): "Valoración de los pasivos de los fondos de inversión para la construcción del agregado monetario ALPF". Documento de Trabajo Banco de España.
- Minshkin, F. (2001): "The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy". NBER Working Paper Series, nº 8617.
- Naredo, J.M. y Carpintero, O. (2002): "El balance nacional de la economía española". Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas.
- Peñasola, J.M. (1996): "El papel de la posición financiera de los agentes económicos en la transmisión de la política monetaria". Banco de España. Estudios Económicos, nº 44.

¹⁷ Los activos inmobiliarios netos se obtienen restando los créditos hipotecarios concedidos por las entidades de crédito residentes del *stock* de viviendas valorado a precios de mercado. Los activos financieros netos se obtienen deduciendo del valor de mercado de los activos de mercado considerados el pasivo no hipotecario.

El diferencial de inflación entre España y la UEM¹

Mayte Ledo, Miguel Sebastián y David Taguas²
Servicio de Estudios de BBVA

1. Introducción

A comienzos de los años noventa, existía una notable incertidumbre sobre el coste real que iba a suponer el proceso de reducción de la inflación en las economías industrializadas. En particular, preocupaba la situación de los países de la periferia europea, que partían de elevadas tasas de inflación y que se enfrentaban a la necesidad de avanzar en la convergencia nominal con los países europeos menos inflacionistas, de acuerdo con los criterios establecidos en el Tratado de Maastricht.

En España, pese a las incertidumbres iniciales, la política de desinflación tuvo un notable éxito³. Pero, a pesar de ello, se ha seguido manteniendo un diferencial de inflación elevado y significativo con los países de la UEM. Como muestra el Gráfico 1, este diferencial se estrechó en 1997 y 1998, alcanzando niveles mínimos históricos precisamente en las fechas de referencia para la evaluación de los criterios de convergencia nominal para el acceso a la UEM. Desde 1999, tras el inicio de la UEM, en un momento cíclico caracterizado por una expansión económica, el diferencial de inflación entre España y los países europeos se ha ampliado notablemente.

Aunque existe una corriente de opinión que centra el origen de este problema en el sector servicios, utilizando el argumento de Balassa-Samuelson para justificar el diferencial de

inflación, la evidencia empírica sugiere que no hay base para sostener esta explicación. Por un lado, la productividad en España no ha crecido más que en la UEM. Por otro, el problema de la inflación española no es sólo de una mayor inflación en el sector servicios sino también en el sector de bienes industriales no energéticos, lo que lleva a calificar el problema de inflación en nuestra economía como un problema de "inflación doble" y no sólo de "inflación dual".

Ante esta evidencia en contra de la hipótesis de Balassa-Samuelson, se intenta buscar una explicación al diferencial de la variación de precios en España, analizando la propia dinámica de la inflación. En el marco analítico de la curva de Phillips, se observa que el diferencial de inflación parece explicado por la distinta evolución del componente tendencial, reflejo probablemente de las rigideces de la economía española, del proceso de formación de expectativas o de la influencia de las políticas económicas.

La estructura de este artículo es la siguiente. En la sección 2 se analiza el problema del diferencial de inflación española como un problema de "inflación doble". La dinámica de la inflación se estudia en la sección 3 y en la 4 se muestran los resultados de la estimación de la curva de Phillips para España y la UEM. Las conclusiones se recogen en la sección 5.

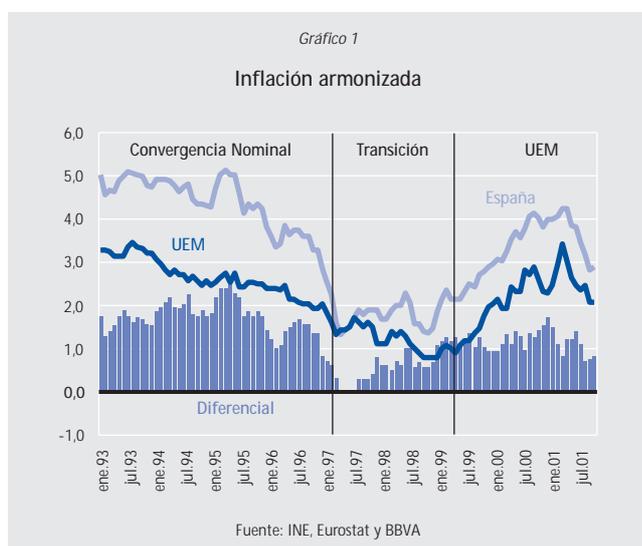
2. El diferencial de inflación: un problema "doble"

Desde 1992 el diferencial de inflación entre España y la UEM ha sido positivo, aunque su evolución durante esta década permite distinguir tres periodos diferenciados (Cuadro 1). Entre 1993 y 1996, etapa de convergencia nominal, el diferencial medio fue de 1,7 puntos, con un máximo de 2,5 puntos en mayo de 1995 y un mínimo de 1,0 puntos 10 meses después. Entre 1997 y 1998, etapa de transición, el diferencial se situó en un promedio de 0,5 puntos, sin superar en ningún momento el punto porcentual. Finalmente, desde el inicio de la UEM en enero de 1999, se ha incrementado el diferencial medio de inflación hasta 1,1 puntos. Además, se ha producido un descenso de su volatilidad, aunque de magnitud limitada.

¹ Resumen de un artículo de próxima aparición en Papeles de Economía Española.

² Los autores agradecen la ayuda y comentarios de Julián Cubero y Rafael Doménech.

³ El cumplimiento del criterio de inflación de Maastricht fue consecuencia del comportamiento de los agentes sociales, sensibilizados tras el intenso ajuste de empleo sufrido en la recesión de principios de los noventa, y del diseño de las políticas económicas, especialmente la independencia del Banco de España.



Cuadro 1. España y UEM: diferencial de inflación

fases	Converg. Nom. 1993-96	Transición 1997-98	UEM 1999-01
media (p.p.)	1,7	0,5	1,1
desv. estándar	0,3	0,3	0,2

Fuente: INE, Eurostat y BBVA.

Cuadro 2. España y UEM: variaciones de la inflación

	Variaciones absolutas (p.p.)				Variaciones relativas (%)			
	De la Conv. Nominal a la Transición		De la Transición a la UEM		De la Conv. Nominal a la Transición		De la Transición a la UEM	
	España	UEM	España	UEM	España	UEM	España	UEM
Total	-2,6	-1,3	1,3	0,7	-59	-50	72	49
Bienes sin energía	-2,6	-1,0	1,3	0,3	-67	-48	96	28
Servicios	-1,9	-1,7	0,1	-0,2	-35	-44	4	-11
IPSEBENE	-2,6	-1,3	0,9	0,0	-56	-45	43	0

Fuente: INE, Eurostat y BBVA.

Como se puede ver en el Cuadro 2, entre las dos primeras etapas, la inflación se redujo en España un promedio de 2,6 puntos (del 4,4% al 1,8%), el doble del descenso registrado en la UEM. Sin embargo, la inflación media del periodo 1999-2001 aumentó también prácticamente el doble en España que en la UEM. Es decir, en términos absolutos, la inflación española varió más que la del conjunto de la UEM. Si se tienen en cuenta los niveles de partida de la inflación, los cambios relativos entre las fases señaladas son de una magnitud parecida. Sólo se observa una diferencia mayor en la evolución de los precios entre la fase de transición y la de unión monetaria: la inflación creció en España un 72% sobre el nivel de la segunda de las fases indicadas y el 49% en la UEM.

Este comportamiento relativo, que muestra unas aceleraciones y desaceleraciones de los precios de consumo más intensas en la economía española que en el conjunto de la UEM, se mantuvo en los grandes grupos de oferta de la cesta de bienes y servicios, y en particular en el IPSEBENE. En concreto, la inflación de servicios, el grupo de oferta de mayor peso del índice, creció en España en 0,1 puntos (4% del nivel de inflación en el grupo) entre las etapas de transición y de unión monetaria, mientras que cayó en 0,2 puntos (11% de caída) en el conjunto de la UEM. El grupo de servicios es el componente de los precios de consumo con

una mayor inercia, consecuencia de su menor exposición a la competencia, por la propia naturaleza de las actividades recogidas, que además están relativamente más reguladas.

Durante los tres últimos años, el diferencial de inflación en servicios ha aumentado desde un promedio de 1,4 puntos hasta 1,8 puntos (Cuadro 3), siendo además el único grupo de los precios de consumo en el que este diferencial es mayor en la actual etapa de unión monetaria que en la de convergencia nominal⁴.

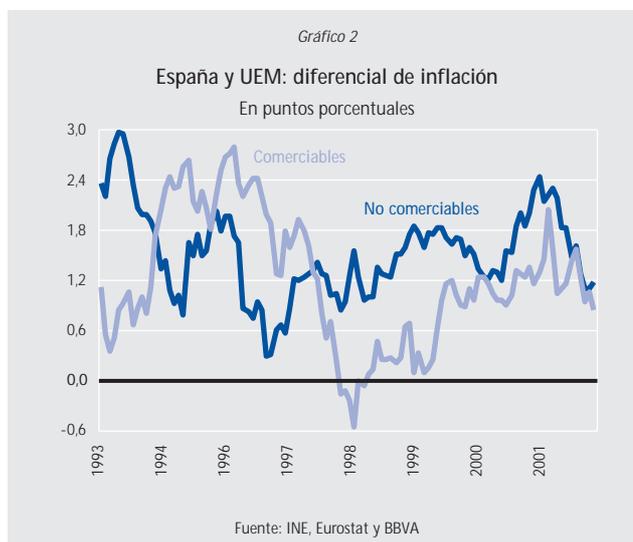
Ahora bien, el diferencial promedio de inflación desde el inicio de la UEM es de 1,1 puntos, resultando negativo únicamente en el grupo de energía (-0,7 puntos), lo que pone de manifiesto que no se trata de un problema dual, que afecta sólo a los servicios, sino que también existe un diferencial de inflación en el conjunto de bienes comerciables, abiertos a la competencia internacional. En el Gráfico 2 se observa que el diferencial de inflación de los bienes comerciables entre España y Europa se hizo nulo

⁴ El retraso en la actualización de la cesta del IPC español puede haber contribuido al aumento del diferencial inflacionista en los servicios en los últimos años. En Alemania, Italia o Francia, se ha renovado la cesta de productos del índice, lo que ha hecho ganar peso a nuevos servicios ligados a telecomunicaciones en los que se han registrado descensos de precios acusados.

Cuadro 3. España y UEM: diferencial de inflación

fases	diferenciales medios en puntos porcentuales		
	Converg. Nom. 1993-96	Transición 1997-98	UEM 1999-01
Total	1,7	0,5	1,1
alim. sin elaborar	1,8	0,2	1,4
alim. elaborados	2,9	-1,2	0,6
energía	2,3	-0,8	-0,7
b. Indtr. No ener.	1,7	0,8	1,1
bienes sin energía	1,9	0,2	1,2
servicios	1,6	1,4	1,8
IPSEBENE	1,9	0,5	1,4

Fuente: INE, Eurostat y BBVA.



sólo en 1997, para desde entonces no dejar de aumentar hasta principios de 2001. Esto es, el problema de inflación es un problema “doble”, esto es, que afecta tanto a los no comerciables como a los comerciables.

Por ello, resulta difícil justificar el diferencial de inflación sobre la base de las diferencias de crecimiento de productividad entre España y la UEM, explicación basada en la hipótesis de Balassa (1964) y Samuelson (1964). Pero además, no existe evidencia de que España esté experimentando un choque positivo de productividad con relación a la UEM. Más bien, al contrario, la economía española ha visto reducir su productividad relativa a la europea desde mediados de los años ochenta.

3. La dinámica de la inflación

La variación de los precios en los últimos años ha sido más elevada y estable en la economía española que en la europea, como se observa en el Gráfico 3. Así, durante los últimos 20 años, la inflación aumentó un promedio del 6,5% en la economía española, frente al 4,1% observado en la UEM. Dado que este comportamiento no parece responder a un problema de inflación dual, es preciso identificar los factores diferenciales entre España y la UEM. Para ello, se utiliza un marco de análisis alternativo, la curva de Phillips, que considera la persistencia, la presión de la demanda y la inflación tendencial como variables relevantes para explicar la dinámica de la inflación.

La primera de esas variables, la persistencia, suele aproximarse como el tiempo transcurrido desde que se produce un choque sobre la inflación, hasta que ésta regresa a su nivel previo a la perturbación. La medida más inmediata de persistencia es considerar la función de autocorrelación de la serie de inflación. En el Gráfico 4 se observa que la tasa de inflación muestra una autocorrelación positiva y

significativa con niveles similares en España y en la UEM desde el retardo de un trimestre hasta los diez trimestres. Sólo a partir de los diez trimestres, se observa que la autocorrelación disminuye a menor ritmo en España que en la UEM, lo que puede indicar una mayor persistencia en el tiempo de la inflación española.

La segunda variable, la presión de la demanda, se aproxima en este caso por el componente cíclico del output. Para ello, se han utilizado las series desestacionalizadas de Contabilidad Nacional de la economía española y de la UEM. Para la estimación del componente tendencial se utiliza el filtro de Hodrick-Prescott (1997). Con ello se observa que el componente cíclico del *output* que se recoge en el Gráfico 5, tiene una notable correlación en las dos áreas, e incluso las desviaciones respecto a la tendencia muestran una magnitud similar.

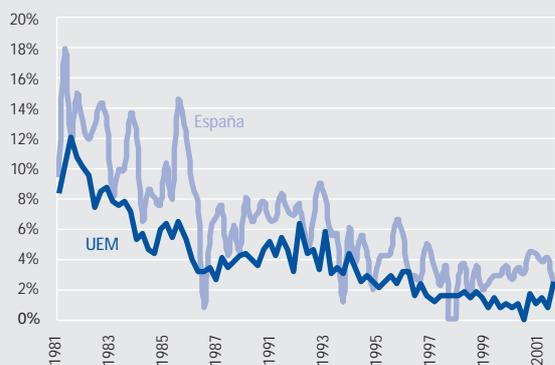
La tercera variable explicativa de la dinámica de la inflación es la inflación tendencial. En los últimos años, como consecuencia de la orientación de la política monetaria hacia objetivos directos de inflación, se necesita obtener una medida de inflación que elimine el elevado “ruido” de los índices más agregados. Con ello, se trata de identificar las señales permanentes en la evolución de los precios, que permitan extraer información para hacer previsiones a medio plazo.

Las medidas habitualmente utilizadas son las que eliminan de los índices de precios los componentes más volátiles, principalmente alimentos y energía, obteniendo una medida de la inflación “subyacente”. Pero, resultan insuficientes, pues diversos bienes y servicios pueden experimentar choques de precios relativos. Por ello, en este trabajo se utilizan los filtros estocásticos como medidas alternativas de la tendencia. En concreto, se utilizan dos tipos de filtros. Junto al de Hodrick-Prescott (1997), un filtro simétrico, que en cada momento del tiempo obtiene

Gráfico 3

Tasa de inflación

Deflador del PIB. En tasa intertrimestral anualizada



Fuente: BBVA

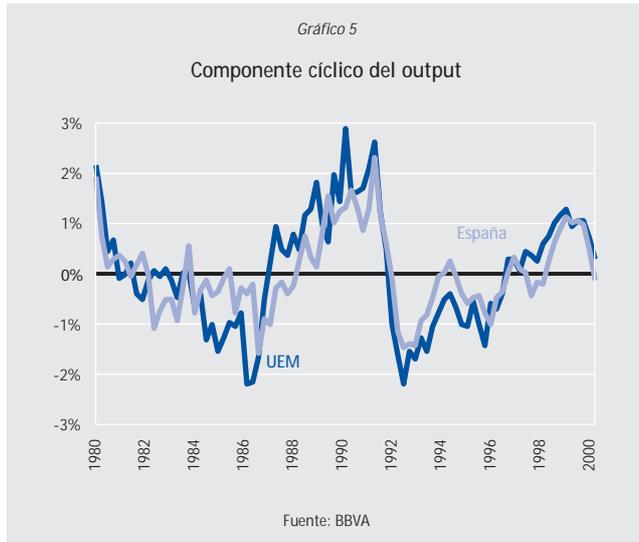
Gráfico 4

Autocorrelación

Deflador del PIB. En tasa intertrimestral anualizada



Fuente: BBVA



una tendencia que depende tanto de valores pasados como de valores futuros, se estima el filtro asimétrico de Cogley (1998), basado en un algoritmo del tipo:

$$\mu_t = \mu_{t-1} + g_0(\pi_t - \mu_{t-1}) \quad (1)$$

donde μ_t es la inflación tendencial en el momento t, y g_0 es un parámetro comprendido entre 0 y 1⁵. La expresión (1) puede reescribirse como una suma geométrica con términos infinitos cuyo primer término es g_0 y cuya razón es $(1-g_0)$, por lo que:

$$\mu_t = g_0 \sum_{j=0}^{\infty} (1-g_0)^j \pi_{t-j} \quad (2)$$

Se obtiene así un filtro asimétrico, con propiedades interesantes. En primer lugar, para cada momento del tiempo la tendencia que se estima depende tan sólo de la inflación pasada y no de la futura, con lo que los últimos datos

⁵ Cuando es 0, la tendencia no varía respecto al momento anterior y cuando se iguala a 1, la tendencia en cada momento coincide exactamente con la tasa de inflación, esto es, no depende del valor anterior de la tendencia.

no van a ser sesgados por las previsiones de la variable, uno de los problemas de los filtros simétricos. En segundo lugar, para elecciones adecuadas del parámetro g_0 , se puede observar que es capaz de eliminar de forma eficiente los componentes de la inflación más volátiles. Por último, tiene una notable capacidad para predecir la inflación.

Utilizando ambas medidas, los filtros de Hodrick-Prescott y Cogley, se ha estimado la tendencia de la inflación en España y en la UEM, a partir de la tasa intertrimestral anualizada del deflator del PIB. Los resultados reflejados en los Gráficos 6 y 7 señalan que en ambas áreas la tendencia de la inflación ha estado descendiendo en los últimos veinte años, con una reducción más intensa desde el inicio de los años ochenta hasta 1988. Es significativo el hecho de que la inflación tendencial se haya reducido más en España que en la UEM, pero manteniendo siempre un diferencial positivo entre ambas.

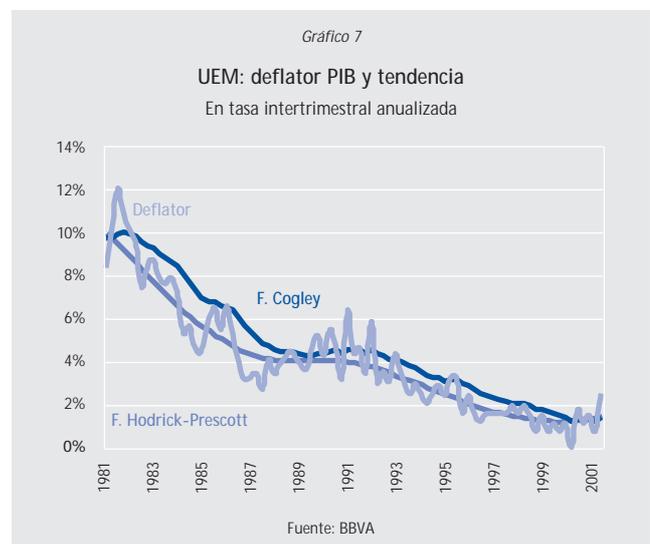
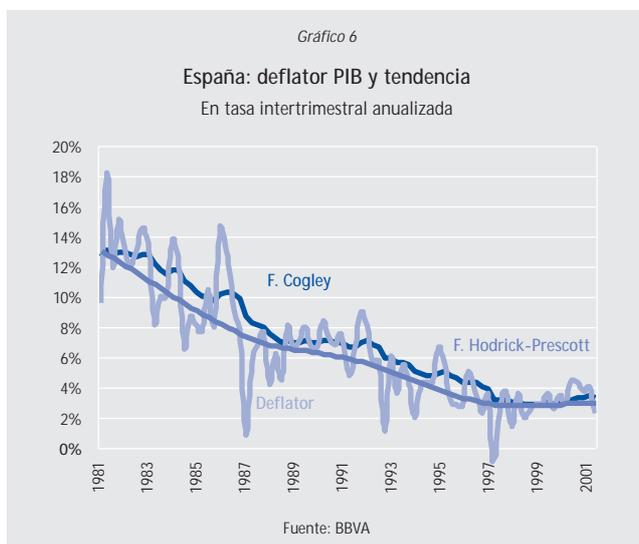
4. La curva de Phillips en España y la UEM

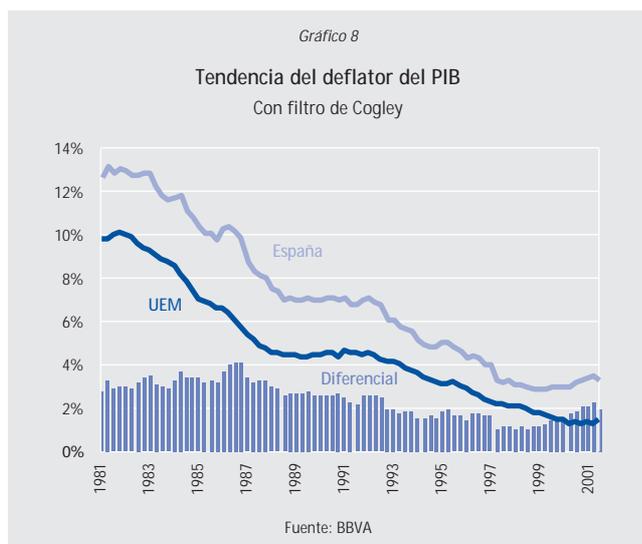
Una vez analizadas las variables explicativas se procede a estimar una curva de Phillips. En este marco, la inflación, π_t , puede expresarse como:

$$\pi_t = (1 - \sum_{i=1}^4 \alpha_i) \pi_t^* + \sum_{i=1}^4 \alpha_i \pi_{t-i} + \beta(y - y^*)_t + u_t \quad (3)$$

donde $(y - y^*)_t$ es el componente cíclico del *output*, la suma de π_{t-i} aproxima la persistencia de la inflación y π_t^* es la inflación tendencial, estimada alternativamente con los filtros de Hodrick-Prescott y de Cogley. Se utilizan datos trimestrales para el periodo 1981.1-2001.3.

Los resultados obtenidos muestran que el coeficiente del componente cíclico del *output* es significativo y resulta relativamente robusto cuando se incorpora la dinámica de la inflación. Además, el coeficiente del componente cíclico del PIB es similar en ambas áreas, lo que unido al hecho





de que su evolución es también similar, implica que ésta no parece ser la explicación de las divergencias en el comportamiento de la inflación. Tampoco las diferencias en la persistencia de la inflación parecen significativas para explicar esta situación. Por tanto, la explicación que parece más plausible para entender la existencia de una inflación más elevada en España reside en la evolución de su componente tendencial.

Cuando se analiza la evolución de la inflación tendencial en ambas áreas, utilizando como aproximación el filtro de Cogley, se observa que ésta se ha mantenido durante todo el periodo más elevada en España que en la UEM. En la década de los años ochenta el diferencial promedio fue de 3,2 puntos porcentuales y en los noventa se situó en 1,8 puntos, aumentando ligeramente al final de la muestra hasta situarse en promedio en 2001 en el 2%, como muestra el Gráfico 8.

Determinar las razones que han llevado a la inflación tendencial española a situarse sistemáticamente por encima de la europea es más complejo. Probablemente, este diferencial positivo está revelando la existencia de diferencias en el proceso de formación de expectativas, la

mayor inercia de la inflación española o incluso el distinto impacto de las políticas económicas puestas en práctica en el pasado en la economía.

5. Conclusiones

El problema de la inflación española ha sido la existencia de un diferencial de inflación persistente con la UEM, que no puede explicarse como un problema de inflación "dual" sino de inflación "doble". Utilizando el marco analítico de la curva de Phillips, los resultados muestran que la diferencia en el comportamiento de la inflación española se justifica por la distinta evolución de su componente tendencial. Este constituye una buena aproximación de la expectativa de inflación y puede estar poniendo de relieve la existencia de rigideces en el proceso de formación de precios, más importantes en España que en la UEM, problemas de información en el proceso de formación de expectativas o incluso el diferente efecto de las políticas económicas. Ahora bien, en los últimos años, la economía española afronta un cambio derivado de la incorporación a la UEM, por lo que queda por saber si la puesta en práctica de una política monetaria común con clara orientación antiinflacionista conseguirá acercar en los próximos años la inflación tendencial española hacia los valores europeos.

Referencias

- Balassa, B. (1964): "The purchasing power parity doctrine: a reappraisal", *Journal of Political Economy* 72, pps. 584-596.
- Bryan, M.F. y S.G. Cecchetti (1994): "Measuring core inflation" in *Monetary Inflation*, N. Gregory Mankiw (ed.), Chicago, University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research
- Cogley, T. (1998): "A simple adaptative measure of core inflation", Reserva Federal de San Francisco
- Hodrick, R. y E. Prescott (1997): "The post-war US business cycles: an empirical investigation", *Journal of Money, Credit and Banking*, 29, pps. 1-16.
- Samuelson, P. (1964): "Theoretical notes on trade problems", *Review of Economics and Statistics*, 46, pps. 145-154.

Cuadro: Indicadores de la economía española

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

	2001	2002 (1)	Diciembre	Enero	Febrero	Último dato	Mismo dato año anterior	Tendencia
Producción industrial (filtrado)	-1,4	0,5	-6,0	0,5		0,5	1,1	-
Índice Clima Industrial (saldos netos)	-5,4	-9,8	-9,0	-10,3	-9,3	-9,3	-1,7	+
UCP (3)	79,2	76,9	78,3	76,9	76,9	76,9	79,3	-
Consumo de energía eléctrica (4)	5,9	5,1	6,8	6,4	3,7	3,7	5,1	-
Consumo de cemento	8,9	14,8	-0,7	14,8		14,8	16,3	-
Matriculaciones automóviles	4,0	-2,1	11,2	4,5	-7,4	-7,4	-3,8	-
Índice Confianza Consumidor (2)	-4,0	-9,5	-8,0	-10,0	-9,0	-9,0	-1,0	-
IPC general	3,6	3,1	2,7	3,1	3,1	3,1	3,9	-
Precios de producción	1,7	-0,1	-0,8	0,1	-0,2	-0,2	3,6	-
Salarios pactados (5)	3,4	2,7	3,5	2,7	2,7	2,7	3,1	=
Medios de pago: empresas y familias	6,9	6,7	6,9	6,7		6,7	3,4	=
Financiación a empresas y familias	13,3		11,9			11,9	17,3	-
Afiliados Seguridad Social	3,9	3,3	3,4	3,4	3,1	3,1	4,5	-
Paro registrado (6)	-27,6	49,1	18,5	31,0	67,1	67,1	-60,9	+
Tasa de paro (3)	13,0		13,0			13,0	13,6	+
Ocupados (trimestral) (3)(6)	294,7		256,0			256,0	569,4	-
Bal. cuenta corriente (7)	-17041,9		-3198,0			-3198,0	-3512,3	-
Balanza comercial (7)	-43018,3		-4346,0			-4346,0	-4269,7	-
Déficit de caja (7)	-2884,2		-2884,2			-2884,2	-2430,8	-

(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.	4,1	1,2	2,0	3,2	3,4	2,8	1,6	2,5
UEM	3,4	1,5	1,3	2,3	2,3	2,5	2,2	2,4
Japón	2,2	-0,4	-0,8	1,0	-0,7	-0,7	-0,9	-0,3

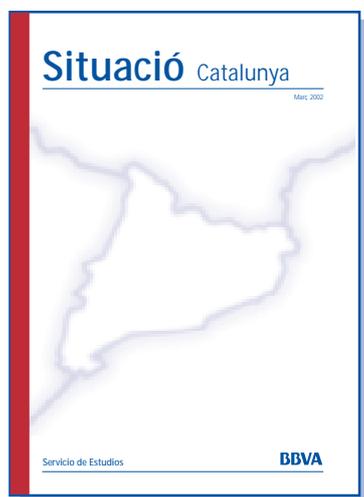
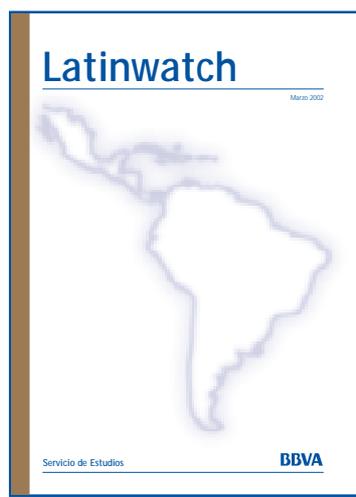
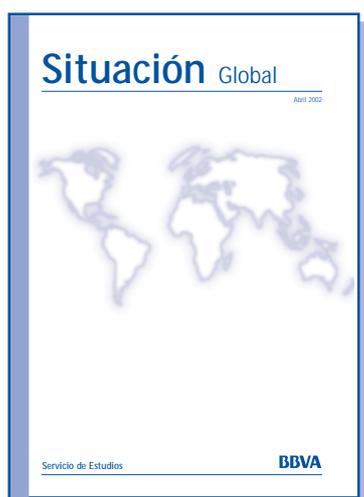
	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
EE.UU.	2,4	1,3	0,0	0,1	-4,5	-4,1	-4,0	-4,1
UEM ¹	-0,8	-1,3	-1,6	-1,1	-0,9	-0,1	0,1	-0,3
Japón	-9,5	-8,0	-8,5	-8,1	2,5	2,2	2,2	2,3

¹ Sólo sector público, sin incluir ingresos por la venta de las UMTS

	Tipos oficiales (%)*				Tipo de cambio (frente \$)*			
	A fecha de cierre	jun-02	dic-02	jun-03	Media mar-02	jun-02	dic-02	jun-03
EE.UU.	1,75	1,75	2,75	4,00				
UEM	3,25	3,25	3,50	4,00	0,88	0,88	0,86	0,86
Japón	0,10	0,10	0,10	0,10	131	140	135	135

* Datos de fin de periodo

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.