

Situación España

Julio 2002

- Más crecimiento en 2003, si todo va bien
- Inflación: el turismo no va con ella
- IRPF: episodio II
- ¿Han cambiado los determinantes del consumo privado en España?



Fecha de cierre: 12 de Julio, 2002

Indice

1. Entorno internacional	1
2. El sector real	3
Recuadro: "La nueva Economía por CC.AA.: Capital tecnológico y productividad"	8
Recuadro: "Limitada reforma de la prestación por desempleo"	10
3. Precios y salarios	13
Recuadro: "Inflación: rebajas y volatilidad"	17
4. Sector Público	19
Recuadro: "IRPF: una reforma continuista"	24
Recuadro: "El buen momento de la obra civil"	26
5. Sistema Financiero	27
Recuadro: "Afloramiento de efectivo: ¿también en 2002?"	31
Artículo: "¿Han cambiado los determinantes del consumo privado en España?"	33

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

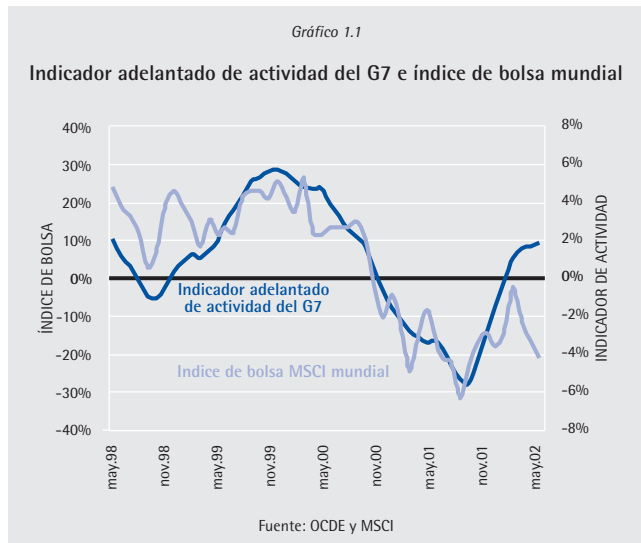
1. Entorno internacional

Divergencias entre el mercado y la economía

Los últimos indicadores de actividad y de expectativas anticipan que las principales economías industrializadas, superado el período de desaceleración, están iniciando una etapa de expansión de su actividad. Ahora bien, las crecientes dudas sobre la intensidad y duración de esta nueva etapa y, en particular, sobre su traducción en términos de expectativas de beneficios empresariales, están impidiendo que esta recuperación se traslade a la evolución de los mercados financieros. Así, a diferencia de lo que debería ocurrir en el inicio de una expansión, los precios del mercado bursátil no están repuntando sino que, por el contrario, se sitúan en mínimos anuales y, en algunos casos, por debajo de los niveles alcanzados el pasado mes de septiembre tras el ataque terrorista.

A su vez, las expectativas de inicio de un ciclo alcista de los tipos de interés se han retrasado significativamente. En los primeros meses de 2002, un conjunto de datos macroeconómicos que sorprendieron positivamente y el aumento de precios del petróleo, que pasó de 21 dólares por barril en el primer trimestre a 25 en el segundo, provocaron repuntes en los tipos de interés de todos los países y plazos. De hecho, en algunas economías, como Australia, Canadá o Nueva Zelanda, los tipos de interés de intervención empezaron a aumentar. Pero, desde mayo, el creciente pesimismo frustró la recuperación de los precios bursátiles y provocó una reducción generalizada de las rentabilidades. Así, en EE.UU., los tipos a 10 años se situaron por debajo del 5%, y las expectativas de inicio del ciclo alcista de tipos de intervención se desplazaron desde el verano hasta fin de año. En contra de las expectativas, el diferencial de tipos de largo plazo volvió a ser positivo para Europa y la igualación de las rentabilidades de corto plazo entre ambas áreas, prevista en principio para mediados de 2003, se retrasó significativamente. En conjunto, se puede señalar que, en el contexto actual, los mercados descuentan que las condiciones monetarias permanecerán relajadas durante más tiempo del que se había previsto a principios de año.

Además, la menor rentabilidad esperada en EE.UU., en relación a otras áreas, como la UEM, es uno de los factores que ha presionado a la baja al dólar. Se ha cuestionado, además, la confianza de los inversores internacionales en EE.UU. en un momento especialmente vulnerable, ya que el déficit de la balanza por cuenta corriente, que se ha mantenido por encima del 4% del PIB, revela la notable dependencia de la financiación exterior que tiene esta economía. La divisa estadounidense, que alcanzó en febrero su valor máximo en términos efectivos reales, se depreció primero lentamente y luego a un mayor ritmo des-



de abril. Especialmente destacable fue su depreciación frente al euro, divisa con la que se situó en mínimos de los últimos 28 meses, y con el yen, aunque en este último caso provocó una inmediata reacción de las autoridades japonesas, con intervenciones en el mercado cambiario en un intento de frenar la apreciación de su divisa.

Incertidumbres en EE.UU.

Esta creciente divergencia entre la evolución de la economía y la de los mercados estuvo ligada a la acumulación de incertidumbres, que afectaron principalmente a la economía de EE.UU. Estas incertidumbres fueron una combinación de factores tanto macroeconómicos como microeconómicos.

Entre los primeros, los de carácter macroeconómico, se cuestionó la posibilidad de que el ajuste de la economía en la última desaceleración hubiese sido insuficiente. En gran medida, esta preocupación vino ocasionada por la notable fortaleza que el consumo había mostrado en meses anteriores, inusual en un período de recesión. Dado que gran parte de la misma se consideraba ligada a las medidas expansivas de demanda, monetaria y fiscal, se temía que esta fortaleza no fuera sostenible. Ahora bien, aunque una moderación del crecimiento del gasto privado no era descartable, dado que el ahorro de las familias se mantenía, pese a la recesión, en niveles históricos mínimos, la probabilidad de un ajuste brusco de esta variable era limitada. Una preocupación adicional derivaba de que, pese al notable ajuste que había experimentado la inversión en equipo, siguiera existiendo un importante exceso de capacidad, en especial en algunos sectores. Algo que parecía matizarse ante la recuperación de la capacidad utilizada desde el mínimo de diciembre de 2001. Por último entre los interrogantes macroeconómicos, se añadía la posibilidad de que la expansión fiscal, tras los planes presupuestarios aprobados en 2002, se estuviera convirtien-

do en "excesiva". Pero, de nuevo, esta preocupación quedaba matizada por el hecho de que no se estaba observando un repunte de los tipos reales que pudiese provocar una expulsión de la inversión del sector privado. El déficit estructural americano sigue siendo inferior al europeo.

En conjunto, las incertidumbres macroeconómicas pueden resolverse si las ganancias de productividad se mantienen a medio plazo. En este sentido, las previsiones apuntan a que sería posible mantener, un crecimiento de esta variable, de, al menos, un 2%¹. Ello podría permitir a la economía conseguir unas tasas de crecimiento del 3% en 2003, esto es, inferiores en un punto a las de finales de los noventa, pero similares a las observadas en las últimas dos décadas en esta economía. En este contexto, pese a tener las presiones inflacionistas bajo control, la Reserva Federal iría aumentando paulatinamente sus tipos de interés hasta situarlos a finales de 2003 en el 4%.

Para algunos, la evolución esperada de la productividad no parece suficiente para resolver el segundo conjunto de incertidumbres, esto es, las relativas a factores microeconómicos como los problemas de contabilidad de las empresas, tras el caso Enron y el reciente de Worldcom, o como la decepción en las expectativas de beneficios. Por ello, el principal escenario de riesgo para los próximos meses consiste en que este pesimismo se mantenga y se traslade, a través de una corrección de la riqueza financiera de los consumidores o de un aumento del coste del capital, a un ajuste del consumo y a un retraso de los planes de inversión. En estas circunstancias, probablemente los tipos de interés se mantendrían bajos durante un largo período de tiempo, más dilatado de lo que actualmente descuenta el mercado, incluso con la probabilidad de nuevos recortes en los próximos meses. La falta de confianza podría, además, traducirse en una depreciación adicional de la divisa estadounidense, que, se mantendría a fin de año, por encima de la paridad con el euro.

¹ Véase, en este sentido, Jorgenson, D.W., Ho, M.S. y K.J. Stiroh (2001): "Projecting productivity growth: lessons from the US growth resurgence", Reserva Federal de Atlanta o Oliner, S.D. y D.E. Sichel (2002): "Information technology and productivity: where are we now and where are we going", Reserva Federal de Atlanta.

Frente a este escenario de riesgo, es probable que los acontecimientos de los últimos meses en el sector empresarial constituyan, de hecho, un factor que desencadene un aumento de la transparencia y de la regulación, facilitando un aumento de la confianza y, con ello, una reducción del pesimismo de los mercados.

Europa ¿recupe-flación?

La perspectiva para Europa es de una recuperación paulatina de la actividad, sin grandes incertidumbres, a diferencia de lo que ocurre en EEUU. Ahora bien, en un contexto de crecimiento moderado del comercio mundial, será probablemente difícil conseguir en 2003 un crecimiento superior al potencial, un 2,3%. Europa afronta esta recuperación con una tasa de inflación que se sitúa por encima del objetivo del Banco Central Europeo, y con un sensible deterioro de las expectativas de crecimiento de los precios en los últimos meses. Ello revela que algunos de los choques que se planteaban como transitorios sobre la inflación puedan tener un carácter más duradero, como el efecto sobre los precios de la introducción física del euro.

Este escenario de recuperación económica, con deterioro de las expectativas de inflación, debería conducir a un aumento de los tipos de interés, de forma que se corrija antes de mediados del 2003 el tono relajado de la política monetaria. Esto es, los tipos de intervención regresarán a niveles del 4%. Sin embargo, algunos factores nuevos se están añadiendo a este escenario. En primer lugar, la apreciación del euro puede reducir la presión sobre los precios y contribuir a sesgar a la baja las previsiones de actividad. En segundo lugar, el deterioro de los precios bursátiles que, en un contexto de aversión al riesgo, muestran una notable correlación con los de EE.UU. y se encuentran presionados adicionalmente por las incertidumbres en países emergentes, como Brasil. Por tanto, si estos factores se mantienen en los próximos meses, se retrasarán las subidas previstas de los tipos de interés.

Cuadro 1.1. Previsiones de crecimiento mundial

	2000	2001	2002	2003
OCDE	3,9	1,1	1,3	2,6
EEUU	4,1	1,2	2,0	3,2
UEM	3,4	1,5	1,0	2,3
RU	2,9	2,4	1,9	2,8
Japón	2,2	-0,4	-0,8	1,0
Paises en desarrollo	5,4	4,1	4,4	5,1
Latinoamérica	4,2	0,4	0,1	3,6
Paises en transición	6,3	4,9	3,9	4,2
MUNDIAL	4,7	2,4	2,6	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	2,4	2,4
RU	2,1	2,2	2,3	2,5
Japón	-0,7	-0,7	-0,9	-0,3
Paises en desarrollo	5,4	5,6	6,2	5,1
Latinoamérica	6,8	6,0	12,6	8,0
Paises en transición	22,0	18,1	10,7	10,1
MUNDIAL	4,2	3,9	3,3	3,2

Fuente: FMI y BBVA

2. El sector real

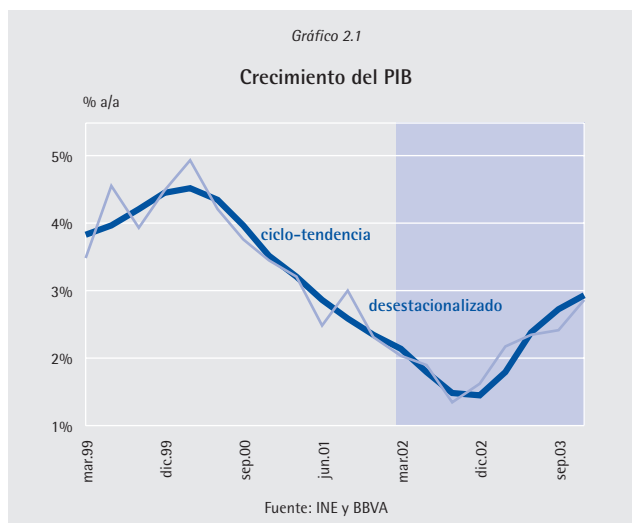
2002, desaceleración continua

Según la última información disponible, la economía española creció en el primer trimestre de 2002 el 2%, continuando así la fase de desaceleración iniciada a mediados de 2000. En los tres primeros meses del año, continuó moderándose el crecimiento de la demanda interna, con la desaceleración del consumo de los hogares y de la inversión en construcción y la caída de la inversión en equipo. El sector exterior, por otra parte, contribuyó positivamente al crecimiento, si bien ello se debió a la fuerte ralentización de las importaciones y no a un mayor dinamismo de las exportaciones. En esta línea, la economía española continuará desacelerándose los próximos trimestres y no se prevé una recuperación de la actividad hasta el comienzo de 2003.

En 2002, la economía española alcanzará su mínimo cíclico y crecerá el 1,7%. En 2003 se iniciará la recuperación de la actividad, acelerándose el PIB hasta el 2,5%. Sin embargo, a pesar de la desaceleración respecto de 2001, el diferencial de crecimiento con la UEM se mantendrá en cifras positivas (0,7 p.p. en 2002), con lo que continuará el proceso de convergencia real de la economía española.

Factores específicos y factores permanentes

A pesar de la desaceleración, el diferencial de crecimiento frente al conjunto de la UEM se ha ido ampliando desde



el primer semestre de 2000. De una brecha positiva de 0,2 p.p. en el 2tr00 se ha llegado al 2% en el 4tr01 y 1tr02, máximos desde 1999. Este comportamiento parece coherente con el carácter propio de los factores que subyacen a la evolución del ciclo económico español. Así, el agotamiento del impulso que ha supuesto el "efecto euro" y el retraso de la recuperación internacional determinarán la desaceleración continuada a lo largo de 2002, a pesar del impulso que está suponiendo el ciclo electoral sobre la obra pública, especialmente de CCAA y ayuntamientos. En 2003, el aumento del PIB reflejará el choque positivo de la reducción de impuestos directos, de la recuperación internacional y, en menor medida, del "efecto euro" y del ciclo electoral sobre la obra pública.

Cuadro 2.1. Cuadro macroeconómico

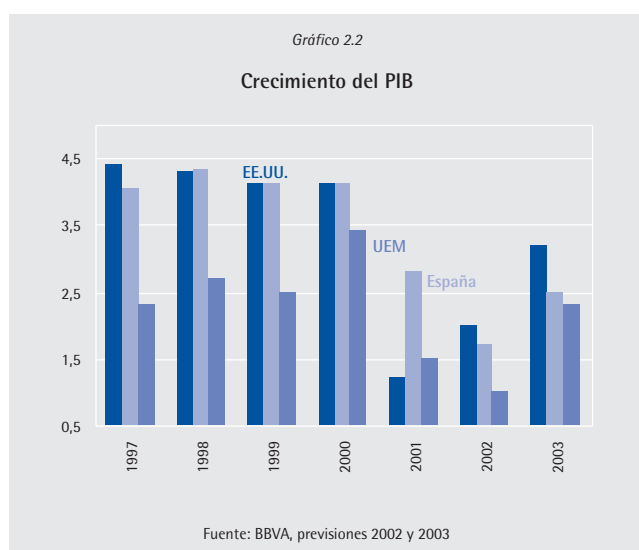
datos desestacionalizados tasas interanuales	2001				2002				2003				2001	2002	2003
	1tr	2tr	3tr	4tr	1tr	2tr	3tr	4tr	1tr	2tr	3tr	4tr			
Consumo hogares (1)	2,6	2,5	3,0	2,7	2,1	1,5	1,6	1,8	2,4	2,4	2,6	2,4	2,7	1,7	2,4
Consumo AA.PP.	3,0	2,9	3,4	3,2	3,0	2,8	2,6	2,7	3,1	2,9	3,1	3,0	3,1	2,8	3,0
FBCF	4,2	2,9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

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

(2) Energía y ramas industriales

Fuente: INE y BBVA

Este conjunto de factores "atípicos", específicos del periodo 2001-02, se añade a otros más permanentes, como son el riesgo de finalización de la moderación de costes laborales y los cambios en el comportamiento de empresas y familias por el aumento de su endeudamiento tras los cambios estructurales derivados de la incorporación de la economía española a la UEM. En este sentido, cabe destacar el riesgo de pérdida de la moderación salarial de los últimos años, que, en un entorno de reducidos aumentos de la productividad, termina incrementando los diferenciales de precios y mermando la competitividad de la economía española. Además, el cambio producido en la composición de los balances de los agentes económicos aumenta su sensibilidad a la evolución de los mercados financieros.



El consumo, del "efecto euro" al IRPF

La evolución más reciente de los indicadores avala la existencia del "efecto euro" sobre el gasto de consumo. Así, las matriculaciones de automóviles registraron un descenso medio del 13,1% en los meses de marzo a junio, 17 puntos por debajo del aumento medio de 2001

(% anual)	2000	2001	2002	2003
SEC 95				
EBE	5,5	8,6	4,4	5,4
Remuneración asalariados	7,6	6,8	4,8	4,3
RFBD	5,6	6,1	5,2	5,9
(real)	2,4	3,0	1,7	2,7
Gasto final	7,3	6,0	5,3	5,6
Gasto privado real	4,0	2,7	1,7	2,4
AFB(%)/RFBD	9,6	9,7	9,7	10,0
Cap(+)/nec(-) financiación				
(%/PIB)	0,3	0,3	0,6	1,0

Fuente: Banco de España y BBVA

y 9 p.p. menos que la variación de los dos primeros meses del año 2002¹. El repunte de la recaudación del IVA en el primer trimestre de 2002 (8,7%, cinco puntos más que en 2001) también resulta coherente con este escenario de muy moderada desaceleración del consumo al inicio del año.

A partir del segundo trimestre del año, el gasto familiar acentuará su moderación, compensando el desembolso asociado al canje de pesetas a euros y volviendo a evolucionar conforme a sus determinantes fundamentales. Así, incidirá negativamente el deterioro del mercado laboral, perceptible ya en la destrucción de empleo EPA del 1tr02 y en el aumento de la tasa de paro. Además del moderado crecimiento en 2002 de la renta salarial real de las familias, también se desacelerarán el resto de rentas, lo que junto a la menor contribución de la riqueza, nos situaría en un escenario coherente con un crecimiento del gasto en consumo del 1,7% medio anual. Otra restricción al crecimiento del consumo es el reducido nivel del ahorro familiar, en mínimos históricos, y que en un entorno de mayor incertidumbre, tenderá a incrementarse, como señalan también las encuestas de expectativas del consumidor.

A medio plazo, el factor impulsor más relevante del gasto en consumo de los hogares será la reducción de las retenciones del IRPF prevista para 2003. Se estima que esta medida supondrá un aumento del consumo en el año de 0,4 p.p., lo que junto al aumento de la confianza de las familias y al efecto positivo de la riqueza, permitirá que el consumo crezca el 2,4%.

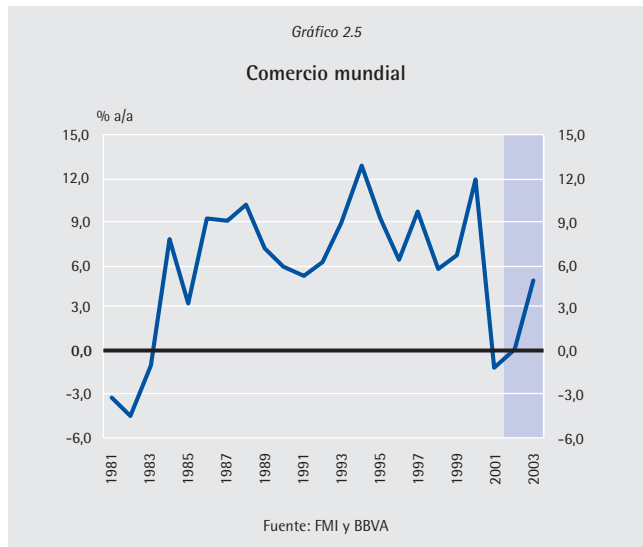
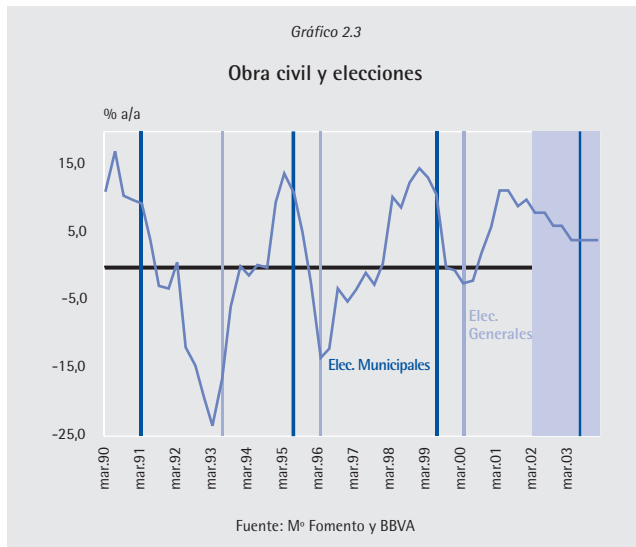
Finalmente, hay que destacar dos factores. En primer lugar, que de no ser por la proyectada reforma fiscal y la existencia de un pequeño repunte del gasto compensador de la salida del "efecto euro" de 2002, el consumo de las familias no se aceleraría en 2003 respecto a 2002. En segundo lugar, el efecto de la reforma del IRPF en el gasto se verá moderado por el bajo nivel de la tasa de ahorro y el deterioro previsto en el mercado laboral.

El ciclo electoral 'soportará' la construcción

La inversión en construcción se encuentra en una fase de desaceleración casi imperceptible, consecuencia del impulso en la segunda parte de 2001 de la edificación y la mayor intensidad de la obra pública. Pero esta fortaleza de 2001, justificada parcialmente por el "efecto euro", no se mantendrá a lo largo de 2002.

En su conjunto, y a pesar del sostenido impulso de la obra civil, el sector se desacelerará paulatinamente a lo largo del año por el deterioro en la edificación, sobre

¹ La doble circulación de pesetas y euros finalizó el 28 de febrero de 2002.



todo la residencial. Los indicadores adelantados de actividad residencial, como las viviendas proyectadas o las iniciadas, ya muestran indicios de flexión a la baja en la actividad, que se consolidarán a lo largo de 2002 en línea con el deterioro de la economía, la ralentización del empleo y el endurecimiento de la accesibilidad, así como por la salida del "efecto euro". La información disponible sugiere un crecimiento de la actividad en edificación en 2003 prácticamente nulo.

Por otra parte, la licitación oficial se ha visto impulsada desde el segundo semestre de 2001 como consecuencia de las elecciones de 2003, en especial la obra proyectada por los Organismos Territoriales. Esta mayor licitación de finales de 2001 se traducirá en unos crecimientos de la actividad cercanos al 6% en 2002. En la segunda mitad de este año comenzará la ralentización de la licitación, que conducirá a la moderación de la actividad en 2003 hasta el 5%. En conjunto, la inversión en construcción crecerá en 2002 el 3,5%, 2,2 p.p. menos que el 5,7% registrado en 2001.

Recuperación internacional: con retraso y limitada por la pérdida de competitividad

La recuperación internacional en marcha no tendrá un efecto positivo significativo sobre la economía española en 2002. La recuperación del área del euro desde el 2tr02 es muy moderada, con un crecimiento medio esperado del 1,0% en 2002, 0,5 p.p. menos que en 2001. Además, su composición, con un comportamiento más expansivo de las exportaciones y mucho más moderado de la demanda interna, y la prevista caída de las importaciones del área, también limita el posible impacto positivo sobre las ventas españolas. En términos globales, la aceleración del crecimiento mundial llevará aparejada una recuperación del comercio muy limitada. De hecho, es previsible que tras una caída real cercana al 1% en 2001, el comercio mundial en 2002 no experimentará ningún crecimiento. Para 2003, las expectativas son de una aceleración hasta el 4,8%. Aun así, un crecimiento inferior al 6% medio anual de los últimos 20 años.

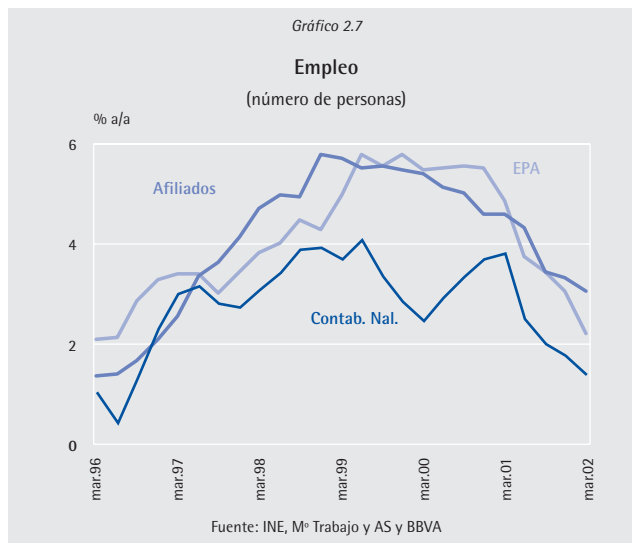
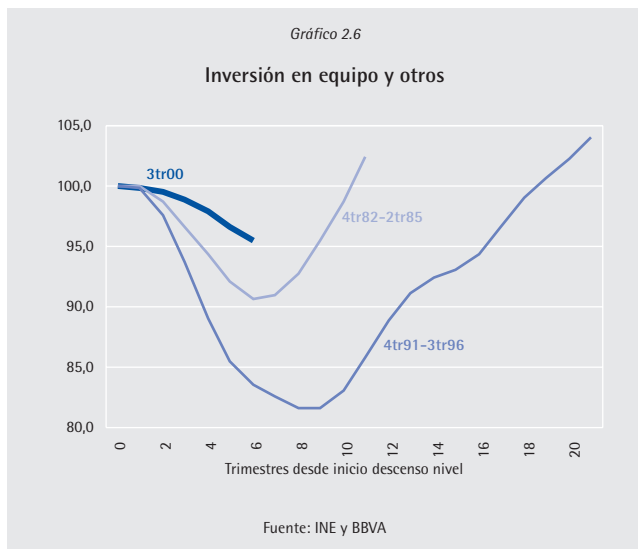


Por otro lado, la ligera recuperación de las exportaciones a lo largo de 2002 se verá limitada por la pérdida de competitividad que registrará la economía española por segundo año consecutivo, consecuencia tanto de los sostenidos diferenciales de precios frente a sus principales

Cuadro 2.3. Competitividad (TCER)

	ESP MUNDO	ESP UEM	UEM MUNDO	\$/€
1998	1,2	0,2	2,5	1,12
1999	-1,5	1,1	-6,1	1,07
2000	-3,1	1,2	-9,7	0,92
2001	2,1	1,0	2,5	0,90
2002	2,7	1,1	3,7	0,93
2003	1,7	1,4	0,6	0,92

Fuente: BBVA



socios comerciales como de la apreciación del euro. Con ello, se prevé que, en media, las exportaciones de bienes y servicios crezcan en 2002 menos que en 2001 (el 0,9% frente al 3,4%).

A pesar del escaso dinamismo de las exportaciones, el sector exterior contribuirá positivamente al crecimiento, aunque de modo marginal, debido a la todavía más intensa ralentización de las importaciones. Las importaciones también crecerán en media anual en 2002 por debajo de la variación registrada en 2001 (0,5% y 3,7% respectivamente), con un perfil de aceleración anual a lo largo del año. En media anual, su desaceleración será más intensa que la del conjunto de la demanda.

Recesión en la inversión en equipo

La inversión en bienes de equipo, se encuentra en una fase recesiva, con una caída del 1,2% en 2001, el peor resultado desde 1993. Los bienes de equipo están sufriendo desde mediados de 2000 el acusado deterioro de las expectativas de demanda de las empresas, confirmadas con la desaceleración de la actividad a nivel internacional.

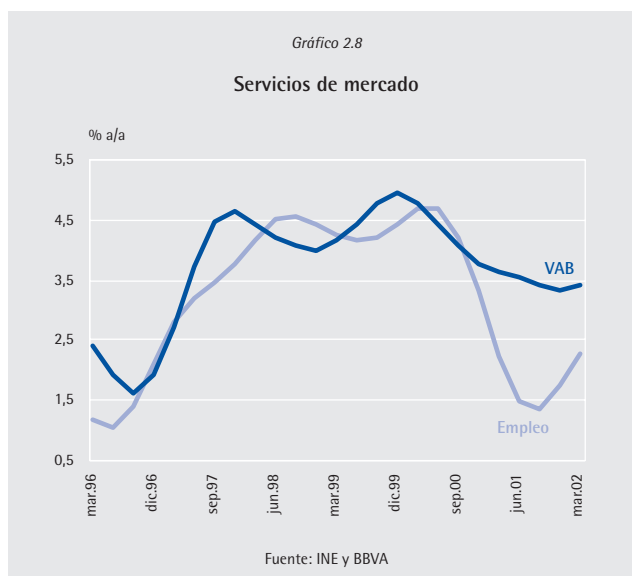
El otro elemento que explica su evolución, el coste de uso real del capital, si bien se encuentra en niveles mínimos históricos, en 2001 detuvo el proceso de caídas registrado en los últimos 10 años, lo que reduce el impulso sobre la inversión. Además, hay que considerar como factor limitativo para el inicio de una nueva fase expansiva en la inversión el freno que puede suponer el rápido aumento del endeudamiento empresarial² en los últimos años. Es cierto que este aumento del endeudamiento responde a un cambio estructural de la economía (la incorporación a la UEM, con menores costes de financiación), intensifica-

do por el proceso inversor en el exterior, por lo que su nivel no tiene por qué ser insostenible en las circunstancias actuales, pero sí que lo hace más sensible a cambios inesperados en las expectativas de actividad o de los tipos de interés.

Con todo, crecimientos continuados de la inversión en equipo sólo se producirán cuando se consoliden las expectativas de demanda de las empresas, lo que no tendrá lugar hasta la primera mitad de 2003.

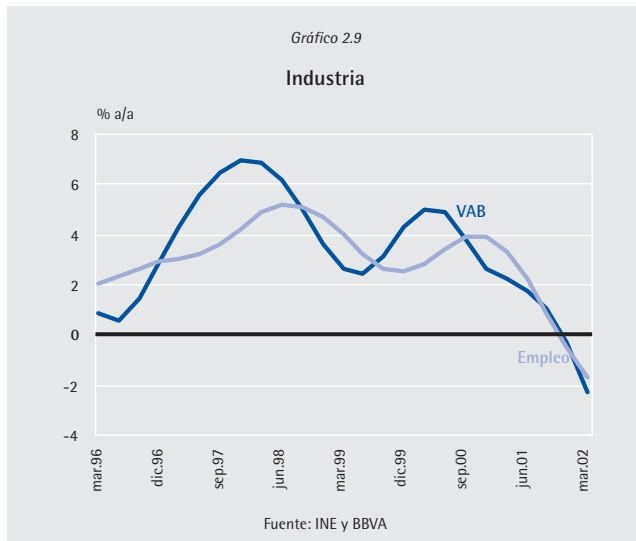
Paulatina desaceleración del empleo y la actividad

El empleo continuó desacelerándose en los primeros meses de 2002, consolidando la fase iniciada a finales de 1999. En 2001 el empleo medido a través de la EPA cre-



² El endeudamiento de las empresas no financieras de la Central de Balances del Banco de España ha pasado del 37,4% de sus activos al 49,8% entre 1998 y 2001.

³ Incluyen fundamentalmente la ocupación en servicio doméstico y otros servicios de cuidado personal.



ció el 3,8%, 1,7 p.p. menos que en 2000, registrándose además un comportamiento desacelerado común a todos los sectores no agrarios. Otras fuentes, como la afiliación a la Seguridad Social o la estimación de la Contabilidad Nacional Trimestral, también muestran crecimientos cada vez más moderados de la ocupación, total y por sectores, en línea con el comportamiento de la actividad de las ramas productivas.

Únicamente el sector de servicios de mercado registraba al comienzo de 2002 una aceleración del empleo y de la actividad. El análisis detallado de las distintas ramas productivas del sector, muestra como el comportamiento más dinámico del empleo en los primeros meses de 2002 se da en transporte y comunicaciones, servicios a empresas y las actividades clasificadas dentro de "otros servicios"³.

No es previsible que este comportamiento tan dinámico de los servicios de mercado se pueda mantener en lo que resta de año. En primer lugar, el impulso que supuso el "efecto euro" sobre el gasto en 2001 también repercutió en la oferta y en particular, en las actividades de servicios de mercado (inmobiliarias, comercio, transporte). La salida desde el 2tr02 de este impulso no duradero frenará el crecimiento del sector en 2002, afectado también por el menor gasto familiar en un entorno de mayor incertidumbre.

La actividad y el empleo en el sector industrial registran descensos interanuales desde el segundo semestre de

2001, derivados fundamentalmente de la moderación registrada en la demanda exterior de productos españoles, especialmente intensa en el área del euro. El sector se recuperará una vez que las expectativas de mejora del entorno internacional se traduzcan en mayor demanda para las empresas industriales españolas, lo que no se producirá hasta el año próximo. Con todo, en 2003 únicamente se conseguirá recuperar el nivel de la actividad del sector en 2002.

Aumento de la tasa de paro en 2002 y 2003

A pesar de la ralentización de la actividad en 2002, la economía española continuará creando empleo, aunque a tasas más moderadas. Así se prevé que el empleo EPA crezca el 1,5%, cifra que en términos de Contabilidad Nacional es del 0,9%. Continuará así el comportamiento relativamente positivo del empleo respecto al crecimiento que se registra desde mediados de la década de los 90, consecuencia fundamentalmente de la moderación de los costes laborales reales y, también, aunque en menor medida, de las reformas emprendidas en el mercado laboral, fundamentalmente en la regulación de la entrada (contratación) y salida (costes de despido, desempleo) del mercado.

Con todo, las subidas esperadas en la población activa, mayores de las inicialmente estimadas como consecuencia de la nueva estructura poblacional recogida por la EPA, serán mayores que los aumentos del empleo. Con ello, se consolidará el aumento de la tasa de paro ya registrado en el 4tr01 y 1tr02. Se prevé que la tasa de paro se sitúe en 2002 en el 11,7% de los activos, 1,2 p.p. más que en 2001. En 2003, la cifra sería del 12,5%.

El escenario previsto de crecimiento y actividad supone un aumento en 2002 de la productividad aparente del trabajo del 0,8%, por encima del 0,3% registrado en 2001, pero todavía muy reducido, igual a la media del periodo 1995-2001. Aumentos tan moderados de la productividad en un entorno de "agresividad" salarial en aumento suponen un riesgo de incremento adicional sobre los costes laborales, y por tanto, sobre el crecimiento del empleo.

La Nueva Economía por CC.AA.: Capital tecnológico y productividad

Los estudios disponibles sobre el desarrollo de la *Nueva Economía* y la *Sociedad de la Información* en los diferentes países coinciden en incluir a España en un tercer bloque de países (junto con Italia, Grecia y Portugal), rezagada respecto del grupo de líderes (EE.UU., Canadá, países del este de Asia, países nórdicos) y del grupo de seguidores (centro de Europa)¹. Esta desventaja en la producción y difusión de las Tecnologías de la Información y la Comunicación (TIC) explica, en parte, la pobre evolución de la productividad en nuestro país, la cual se ha desacelerado 1,2 puntos entre 1995-2001 frente a 1980-1994 y representa, según datos de *Eurostat*, el 92% del promedio europeo y el 75% de la de EE.UU.².

No obstante, dentro de nuestro país existen notables diferencias en el esfuerzo y el desarrollo de la Nueva Economía por CC.AA. Un reciente estudio editado por la Fundación Auna³ presenta un Índice de la Sociedad de la Información por CC.AA. para 2001, basándose en la capacidad tecnológica e innovadora de cada región, el capital humano, la penetración de las nuevas tecnologías en la sociedad y el uso de las TIC por las AA.PP. y por las empresas. Madrid, Cataluña y País Vasco lideran el desarrollo de la Sociedad de la Información en España. En un segundo grupo se encuadran Andalucía, Asturias, Castilla-La Mancha, Comunidad Valenciana, Murcia y Navarra. El tercer grupo incluye las restantes CC.AA., las cuales muestran un retraso significativo, correspondiendo a Extremadura y Galicia las dos últimas posiciones.

Por ello, el análisis riguroso del desarrollo tecnológico en nuestro país aconseja considerar las heterogeneidades regionales. La denominada "nueva teoría del crecimiento" propone explicar el progreso técnico de las economías (medido por la productividad total de los factores) básicamente en función de las decisiones de inversión en capital humano e I+D de las familias, empresas y AA.PP. y constituye una base idónea para este análisis. Además, esta literatura muestra que el impacto positivo de la I+D sobre la productividad no se limita a la región donde dicha inversión se radica. Así, la I+D de una determinada región puede favorecer el progreso técnico del resto de regiones gracias a las denominadas "externalidades de conocimiento" (*knowledge spillovers*), las cuales superan los límites de la propia región, principalmente por tres vías: el comercio, la inversión directa y la comunicación directa. Dadas estas vías de transmisión, las externalidades serán más intensas cuanto más próximas geográficamente estén las regiones.

El ejercicio que se presenta constituye, por tanto, un primer esfuerzo por aproximar el mapa de la Nueva Economía en España. En concreto, se estudia la contribución del capital tecnológico por CC.AA. a la evolución de la productividad aparente del trabajo del sector privado.

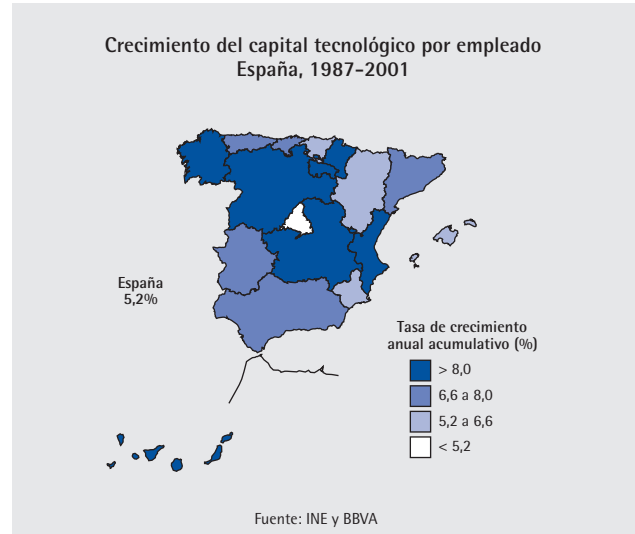
En primer lugar se estima el *stock* de capital tecnológico por CC.AA. entre 1987 y 2001. Estas series se elaboraron mediante el método de inventario permanente, a partir de los gastos internos de I+D publicados por el INE⁴. En 2001 el capital tecnológico por empleado en España se elevó a 2.457 euros, registrando una tasa de crecimiento real anual acumulativo del 5,2% desde 1987.

¹ Véanse, por ejemplo, los índices elaborados por *Economist Intelligence Unit*, por el Centro para el Desarrollo Internacional de la Universidad de Harvard o por el Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo.

² Véase C.Hernansanz, A.Melguizo y P.Tello (2001): "El enigma de la productividad", *Situación España*, junio, págs.25-31. Servicio de Estudios de BBVA.

³ *eEspaña 2002. Informe anual sobre el desarrollo de la Sociedad de la Información en España*. Madrid, 2002.

⁴ Se supuso una tasa de depreciación del *stock* tecnológico del 10% y un retardo de un año entre la realización del gasto en I+D y la percepción de sus efectos. Las cifras estimadas se pueden considerar una cota superior frente a series con supuestos alternativos. Así, si se supone un retardo de dos años, el capital tecnológico por empleado se reduciría a 2.353 euros y si, adicionalmente, se emplea una tasa de depreciación de 15%, éste se reduciría a 1.793 euros. Además, si se considerase exclusivamente la I+D realizada por las empresas, el capital se reduciría a aproximadamente la mitad. En todo caso, se ha comprobado que los resultados son robustos a algunas de estas alternativas.



La dotación de capital tecnológico muestra importantes diferencias entre CC.AA. Así, las regiones líderes (Madrid y País Vasco) están significativamente por encima del promedio nacional⁵, al disponer de más de 3.200 euros por empleado. Las CC.AA. seguidoras en términos de capital tecnológico son Cataluña y Navarra (ligeramente por encima del promedio nacional) y Castilla y León, Aragón y Asturias (ligeramente por debajo de la media). Las restantes regiones muestran un diferencial negativo significativo al situarse por debajo de 1.750 euros por empleado, siendo Baleares, Castilla-La Mancha y Extremadura las CC.AA. con una menor dotación tecnológica. No obstante, se advierte un cierto proceso de convergencia, pues las regiones líderes han registrado las menores tasas de crecimiento (1,7% Madrid y 5,9% País Vasco), mientras que el grupo de CC.AA. rezagadas son las que han experimentado una evolución más positiva (alcanzándose el 20% en el caso de Castilla-La Mancha y La Rioja)⁶.

Sobre la base de una función de producción *Cobb-Douglas* de rendimientos constantes a escala, con trabajo (*LP*), capital productivo privado (*KP*) y capital tecnológico interno (*TECINT*) como factores productivos, la productividad del sector privado de la región *i* en el año *t* se pueden expresar como:

$$\ln\left(\frac{VA_{it}}{LP_{it}}\right) = \alpha_i + \alpha_t + \beta \ln\left(\frac{KP_{it}}{LP_{it}}\right) + \gamma \ln\left(\frac{TECINT_{it}}{LP_{it}}\right) + \delta \ln(TECEXT_{it}) + \varepsilon_{it}$$

donde *VA* es el valor añadido excluidos los servicios no destinados a la venta, *TECEXT* es el capital tecnológico externo⁷ y α_i, α_t son los efectos fijos temporales y por CC.AA.

La estimación de este modelo con datos de panel por CC.AA. para el período 1987-1996 permite obtener una serie de conclusiones⁸:

- Los dos factores de producción (capital productivo privado y capital tecnológico) resultan relevantes para explicar las diferencias en la productividad del trabajo entre CC.AA., siendo la elasticidad de la productividad al capital productivo privado sustancialmente superior a la correspondiente al capital tecnológico
- La contribución del capital tecnológico interno es positiva y significativa, explicando la evolución de la productividad por CC.AA.
- Existe evidencia de externalidades positivas derivadas del capital tecnológico externo, aunque sólo cuando se pondera por la distancia geográfica (500km⁹).

Los resultados obtenidos tienen importantes implicaciones. En primer lugar, corroboran el papel clave de la inversión en I+D para conseguir la convergencia en productividad y bienestar de las CC.AA., así como para reducir el diferencial negativo de España con el resto de la Unión Europea y con EE.UU.. Pero además, y esto constituye la aportación más novedosa de este trabajo, la presencia de externalidades positivas podría implicar que las regiones infra-inviertan en I+D, al no valorar los efectos desbordamiento del conocimiento tecnológico. Este escenario justifica el papel de la I+D pública y el establecimiento de incentivos fiscales para la I+D empresarial y refuerza la necesidad de una política pública de innovación a nivel nacional, que haga posible, a través de una mayor coordinación, la aproximación de las inversiones en I+D de las CC.AA. a sus niveles óptimos.

⁵ Considerando como significativas las diferencias superiores a media desviación típica.

⁶ Un análisis más detallado de la evolución y distribución geográfica del capital tecnológico por CC.AA. en España será incluido en el *Informe Económico 2001* elaborado por el Servicio de Estudios de BBVA, de próxima publicación.

⁷ Elaborado como el agregado de los stocks tecnológicos del resto de CC.AA. Una especificación alternativa de esta variable (*TECDIS*) consistió en considerar, para calcular el agregado, los stocks tecnológicos de CC.AA. situadas a menos de 500 km. (medida como distancia geográfica entre las capitales administrativas de las CC.AA.).

⁸ Las últimas series de stock de capital productivo privado por CC.AA. publicadas por la Fundación BBVA, así como las series homogéneas de valor añadido por CC.AA. desagregadas por sectores elaboradas por el INE se refieren a 1996. Obviamente, sería del máximo interés ampliar el análisis incluyendo la segunda mitad de los noventa, período considerado como el de la Nueva Economía por excelencia. Asimismo, la especificación de la función de producción podría enriquecerse incluyendo la dotación de capital humano por CC.AA., variable que ha resultado significativa en estudios previos. Son éstas, líneas naturales de ampliación de la investigación en curso en el Servicio de Estudios de BBVA, cuyos primeros resultados son los aquí expuestos.

⁹ Sólo se tiene en cuenta el capital tecnológico de CC.AA. situadas a una distancia geográfica que no supere los 500 km. La elección de esta distancia se basó en considerarla una distancia intermedia, cercana de hecho a la distancia promedio entre CC.AA. si se excluye Canarias (513 km.).

Productividad y capital tecnológico por CC.AA., 1987-1996			
Variable dependiente: Productividad			
Estimación con efectos fijos temporales y por CC.AA.			
Capital productivo privado	0,27 (3,3)	0,27 (3,3)	0,20 (2,5)
Capital tecnológico interno	0,10 (6,0)	0,10 (5,9)	0,13 (8,1)
Capital tecnológico externo	--	0,08 (0,5)	--
Capital tecnológico externo 500	--	--	0,07 (1,9)
R ²	0,97	0,97	0,97

Notas: En el capital tecnológico externo 500 sólo se consideran los stocks tecnológicos de CC.AA. situadas a menos de 500 km. La variables se expresan en logaritmos. Se incluyen los estadísticos t entre paréntesis. Fuente: BBVA

Limitada reforma de la prestación por desempleo

Antecedentes

El 27 de mayo entró en vigor el Real Decreto Ley (RDL) 5/2002 de medidas urgentes para la reforma del sistema de protección por desempleo y mejora de la ocupabilidad. Esta reforma, impulsada por el Gobierno pretende, según la exposición de motivos del texto legal, facilitar oportunidades de empleo a los parados, mejorar el funcionamiento del mercado laboral, corregir las disfunciones existentes en el sistema de protección para eventuales agrarios y ampliar la protección a colectivos desprotegidos.

La reforma de la protección por desempleo se inscribe en un proceso impulsado dentro de la UE desde 1997 para coordinar las medidas de política económica relativas al mercado laboral¹. Para 2002, y entre otros objetivos, se especifica la necesidad de que cada Estado incentive a desempleados o inactivos para la búsqueda activa de empleo, promoviendo también la mejora de la formación. Hacia este objetivo van orientadas algunas de las medidas del RDL. En este recuadro no se hace un repaso exhaustivo de todas las novedades, se comentan sólo las más significativas.

La búsqueda activa de empleo, compromiso del trabajador y tarea aún pendiente del Servicio Público de Empleo

El RDL establece que los solicitantes de la prestación por desempleo han de firmar un compromiso de actividad, que les obliga a *"...buscar activamente empleo, aceptar una colocación adecuada y participar en acciones específicas de motivación, información, orientación, formación, reconversión o inserción profesional para incrementar su ocupabilidad,..."*. La obligación del parado de aceptar las colocaciones que el Servicio Público de Empleo² (SPE) considere adecuadas ya existía antes de la entrada en vigor del RDL, que únicamente formaliza el compromiso y define específicamente qué se considerará empleo adecuado. Esta concreción de algo que ya se exigía en el SPE puede ser positiva si se consideran apropiadamente las circunstancias familiares del desempleado, ya que limita la discrecionalidad³. Pero no contribuye a solucionar una limitación de partida, que el porcentaje de colocaciones gestionadas por el INEM, o los organismos autonómicos correspondientes, ha oscilado entre el 15% y el 20% del total desde 1996 (ver Gráfico adjunto), el resto de colocaciones fueron simplemente comunicadas. Por ello, los resultados pueden ser muy limitados si no se reforma el SPE en relación a la disponibilidad de recursos, organización y coordinación entre los distintos organismos. En el RDL no se hace ninguna mención concreta a este asunto que vaya más allá del establecimiento de convenios de colaboración⁴. Sólo para el caso de los desempleados incluidos en el programa de la Renta Activa de Inserción (mayores de 45 años, con especiales dificultades de reincorporación al empleo) se concreta la figura de un tutor individual y de un "itinerario de inserción laboral", estableciéndose además la posibilidad de subcontratación de esta tarea mediante convenios de colaboración.

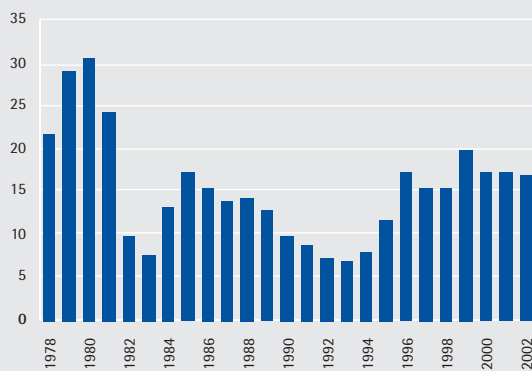
¹ En este sentido, los Consejos Europeos de Lisboa (marzo de 2000) y Estocolmo (marzo de 2001) establecieron objetivos de nivel de las tasas de empleo en 2005 y 2010, con metas específicas para los grupos de población de más edad.

² El INEM o la oficina autonómica correspondiente.

³ Con todo, se establece un sistema de infracciones y sanciones más duro que el previo.

⁴ Se da la circunstancia de que en el documento que el Gobierno entregó a los agentes sociales en abril de 2002 para su negociación, sí que se destacaba como un *"...requisito previo para garantizar el éxito de la reforma... la modernización del INEM y de los servicios públicos de empleo y ampliación de sus recursos humanos"*. El anteproyecto de Ley de Empleo, en fase de dictamen en el Consejo Económico y Social, hace referencia a la definición de un nuevo SPE, por lo que los retrasos en su tramitación afectarán negativamente al desarrollo del RDL.

Colocaciones gestionadas por el INEM
porcentaje del total



Fuente: Banco de España

Paro registrado y beneficiarios prestaciones



Fuente: INEM y BBVA

La eliminación de los salarios de tramitación, una vía indirecta para reducir los costes de despido o la duración de la prestación.

Los salarios de tramitación son aquellos que la empresa paga al trabajador al que despide hasta que se llega a un acuerdo o se dicta una sentencia sobre el despido⁵. El RDL elimina su pago en los casos de despido improcedente en los que la empresa decide indemnizar al trabajador y no readmitirlo. Esta medida supone una reducción del coste de despido relativamente mayor para aquellos empleados con menor antigüedad. Además, dado que estos salarios cotizan por desempleo, para los trabajadores que no tengan cumplido el tiempo de cotización necesaria para alcanzar la máxima duración de la prestación, también se les reduce ésta⁶. Si se pretende una reducción del coste de despido, como se hizo con los contratos indefinidos de fomento de empleo, hubiera sido más eficiente hacerlo directamente, sin reducciones proporcionalmente más altas en aquellos trabajadores con menor antigüedad (ver gráfico adjunto), que únicamente profundizan la actual segmentación del mercado laboral entre trabajadores más y menos protegidos.

Además, la duración de la prestación incide en el tiempo de permanencia en el desempleo, ya que la antigüedad en el desempleo sólo se reduce sustancialmente al pasar los tres meses de inscripción y al superar el límite de los 12 meses (ver Gráfico adjunto). Por ello, una posible medida alternativa de reforma podría ser la reducción de la duración de las prestaciones, aunque se mantuviera su importe total.

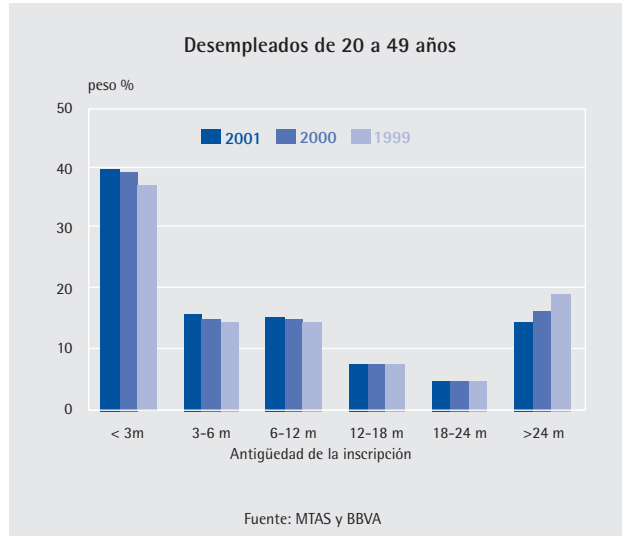
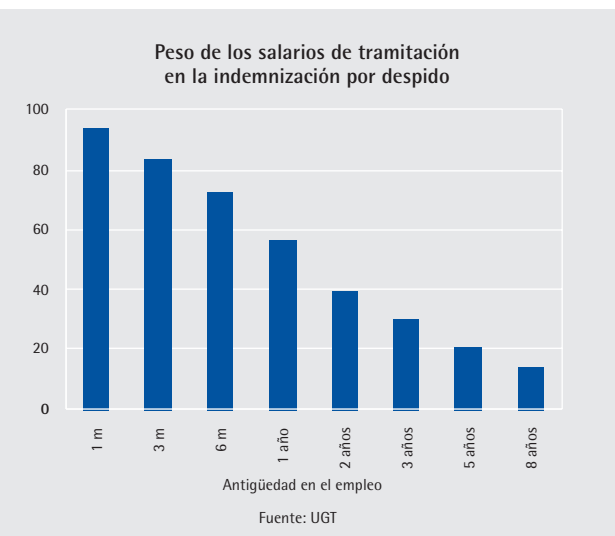
En busca del aumento de las tasas de empleo entre mayores y mujeres

Se trata de incentivar específicamente la contratación de aquellos colectivos que tienen más difícil la vuelta al empleo una vez han sido expulsados del mercado laboral, los parados mayores de 52 años y los de larga duración de más de 45 años. Para ello, se permite la compatibilidad de la percepción de la prestación para los mayores de 52 años a la vez que se trabaja. Los desempleados siguen percibiendo el 50% de la prestación, que las empresas completan hasta el salario correspondiente y la cotización a la Seguridad Social, que en todo caso, sigue disfrutando de bonificaciones. Para los parados de larga duración mayores de 45 años se detalla un seguimiento personalizado de su itinerario de inserción laboral sin llegar a la compatibilidad de prestación y sueldo.

Simultanear prestación y empleo es posible en un caso más, cuando se sustituye con un desempleado a un trabajador en proceso de formación. Con todo, esta medida de fomento de la formación es muy limitada, al ser posible únicamente en empresas con menos de 100 trabajadores y en el caso de que las acciones de formación sean financiadas por las AA.PP. El aumento de las bonificaciones de la Seguridad Social para la contratación de mujeres desempleadas en los dos años posteriores al parto también pretende mejorar las tasas de empleo de este colectivo, que junto al de los mayores de 52 años de edad es el que registra un diferencial mayor respecto a la media europea y a los objetivos propuestos por la Comisión Europea para 2005 y 2010.

⁵ En la práctica, el periodo de tiempo durante el que se pagan es de dos meses. En 2001 supusieron aproximadamente 480 millones de euros, según información sindical.

⁶ El Real Decreto Ley 1/1992 aumentó el periodo mínimo de cotización para acceder a la prestación de desempleo de seis meses a un año. Además, se recortó la duración de la prestación al pasar de corresponder un día de prestación por dos de ocupación a exigirse tres días de ocupación cotizada para alcanzar el día de prestación. Finalmente, se redujo el tipo aplicable de la base reguladora de la prestación.



La limitación al PER, insuficiente para solucionar el desajuste entre oferta y demanda de empleo en el campo

En el RDL se impide la ampliación a nuevos beneficiarios del subsidio por desempleo del Régimen Especial Agrario de la Seguridad Social (el antiguo PER, Plan de Empleo Rural), aprobándose un nuevo esquema contributivo nacional integrado en el sistema general de Seguridad Social en el que los trabajadores agrarios se podrán imputar como jornadas trabajadas las realizadas en otros sectores económicos. Además, para dificultar el posible fraude en las afiliaciones a la Seguridad Social en el sector agrario, el Consejo de Ministros aprobó otro Real Decreto que suprime el plazo de seis días que existía para solicitar la inscripción de trabajadores en el censo del Régimen Especial Agrario. A partir de ahora, la inscripción se hará con carácter previo al comienzo de la actividad agraria.

Con todas estas medidas, se pretende incentivar la movilidad geográfica y funcional de los empleados agrarios, más cuando la creciente inmigración se dirige al sector agrario ante la escasez de demandantes nacionales. No parece que la barrera de entrada al antiguo PER, y la generalización de un sistema contributivo nacional pueda, por sí sola, alcanzar el objetivo propuesto de favorecer la movilidad geográfica si no va acompañado de otro tipo de medidas, como por ejemplo favorecer el alquiler de vivienda o la movilidad familiar. Este asunto se menciona en el RDL (programa de fomento de la movilidad geográfica con ayudas a empresas y desempleados), pero no está en vigor al quedar pendiente de desarrollo legislativo posterior⁷.

Conclusiones

La reforma de la prestación por desempleo sigue la línea de anteriores cambios legislativos de afectar a aspectos relativos a la entrada o salida del empleo, sin abordarse la reforma de la negociación colectiva, elemento clave del mercado laboral. En términos generales, las medidas han de valorarse positivamente, aunque puedan resultar insuficientes para alcanzar los objetivos propuestos. Además, la consecución de estas metas depende absolutamente de una mejora de la gestión del Servicio Público de Empleo. Específicamente, el papel del SPE es determinante en el desarrollo práctico del compromiso de actividad y del itinerario de inserción laboral, sin que se concreten en el RDL las medidas a adoptar para mejorar el funcionamiento del SPE.

Por lo que se refiere a la mejora del funcionamiento del mercado de trabajo a través de la eliminación de los salarios de tramitación para los despidos improcedentes, se trata de una reducción indirecta del coste de despido y, en algunos casos, de la duración de la prestación por desempleo, que además, intensifica la segmentación existente en el mercado laboral. Por ello, podría ser más eficiente y no discriminatoria la disminución directa del coste de despido o de la duración de la prestación, que se podría compensar con el mantenimiento de su importe total. Finalmente, el incentivo específico a la contratación de colectivos con menores tasas de empleo (mayores y mujeres), donde la distancia relativa con la UEM es mayor, es una medida apropiada, aunque insuficiente.

3. Precios y salarios

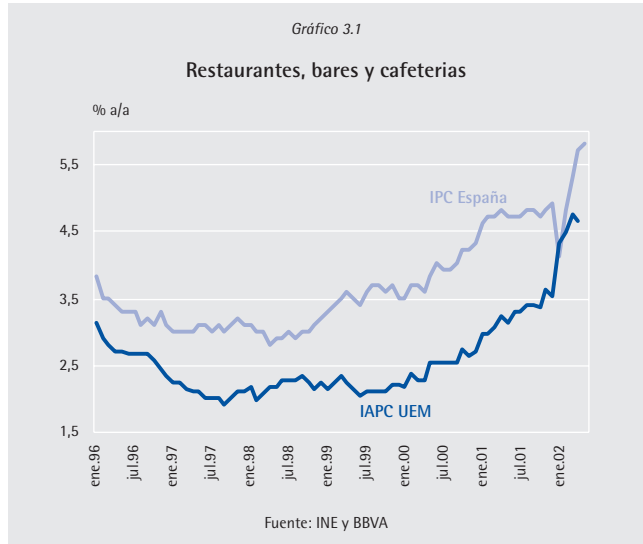
Sin rebajas en las perspectivas inflacionistas

En el segundo trimestre de 2002, la inflación medida a través de la variación anual del IPC fue del 3,5%, 0,4 puntos porcentuales más que las tasas de los dos primeros meses de 2002 y por encima de las expectativas vigentes hace cuatro meses. Igualmente, el IPSEBENE alcanzó en mayo y junio el 4,1%, la tasa más alta desde marzo de 1996.

El deterioro de la inflación en los últimos meses resulta de los efectos alcistas, superiores a lo previsto inicialmente, de distintos shocks. En primer lugar, se ha producido un repunte de los precios alimenticios, consecuencia bien de problemas de escasez de oferta (caso de los cereales, las verduras y las frutas), o bien de un funcionamiento ineficiente de los mercados en un entorno de fortaleza de la demanda de determinados productos¹. Además, los cambios de precios en determinados grupos de productos, no sólo alimenticios, pueden haber sido más intensos de lo habitual como consecuencia del proceso de canje de peseta a euro y el consiguiente re-etiquetado de productos. La pérdida de referencias de precios por parte del consumidor, el "pensar en pesetas" ante precios ya en euros, pueden haber facilitado las subidas de precios, sobre todo en determinados productos de bajo coste por unidad y de consumo muy habitual, donde prima la búsqueda de precios 'redondos', fácilmente manejables.

En este sentido, las subidas de precios registradas en la subclase del IPC de bares, restaurantes y cafeterías han

¹ Por ejemplo, la rúbrica de aceites del IPC subió en abril el 21,4% anual, mientras que en la almazara, el precio del aceite de oliva de 1º creció el 9,2% y los precios de producción el 13,4%. Ello, en un año en que se prevé que, a pesar del aumento del consumo interior y las exportaciones, el excedente de la cosecha sea de 400.000 Tm.



situado su tasa anual en el 5,9% en junio, 1,0 puntos porcentuales por encima de la tasa de diciembre de 2001 y la más alta de la serie histórica.

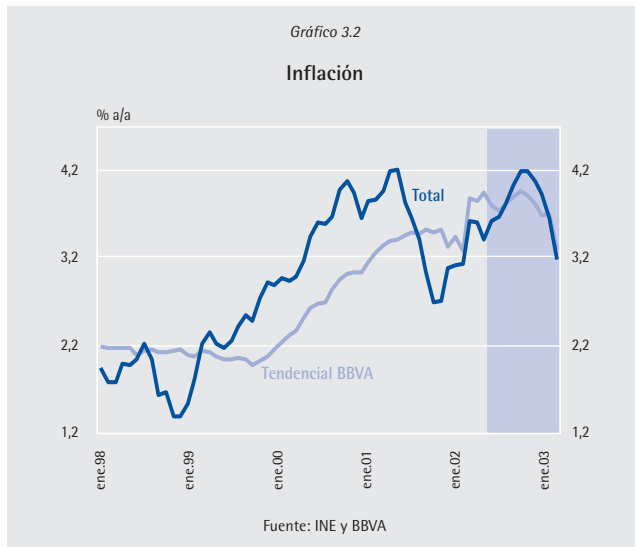
Efecto redondeo

La evidencia disponible apunta a que la duración y la intensidad del efecto alcista en los precios del canje del euro podría estar siendo mayor de lo previsto inicialmente. Ello no supone en principio un aumento de las tensiones inflacionistas, sino un escalón en el nivel de precios. Sin embargo, de trasladarse este aumento de precios a los procesos de negociación de rentas, podría tener un efecto duradero sobre la inflación. Con todo, este riesgo alcista sobre las expectativas de inflación ha de moderarse a medio plazo por la menor presión de la demanda interna y específicamente del consumo de los hogares.

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

Fuente: INE y BBVA



En 2002, el IPC tendencial se acelera y el diferencial de inflación se mantiene

Las expectativas inflacionistas de la economía española, medidas a través del IPC tendencial BBVA, se sitúan en el 3,7% en 2002, tres décimas más que el 3,4% registrado en 2001. La inflación general se situará a final de año en el 4,2%², 1,5 p.p. superior a diciembre de 2001, con lo que la tasa media anual será del 3,6%, igual que en 2001.

Estas previsiones llevan implícitas la relativa estabilidad del precio del crudo, que cerraría el año en 24 dólares/barril, 1,5 dólares menos que la media del 2tr02, y una apreciación del euro en el segundo semestre del año, cercana al 8%. Con ello, los precios de la energía caerán en 2002 el 1,0%.

Los componentes del IPC Tendencial BBVA³, mantienen tendencias divergentes, con perspectivas de des-

aceleración en los precios de los servicios y de los alimentos elaborados y de estancamiento de las tasas de variación de los bienes industriales sin energía. Con todo, la inflación tendencial habría registrado ya sus máximos anuales y, aun con la volatilidad propia del cambio de patrón estacional provocado por las rebajas, iniciará una senda de descensos que se intensificará en 2003, coherente con que por segundo año consecutivo la economía registre un "output gap" negativo.

Respecto al diferencial de inflación con la UEM, se prevé que se mantenga por cuarto año consecutivo por encima del 1% (1,1%, una décima más que el 1% en 2001). Además, 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, tanto frente al conjunto de la UEM como con el resto del mundo. En 2002, la reducción del diferencial de inflación en no comerciables (de 1,8 p.p. en 2001 a 1,3 p.p. en 2002) se compensará con el aumento del diferencial en bienes no energéticos (de 1,2 p.p. a 1,6 p.p.).

En este sentido, se prevé que la competitividad frente al exterior, medida con el diferencial de precios de consumo, se reduzca en 2002 por segundo año consecutivo, tras haber acumulado una ganancia del 3,4% entre 1997 y 2000. La pérdida de valor del tipo de cambio del euro no compensa desde 2001 las conti-



² Hay que señalar que como consecuencia de la introducción de las rebajas, aumenta la incertidumbre a corto plazo sobre la evolución de la inflación (ver Recuadro adjunto, 'Inflación: rebajas y volatilidad').

³ Para el detalle de su composición, ver el Recuadro 'Menos turismo en el IPC Tendencial BBVA' Situación España Diciembre 2001. Con todo, la introducción de las rebajas en el IPC hace necesaria su revisión para reducir su actual volatilidad.

nuadas pérdidas de competitividad de España frente a la UEM. Así, entre 2001 y 2002, se perderán las ganancias de competitividad acumuladas entre 1997 y 2000

Formación de precios: desaceleración de CLU y recomposición de márgenes

Respecto al proceso de formación de los precios en la economía española, la Contabilidad Nacional Trimestral del 1tr02, y las revisiones de periodos anteriores, ha puesto de manifiesto la estabilidad del deflador de la economía y la desaceleración de los Costes Laborales por Unidad de Producto (CLU), aunque con significativas divergencias en el comportamiento de los distintos sectores económicos, y específicamente entre la industria y los servicios.

El deflador de la economía creció en el 1tr02 el 3,7%, dos décimas menos que la media de 2001. Esta evolución resulta de una aceleración de los precios en las ramas industriales y una desaceleración en las actividades terciarias. Así, los precios crecieron en la industria el 4,5%, seis décimas más que en media de 2001. Mientras, en los servicios de mercado, el aumento fue del 3,5%, 1,1 puntos menos que en 2001.

Esta evolución de los precios, combinación de la de los costes laborales y de los márgenes del proceso productivo, muestra como la remuneración por asalariado está desacelerándose (4,0% anual en el 1tr02, tres décimas menos que en 2001), lo que junto al crecimiento de la productividad aparente del empleo, ha permitido que los CLU se desacelerarán hasta el 3,3%, por debajo del 4% medio de 2001.

La industria "en apuros"

Dada la evolución relativa del CLU y del deflador, el resto de factores que inciden en los precios, que se denominan ampliamente como "márgenes empresariales", están contribuyendo positivamente a su variación. Con ello, habría finalizado la etapa de dos años de continua contracción de márgenes, de aumentos de los CLU superiores a los de los precios. Pero este comportamiento no es generalizado en todos los sectores, siendo opuestas las evoluciones de precios y costes en la industria y los servicios de mercado.

La contracción de márgenes en la industria ha sido más intensa que en el conjunto de la economía, con varios trimestres en los que las variaciones de los CLU fueron entre dos y tres puntos superiores a las del deflador. Así, lo más preocupante del repunte combinado de CLU y deflador al inicio de 2002 es que puede indicar que el nivel actual de los márgenes no permitiría la absorción de choques adicionales en los costes. Con todo, la consolidación del repunte de precios y costes laborales en la industria supondría una restricción al efecto positivo sobre actividad y empleo que tendrá la recuperación exterior. Una recuperación lastrada ya por la pérdida de competitividad registrada en 2001.

Salarios: en el 3%, por ahora y riesgos alcistas en 2003

Para el conjunto de 2002 se prevé que el deflador de la economía crezca el 3,7%, con un aumento de los CLU del 2,7%. La desaceleración del coste laboral por unidad de producto prevista a lo largo de 2002 supone que la remuneración por asalariado y la productividad aparente del empleo registrarán variaciones contrarias,

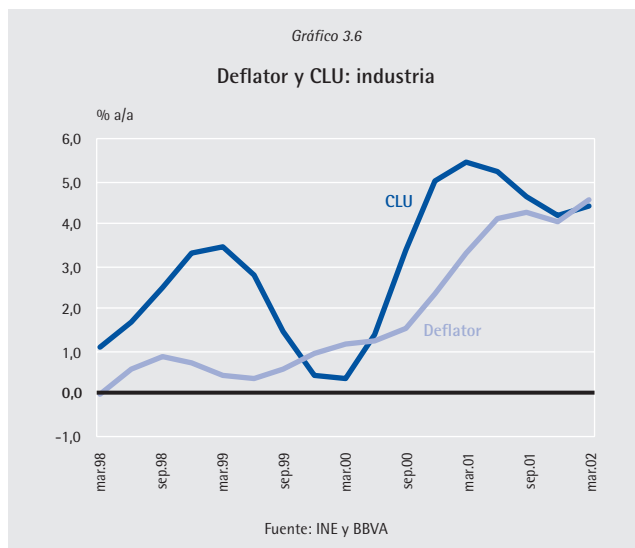
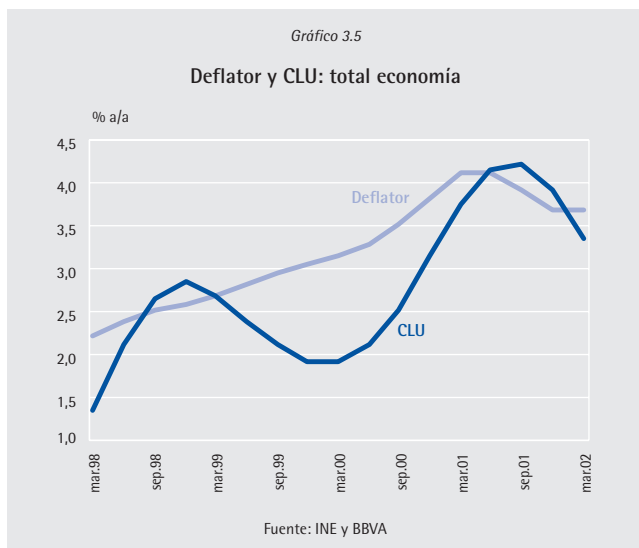
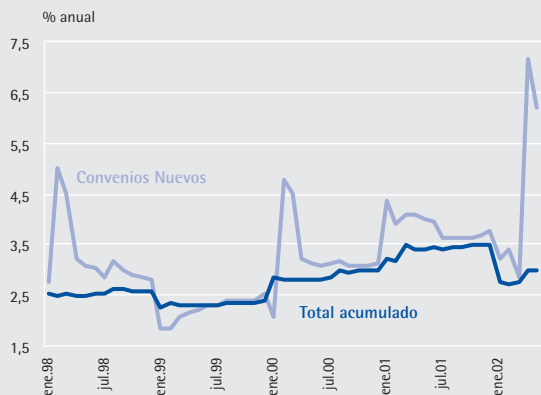


Gráfico 3.7

Subida salarial convenios



Fuente: Mº de Trabajo y AS

desacelerada y acelerada respectivamente, en el año. La remuneración por asalariado crecerá el 3,5% en 2002, 0,8 p.p. menos que en 2001, y la productividad aumentará el 0,8%, medio punto más que el año pasado.

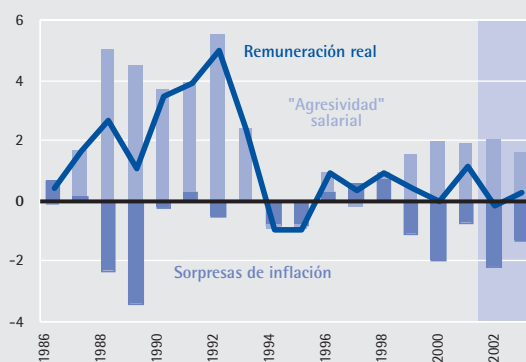
La información más reciente disponible sobre la evolución de los salarios sitúa la subida negociada en convenios colectivos hasta mayo en el 3,0%, 0,5 p.p. menos que la subida registrada en 2001. Hay que destacar que la subida media negociada ha pasado del 2,7% en marzo al 3,0% en mayo por el registro de convenios nuevos para un número relativamente reducido de trabajadores (210.000 personas), pero con crecimientos salariales de entre el 6% y el 7%.

Con todo, se espera que a final de año, los crecimientos salariales registrados en los convenios se ajusten al acuerdo firmado por los agentes sociales en diciembre de 2001, que recogía el compromiso de subidas salariales superiores al 2% y cláusulas de salvaguarda, "...dentro de los límites derivados de la evolución de la productividad".

Sin embargo, la generalización de este tipo de cláusulas⁴ supone aumentar los riesgos alcistas sobre los cos-

Gráfico 3.8

Remuneración real y sorpresas de inflación



Fuente: INE y BBVA

tes laborales si la inflación de 2002 se aleja significativamente de las previsiones oficiales. En este caso, y a pesar de que la "sorpresa de inflación" en 2002 permitiría que las remuneraciones reales tengan un aumento relativamente reducido o incluso nulo, la activación en 2003 de las cláusulas del año anterior elevaría los costes laborales independientemente del comportamiento de la productividad⁵. Ello conduciría a que choques transitorios sobre la inflación adquieran carácter permanente, con el consiguiente impacto sobre actividad y empleo.

Este riesgo de relativa rigidez en la fijación salarial se ve acrecentado por la estructura de la negociación colectiva, que no tiene en suficiente consideración al fijar las condiciones de trabajo, específicamente las salariales, las diversas situaciones de las empresas. En este sentido, sigue siendo necesaria una reforma de la negociación colectiva hacia una estructura más descentralizada, que favorezca una mayor sensibilidad de las subidas salariales a la evolución de la productividad de la empresa. Con ello, se preservaría la moderación salarial, el factor más importante tras la intensa creación de empleo en la última fase expansiva.

⁴ En 1998 afectaron al 50% de los trabajadores con convenio, cifra que en 2001 fue del 73%. Este tipo de cláusulas de garantía suele tomar como referencia la inflación prevista para fin de año, aunque existen diversos tipos de acuerdo según que la garantía de poder adquisitivo sea total o parcial.

⁵ Las cláusulas de garantía salarial han supuesto subidas de 0,3 p.p., 0,7 p.p. y 0,2 p.p. sobre los convenios negociados en 1999, 2000 y 2001 respectivamente.

Inflación: rebajas y volatilidad

La introducción de los precios rebajados en el IPC sistema 2001¹ ha supuesto un cambio en la dinámica de las series de IPC, aumentando su volatilidad. Con ello se acerca el índice de precios español al europeo. Sin embargo, las diferentes regulaciones legales existentes en Europa sobre las rebajas, aumentan la volatilidad en los diferenciales de inflación, lo que obliga a evaluar éstos con una perspectiva temporal mayor, cercana a un año. Además la introducción de las rebajas supone una alteración del patrón estacional del IPC, más intenso en aquellos componentes que hasta ahora eran más "tendenciales", menos volátiles.

Rebajas, definición e incidencia en los precios

Los precios rebajados son aquellos que sufren reducciones temporales respecto a su nivel habitual, bien ocasionalmente o bien dentro de periodos oficiales previamente definidos². La incorporación de estos precios al IAPC de los distintos países de la UE ha sido paulatina y, desde enero de 2002, obligatoria. La incidencia de las rebajas varía para los distintos componentes de la cesta de bienes y servicios del IAPC, siendo además dependiente de la regulación legal existente en cada país, que puede afectar a los periodos autorizados o a la magnitud de las reducciones de precios.

Según la clasificación de grupos de oferta del IAPC, los bienes industriales no energéticos (que suponen aproximadamente un tercio del índice) son el componente donde las rebajas fueron más intensas en 2001, con descensos mensuales superiores al 2% en enero. De entre los países del área del euro, sólo Bélgica registró tasas de caída significativamente mayores que las españolas (4,2% y 2,5% respectivamente).

Dentro del conjunto de manufacturas no alimenticias ni energéticas, el grupo de gasto de vestido y calzado es el que muestra unas reducciones de precios mayores, con descensos mensuales del 7% en enero de 2001 y 2002 en España, tres puntos más que la media del conjunto del área del euro, sólo superada por las caídas registradas en Irlanda, Bélgica y Holanda.

Como se observa en el Gráfico adjunto, la introducción de las rebajas ha alterado significativamente la estacionalidad del IAPC de bienes industriales sin energía en España: hasta el año 2000, el nivel de precios aumentaba monótonamente y desde entonces se dan subidas y bajadas coincidentes con los periodos de rebajas autorizados.

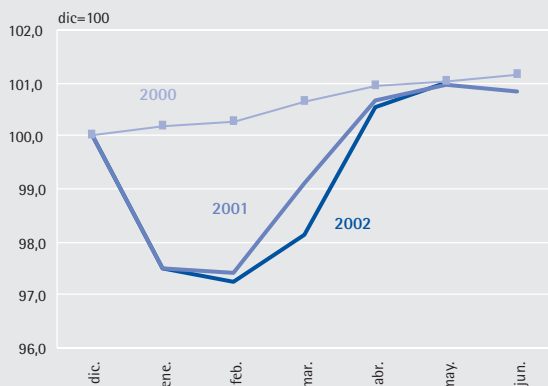
Las rebajas aumentan la volatilidad de la inflación ...

Además, la consideración de los precios rebajados en la elaboración de los índices de precios de consumo hace que estos sean más volátiles, aumenta su erradicidad, especialmente en aquellos componentes de la cesta del IPC que se caracterizaban precisamente por lo contrario, por su evolución "suave". Así, la volatilidad de las tasas de crecimiento mensual del IAPC de bienes industriales sin energía se ha multiplicado casi 20 veces en los cinco primeros meses del bienio 2001-02 (ver Gráfico adjunto).

¹ Un repaso de las características más importantes del nuevo IPC se encuentra en BBVA, Situación España, abril 2002. Recuadro 'Un IPC más moderno'.

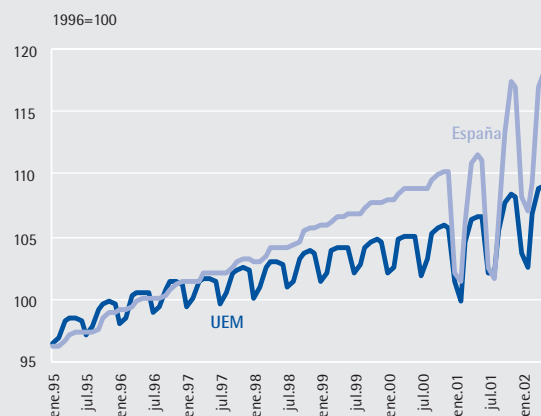
² Regulación de la Comisión nº 2602/2000, en el Boletín Oficial de las Comunidades Europeas, 29/11/2000. Se hace un exhaustivo repaso de lo que se considera o no precio rebajado en Eurostat, Compendium of HICP Reference Documents, pp. 351 a 354.

España, IAPC Industriales sin energía



Fuente: Eurostat y BBVA

IAPC vestido y calzado



Fuente: Eurostat y BBVA

Hay que destacar que las rebajas no son un factor fijo en el tiempo, que reduce los precios "normales" al aplicar un factor de descuento determinado para cada uno de los 12 meses del año. El efecto de las rebajas en los índices de precios dependerá de su duración en el tiempo, de la cuantía de los descensos establecidos por las empresas de comercio minorista y de los productos afectados, elementos todos ellos que cambian a lo largo del tiempo.

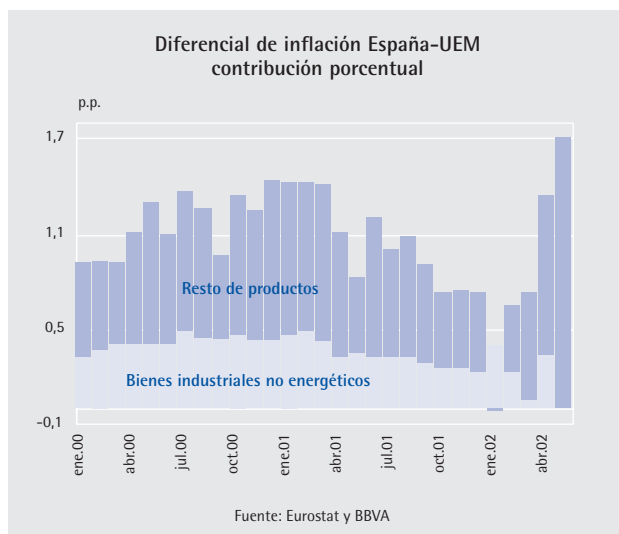
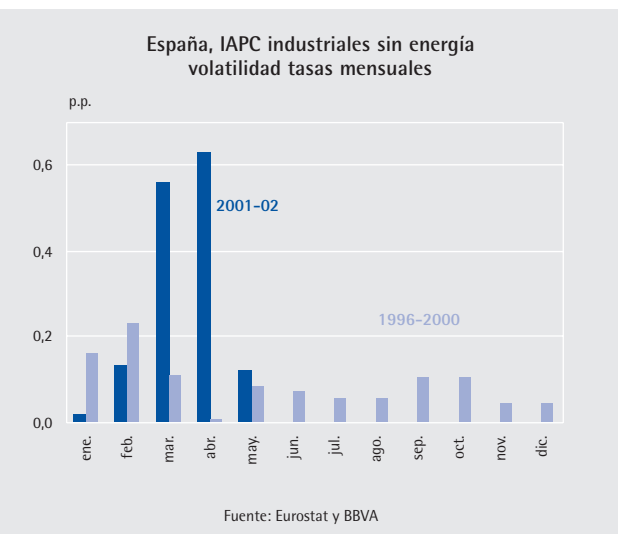
Con todo, la inclusión de las rebajas en el IPC aumenta la sensibilidad de la inflación a la política comercial de las empresas, afectada entre otros factores por la evolución del gasto y en definitiva, por la situación coyuntural de la economía. La información disponible hasta el momento es coherente con el hecho de que las rebajas hayan sido más intensas en febrero y marzo de 2002 que en los mismos meses de 2001. Así por ejemplo, las variaciones mensuales registradas en esos meses del IAPC de vestido y calzado fueron del -1,1% y 2,1%, inferiores al -0,6% y 4,7% respectivos de 2001.

... y del diferencial con la UEM

La incorporación de las rebajas, además de elevar la erradicidad mensual de IAPC español, también afecta a la evolución a corto plazo del diferencial de inflación con el conjunto de la UEM. Desde diciembre de 2001 hasta mayo de 2002 el diferencial de inflación se ha ampliado un punto porcentual, del 0,7% al 1,7%. En ese mismo periodo, el diferencial de precios de bienes industriales no energéticos ha pasado de 0,7 p.p. a 1,3 puntos, con una evolución intermedia que ha supuesto casi triplicar la volatilidad histórica de sus crecimientos mensuales en los cinco primeros meses del año. La contribución del diferencial de inflación de bienes industriales al total, que osciló entre 0,3 p.p. y 0,5 p.p. entre noviembre de 1999 y noviembre de 2001, ha variado entre 0,0 p.p. y 0,4 p.p. en los cinco primeros meses de 2002 (ver Gráfico adjunto), variabilidad muy alejada de los patrones históricos.

Este comportamiento se debe a la diferente incidencia de las rebajas en España, tanto en su efecto medio anual como en su comportamiento estacional. De todos modos, es imposible conocer la magnitud exacta del efecto en precios de consumo de la introducción de las rebajas en el IAPC de la UEM. Dada su incorporación paulatina, no existe un IAPC UEM "sin rebajas" para un año concreto, que pudiera ser comparado con un IAPC UEM "rebajado", extrayendo los correspondientes factores de rebajas. La inclusión de las rebajas en 2001 redujo el nivel del IPC español sobre el calculado inicialmente en 0,5%³. Con todo, evidencia circunstancial como la comparación de las variaciones mensuales registradas en los países de más peso dentro de la UEM, sugiere que las rebajas españolas tienen un efecto bajista sobre los índices de precios más intenso, con la excepción de Bélgica, Holanda y Portugal; y que además la incidencia estacional es distinta, relativamente menor en las rebajas de invierno y más intenso en las de verano. Así, los precios de vestido y calzado cayeron en enero de 2002 en España el 7,4%, muy por encima de los descensos registrados en Francia (-4,5%) y Alemania (-0,1%), pero menos que en Bélgica (-19,8), Holanda (-8,6%) o Portugal (-6,4%).

³ Exclusivamente en el año 2001, el INE recogió precios rebajados y precios no rebajados, a los efectos de que las tasas interanuales de inflación de 2002 no resultaran distorsionadas.



4. Sector Público

La entrada en vigor del nuevo modelo de financiación autonómica afecta a la estacionalidad del saldo presupuestario

En 2002, la entrada en vigor del nuevo sistema de financiación autonómica va a condicionar la evolución tanto de los ingresos como de los gastos del Estado. La ampliación de la cesta de impuestos cedidos a las CCAA¹ provoca una minoración de la recaudación impositiva del Estado y, paralelamente, una disminución de las transferencias percibidas directamente de la Administración Central². Al mismo tiempo, la asunción de las competencias en Sanidad por parte de las CCAA de Régimen Común, a las que todavía no se les había transferido, reduce las transferencias corrientes del Estado a la Seguridad Social³. Si bien los trasvases anteriores no rompen la homogeneidad de las partidas de ingresos y gastos del sector público en su conjunto, no sucede lo mismo al considerar individualmente a los distintos sectores institucionales que configuran la Administración Pública. Ello implica que la comparación de los ingresos y gastos del Estado en 2001 y 2002 no sea homogénea. Aunque, en principio, ello no debiera afectar a la situación de déficit o superávit del Estado en el conjunto del año, si que puede tener implicaciones sobre la evolución mensual de la ejecución del Presupuesto, en tanto que el nuevo modelo de financiación podría haber afectado a la estacionalidad de la serie de ingresos y gastos. Por tanto, en 2002 no sólo se rompe la homogeneidad de la serie de gastos e ingresos sino que también se producen cambios en la estacionalidad del saldo presupuestario. De ahí que, al no poderse aislar este efecto, por ser el año 2002 el primero en el que se aplica el nuevo modelo, la comparación de la evolución mes a mes de la ejecución del presupuesto en 2002 y en 2001 tenga que realizarse con cautela.

Un descenso de los gastos superior al previsto en los PGE02, factor clave de la favorable ejecución del presupuesto

Teniendo en cuenta las limitaciones anteriores, la ejecución del presupuesto del Estado hasta el mes de mayo mostró un superávit del 0,9% del PIB (5853 Mill. de euros) en términos de CN frente a un 0,3% (1953 Mill. de euros) en el mismo periodo del año anterior. Este dato se alcanzó con un descenso tanto de los recursos como de los empleos no financieros, del 9,2%

Cuadro 4.1. Situación financiera del estado
(Enero-Mayo)

Mill. euros	2002	2001
Déficit(-)/Superávit (+) de caja (%/PIB)	-1.023 -0,15	-3.507 -0,54
Nec(-)/Capacidad(+) de financiación (%/PIB)	5.853 0,85	1.942 0,30
Saldo primario (Contabilidad Nacional) (%/PIB)	12.791 1,86	8.969 1,38

Fuente: Ministerio de Hacienda

y del 17,4% respectivamente, lo que evidencia el impacto del nuevo sistema de financiación autonómica. El saldo primario mostró un aumento importante, al elevarse hasta representar un 1,9% del PIB desde el 1,4% de 2001, lo que refleja que en los primeros cinco meses del año la ejecución del presupuesto está siendo más favorable que en 2001, año en el que el déficit del Estado representó un 0,5% del PIB, cifra similar al objetivo previsto para el conjunto de 2002.

Para un análisis detallado de las distintas partidas de ingresos y gastos es necesario recurrir a las cifras en términos de caja. En los cinco primeros meses de 2002, el déficit de caja del Estado ascendió a 1023 Mill de euros, lo que implica una importante corrección desde el déficit de 3.507 Mill hasta mayo de 2001. No hay que olvidar que el nuevo modelo de financiación autonómica provoca que la comparación con 2001 no sea homogénea y que, además, al afectar a la estacionalidad de la serie, no sea posible determinar en qué medida la mejora observada respecto al año anterior es debida realmente a un mejor comportamiento de las cuentas del sector público o simplemente es el reflejo de un cambio en la estacionalidad. La reducción del déficit se ha logrado con un descenso superior al previsto de los gastos, -14,7% (-10,8% previsto en los PGE02), y ligeramente inferior de los ingresos, -10,9% (-11,6% previsto).

¹ Las cesiones de impuestos a las CCAA alcanzan los siguientes porcentajes: el 33% de la tarifa del IRPF, el 35% del IVA, el 40% en el impuesto especial de hidrocarburos, sobre labores del tabaco y sobre alcoholes y cervezas, 100% del impuesto sobre la electricidad, del impuesto sobre matriculaciones y del nuevo impuesto sobre ventas minoristas de hidrocarburos.

² Las cesiones de impuestos serán aplicadas al Presupuesto del Estado a medida que sean aprobadas las correspondientes Leyes de cesión, mientras ello se produce, transitoriamente, la financiación se realiza mediante un procedimiento de anticipos no presupuestarios del Estado.

³ Sin embargo, hay que tener en cuenta que la mayoría de las CCAA que han asumido la Sanidad en enero de 2002 han elegido que el INSALUD les gestione los servicios sanitarios durante un plazo no superior a de seis meses, lo que ha supuesto que la gestión se haya financiado a través del presupuesto de gastos del Estado.

Factores excepcionales permiten que los ingresos por IVA e IS sostengan la recaudación en la primera parte del año 2002

El Ministerio de Hacienda ha publicado datos de ingresos homogéneos, que incluyen la recaudación impositiva global (Estado y CCAA), lo que evita la ruptura de la serie. Según estos datos, los ingresos tributarios crecieron el 5,6% hasta mayo, frente al 6% en el conjunto de 2001. Esta desaceleración se explica principalmente por el moderado crecimiento de la recaudación por IRPF, ya que tanto la procedente del Impuesto de Sociedades (IS) como del IVA muestran hasta mayo cierta fortaleza, asociada en parte a cambios legislativos.

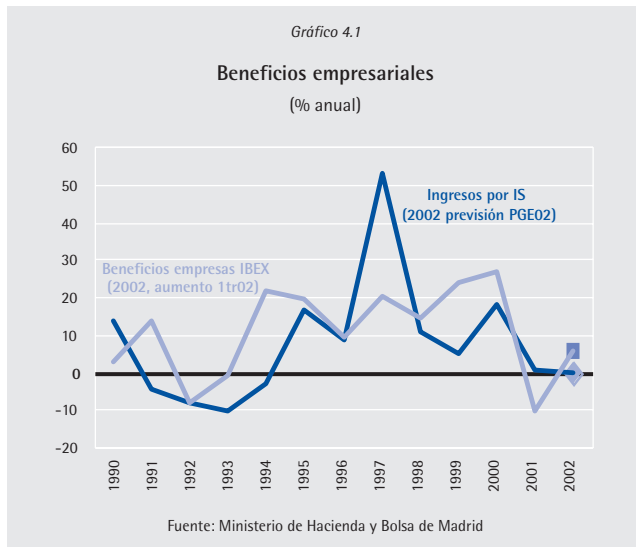
La pérdida de dinamismo de la actividad y el menor crecimiento de la masa salarial (la remuneración por asalariado creció un 5,9% en el 1tr02, frente un crecimiento medio del 6,8% en 2001) se reflejan en el escaso crecimiento de los ingresos por IRPF, que aumentaron tan sólo un 2,8% hasta mayo (un 5,2% en el mismo periodo de 2001). Si bien este dato está afectado negativamente por la agilización de las devoluciones en la campaña de la renta (un 30% superiores en 2002), en términos brutos la recaudación por IRPF se aproxima a un 7,8%, cifra todavía muy inferior al 13,4% de 2001. La moderación prevista el resto del año en el proceso de creación de empleo va a provocar que la recaudación por IRPF no alcance la previsión oficial. En cuanto al IS, su significativo crecimiento (8,5% hasta mayo) contrasta con la moderación registrada por los beneficios empresariales que, de acuerdo con la información facilitada por la bolsa de Madrid para las empresas del IBEX-35, en el 1tr02 registraron un cre-

cimiento del 5,5%, frente al 16,3% en el 1tr01. El dato del 1tr02 está afectado por los ingresos extraordinarios derivado de la venta de activos por parte de las empresas y que han generado importantes plusvalías. Esta venta masiva de activos ha sido debida al cambio impositivo introducido en la Ley de acompañamiento de los PGE02, que afecta al tratamiento de las plusvalías reinvertidas. Bajo el sistema anterior, se podía diferir el pago de impuestos tres años, distribuyéndolo a lo largo de los seis años siguientes y aplicando un tipo del 35% a la plusvalía reinvertida (diferimiento por inversión). A partir de 2002, el tipo aplicado se reduce hasta el 18%, pero el pago debe hacerse de una sola vez, eliminándose el diferimiento⁴. Con todo, las empresas reducen su factura fiscal global pero adelantan el pago de la misma. Ello, unido al vigoroso proceso de venta de activos que están acometiendo las empresas para paliar la negativa evolución de sus resultados ordinarios, está sesgando al alza la recaudación por IS. De hecho, hasta mayo de 2002, en torno a 12.2 Mm de euros se han acogido al nuevo sistema, lo que implica como mínimo un adelanto de 700 Mill de euros en pago de IS, un 20% de lo recaudado hasta mayo. A este efecto hay que añadir que el cambio en los criterios de imputación de las retenciones sobre los intereses de la deuda pública ha supuesto un traslado de parte de dichas retenciones desde el IRPF al IS. Por tanto, el significativo crecimiento del IS no debe asociarse a la favorable evolución de la coyuntura económica sino a factores excepcionales. De hecho, la negativa evolución de los beneficios de las principales empresas, especialmente, las que tienen intereses en Latinoamérica, acabará reflejándose en la recaudación por IS.

Cuadro 4.2. Ingresos no financieros

Mill. euros	2002		2001		% anual	
	Estado	Total	Estado	Total	Estado	Total
INGRESOS TOTALES	46.182	57.690	51.843	53.999	-10,9	6,8
1. Impuestos directos	19.308	24.493	21.304	23.460	-9,4	4,4
IRPF	14.669	19.854	17.152	19.308	-14,5	2,8
Sociedades	3.936	3.936	3.627	3.627	8,5	8,5
Otros	703	703	525	525	33,9	33,9
2. Impuestos indirectos	20.690	26.936	25.221	25.221	-18,0	6,8
IVA	15.522	19.219	17.838	17.838	-13,0	7,7
Especiales	4.369	6.918	6.623	6.623	-34,0	4,5
3. Tasas	1.350	1.427	891	891	51,5	60,2
4. Trans. corr.	1.682	1.682	1.274	1.274	32,0	32,0
5. Ing. Pat	2.478	2.478	2.780	2.780	-10,9	-10,9
6. Enaj. Inv. Reales	24	24	65	65	-63,1	-63,1
7. Trans. cap.	639	639	277	277	130,7	130,7
8. Otros ingresos	11	11	31	31	-64,5	-64,5
Ingresos Impositivos	39.998	51.429	46.525	48.681	-14,0	5,6

Fuente: Ministerio de Hacienda



En cuanto a los impuestos indirectos, tanto los ingresos por IVA como por Impuestos Especiales (IE) están registrando crecimientos superiores a los que cabría esperar dada la desaceleración registrada por el consumo privado y por las importaciones. En ambos casos, la recaudación está afectada positivamente por los cambios impositivos introducidos en enero de 2002, que supusieron un aumento del IVA aplicado a algunos bienes y servicios y de los tipos de los impuestos sobre fabricación, así como la creación de nuevo impuesto minorista sobre hidrocarburos. En cuanto al IVA, la recaudación aumentó el 7,7% hasta mayo, crecimiento muy superior al 3,7% de media de 2001. Este favorable balance está, no obstante, sesgado por las menores devoluciones realizadas este año (inferiores en torno al 1%). Corregido este efecto y el asociado al cambio impositivo, los ingresos por IVA en términos brutos habrían crecido en torno al 6,5%. Teniendo en cuenta que el consumo privado continuará moderando su ritmo de avance a lo largo del año, cabe esperar una desaceleración de la recaudación por IVA en los próximos meses, alejándose de la previsión oficial. Respecto a los impuestos especiales, la recaudación hasta mayo ha aumentado el 4,5% anual, cifra que se reduce al 3,3% si se corrige del aumento de los tipos impositivos, por debajo del crecimiento de 2001 (3,5%).

Por tanto, sí bien es cierto que en los primeros meses del año la favorable evolución de la recaudación por IVA y por IS ha compensado el moderado avance de los ingresos por IRPF e IE, no cabe esperar que esta situación se prolongue el resto del año. El impacto real sobre los ingresos por IVA e IS de la ralentización económica,

que hasta ahora han sido ocultados por la incidencia positiva de factores excepcionales, se hará evidente a medida que el consumo acentúe su desaceleración y los beneficios empresariales confirmen su debilidad.

En cuanto a los ingresos no impositivos, destaca el importante crecimiento de dos rúbricas, las tasas (un 60,2% hasta mayo) y las transferencias de capital (un 130,7%). En cuanto a las tasas, el aumento se debe al abono por parte de una operadora de la tasa por el uso del espacio radioeléctrico, que en 2001 se produjo a finales de año. Con ello esta rúbrica mostrará un crecimiento similar al previsto en los Presupuestos (un 9,1% anual) en el conjunto de 2002. En cuanto a las transferencias de capital, su dinamismo viene determinado en parte por el diferente calendario de ejecución del presupuesto comunitario, por lo que esta partida irá moderando su ritmo de avance a lo largo del año. Especialmente a corto plazo, tras la decisión de la Comisión Europea de paralizar las subvenciones enmarcadas dentro del programa de desarrollo rural (unos 500 Mill. de euros) hasta que se aclaren irregularidades detectadas en algunos proyectos.

Los ingresos extraordinarios por el efectivo no canjeado supondrán un alivio para las cuentas públicas en 2002

Por otro lado, los ingresos extraordinarios que recibirá el Tesoro por el efectivo no canjeado compensará parcialmente la merma de ingresos que inevitablemente producirá la desaceleración económica. A 31 de junio, según el Banco de España, el total de monedas y billetes no canjeados ascendía a 2723 Mill de euros (0,4% del PIB). Eurostat aún no se ha pronunciado sobre el destino final de dichos fondos, esto es, sobre si podrán utilizarse para reducir el déficit o si deberán destinarse a amortizar deuda. Sin embargo, los problemas de algunos países para controlar sus cuentas públicas (Alemania, Portugal y Francia), que finalmente se ha traducido en una relajación de los compromisos adquiridos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y las promesas de algunos Gobiernos de reducir impuestos en 2003, aumentará la presión para que se permita utilizar estos ingresos extraordinarios para reducir el déficit público.

No se esperan desviaciones relevantes de los gastos del Estado en 2002

Por el lado de los pagos, todas las partidas, a excepción de los gastos corrientes en bienes y servicios, han contribuido a que el gasto muestre un descenso superior al previsto en los PGE02: -14,7% y -10,8%, respectivamente. Des-

⁴ Se ha articulado un régimen transitorio para las plusvalías generadas anteriormente y que hayan sido reinvertidas. En este caso, las empresas pueden decidir acogerse al nuevo sistema o seguir con el anterior, por la totalidad o un parte de la reinversión.

**Cuadro 4.3. Pagos no financieros
(Enero-Mayo)**

Mill. euros	2002	2001	% anual
PAGOS TOTALES	47.205	55.350	-14,7
1. Operaciones corrientes	41.933	49.814	-15,8
Personal	6.570	6.448	1,9
Compras y servicios	984	1.038	-5,2
Intereses	9.652	10.985	-12,1
Transferencias corrientes	24.727	31.343	-21,1
2. Operaciones de capital	5.272	55.36	-4,8
Inversiones reales	2.839	2.890	-1,8
Transferencias de capital	2.433	2.646	-8,0

Fuente: Ministerio de Hacienda

tacan por su importancia la caída de las transferencias corrientes (-21,1% frente al -18,5% previsto), tanto de las destinadas a las CCAA como a la Seguridad Social para financiar el INSALUD, y de los pagos por intereses (-12,1% frente al -2,9% previsto). En el primer caso, el descenso refleja la incidencia del nuevo modelo de financiación autonómica, por lo que mantendrá esta evolución en lo que resta del año 2002. En cuanto al pago de intereses, el descenso se debe al diferente calendario de vencimientos de deuda y las menores operaciones de canje realizadas. Por ello, a medida que avance el año los pagos financieros irán aproximándose a los presupuestados. La decisión de la agencia Moody's de elevar el rating del Reino de España hasta la calificación máxima ha reducido en 10 puntos básicos el diferencial con la deuda alemana, lo que permitirá un ahorro de 65 Mill. de euros en 2002 (0,4% del pago por intereses previsto para todo el año).

Aunque las operaciones de capital, tanto las inversiones reales como las transferencias de capital, no avanzan con el ritmo presupuestado, ya que caen un 4,8% frente al crecimiento del 4,1% previsto, se espera su recuperación en lo que resta del año.

La obra pública a salvo de posibles ajustes del gasto público

A diferencia de otras fases de ralentización económica, en las que la obra pública era la partida sobre la que recaía el ajuste presupuestario que exigía la merma de ingresos y el aumento del gasto en desempleo, un conjunto de factores limitan este riesgo a corto plazo (véase recuadro: "El buen momento de la obra civil"). Cabe mencionar: i) el ciclo electoral, ii) la disponibilidad de tesorería por generación de plusvalías, iii) la utilización de formulas de financiación extrapresupuestaria (peaje en sombra, modelo alemán), iv) el aumento de la participación de capital privado (el 20% del total del Plan de infraestructuras 2000-

2007, unos 115 Mm de euros) y v) la existencia de entes públicos, que no consolidan en el presupuesto, que tienen un peso importante en la obra pública (GIF).

Los ingresos por cotizaciones sociales y el gasto por desempleo evidencian la pérdida de dinamismo de la actividad

En cuanto a la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social, sólo se dispone de información de los gastos hasta el mes de abril y de los ingresos hasta el mes de mayo. Los ingresos por cotizaciones sociales, en línea con la evolución del empleo, se han desacelerado considerablemente respecto a su evolución en 2001, al crecer el 6,2% frente al 10,8% en el mismo periodo del año anterior. En cuanto a los gastos, las pensiones, que representan en torno al 68% del total del gasto presupuestado, crecieron un 5,3% hasta abril frente al 6,8% registrado en el mismo periodo del año anterior. La menor compensación en 2001 por la desviación de la inflación del objetivo del 2% (0,7 y 2,1 puntos respectivamente), explica en parte este menor crecimiento. Lo más positivo es la moderación que parece observarse en la incapacidad temporal, que tras dos años con crecimientos superiores a dos dígitos, muestra hasta abril un aumento del 3,4% anual. A pesar del menor crecimiento del gasto, si los ingresos por cotizaciones sociales continúan desacelerándose por la pérdida de dinamismo del empleo, será difícil que el superávit alcance el 0,5% previsto en el Programa de Estabilidad

Finalmente, las prestaciones por desempleo están creciendo a un ritmo elevado, el 12,8% hasta marzo, reflejando el aumento del número de desempleados. Cabe esperar, que pese a la reciente reforma de la protección al desempleo, el deterioro del mercado laboral se refleje en esta partida del gasto.

Cuadro 4.4. Pagos no financieros de la Seguridad Social

Mill. euros	Programado 2002	Realizado Ene-Abr 2002	% Grado realización
PRESTACIONES ECONÓMICAS	67.503,4	19.254,5	28,5
- Pensiones	57.985,8	16.329,6	28,2
. Contributivas	56.230,6	15.841,4	28,2
. No contributivas	1.755,2	488,2	27,8
- Incapacidad temporal	4.026,8	1.195,3	29,7
ASISTENCIA SANITARIA	12.188,5	2.522,0	20,7
SERVICIOS SOCIALES	639,1	164,7	25,8
TESOR., INFOR. Y OTROS	5.446,8	322,7	5,9
TOTAL	85.777,8	22.263,9	26,0

Fuente: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales

El grado de incumplimiento del equilibrio presupuestario en 2002 pendiente de las CCAA

La entrada en vigor del nuevo modelo de financiación autonómica coincide con una fase de desaceleración económica. Ello significa que sus ingresos, al vincularse a una cesta de impuestos más amplios y, por tanto, ser más sensibles a la posición cíclica de la economía, podrían mostrar una moderación superior a la que hubiera tenido lugar si estuviera aún vigente el modelo anterior, lo que obliga a realizar un control estricto del gasto. Especialmente, tras la cesión de las competencias en Sanidad y Asuntos Sociales a todas las CCAA, que ha elevado en torno a diez puntos la participación de las CCAA en el gasto público total desde el año 2002 (hasta el 36,6%).

La ausencia de información periódica sobre el grado de ejecución de los presupuestos de la mayoría de las CCAA y su importante peso dentro del sector público dificulta enormemente el análisis de la situación financiera del sector de las AAPP. Sin embargo, dado que la evolución de sus ingresos depende de la posición cíclica de la economía y, por tanto, no puede diferir significativamente de la que muestren los ingresos del Estado, y que la sensibilidad cíclica de los gastos autonómicos es muy baja, la evolución de la recaudación del Estado puede alertar de un posible riesgo de incumplimiento del objetivo fijado para las CCAA en el Programa de Estabilidad 2001-2005 si no se controla el gasto.

IRPF: una reforma continuista

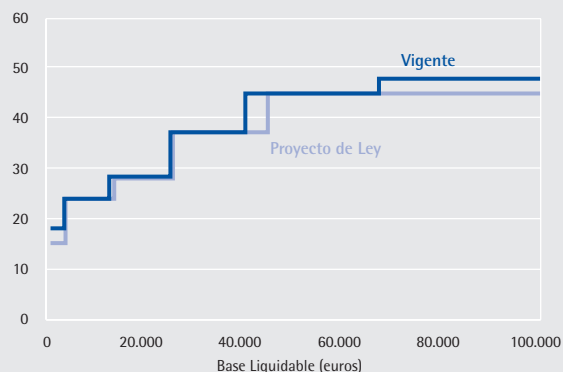
Con fecha 5 de junio de 2002, entró en el Congreso el Proyecto de Ley 121, de reforma parcial del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, que modifica también las leyes de los Impuestos sobre Sociedades y sobre la renta de no residentes. Esta reforma da por consolidado el modelo implantado por la Ley 40/98, aunque pretende adaptar el Impuesto a los cambios que se han producido en la sociedad española, sometida a una realidad cambiante. En particular, la reforma del Impuesto pretende, por una parte, fomentar el ahorro, la inversión y el empleo. Por otra, atender en mayor medida a las necesidades familiares, con especial hincapié en el caso de los discapacitados. Y finalmente, afrontar dos retos: el envejecimiento de la población y la baja natalidad. El Proyecto de Ley considera esta reforma como estructural, que coadyuva al mantenimiento de la estabilidad presupuestaria y facilitará la convergencia real de España con la Unión Europea, mediante la mejora del potencial de crecimiento económico y de la creación de empleo. Para ello, el impuesto pretende estimular la incorporación de la mujer al mercado laboral (40.000 de los nuevos empleos creados) y facilitar la movilidad geográfica de los trabajadores. Además, se marca el objetivo de simplificar el impuesto y hacer más visible la percepción de las políticas de apoyo a situaciones y objetivos concretos.

Entre los principales cambios que se realizan para lograr todos los objetivos de la reforma destacan los siguientes: a) disminución del número de tramos de la tarifa de 6 a 5; b) reducción de los tipos marginales máximo y mínimo en tres puntos (del 48 al 45%, y del 18 al 15%); c) modificación del mínimo personal y familiar, en el que se incluyen descuentos para los mayores y se aumentan los descuentos por hijos; d) cambios en la reducción por rendimientos del trabajo, que se aumenta en mayor medida para los discapacitados y mayores en activo, y que añade una nueva reducción en los casos de desplazamiento laboral por motivos de trabajo; e) reducción en la fiscalidad del capital, mediante aumentos de la deducción por planes de pensiones, reducción del tipo al que se ven afectadas las plusvalías a largo plazo, y disminución del plazo considerado como "largo" (de ocho años a cinco) para los seguros financieros, sobre el que se aumenta además el porcentaje de deducción; f) reducción de la fiscalidad de los rendimientos obtenidos por alquileres; g) introducción de una deducción en cuota que afecta a las mujeres trabajadoras con hijos menores de 3 años; y h) reducción de los supuestos de tributación por módulos en los casos de rentas empresariales y cambios en el régimen de transferencia fiscal. Con el objetivo de aumentar la neutralidad en las decisiones de ahorro a largo plazo, se exoneran de tributación a las plusvalías obtenidas en fondos de inversión si se reinvierten en productos similares.

Todas las medidas propuestas se encaminan a una disminución de la presión fiscal individual, que según los cálculos del Gobierno, será de un 11% de media, posibilitando un aumento de la renta disponible de las familias de 3.600 millones de €. El ajuste de las retenciones permitirá que una parte del aumento de renta, 3.000 M€, tenga lugar en 2003, mientras que los restantes 600 M€ se obtendrían en 2004, en el momento de la liquidación del impuesto. Así, el impacto sobre la renta estimado inicialmente para esta reforma es similar al de la anterior, si bien aquella tuvo un impacto final de 4.800 M€. Al igual que en el caso de la Ley 40/98, no se pretende la actualización de tarifas, reducciones y deducciones en función de la inflación, lo que necesariamente implica que la reforma tiene un impacto transitorio, cuya duración dependerá de la evolución de la inflación futura.

¹ Ver *La reforma del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas*, Recuadro 3.4 de Informe Económico 1998, Servicio de Estudios BBVA.

Tipo marginal en las tarifas vigente y prevista en el Proyecto de Ley



Fuente: M^o de Hacienda

Impacto estimado del cambio de tarifa

A fin de evaluar el impacto de esta reforma, y ante la falta de datos desagregados disponibles referentes a la liquidación del IRPF desde 1998, es decir los años posteriores a la aplicación de la Ley 40/98, se ha procedido a considerar como *base-line* el resultado que se obtuvo en su día con la evaluación del impacto de la Ley 40/98¹, y proyectarlo hasta el año 2003. A partir de este escenario, se ha estimado cuál sería el impacto de algunas de las medidas que se presentan en el Proyecto de Ley que actualmente se debate. Así, se ha podido estimar que la reducción de un punto del tipo marginal máximo en la tarifa actual implica una disminución de la cuota líquida del impuesto de 117 M€ corrientes, un 0,3% del total, y que una disminución del tipo marginal mínimo de la misma cuantía implicaría disminuirla en 407 M€, un 1,0%, puesto que la disminución del tipo mínimo tiene efecto sobre el resto de la escala de la tarifa. Por otro lado, el ajuste de los tramos (sin tocar los tipos) que se proponen en el proyecto daría como resultado una disminución de la cuota líquida de 972 M€ (-2,5%). Pero no se trata de una reduc-

ción de la tarifa de modo lineal, sino de la rebaja en tres puntos del tramo menor y la corrección ligeramente al alza del punto de inicio del resto de tramos, a excepción del último tramo que se elimina (ver gráfico). En conjunto el cambio de tarifa implica, sobre este escenario, una disminución de la cuota líquida del 6,2% (-2.400 M€).

Otros efectos de la reforma

Cabe tener en cuenta, sin embargo, que la reforma propuesta implica muchos más cambios. Así, las modificaciones en la reducción por rendimientos del trabajo, en los rendimientos del capital inmobiliario y en el mínimo personal reducen la base liquidable de cada contribuyente, y permiten recortar también la cuota íntegra a aquellos contribuyentes cuyo tipo marginal prácticamente no cambia, ya que reducen la Parte General de la Base Liquidable sujeta a gravamen. Además, se reduce del 18% al 15% el tipo para la parte especial de la Base Liquidable.

Previo a la obtención de la cuota líquida se ha introducido la deducción aplicable a las madres de niños menores de 3 años que trabajan fuera del hogar y cotizan a la Seguridad Social, en 100€ por mes. Las estimaciones indican que el impacto de esta medida, cuyo objetivo es conciliar la maternidad con la vida laboral, puede ser equivalente en términos de recaudación al de una disminución de 46€ en la cuota de cada contribuyente.

Por otro lado, la reforma cambia también la fiscalidad del ahorro y de los productos financieros. En particular, se cambia la división de plazos existente en el caso anterior (más de 2, más de 5 y más de 8 años, como límites que afectaban a los seguros y los fondos de inversión) por una doble: medio plazo para fondos de inversión y acciones (más de un año) y medio y largo plazo para los seguros (más de 2 y más de 5) (ver tabla). Así, la rebaja fiscal máxima para el ahorro a largo plazo se consigue ahora en un plazo de cinco años, frente a los 8 necesarios con el anterior sistema. Otra ventaja que se aplica al ahorro es la eliminación de tributación por las plusvalías cuando simplemente se realiza un cambio de fondo de inversión. Ello conllevará cambios importantes en la distribución del ahorro entre seguros financieros del tipo *unit-linked* y fondos, puesto que la principal ventaja de los primeros, poder cambiar de fondo sin tributar, se ve eliminada, manteniéndose solamente un diferencial de fiscalidad que puede verse compensado por el hecho de disponer de una oferta de fondos limitada.

Aunque algunos aspectos del Impuesto, como la fiscalidad de la vivienda habitual o la tributación de los dividendos, se mantienen sin alteraciones, la importancia de las modificaciones no evaluadas permite prever que el impacto sobre la renta disponible de las familias podría ser, al final, superior al previsto por el Gobierno. El momento cíclico en el que se aplicará la reforma, muy distinto del que había cuando se realizó la anterior, puede permitir que una mayor parte del aumento de la renta disponible familiar se destine a ahorro en detrimento del consumo, contribuyendo a elevar la tasa de ahorro familiar que se sitúa, todavía, en mínimos históricos.

Valoración: continuismo

En resumen, la reforma que se presenta en el Proyecto de Ley ahonda en la filosofía de la Ley 40/98, aumentando el protagonismo del mínimo familiar y personal, reduciendo los tipos marginales y el número de tramos de la tarifa y acercando la tributación de los distintos productos de ahorro. Como entonces, sin embargo, no se actúa sobre el resto de la imposición directa sobre las familias (Patrimonio y Sucesiones). La reducción de tipos marginales, además, debe contemplarse como un paso intermedio, puesto que en el entorno de la Unión Europea se anuncian ya reformas fiscales que pueden llevar los tipos marginales máximos por debajo del 40%, y acercarlos al tipo del impuesto sobre Sociedades. Teniendo en cuenta esta situación, la reforma debe considerarse tímida y permite augurar nuevos cambios en el Impuesto en un lapso de tiempo relativamente corto, lo que plantearía problemas de información que complican la toma de decisiones de los agentes a medio plazo. Con todo, la oferta de la Hacienda Pública de realizar una *pre-declaración* que el contribuyente simplemente debería revisar y, en caso de estar conforme, firmar y devolver, se convierte en una herramienta básica para avanzar en otro de los objetivos, la simplicidad.

Tratamiento de las rentas del capital Legislación vigente				
	Hasta 2 años	Entre 2 y 5 años	Entre 5 y 8 años	Más de 8 años
Intereses y activos financieros	Marginal	-30%	-30%	-30%
Fondos (> 1 año)	Marginal	18%	18%	18%
Seguros	Marginal	-30%	-65%	-75%
Plusvalías (> 1 año)	Marginal	18%	18%	18%
Dividendos	Deduc. 40%	Deduc. 40%	Deduc. 40%	Deduc. 40%
Proyecto de Ley				
	Hasta 2 años	Entre 2 y 5 años	Entre 5 y 8 años	Más de 8 años
Intereses y activos financieros	Marginal	-40%	-40%	-40%
Fondos (> 1 año)	Marginal	15%	15%	15%
Seguros	Marginal	-40%	-75%	-75%
Plusvalías (> 1 año)	Marginal	15%	15%	15%
Dividendos	-30%	-30%	-30%	-30%
Fuente: M ^o de Hacienda				

El buen momento de la obra civil

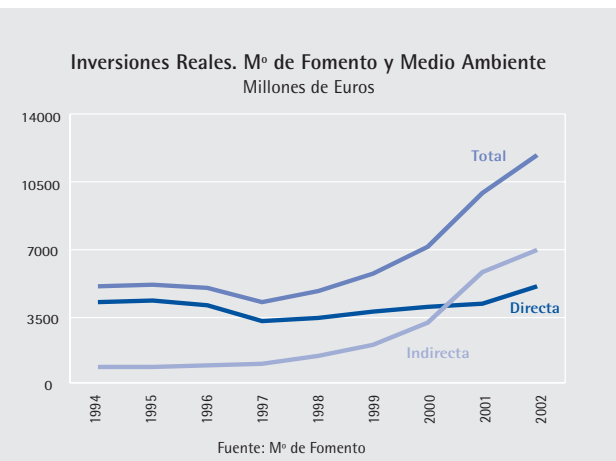
En 2001 y la primera parte de 2002, la obra civil ha tenido un papel relevante en el buen comportamiento de la construcción, que ha crecido a tasas del entorno del 5% en términos reales a lo largo del periodo. El repunte de la edificación y, sobretodo, el buen ritmo de inversión en obra civil mantuvieron la expansión de la actividad del sector de la construcción durante 2001 y todos los indicadores disponibles apuntan a que ha continuado la tendencia en la primera parte de 2002.

Tras las elecciones generales de 2000, la actividad en el segmento de la ingeniería civil comenzó a expandirse hasta alcanzar tasas de crecimiento superiores al 10% en 2001. Este aumento de la inversión en obra pública se está realizando, básicamente, en el

marco del programa de infraestructuras que están desarrollando las administraciones públicas. Éste programa se inició en el año 2000 y tiene un horizonte temporal de diez años.

En su conjunto, el plan de infraestructuras contempla una inversión de más de 114.000 millones de Euros en el periodo 2000-2007, que ejecutarán la administración central, en un 60,5%, y las administraciones territoriales, en un 39,5%. Los proyectos se concentran en la extensión de la alta velocidad, en la mejora y ampliación de un cierto número de puertos y aeropuertos españoles, en el mantenimiento de la red viaria existente y la construcción algunas circunvalaciones en centros urbanos en expansión.

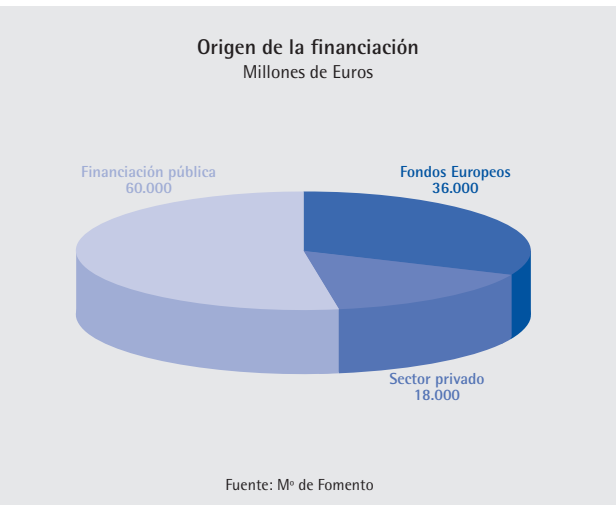
Los fondos necesarios para la ejecución de estas inversiones provienen de diferentes fuentes. Así, el 52,6% del total de la financiación de la inversión la realizaran las administraciones públicas españolas mientras que el 31,6% provendrá de fondos europeos y el 15,8% restante del sector privado.



El crecimiento de la financiación indirecta de parte de los proyectos de ingeniería civil ha sido una constante en los últimos años por la necesidad de contener los gastos presupuestarios. Con la incorporación en Europa, la disciplina presupuestaria llevó a un ajuste gradual del gasto que ha llevado a que la financiación indirecta sea similar a la directa. En el caso de los Ministerios de Fomento y Medio Ambiente, la inversión indirecta supuso el 58% de las inversiones reales efectuadas en 2001 y se espera un porcentaje similar en 2002. Las inversiones directas, si bien han mantenido cierto crecimiento en los últimos años, han perdido importancia relativa en favor de los distintos organismos autónomos existentes en el conjunto de las administraciones públicas.

Las inversiones comprometidas y el desarrollo de los proyectos actualmente en marcha indican que se mantendrá un buen nivel de actividad en la obra civil en 2002 y 2003. La evolución del gasto de las administraciones públicas en este capítulo no está exento, no obstante, de un cierto efecto electoral que se hará sentir a medida que se acerquen tanto las elecciones locales y autonómicas en 2003 como las generales de 2004.

La inversión pública total en el periodo 2000-2007 dentro del programa de infraestructuras contempla una inversión total de casi 200.000 millones de euros, si se considera los proyectos financiados con capital privado. Este volumen de inversión supondrá aproximadamente una aportación igual al 4,5% del PIB de media en el periodo, según se desprende de los datos del Ministerio de Fomento. La inversión en Infraestructuras en el periodo será, como ya se ha comentado de casi 115.000 millones de euros, lo que equivaldrá al 2,7% del PIB de media anual. La aportación de los Fondos europeos destinados al Plan de infraestructuras tendrá un impacto de casi el 0,8% del PIB de media en el periodo 2000-2007. Tres cuartas partes de esta inversión se realizará en los cuatro primeros años del programa, dejando para el periodo 2004-2007 una inversión total cercana a los 34.000 millones de euros.



5. Sistema Financiero

Cambios en el ahorro financiero de las familias

Durante los últimos años, la composición del ahorro familiar en España ha experimentado grandes cambios. El descenso de los tipos de interés asociado a la entrada de España en la UEM, el desarrollo de los mercados de capitales, la mayor cultura financiera de los inversores y los cambios introducidos en la fiscalidad del ahorro, llevaron al sistema financiero español a experimentar un proceso de desintermediación bancaria durante los años noventa. Esta tendencia, similar a la experimentada con anterioridad por otros sistemas financieros más desarrollados, ha supuesto un menor protagonismo de las entidades de crédito. Han sido los ahorradores los que han pasado a financiar directamente a las empresas a través de la compra de acciones e indirectamente a través de la adquisición de participaciones en fondos de inversión y fondos de pensiones. De esta forma, el efectivo y los depósitos bancarios pasaron de representar un 54% de los activos financieros de las familias en 1994 a un 38% en 2001, mientras que la importancia de las acciones y los fondos de inversión y de pensiones ha pasado de representar un 38% en 1994 a un 56% en 2001.

Cuando se compara la situación española con la de la UEM, se observa que el proceso de desintermediación parece haber sido particularmente intenso en nuestro país. El peso de las acciones y fondos de inversión sobre los activos financieros totales de las familias es superior al de la UEM. Por el contrario, los valores de renta fija y las reservas técnicas de seguros tienen en España una menor importancia que en Europa.

Vuelta temporal a los depósitos

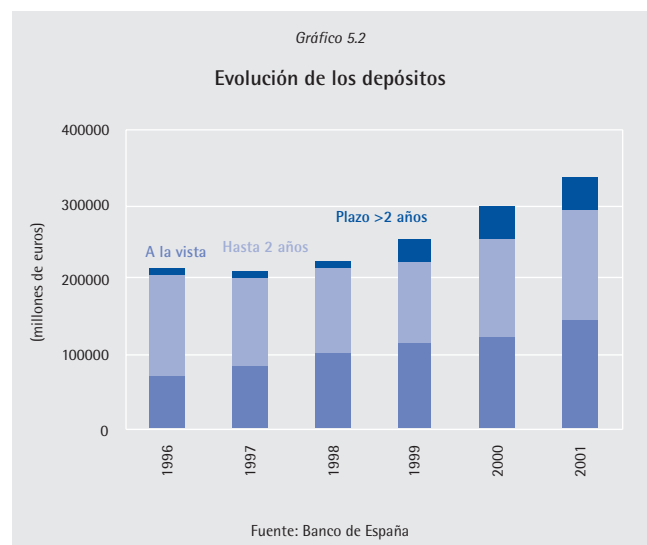
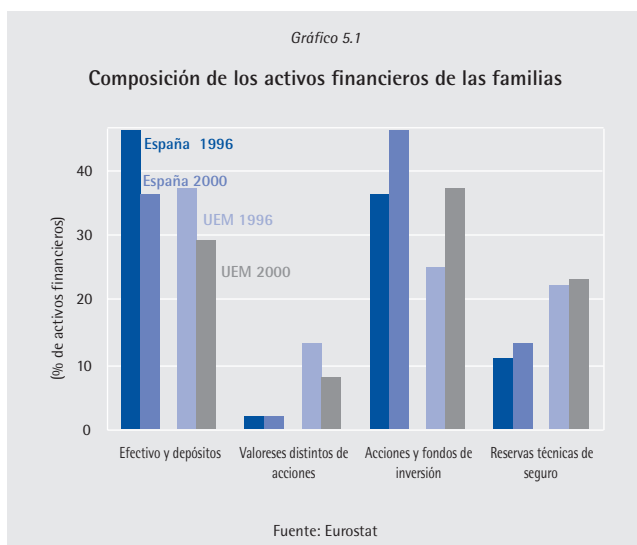
Sin embargo, en los últimos tres años, esta tendencia hacia la desintermediación se ha visto truncada por varios factores.

En primer lugar, la reforma fiscal de 1999 incentivó la contratación de depósitos a plazo superior a dos años y eliminó alguna de las ventajas tributarias de los fondos de inversión, lo que canalizó gran parte del ahorro hacia este tipo de productos.

En segundo lugar, las caídas en las cotizaciones bursátiles que siguieron al boom tecnológico y que se han prolongado en 2002, aumentaron la aversión al riesgo de las familias.

Por último, la banca on-line se introdujo en el sistema financiero español a finales de 1999 con una estrategia muy agresiva para captar pasivo. Ofreciendo tipos de interés muy por encima de mercado en depósitos a la vista y a muy corto plazo. El desfavorable comportamiento de los mercados financieros hizo todavía más atractiva esta oferta, por lo que la banca on-line ha conseguido captar un porcentaje muy elevado de depósitos. Durante los cuatro primeros meses de 2002 han captado el 23% de los nuevos depósitos de otros sectores residentes del total de entidades de crédito, consiguiendo cuotas de mercado significativas en un periodo de tiempo relativamente pequeño (un 4,4% de los depósitos de la banca y un 1,7% del total de entidades de crédito en abril de este año).

Por su parte, la banca tradicional, buscando el segmento inversor más sofisticado, ha reaccionado a esta estrategia a través de ofertas de "depósitos a plazo combinados", en los que se ofrece una rentabilidad fija sobre una parte de la aportación y una variable para el resto asociada a fondos de inversión.



Así, los depósitos del sector privado han recuperado parte del protagonismo perdido en los últimos años, al experimentar un crecimiento medio real del 10% anual entre 1999 y 2001, el mayor de los últimos 28 años.

En el corto plazo, mientras no se atisbe una mejora en la confianza sobre la evolución de los mercados, los depósitos pueden seguir siendo una de las principales opciones de ahorro para las familias españolas. Sin embargo, los factores que han apoyado este fuerte crecimiento de los depósitos van a perder impulso en el medio plazo. La reforma fiscal que entrará en vigor en 2003 va a hacer menos atractivos los depósitos a largo plazo en términos relativos frente a otros productos financieros, desanimando la inversión en este tipo de productos. Además, la banca on-line, al margen de campañas puntuales, parece haber entrado en una segunda fase en la que se está orientando a una mejora de sus resultados y a la diversificación de la oferta de productos.

De la inversión directa en acciones...

Una coyuntura económica menos favorable, el pinchazo de la "burbuja tecnológica", los riesgos latinoamericanos y las dudas sobre las prácticas contables de las grandes empresas, han llevado a los mercados de renta variable a sufrir una fuerte caída en los últimos dos años.

El IBEX-35, principal índice de referencia, se situaba a finales de junio en los niveles mínimos de los últimos 5 años. Un 48% por debajo del máximo alcanzado en marzo de 2000.

La exposición directa de las familias a la renta variable en España es relativamente alta. En la bolsa española, los inversores individuales tienen mayor importancia que en el resto de plazas bursátiles europeas. Así, en la bolsa

de Madrid un 31% de los inversores son individuales frente al 16% de Londres, el 13% de Estocolmo o el 8% de París, por lo que los activos financieros de las familias españolas se han visto particularmente afectados por la caída del valor de las acciones.

Sin embargo, este descenso obedece únicamente a un efecto precio, ya que los inversores individuales no han reducido su exposición a la bolsa.

En 2001, según la información de las Cuentas Financieras del Banco de España, la suscripción neta de acciones y otras participaciones (incluyendo fondos de inversión), aumentó en cuatro mil millones de euros. En el mismo periodo, las suscripciones netas de participaciones de fondos de inversión disminuyeron 800 millardos de euros, lo que parece indicar que el aumento en las suscripciones se dio en la adquisición de acciones.

En los próximos años y dados los niveles alcanzados, la inversión directa en acciones por parte de las familias podría perder peso. La reforma fiscal y la experiencia reciente pueden hacer que los inversores prefieran invertir en fondos de inversión en los que van a tener mayor flexibilidad a la hora de cambiar de estrategia de inversión.

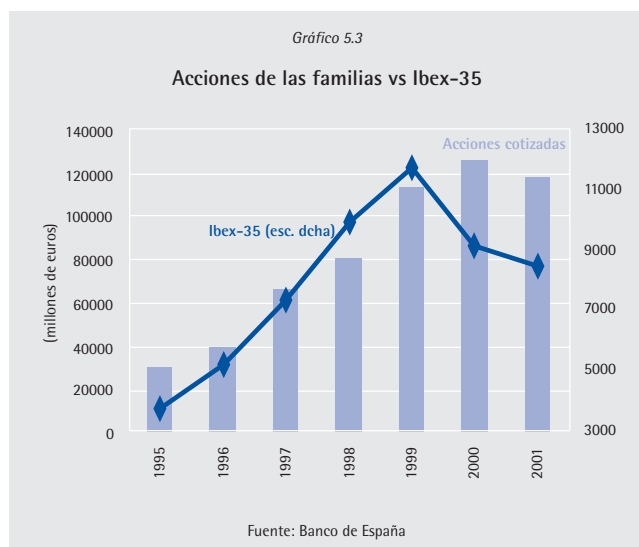
...a Productos de inversión colectiva...

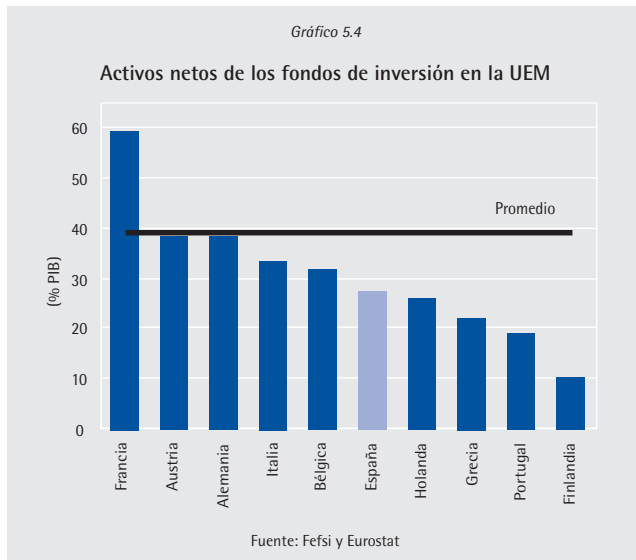
Durante la década pasada, los fondos de inversión tuvieron un desarrollo muy intenso, llegando a representar un 38% del PIB y un 19% de los activos financieros de las familias en 1998. Parte de este crecimiento se explica por el cambio de las preferencias de los ahorradores hacia la renta variable, especialmente internacional, en detrimento de los fondos del mercado monetario. En 2000, año en el que la internacionalización de la inversión familiar fue más intensa, el 25% del patrimonio de los fondos estaba en fondos internacionales y de estos el 70% en renta variable.

De esta forma, los fondos han sido un vehículo indirecto de inversión en otros mercados de renta variable internacional, viéndose particularmente afectados por la caída de los mercados.

No obstante, a partir de 2000, las rentabilidades negativas en bolsa han provocado un frenazo al desarrollo de este producto financiero y un cambio en su composición, hacia productos de menor riesgo, principalmente fondos del mercado monetario y de renta fija.

La pérdida de peso de este instrumento financiero podría ser indicativa de que esta industria ha llegado a una cierta madurez tras el fuerte crecimiento de los años





noventa. Sin embargo, si se realiza una comparación internacional se observa que se mantiene por debajo de la media de los países de la UEM. Sin tener en cuenta Irlanda y Luxemburgo, debido a su condición de centros internacionales de inversión colectiva, la media de activos netos de fondos de inversión sobre PIB en la UEM sería del 39% frente al 27% en España.

Además los cambios fiscales que entrarán en vigor a partir de 2003, permitiendo cambiar de fondo de inversión sin tributar por las plusvalías, sugieren que estos productos van a cobrar un protagonismo mucho mayor en la composición de los activos financieros de las familias españolas.

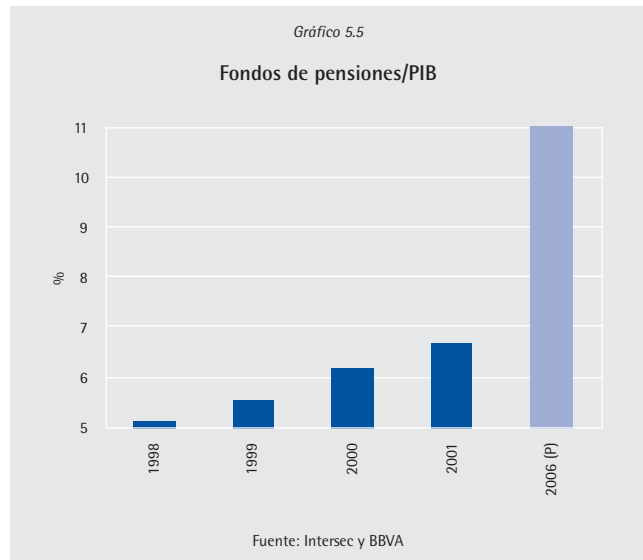
Ya durante los primeros cinco meses del año se ha empezado a apreciar una cierta recuperación en las suscripciones netas (3617 millones de euros) principalmente de los FIAMM.

El resto de productos de inversión colectiva ha tenido un desarrollo dispar. Las sociedades de Inversión (SIM y SIMCAV) han continuado creciendo muy dinámicamente (25% en el último año), pasando a representar casi un 10% del patrimonio de los fondos de inversión colectiva.

En cuanto a los *unit-linked*, tras su fuerte entrada en el año 2000, han experimentado una caída aunque inferior a los fondos, representando un 6% del patrimonio de los fondos de inversión.

....y ahorro previsional

El patrimonio de los fondos de pensiones ha seguido aumentando de manera notable, manteniendo tasas de crecimiento en torno al 14% anual en el primer trimestre de 2002.



Comparar los sistemas de pensiones de los países europeos es muy complicado debido a la heterogeneidad de los sistemas nacionales. Aun así, en base a las cuentas financieras de las familias, las reservas técnicas de seguros (partida que incluye los fondos de pensiones y seguros) representan el 30% de los activos financieros en la UEM frente al 13% en España. El patrimonio de los fondos de pensiones en España supone tan sólo el 7% del PIB, aunque las previsiones apuntan a un fuerte crecimiento que les llevará a alcanzar el 11% del PIB en 2006¹.

Durante los últimos tres años, el segmento de los fondos de pensiones que más ha crecido ha sido el de los planes de empleo. Esto se ha debido principalmente a la obligación de exteriorización de los planes de pensiones por parte de las empresas no financieras. Aunque este proceso tiene como fecha límite el 16 de noviembre de este año, la mayoría de las empresas ya lo habría llevado a cabo.

También existen entidades financieras que, aunque no están obligadas a ello, han pactado la exteriorización de sus planes de pensiones, por lo que durante este año continuará el incremento de los planes de empleo.

Además, la Propuesta de Directiva de la Comisión Europea sobre Pensiones Ocupacionales, supone un paso importante hacia un mercado paneuropeo de pensiones de empleo. Esta directiva responde a los objetivos que los gobiernos de la UEM se han marcado en materia de previsión social, potenciando las contribuciones a planes de empleo como complemento a los sistemas de seguridad social.

La idea es impulsar el segundo pilar de la previsión social y armonizar la regulación de los diferentes países

¹ Estimación basada en las previsiones de Intersec Research.

de la zona UEM, permitiendo a las empresas multinacionales gestionar sus planes de pensiones globalmente. De esta forma se contribuye a eliminar la segmentación y a fomentar la competencia en el sector, en beneficio de los partícipes. Aun así, todavía quedan reformas pendientes muy importantes como una mayor armonización fiscal y una definición de límites de inversión.

En resumen, la reforma del IRPF, la previsible recuperación de los mercados y el potencial de crecimiento de los fondos de inversión y de los fondos de pensiones, van a propiciar que los productos de ahorro alternativos a los depósitos bancarios vuelvan a cobrar protagonismo en las carteras de las familias españolas.

Cuadro 5.1. Variables Financieras

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

	2000*	2001*	ene.02	feb.02	mar.02	abr.02	Saldo (mM €)
Depósitos a la vista y de ahorro	5,7	14,4	13,5	14,6	17,3	14,4	260
Depósitos a plazo	24,7	12,6	12,1	10,8	9,3	8,8	203
Patrimonio de Fondos de inversión	-11,2	-2,9	-4,1	-1,4	2,4	-0,5	178
Patrimonio de Fondos de pensiones	19,8	15,8	—	—	—	13,6	44
Crédito al sector privado	17,3	11,7	11,9	12,5	13,5	12,9	647
Tasa de mora (Entidades de crédito)	1,24	1,22	1,25	1,24	1,23	1,24	n.a.

* fin de año

Fuente: Banco de España e Inverco

Afloramiento de efectivo: ¿también en 2002?

Como es sabido, el período de doble circulación de pesetas y euros se prolongó hasta febrero de 2002. Por tanto, aunque cabe prever que el grueso del afloramiento de dinero atesorado en pesetas se produjo con anterioridad a la puesta en circulación de la nueva moneda, cabe plantearse si este fenómeno ha continuado más allá de la puesta en circulación del euro. Esta estimación resulta compleja porque durante este período se han producido notables distorsiones en la circulación fiduciaria asociadas con la introducción del euro. Por tanto, los resultados cuantitativos que aquí se presentan deberían ser tomados con cautela.

¿Ha continuado el afloramiento de efectivo?

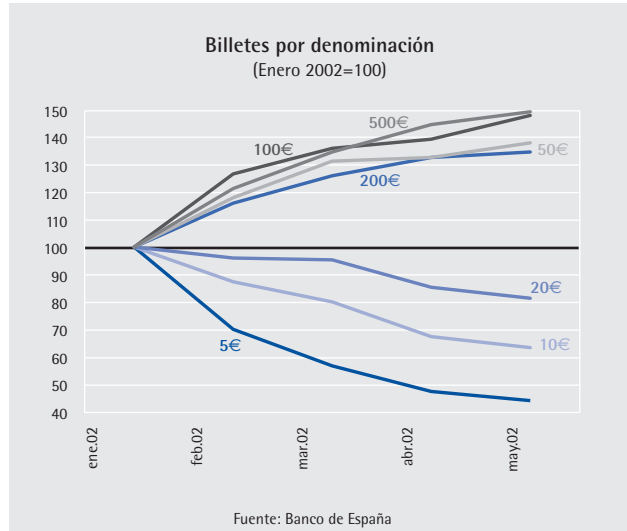
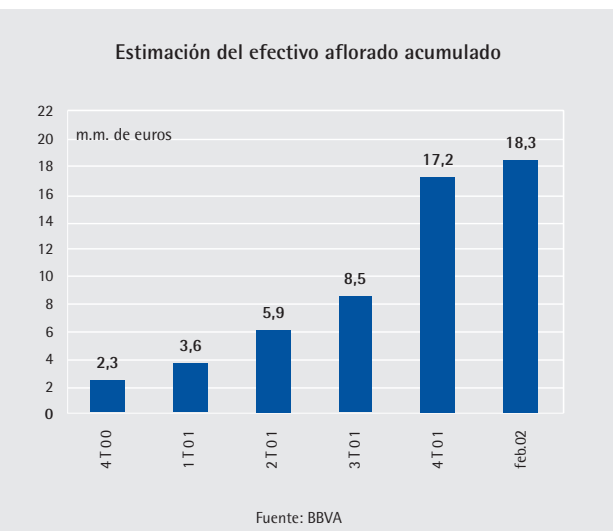
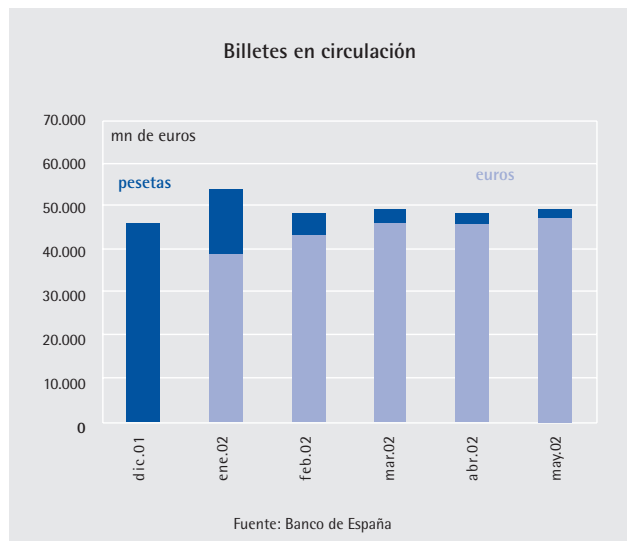
Como se puede observar en el gráfico adjunto, una vez superado el mes de enero, el canje de pesetas por euros no se ha traducido en cambios significativos en el nivel de billetes en circulación en la economía española. De hecho, el aumento en el saldo de billetes en euros que tuvo lugar en febrero no llegó a compensar la retirada de la circulación de billetes en pesetas, por lo que el saldo total de billetes en circulación (en pesetas y euros) descendió. Para valorar si esta estabilidad es un reflejo de la continuidad de un fenómeno de afloramiento de efectivo se han utilizado dos aproximaciones:

- En primer lugar, se ha recurrido a un modelo econométrico de demanda de efectivo con el que se ha estimado el saldo de billetes «teórico» que se debería haber observado en ausencia de las distorsiones producidas por la adopción del euro¹. Según el modelo, este saldo «teórico» se elevaría a unos 61,7 millones de euros a finales de febrero, lo que comparado con un saldo de billetes en euros de 43,4 millones² daría lugar a una diferencia de 18,3 millones que podría considerarse efectivo aflorado estimado. Puesto que el fenómeno de afloramiento de efectivo parece venir produciéndose desde el cuarto trimestre de 2000³ y entre esta fecha y finales de 2001 habrían aflorado 17,2 millones de euros, se podría concluir que el afloramiento de efectivo en los dos primeros meses del año ascendería a unos 1,1 millones de euros (unos 183.000 millones de pesetas).
- La segunda vía se basa en analizar la evolución del saldo de billetes entre diciembre de 2001 y febrero de 2002. A finales del pasado año el stock de billetes en pesetas se elevaba a 46,2 millones de euros. Una vez que en febrero concluye el período de doble circulación sólo se habrían canjeado billetes en pesetas por billetes en euros por un valor de 43,4 millones de euros. No obstante, hay que tener en cuenta que la circulación de billetes tiene un carácter marcadamente estacional y que en los meses de diciembre acostumbra a ser más elevada que en el resto del año. De hecho, se observa que en el período 1991-1999 el saldo de billetes en circulación ha descendido en torno al 4%-5% entre los meses de diciembre y febrero. Por tanto, por causas estacionales, el volumen de billetes debería haber descendido entre unos 1,85-2,3 millones de euros. El saldo de billetes a diciembre menos la suma de los billetes en euros puestos en circulación y la caída estacional de billetes es-

¹ Este modelo es el utilizado en el artículo *¿Existe efecto euro en la economía española?* publicado en Situación España. Diciembre 2001.

² Se considera que el stock de efectivo relevante para hacer el ejercicio es el stock de billetes en euros a pesar de que la peseta no perdió poder liberatorio hasta principios de marzo

³ Véase artículo anteriormente citado



timada podría atribuirse a un fenómeno de afloramiento. Esta cifra oscilaría entre 530 y 980 miles de euros (entre 90.000 y 163.000 millones de pesetas), cantidad no muy alejada de la obtenida en el apartado anterior.

Los órdenes de magnitud de posible afloramiento que se obtienen en ambos ejercicios resultan mucho más reducidos que los observados en el año 2001, lo que lleva a la conclusión de que este fenómeno habría sido menos intenso en 2002 que en el ejercicio precedente.

El riesgo es un mayor afloramiento

A pesar de lo anterior es importante destacar que existen dos factores que podrían estar encubriendo un mayor nivel de afloramiento de efectivo.

Posible atesoramiento

Como se puede observar en el gráfico, uno de los aspectos más llamativos de la puesta en circulación del euro ha sido la diferente evolución que han mostrado los billetes de alta denominación (de 100 euros o superior) y el resto de billetes que podría considerarse «transaccional» (de 50 euros hacia abajo). La caída del efectivo se ha concentrado en los billetes de 20, 10 y, especialmente de 5 euros, siendo en este último caso del 56% en el período enero-mayo. Por el contrario, los billetes de 50, 100, 200, y sobre todo, de 500 euros han aumentado de manera significativa en estos cinco meses (un 51% en el último caso). De hecho, la proporción de los billetes de alta denominación sobre el total ha pasado del 39% a comienzos de año al 48% en mayo.

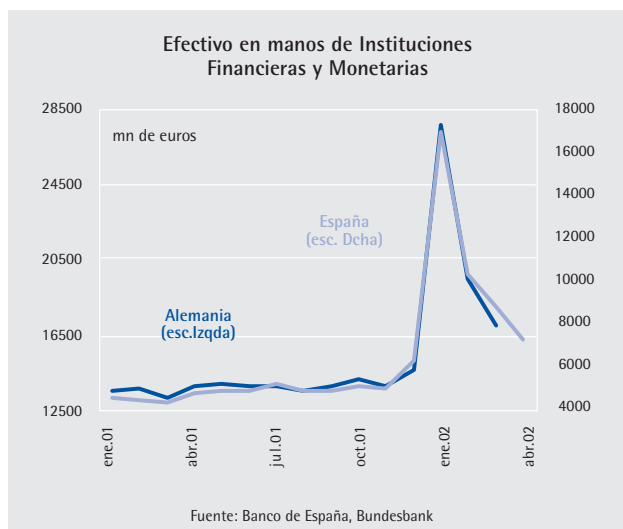
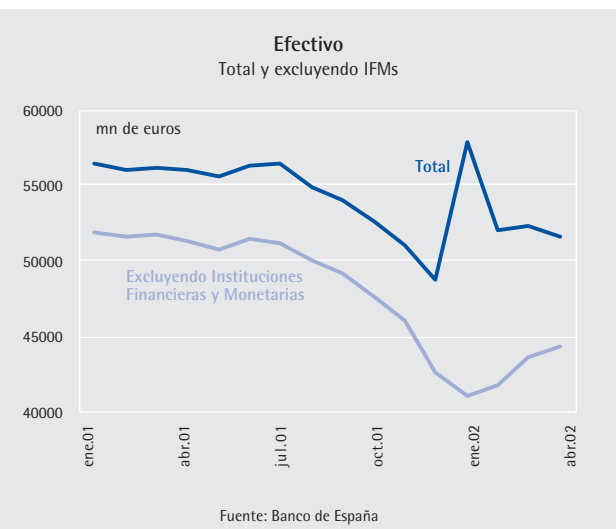
Ello podría estar apuntando a un nuevo fenómeno de atesoramiento. Resulta difícil valorar si la distribución entre billetes utilizados para atesoramiento y billetes meramente usados para transacciones es semejante a la que existía en la economía española antes de la introducción del euro físico. Los billetes de 5.000 y 10.000 pesetas eran los que se acostumbraban a utilizar para el atesoramiento aunque también tenían una función transaccional. Sin embargo, la adopción del euro ha supuesto la introducción de denominaciones que son poco utilizadas para saldar transacciones corrientes. Por tanto, si ya a partir de febrero se hubiese generado un proceso de atesoramiento, el efectivo destinado a actividades transaccionales sería aún inferior a lo que refleja la cifra de billetes publicada, sesgando a la baja las estimaciones de afloramiento de efectivo presentadas en el apartado anterior.

Elevadas tenencias de efectivo en las entidades financieras

En segundo lugar, como ha puesto de manifiesto el BCE⁴, parece haberse constatado que en las primeras semanas de la puesta en circulación del euro se produjo un atesoramiento de reservas en billetes de baja denominación por parte de las entidades de depósito y una demanda elevada de estos billetes por parte del comercio minorista para facilitar la devolución del cambio. La reciente caída observada en los billetes de menor denominación podría obedecer a la devolución de este exceso de billetes que ya no es necesario al Banco de España. De hecho, como se observa en el gráfico, las tenencias de efectivo (en euros y pesetas) de las entidades de depósito han sido muy elevadas en relación con su comportamiento histórico. Este es un fenómeno que también se ha producido en otros sistemas bancarios como el alemán. El reciente descenso en la evolución del efectivo está siendo debido fundamentalmente a la reducción de los stocks de billetes y monedas por parte de las entidades financieras, puesto que el efectivo que detenta el resto de la economía viene aumentando desde principios de año (véase gráfico adjunto).

Si las entidades financieras hubieran mostrado un perfil más acorde con el que suele ser habitual -es decir, si hubieran mantenido en torno al 10% del efectivo del resto de la economía en vez del 24% en febrero- el saldo de billetes habría sido inferior, lo que de nuevo estaría sesgando a la baja en los cálculos anteriores de efectivo aflorado.

⁴ Incidencia del cambio de moneda sobre la evolución de los billetes y monedas en circulación. Boletín mensual del BCE. Mayo 2002



¿Han cambiado los determinantes del consumo privado en España?

Manuel Balmaseda y Patrocinio Tello
Servicio de Estudios de BBVA

1. Introducción

El consumo privado representa en torno al 60% del PIB, y es el componente más importante de la demanda. Por tanto, no resulta sorprendente que el estudio de sus determinantes sea de máximo interés. Los cambios que en las últimas décadas ha experimentado la sociedad española han afectado, sin duda, a las decisiones de los agentes económicos. La mayor estabilidad macroeconómica, que ha supuesto la adhesión de España a la UEM, ha alterado de forma permanente el marco en el que los hogares y las empresas toman sus decisiones de gasto y de ahorro. En este entorno, caracterizado por el mantenimiento de unos tipos de interés relativamente estables e históricamente bajos, los cambios en el tratamiento fiscal de los distintos instrumentos de ahorro y el desarrollo de los mercados financieros han impulsado una reestructuración del patrimonio mantenido por las familias. El desplazamiento de fondos hacia activos de renta variable, que ofrecen un rendimiento más elevado pero más volátil que los activos de renta fija, y el vigor de la inversión en vivienda, que ha elevado el nivel de endeudamiento de las familias ante el significativo y rápido crecimiento de sus precios, han permitido diversificar las fuentes que afectan a la capacidad de gasto de los hogares, al tiempo que ha aumentado la vulnerabilidad de la misma a una corrección de las cotizaciones bursátiles o de los precios de la vivienda.

Bajo este nuevo escenario, que supone un cambio permanente en el marco de toma de decisiones de los agentes, la importancia relativa de las variables que determinan la evolución del consumo privado a largo plazo ha sufrido modificaciones respecto a los determinantes del pasado. La mayoría de las funciones de consumo estimadas para la economía española utilizan datos hasta 1996 por lo que no incorporan el impacto de los cambios acaecidos recientemente. En este contexto, este trabajo pretende, por un lado, explicar el comportamiento del consumo privado a través de un conjunto de variables que reflejen lo más fielmente posible, dadas las limitaciones que impone la disponibilidad de datos, los cambios experimentados recientemente por la economía española y, por otro, obtener estimaciones actualizadas de sus principales determinantes.

El artículo se estructura como sigue. En primer lugar, se especifica la relación de largo plazo, lo que requiere un análisis de las propiedades estocásticas de las variables,

y se presenta la modelización de la evolución del consumo privado como un mecanismo de corrección de error mediante la inclusión de las variables relevantes a corto plazo. En segundo lugar, se presentan los resultados de la estimación de la ecuación seleccionada. Y, finalmente, se resumen las principales conclusiones

2. Los determinantes de largo plazo del consumo privado

2.1. Las variables explicativas

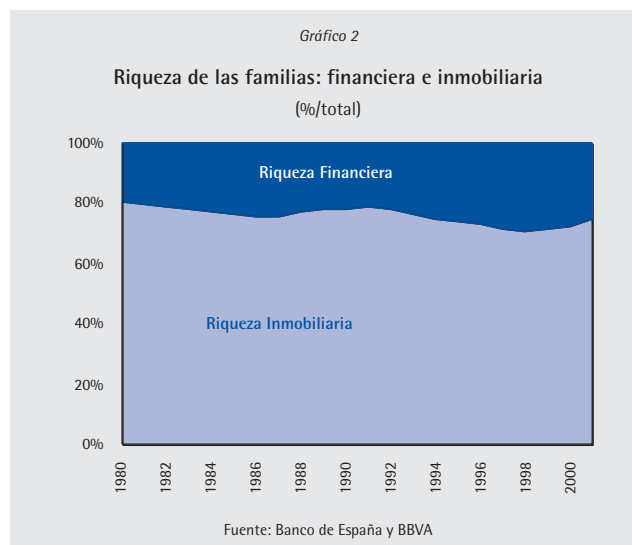
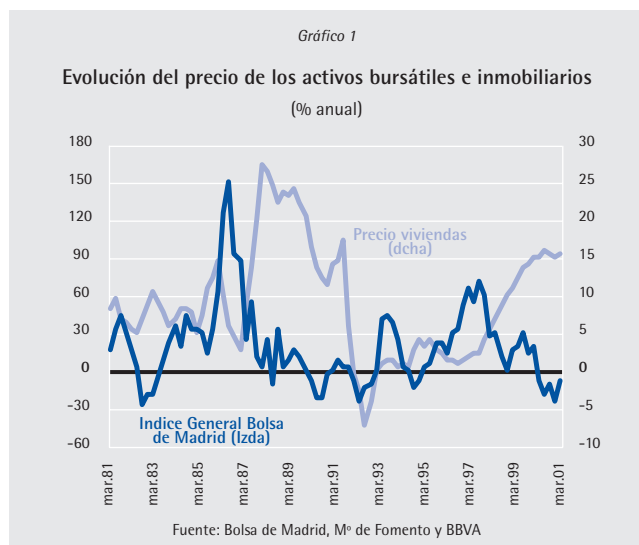
Las aportaciones de Friedman (1957), sobre la teoría de la renta permanente, y la de Modigliani y Brumberg (1954), sobre la hipótesis del ciclo vital, formalizaron la idea de que las decisiones de consumo suponían un problema de elección intertemporal. Es decir, la decisión de consumo corriente no sólo depende de la renta laboral presente sino también del valor actual de la renta laboral esperada y del *stock* de riqueza.

La especificación más general que se deriva del modelo teórico para la relación de largo plazo es:

$$(1) C_t = f(Yd_t, W_t, Z_t),$$

dónde todas las variables han sido deflatadas por el deflador del consumo privado¹, C es el consumo privado, Yd es la renta disponible, W la riqueza total y Z otros posibles determinantes del consumo privado, por ejemplo, el tipo de interés real, la inflación (impuesto inflacionario) o la tasa de paro. De estas variables, la riqueza es una de las que ha experimentado cambios más importantes en los últimos años. En primer lugar, se ha producido un cambio en la estructura del patrimonio financiero de las familias. En la última década ha aumentado la preferencia de los hogares por mantener activos de renta variable frente a activos de renta fija, al ofrecer una mayor rentabilidad aunque también un mayor riesgo. Según las cuentas financieras del Banco de España, las acciones representaban en 2001 el 28,5% del total de los activos financieros mantenidos por los hogares e ISFL frente al 15,5% de 1994. Al ser los precios de los activos de renta variable más volátiles, la reestructuración del balance financiero de las familias ha elevado la incertidumbre respecto a la dinámica del *stock* de riqueza financiera. En segundo lugar, la importancia del *stock* de riqueza como variable determi-

¹ Ello implica que las variables deflatadas están en términos de consumo



nante de las decisiones de gasto ha aumentado. Así, por ejemplo, mientras que a comienzos de la década de los ochenta, el *stock* de riqueza financiera e inmobiliaria de las familias representaba en torno al 500% de la renta disponible en 2001 esta cifra se aproximaba al 800%. El boom bursátil, inicialmente, y el boom inmobiliario, posteriormente, han contribuido a ello. El hecho de que en España, la capitalización de la bolsa², así como la participación generalizada de los hogares en la misma, no alcanzara un volumen significativo hasta fechas recientes explica por qué en estudios precedentes la cotización bursátil no contribuía a determinar la evolución del consumo privado o que lo hiciera sólo marginalmente (Andrés y otros (1990)).

Las importantes diferencias existentes entre las distintas fuentes de riqueza financiera³ hacen que su impacto sobre las decisiones de consumo difiera considerablemente. Ello implica que sea conveniente diferenciar entre riqueza financiera materializada en activos de renta fija (*Wf*) y riqueza financiera en activos de renta variable (*We*) en la función de consumo. Pero, adicionalmente, los hogares poseen otras dos fuentes de riqueza que afectan a su capacidad de gasto: el *stock* de bienes duraderos (*Wdur*) y el *stock* de viviendas (*Wi*). Dado el diferente peso que las distintas fuentes de riqueza tienen en el *stock* total y la diferente evolución y volatilidad de sus precios cabría esperar que fueran la riqueza financiera en renta variable y la riqueza inmobiliaria las que mayor incidencia tuvieran sobre la evolución del consumo privado (véase Gráfico 2).

La respuesta del consumo a cambios en sus dos principales fuentes de riqueza, *We* y *Wi*, es diferente por varias razones. En primer lugar, porque son activos con un grado de liquidez desigual, mayor en el primer caso. Esta

diferencia, no obstante, se ha reducido en los últimos años con el desarrollo de los mercados financieros y de los servicios de intermediación inmobiliaria⁴ y con la posibilidad de utilizar la vivienda como colateral de préstamos al consumo. En segundo lugar, los precios de las acciones se perciben como más volátiles que los de la vivienda, por lo que los cambios en el valor de la riqueza inmobiliaria, ocasionados por alteraciones en los precios de la vivienda, se considerarían como más permanentes que los originados por movimientos en la cotización bursátil, por lo que cabría esperar una mayor incidencia sobre el consumo de revalorizaciones del *stock* inmobiliario. En tercer lugar, el impacto dependerá de la distribución del *stock* de riqueza entre los hogares. En el caso de España, la distribución parece ser más simétrica en el caso del *stock* de viviendas que en el de activos de renta variable, dado el elevado porcentaje de viviendas en propiedad (en torno al 80%). No obstante, con las privatizaciones y el aumento del recurso a bolsa de las empresas, la participación de los hogares en bolsa se ha generalizado en los últimos años. Un reciente estudio (Naredo (2002)) analiza, a partir de la información contenida en el IRPF, como se distribuye la riqueza en España entre los declarantes de renta. Los resultados confirman que el grado de concentración de la riqueza en renta variable es superior al de la riqueza

² A comienzos de los ochenta la capitalización de la bolsa de Madrid apenas representaba el 8% del PIB frente al 80% que representó al cierre de 2001. El proceso de privatizaciones, inicialmente, y el proceso de Ampliaciones de capital y Nuevas admisiones, recientemente, han impulsado el valor del parque bursátil español.

³ Generalmente, los activos de renta fija generan un rendimiento que se recibe de forma periódica por su tenedor, en cambio, los activos de renta variable, incluidos los fondos de inversión, generan un rendimiento que se percibe en forma de dividendo o en forma de ganancias de capital, cuando se vende la participación. En el primer caso, la rentabilidad no está sujeta a incertidumbre, mientras que en el segundo sí.

⁴ Ello ha reducido el tiempo de venta de un inmueble y facilitado el acceso al crédito por la mayor competencia entre las entidades.

inmobiliaria, aunque la brecha se ha reducido en los últimos años⁵.

La transmisión de los cambios en la riqueza de los hogares a sus decisiones de gasto dependerá del grado de desarrollo de los mercados financieros. Los estudios realizados para países de la OCDE ponen de manifiesto que en países donde el sistema bancario continúa siendo la principal vía de canalización de los flujos financieros (Europa continental)⁶ la respuesta del consumo a cambios en su riqueza es menor que en países donde el mercado tiene un papel más relevante (países anglosajones). Por tanto, dada la diferente naturaleza de los componentes de la riqueza de los hogares es necesario considerar por separado su incidencia en la evolución consumo privado.

2.2. La especificación de la relación de largo plazo

En primer lugar, se examinan las propiedades estocásticas de las variables y se obtiene que son integradas de orden 1 (I(1)), por lo que podría existir una relación de cointegración entre ellas. Como cabría esperar, existe una relación de largo plazo entre el consumo, la renta disponible y la riqueza. Y, en particular, cuando se descompone la riqueza total, existe una relación de cointegración entre el consumo privado, la renta disponible y los distintos componentes de la riqueza total (riqueza financiera variable, riqueza financiera fija y riqueza inmobiliaria)⁷.

$$(2) \quad c_t = \alpha_0 + \alpha_1 yd_t + \alpha_2 we_t + \alpha_3 wf_t + \alpha_4 wi_t + \varepsilon_t$$

Dónde yd_t es la renta disponible de los hogares, we_t es el *stock* de riqueza en activos de renta variable, wf_t es el *stock* de riqueza financiera en activos de renta fija, wi_t es el *stock* de riqueza neta en viviendas⁸ y ε es el término de error. Las letras minúsculas denotan que las va-

⁵ Algunos de los resultados son: i) el 4,1% de los declarantes concentraban el 24,3% del patrimonio inmobiliario (fincas urbanas) en 1985, mientras que en 1999 el 3,8% acumulaba el 23,5%, ii) el 1,9% de los declarantes poseía el 52,4% de valor de las acciones y participaciones, mientras que en 1999 el 2,8% poseía el 28,2%, iii) la vivienda y los depósitos son los principales activos en los tramos más bajos de patrimonio, mientras que las acciones son los activos más atractivos para los declarantes en los tramos altos de patrimonio, iv) en 1999 se detecta un descenso del peso de las acciones y otras participaciones y un aumento simultáneo de los depósitos en el patrimonio de los tramos altos mientras que no se observa un hecho similar en los tramos bajos, con una mayor propensión a consumir.

⁶ En estos sistemas financieros los hogares, cuyas deudas son mayoritariamente deudas contraídas con los bancos, tienen más dificultades de endeudarse utilizando como colateral su cartera de acciones que en sistemas "de mercado".

⁷ Los resultados no mejoran al incluir la riqueza en bienes duraderos ($wdur$) ni los tipos de interés reales.

⁸ El valor del *stock* de viviendas menos el *stock* de crédito hipotecario.

⁹ La riqueza en renta variable se ha aproximado por el valor de la participación de las familias en la capitalización bursátil y la riqueza en renta fija por una variable que incluye la masa monetaria (M3), la participación en fondos de inversión en renta fija y la deuda del Estado en manos de las familias. Estas series han sido deflatadas con el deflador del consumo privado. El procedimiento de trimestralización empleado en todos los casos ha sido el propuesto por Chow y Lin (1971).

Cuadro 1. Estimación de la relación de largo plazo

Variable dependiente: c_t		
Periodo estimación: 1980:1-2001:4		
	Coefficiente	"t" estadístico
Constante	2,193	3,88
yd_t	0,501	4,51
we_t	0,045	8,04
wf_t	0,108	2,73
wi_t	0,100	5,49
—		
R^2	0,99	
$\hat{\sigma}$	0,01	
Fuente: BBVA		

riables están en logaritmos y todas ellas están expresadas en términos de consumo.

El periodo muestral, debido a la disponibilidad de datos, se extiende desde el primer trimestre de 1980 al cuarto de 2001. La ausencia de una serie suficientemente larga y homogénea que refleje adecuadamente los cambios en la estructura de la riqueza financiera de las familias ha obligado a construir las variables utilizadas en la estimación, incluido la trimestralización de series de periodicidad anual⁹.

En el Cuadro 1 se presentan los resultados de la estimación de la ecuación (2). Se observa que todos los coeficientes resultan muy significativos y muestran los signos esperados.

Esta ecuación marca la relación de largo plazo a la que convergerá el consumo privado en ausencia de *shocks*. Así, se incluirá en la representación dinámica de la función de consumo como el mecanismo de corrección de error. La elevada significatividad del coeficiente del mecanismo de corrección de error en el modelo dinámico, como se observará posteriormente, confirma la reversión del consumo a esta senda de largo plazo.

3. La estimación de una función de consumo agregada: el mecanismo de corrección de error

3.1. Especificación dinámica del comportamiento del consumo privado

Multitud de factores justifican que, en el corto plazo, la evolución del consumo privado difiera transitoriamente de la que apuntan sus determinantes de largo plazo (la renta disponible y el *stock* de riqueza). La existencia de restricciones de liquidez, la presencia de hábitos de consumo o incertidumbre sobre la evolución de la renta futura inciden en las decisiones de consumo de los ho-

Cuadro 2. Resultados de la estimación de la ecuación (3)

Variable dependiente: Δc_t Periodo estimación: 1980:1-2001:4 (Δ diferencia intertrimestral)		
	Coefficiente	"t" estadístico
Δyd_t	0,1548	2,26
$\Delta^2 yd_{t-7}$	0,2026	4,48
ΔU_{t-4}	-0,0052	-4,11
ΔU_{t-8}	0,0036	3,10
Δr_{t-4}	-0,0025	-4,37
Δr_{t-5}	0,0017	2,76
$\Delta ICC_{t-i (i=5,6)}$	0,0003	2,70
$\Delta we_{t-i (i=0,1,3,4,5)}$	0,0337	8,97
$\Delta^2 we_{t-8}$	-0,0071	-4,69
$\Delta^2 w_{t-8}$	-0,0959	-3,36
Δwf_t	0,1058	3,45
$\Delta^2 wf_{t-4}$	-0,0526	-2,75
$\Delta wdur_{t-6}$	0,1898	4,50
Relación de largo plazo:		
MCE	-0,324	-6,38
yd_{t-1}	0,2803	1,96
we_{t-1}	0,0606	8,38
wf_{t-1}	0,1051	2,04
w_{t-1}	0,1516	6,49
-		
R^2	0,75	
$\hat{\sigma}$ (%)	0,38	
DW	1,97	

Fuente: BBVA

gares. Sin embargo, tener en cuenta estos factores en la modelización del comportamiento del consumo privado no es inmediato, ya que, por lo general, no son directamente observables y es necesario aproximarlos. Así, por ejemplo, en la literatura empírica, la tasa de paro, o cualquier otra variable que refleje la situación del mercado laboral, se han utilizado para aproximar tanto la existencia de incertidumbre sobre la evolución de la renta futura y de restricciones de liquidez como la incidencia de la distribución de la renta entre los hogares sobre el consumo agregado. Una variable que también podría recoger este efecto sería un indicador de confianza de los consumidores. Por tanto, la especificación de una función que recoja adecuadamente la dinámica del consumo privado exige utilizar variables *proxy* de factores no observables y que afectan a su evolución a corto plazo. Además, la teoría del consumo privado su-

giere que tanto el tipo de interés real, que recoge el efecto sustitución, como la tasa de inflación, que recoge la pérdida de valor de los activos nominales en los que se materializa la riqueza (impuesto inflacionario), condicionan la evolución del consumo privado a corto plazo.

A partir de la relación de largo plazo estimada en el apartado anterior y teniendo en cuenta los condicionantes del gasto en el corto plazo se puede aproximar la evolución de consumo privado de las familias con un modelo de corrección de error (véase Muellbauer y Lattimore (1995)). Así, la versión generalizada de la ecuación que explica la evolución del consumo agregado de los hogares vendría dada por:

$$(3) \Delta c_t = \sum_i \beta_1 \Delta yd_{t-i} + \sum_i \beta_2 \Delta we_{t-i} + \sum_i \beta_3 \Delta wf_{t-i} + \sum_i \beta_4 \Delta w_{t-i} + \sum_i \beta_5 \Delta wdur_{t-i} + \sum_i \beta_6 \Delta Z_{t-i} + \rho (c_{t-1} - \alpha_0 - \alpha_1 yd_{t-1} - \alpha_2 we_{t-1} - \alpha_3 wf_{t-1} - \alpha_4 w_{t-1}) + \mu_t,$$

dónde $wdur$ el *stock* de riqueza en bienes duraderos; Z es una matriz que incluye la tasa de paro (U), la tasa de inflación (π), el tipo de interés real expost (r) y el índice de confianza del consumidor (ICC); la expresión en paréntesis representa el mecanismo de corrección de error, y μ es el término de error. Todas las variables se expresan en términos de consumo. Las minúsculas indican que las variables están en logaritmos y Δ es el operador de primeras diferencias.

3.2. Resultados de la estimación del mecanismo de corrección de error

En el Cuadro 2 se recogen los resultados obtenidos de la estimación de la ecuación (3)¹⁰. Como se puede observar no es necesario incluir retardos de la variable dependiente en la estimación, lo que simplifica la descomposición de los factores que inciden en la dinámica del consumo privado. La utilización de datos trimestrales permite un mejor análisis del perfil de la variable dependiente, así como de la intensidad y de la velocidad con la que consumo privado responde a shocks en las variables explicativas.

En cuanto a la relación de largo plazo, se observa que todos los coeficientes son altamente significativos, lo que confirma la idoneidad del vector de cointegración elegido. Además, el impacto de los determinantes de largo plazo sobre el consumo privado es positivo, tal y como predice la teoría. Llama la atención que el coeficiente estimado de la renta disponible sea muy inferior a la unidad, 0,28, y al obtenido en otros estudios

¹⁰ El modelo de corrección de error se estimó en una etapa.

para la economía española (0,7/0,8)¹¹. Estas diferencias podrían explicarse, al menos parcialmente, por la propia variable dependiente, la tasa de variación trimestral y no anual del consumo, y por el diferente horizonte temporal considerado en estos trabajos, que no abarcan los últimos años, periodo en que han tenido lugar cambios importantes en los factores que determinan la capacidad de gasto de los hogares. De hecho, estudios realizados en países de la OCDE encuentran que la elasticidad renta ha disminuido en los últimos años (IMF (2001)), lo que podría estar reflejando cambios en la distribución de la renta entre los hogares (más simétrica), la existencia de menores restricciones de liquidez, asociadas al desarrollo de los mercados financieros y al aumento de la riqueza de las familias (colateral), o un mayor peso de las variables de riqueza en las decisiones de gasto de los agentes. No obstante, en el caso de España, cuando se estima la relación de largo plazo por separado el coeficiente de la renta se eleva hasta 0,50, valor similar al obtenido para la mayoría de las economías desarrolladas cuando la estimación de la ecuación (3) se realiza en dos etapas¹².

Respecto a las tres fuentes de riqueza, la elasticidad estimada para la riqueza inmobiliaria (w_i) es la más elevada, 0,154¹³, ligeramente superior a la obtenida para la riqueza financiera fija (w_f), 0,105, y muy superior a estimada para la riqueza financiera variable (w_e), 0,060. Según estas estimaciones el consumo es más sensible a la riqueza inmobiliaria que a la riqueza en renta variable, lo que difiere de las conclusiones obtenidas en otras publicaciones tanto para el caso español como para las principales economías de la UEM. Estas diferencias podrían explicarse por multitud de factores. En primer lugar, por el distinto horizonte temporal considerado en los estudios pertinentes a la economía española. En la mayoría de ellos, las estimaciones utilizan información hasta 1996, lo que implica que no incorporan la importante revalorización que han experimentado el *stock* inmobiliario en la segunda mitad de los noventa ni la reestructuración del patrimonio financiero de las familias hacia activos de renta variable desde activos de renta fija. En segundo

lugar, por el desarrollo y modernización de los servicios inmobiliarios, que se ha producido de forma simultánea al impulso de la demanda de vivienda, lo que ha aumentado el grado de liquidez de este tipo de activos. Y, finalmente, por la variable considerada en este trabajo para aproximar la riqueza en renta variable. Esta variable sólo incluye, por razones de disponibilidad de información, las acciones cotizadas, que representan en torno al 65% de las acciones totales en manos de los hogares e ISFL. Sin embargo, los resultados obtenidos son consistentes con estudios recientes realizados para países en los que, como en España, la riqueza inmobiliaria supone un porcentaje elevado del *stock* de riqueza.

En cuanto a la dinámica de corto plazo, los coeficientes estimados son altamente significativos y presentan los signos esperados. La especificación dinámica muestra que la influencia de las variables sobre el consumo puede tener un desfase de hasta dos años. Como cabría esperar, a corto plazo, la renta disponible corriente es una de las variables clave en la evolución del consumo. En cuanto al *stock* de riqueza, a diferencia de lo que sucede en el largo plazo, el consumo responde a cambios en w_f con mayor intensidad que a alteraciones en otras fuentes de riqueza. Ello podría explicarse bien por la diferente forma en que se perciben los rendimientos que generan ambas fuentes de riqueza (en forma de un pago periódico en el caso de w_f o en forma de ganancias de capital, cuando se realizan, en el caso de w_e) bien por la mayor volatilidad de la renta variable, que hace que los agentes no perciban las variaciones como permanentes hasta que éstas no se consolidan. A pesar de ello, son los cambios en w_e los que inciden en la evolución del consumo privado durante un periodo de tiempo más amplio, hasta dos años, y con una intensidad similar en todo el periodo, con independencia del momento del tiempo en que se acumularon las ganancias (pérdidas) de riqueza. Es decir, los consumidores no agotan las ganancias de riqueza producidas en el momento en que se generan sino que las distribuyen en el tiempo¹⁵. Llama la atención que cambios en w_i no afecten a corto plazo al consumo privado. Esta diferencia respecto a los activos financieros podría estar reflejando el carácter menos líquido de los bienes inmuebles y que su adquisición se considera una inversión de más largo plazo. Aún siendo esto cierto, parte del efecto podría estar siendo recogido por cambios en la riqueza en bienes duraderos, w_{dur} , variable que, si bien no aparece en el largo plazo, resulta altamente significativa en el corto plazo y para la que el coeficiente estimado toma un valor muy elevado. Este hecho podría reflejar que, a corto plazo, w_{dur} suaviza la existencia

¹¹ En Estrada y Buisán (1999) y en Andrés y otros (1988), la elasticidad del consumo privado a la renta disponible estimada en el primer caso es de 0,89 y en el segundo inferior (0,82).

¹² De hecho, la mayor parte de los estudios realizados en otros países estiman el modelo de corrección de error en dos etapas: primero se estima el mecanismo de corrección y posteriormente la dinámica de corto plazo. Véase IMF (2001), NBER WP 8606 (2001) y IMF WP (2002).

¹³ Este coeficiente es ligeramente superior al obtenido para el conjunto de los países de la OCDE (0,107) en los que, como en España, el sistema bancario es la principal vía para canalizar los flujos financieros (véase IMF Working Paper (02/01)). Sin embargo, dado que en España el *stock* de viviendas en propiedad es más elevado, el resultado obtenido no resulta sorprendente.

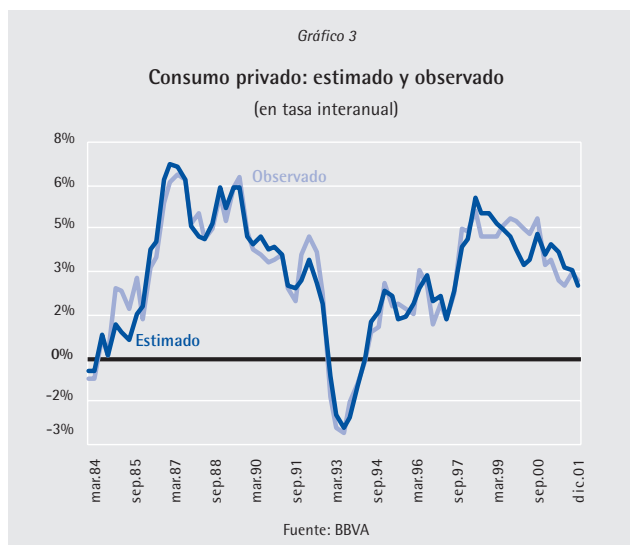
de restricciones de liquidez, al poder utilizarse como colateral de un crédito. Destaca el efecto que tiene la aceleración de la riqueza, tanto inmobiliaria como financiera, en la evolución del consumo privado a corto plazo. Como cabría esperar el signo de los coeficientes es negativo en los tres casos. Lo que implica que aumentos crecientes de la riqueza son asociados por los agentes con una mayor volatilidad de los mismos y, por tanto, con una mayor incertidumbre respecto a su consolidación.

Respecto a otros determinantes de la evolución a corto plazo del consumo, cabe destacar el grado de complementariedad entre la tasa de desempleo y la confianza de los consumidores, en tanto que ambas pueden estar recogiendo la existencia de incertidumbre sobre la evolución de rentas futuras o la existencia de restricciones de liquidez. Una mejora de las expectativas de los consumidores conlleva una percepción más positiva de la evolución de sus rentas futuras e, implícitamente, reduce la probabilidad otorgada a la existencia de restricciones de liquidez. El tipo de interés real tiene un impacto neto negativo, coherente con el que apunta la teoría económica, que recogería la decisión del individuo de posponer a corto plazo el consumo de bienes duraderos ante su encarecimiento.

Finalmente, el parámetro estimado para el mecanismo de corrección de error es negativo e inferior a la unidad, como cabría esperar. La elevada significatividad del coeficiente pone de manifiesto que la relación de largo plazo es $I(0)$. Cada trimestre, se corrige en torno al 32% de las desviaciones del consumo privado respecto de su nivel de equilibrio de largo plazo. Es decir, en torno al 70% del gasto en consumo privado viene determinado por factores de corto plazo. El valor estimado para el coeficiente del mecanismo de corrección de error es similar al obtenido para otros países de la OCDE y, anualizado, algo superior al estimado para España en estudios con datos anuales, algo inferior a 80% en este estudio frente a 70% en otros.

3.3. Ajuste de la ecuación estimada

En el Gráfico 3 se presenta el grado de ajuste de la ecuación estimada. El modelo comete errores de predicción significativos en tres años: 1985, 1992 y 1999. En los tres casos el valor observado supera al valor estimado por el modelo. La reforma impositiva aprobada en 1985, así como las mejoras introducidas en el sistema de protección social, que permitieron una redistribución de la renta hacia las clases de menor poder adquisitivo, con una mayor propensión marginal al consumo, explican que el consumo en dicho año fuera superior al que su-



gerían sus principales determinantes. A diferencia de lo ocurrido en 1985, en el que los factores que justificaron el error de previsión tenían un carácter más permanente, en 1992 el exceso de consumo vino explicado por factores excepcionales (Expo92, Olimpiadas Barcelona 92), cuya desaparición motivó la severa corrección del consumo privado al año siguiente. Finalmente, en 1999 el modelo no recoge adecuadamente el impulso que sobre el consumo supuso la Reforma del IRPF (que BBVA estimó en 7 décimas). De hecho, el modelo estima que el consumo privado habría crecido el 3,9% en 1999 frente al aumento observado del 4,6%, ocho décimas superior. Por otro lado, el modelo se ajusta relativamente bien en 2000 y 2001, pese a haber habido factores excepcionales, el "efecto euro", adelanto de las decisiones de consumo debido a la desaparición de la peseta como unidad de pago, que no están recogidos en su totalidad en las variables incorporadas en el modelo.

4. Conclusiones

En los últimos años se ha producido un cambio significativo en los determinantes de la capacidad de gasto de los individuos; la renta ha perdido peso a favor del stock de riqueza, real y financiera. A ello se une que el patrimonio está experimentando cambios importantes en su composición, tanto por el incremento de la renta variable en la riqueza financiera como por la notable evolución de la riqueza inmobiliaria. Estos cambios hacen que, por un lado, las decisiones de gasto se vean influidas en mayor grado por la riqueza de los consumidores, como anticiparían los modelos teóricos de consumo fundamentados en la renta permanente o el ciclo vital. Además, la mayor riqueza en manos de los agentes les permite mitigar las restricciones de liquidez a los que pueden verse expuestos, haciendo posible la suavi-

zación de la senda de consumo. Por otro lado, la mayor volatilidad de la renta disponible, y por consiguiente la mayor incertidumbre sobre su evolución futura, induce a la utilización de la riqueza acumulada para suavizar fluctuaciones en el consumo.

Todo ello indica que, además de la renta disponible, las distintas fuentes de riqueza de las familias podrían desempeñar un papel importante en la determinación del consumo privado. La estimación de una función estructural de consumo permite observar que, de hecho, tanto la riqueza inmobiliaria como la riqueza financiera en renta variable y renta fija son claves para determinar la evolución del consumo a largo plazo. Los resultados sugieren que la riqueza inmobiliaria, debido a su importante peso sobre el total y a su menor volatilidad esperada, desempeña un papel prioritario en la determinación del consumo a largo plazo, más relevante que el de la riqueza financiera, variable o fija. Las estimaciones también muestran la pérdida de relevancia de la renta disponible y la importante reversión del consumo hacia sus determinantes de largo plazo cuando se desvía de éste (el 80% de la desviación se corrige en un año).

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

Bibliografía

- Andrés, J., Molinas, C. Y Taguas, D. (1990): "Una función de consumo privado para la economía española. Aplicación del análisis de cointegración". Cuadernos Económicos del ICE, nº 44, págs. 173-212.
- Boone L., Giorno, C. And Richardson P. (1998): "*Stock Market Fluctuations and Consumption Behaviour: Some Recent Evidence*". OECD ECO/WKP(1998)/21.
- Case, K.E., Quigley, J.M. and Shiller R.j. (2001): "Comparing Wealth Effects: The *Stock Market* Versus the *Housing Market*". NBER Working Paper Series 8606.
- Estrada, A. y Buisán, A. (1999): "El Gasto de las familias en España". Banco de España. Estudios Económicos, nº 65.
- IMF (2002): "Three Essays on How Financial Markets Affect Real Activity". World Economic Outlook. Chapter II, pps. 1-42.
- Ludwing, A. and Slok, T. (2002): "The impact of Changes in *Stock Prices* and *House Prices* on Consumption in OECD Countries". IMF Working Paper 02/01.
- Mishkin, F.S. (2001): "The Transmission Mechanism And The Role Of Asset Prices In Monetary Policy". NBER Working Paper Series 8617.
- Naredo, J.M. (2002): "El patrimonio de los hogares españoles". Bolsa de Madrid nº 108. Abril 2002 págs.11-19.
- Naredo, J.M. (2002): "Principales cambios observados en la distribución personal de la riqueza". Mimeo
- Norman, B, Sebastia-Barriel, M. And Weeken, O. (2002): "Equity Wealth and Consumption: The experience of Germany, France and Italy in an International Context". Bank of England Quaterly Bulletin Spring 2002. pps. 78-85.
- Situación España Abril 2002: "Un análisis de la revalorización de los activos financieros e inmobiliarios de las Familias". págs. 28-31.

Cuadro: Indicadores de la economía española

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

	2001	2002 (1)	Abril	Mayo	Junio	Último dato	Mismo dato año anterior	Tendencia
Producción industrial (filtrado)	-1,4	-0,3	1,8	-1,7		-1,7	-0,9	=
Índice Clima Industrial (saldos netos)	-5,4	-7,8	-9,3	-4,0	-2,7	-2,7	-6,0	+
UCP (3)	79,2	76,9	76,8	76,8	76,8	76,8	80,6	-
Consumo de energía eléctrica (4)	5,1	3,3	4,3	1,7	-2,1	-2,1	7,0	-
Consumo de cemento	8,9	6,5	17,8	-0,6		-0,6	14,2	-
Matriculaciones automóviles	4,1	-9,3	-7,6	-6,2	-17,4	-17,4	4,5	+
Índice Confianza Consumidor (2)	-4	-11	-10	-10	-12	-12	-5	=
IPC general	3,6	2,9	3,6	3,6	3,4	3,4	4,2	+
Precios de producción	1,7	0,3	0,8	0,6		0,6	2,7	+
Salarios pactados (5)	3,7	3,0	3,0	3,0		3,0	3,7	=
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		12,9			12,9	12,8	-
Afiliados Seguridad Social	3,9	3,0	3,0	3,0		3,0	4,2	-
Paro registrado (6)	-27,6	81,3	101,2	110,9	106,8	106,8	-39,6	+
Tasa de paro (3)	12,9	11,5					12,8	+
Ocupados (trimestral) (3)(6)	449,2	230,3					480,2	-
Bal. cuenta corriente (7)	17923,3	856,3					2858,0	-
Balanza comercial (7)	-43019,0	-2780,0	-3126,2			-3126,2	-3506,6	-
Déficit de caja (7)	2884,2	-2780,0	2786,6			2786,6	18,2	-

(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	3,5	1,5	1,0	2,3	2,3	2,5	2,4	2,4
Japón	2,2	-0,5	-0,8	1,0	-0,3	-0,7	-0,9	-0,5
	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
EE.UU.	2,4	1,3	-1,2	-1,2	-4,2	-3,9	-4,0	-3,5
UEM ¹	-0,8	-1,3	-1,8	-1,4	-0,9	0,0	0,1	-0,3
Japón	-9,5	-8,0	-8,5	-8,1	2,5	2,2	3,3	2,5
	Tipos oficiales (%)*				Tipo de cambio (frente \$)*			
	jul-02	dic-02	mar-03	jun-03	Media jul-02	dic-02	mar-03	jun-03
EE.UU.	1,75	2,25	2,75	3,25				
UEM	3,25	3,50	4,00	4,00	0,99	0,95	0,93	0,92
Japón	0,10	0,10	0,25	0,25	119	125	125	125

* 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.

BBVA