

# Situación

Servicio de Estudios

Marzo 2003



Crecimiento, pendiente de la incertidumbre

Inflación, "eurocaída"

IED: la ampliación no es el problema

Ajuste de las pensiones a la vida laboral

IA-BBVA, un indicador de actividad para la economía española

# Índice

Fecha de cierre: 31 de marzo de 2003

<b>1 Entorno internacional</b>	1
Recuadro: "IED: la ampliación no es el problema"	3
<b>2 El sector real</b>	4
Recuadro: "Más inversión y menos consumo en el IPI"	9
Recuadro: "Censo de Viviendas 2001"	10
<b>3 Precios y salarios</b>	12
<b>4 Política fiscal</b>	15
Recuadro: "Ajuste de las pensiones a la vida laboral"	24
<b>5 Sistema financiero</b>	25
Recuadro: "Cambio estructural en el ratio de mora"	29
<b>6 Artículo: IA-BBVA, un indicador de actividad para la economía española</b>	31

## Han elaborado esta publicación:

David Taguas

Manuel Balmaseda	34 91 374 33 31	m.balmased@grupobbva.com
Julián Cubero	34 91 537 36 72	icubero@grupobbva.com
Carmen Hernansanz	34 91 374 61 22	carmen.hernan@grupobbva.com
Tomás Riestra	34 91 537 35 88	riestra.giner@grupobbva.com
Pep Ruiz	34 91 374 40 74	ruiz.aguirre@grupobbva.com
Ignacio San Martín	34 91 537 48 90	jisanmartin@grupobbva.com
Patry Tello	34 91 374 42 17	patro.tello@grupobbva.com
Xavier Torres	34 91 537 76 93	vj.torres@grupobbva.com

## Consejo de Redacción:

Álvaro Aresti, Manuel Balmaseda, Vicente de la Parra y David Taguas

# 1. Entorno internacional

## Menos crecimiento en 2003

La perspectiva del conflicto bélico en Iraq, cuyo inicio se había venido anunciando desde finales de 2002, ha generado un clima de elevada incertidumbre en los últimos meses, presionando al alza los precios del petróleo y afectando negativamente a los principales índices bursátiles. Todo ello se ha visto reflejado en las caídas de las confianzas de los agentes, y finalmente en unos datos reales cuya evolución ha decepcionado en los primeros meses de 2003.

En este contexto, los indicadores disponibles apuntan a que las principales economías crecerán menos de lo esperado en la primera mitad de 2003. Esta evolución negativa ha llevado a revisar a la baja las previsiones de crecimiento mundial para el conjunto del año, a pesar de que se mantiene un escenario en el que la incertidumbre se disipa y la actividad se recupera en el segundo semestre. Las perspectivas de crecimiento mundial se sitúan en un 2,9% para 2003, con una recuperación moderada hasta el 3,7% en 2004.

Pero además de las cifras de crecimiento, preocupa la composición del mismo. En EE.UU. se empieza a cuestionar si el incremento del gasto público es excesivo. A la fuerte expansión fiscal de los últimos años se unen, en 2003, los recortes impositivos y los costes de la guerra en Iraq. Todo ello supone una disminución del ahorro público que no se compensa con una subida equivalente del ahorro privado. La consiguiente reducción de la tasa de ahorro presionará al alza los tipos de interés y podría afectar a las expectativas de crecimiento a medio y largo plazo. La contrapartida es el elevado déficit por cuenta corriente, que se sitúa en máximos históricos, próximo al 5% del PIB. Así, en un contexto de moderación del consumo privado y de retraso en la recuperación de la inversión, el consumo público será un soporte importante para la actividad en el corto plazo. Sin embargo, se trata de un crecimiento menos virtuoso, que profundiza en los desequilibrios de la economía estadounidense y que puede limitar el crecimiento económico en los próximos años.

En la UEM, preocupa la capacidad de la demanda interna para tomar el relevo del sector exterior, que en 2002 aportó tres cuartas partes del crecimiento total. En 2003, en un contexto de debilidad de la demanda exterior y con una apreciación adicional del euro, parece difícil que esto se repita. Al contrario de lo que ocurre en EE.UU., el margen de política fiscal es escaso. Muchos países se encuentran cerca del límite del 3% del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), lo que incluso ha llevado a plantear una relajación excepcional del límite de déficit con motivo de la guerra. En este sentido, debe recordarse que el PEC es un mecanismo imperfecto de coordinación de las políticas fiscales nacionales, que resulta necesaria en una unión monetaria. La relajación del PEC podría cuestionar la credibilidad del área en materia fiscal y dificultar el diseño de la política monetaria del BCE. Por lo demás, se abre un período clave para la UEM en el plano institucional, con la discusión sobre la reforma del BCE y la continuación de los procesos elaboración de una Constitución Europea y de ampliación hacia el Este de la UE, que culminará con la incorporación de diez nuevos países a mediados de 2004.

La inflación se mantiene en niveles reducidos en las principales economías. Sin embargo, excepto en el caso de Japón, cuya economía continúa en una espiral de bajo crecimiento e inflación negativa, el temor a la deflación parece injustificado. El aumento de los precios del petróleo presiona al alza los precios de producción y de consumo, y las políticas de demanda siguen teniendo un sesgo notablemente expansivo a lo que hay que añadir, en el caso de EE.UU., la depreciación del dólar. Las previsiones de inflación en 2003 son 2,4% en EE.UU. y 2,2% en la UEM en 2003. En 2004, la inflación en ambas zonas se

Gráfico 1.1.

### Precio del petróleo

Dólares por barril de Brent



Fuente: Bloomberg

Gráfico 1.2.

### Confianza de los consumidores



Fuente: Conference Board y Comisión Europea

### Cuadro 1.1. Crecimiento del PIB

En tasa interanual

	2001	2002	2003	2004
OCDE	0,8	1,8	1,7	2,5
EE.UU.	0,3	2,4	2,0	3,0
UEM	1,4	0,8	1,0	2,0
Japón	0,4	0,3	0,6	1,0
Países en desarrollo	3,8	4,4	4,6	5,1
Países en transición	5,0	4,0	4,1	4,1
Mundial	2,2	2,9	2,9	3,7

Fuente: FMI y BBVA

**Cuadro 1.2. Inflación**  
En tasa interanual

	2001	2002	2003	2004
OCDE	2,3	1,6	2,1	1,7
EE.UU.	2,8	1,6	2,4	1,8
UEM	2,4	2,2	2,2	1,8
Japón	-0,7	-0,9	-0,5	-0,4
Países en desarrollo	5,8	5,4	6,0	5,2
Países en transición	16,3	11,2	9,5	7,6
Mundial	4,4	3,6	4,0	3,4

Fuente: FMI y BBVA

reducirá como consecuencia de la la mejor evolución del componente energético.

En este contexto de bajo crecimiento con una inflación relativamente controlada, la política monetaria de los principales países industrializados tiene un sesgo expansivo. De hecho, las expectativas apuntan a reducciones de tipos de entre 25 y 50 puntos básicos en la UEM, movimiento que podría ser seguido por otros bancos centrales. Con todo, el margen de bajada es limitado, y en un contexto de recuperación de la actividad, la tendencia de los tipos debería ser al alza. Esta tendencia podría iniciarse a finales de año en el caso de la Reserva Federal.

### Los mercados, al son de la guerra

Durante los primeros meses del año los mercados se vieron muy afectados por la incertidumbre geopolítica, otorgando una probabilidad elevada a un escenario económico muy negativo. Las bolsas registraron descensos generalizados ante la incertidumbre sobre la evolución de la actividad y sobre su impacto en los resultados de las empresas. En este contexto, el mercado de deuda fue el gran beneficiado, Los tipos de interés de la renta fija se mantuvieron en niveles mínimos por el efecto refugio asociado a la incertidumbre geopolítica. El precio del petróleo, afectado por el temor a una posible restricción de la oferta, se ha mantenido por encima de los 30 dólares por barril hasta el inicio del conflicto. Por último, la incertidumbre también afectó al mercado de divisas, con una depreciación generalizada del dólar. Su tipo de cambio con el euro ha alcanzado niveles máximos desde el inicio de la UEM.

Sin embargo, con inicio del conflicto se corrigió en buena medida el pesimismo existente en el mercado. De hecho, la cotización del dólar, el precio del petróleo y los tipos de interés de la deuda se han situado en niveles mucho más cercanos a los compatibles con escenarios relativamente benignos. Los mercados han respondido positivamente a las noticias que aumentan la probabilidad de una finalización rápida de la guerra y de la incertidumbre asociada a la misma. Siguiendo esta tendencia, es de esperar que con el fin de la guerra y la consiguiente desaparición de la incertidumbre los precios bursátiles aumenten. La desaparición de la prima de riesgo llevará los tipos a largo plazo a niveles acordes con sus fundamentos, y la penalización sobre el dólar podría corregirse parcialmente. Sin embargo, en el medio plazo, preocupa la elevada necesidad de financiación de la economía estadounidense, que en estos momentos se satisface casi en su totalidad con inversión de cartera. Como consecuencia, el dólar continuará depreciándose de una forma paulatina y suave.

### Si la guerra se complica...

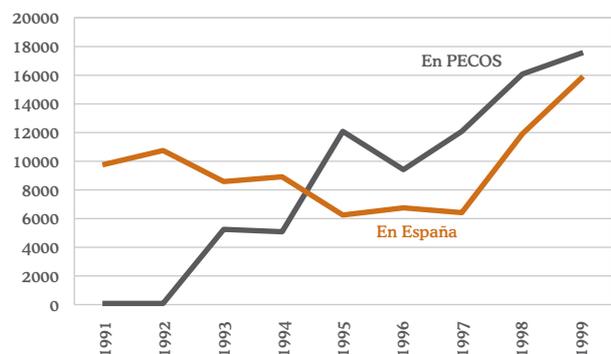
Cabe plantearse qué consecuencias podría tener una complicación grave de la situación en Oriente Medio. En un escenario en el que la incertidumbre se prolongase hasta la segunda mitad del año, provocando un choque sobre los precios del petróleo (shock de oferta) y un notable deterioro de las confianzas con importantes caídas bursátiles (shock de demanda), el crecimiento de EE.UU. se resentiría notablemente, entrando de nuevo en recesión en 2003. En la UEM, donde el efecto riqueza de las caídas de las bolsas y el choque sobre las confianzas sería menor, el impacto sería inferior, aunque también sufriría una recesión. La inflación aumentaría por el incremento del precio del petróleo, a pesar del deterioro de la actividad. En este contexto habría nuevas expansiones monetarias, sobre todo en EE.UU. Los tipos a largo plazo se situarían en mínimos y el dólar se depreciaría notablemente por la pérdida de confianza en la economía estadounidense.

En definitiva, un empeoramiento significativo del conflicto en Oriente Medio supondría un panorama muy negativo para las principales economías en los próximos años. Sin embargo, en estos momentos este escenario negativo parece poco probable y cabe confiar en una recuperación de la economía mundial.

## IED: la ampliación no es el problema

### Inversión Extranjera Directa: España y países de Europa Central y Oriental (flujos)

(Millones dólares)



Fuente: FMI

### Inversión Extranjera Directa en la UE (flujos)

	% / PIB				% de la UE / Total	
	Total		Desde la UE		81-85	86-90
	81-85	86-90	81-85	86-90		
<b>Francia</b>	0,37	0,87	0,19	0,45	53	57
<b>Italia</b>	0,25	0,44	0,03	0,04	42	53
<b>Irlanda</b>	1,06	0,71	0,35	0,30	33	40
<b>España</b>	0,79	2,10	0,33	1,05	44	58

Fuente: OCDE y BBVA

Los temores a que la ampliación de la UE hacia los países del Este acabe desplazando una parte significativa de la Inversión Extranjera directa (IED) que recibe España se han acrecentado en los últimos meses, tras la decisión de algunas empresas del sector automovilístico de trasladar parte de su producción a esos países. Aunque, con frecuencia se justifica esta medida por los menores costes laborales (entre un 20%-70% inferiores a los de la UE-15), un análisis más detallado de los factores que explican el destino de los flujos de IED permite, por un lado, relativizar el papel de los costes laborales en las decisiones de inversión y, por otro lado, desvincular la posible moderación de los flujos de IED hacia España de la ampliación de la UE.

El conjunto de factores que determinan la decisión de inversión es amplio. La mayoría de ellos podría incluirse en alguno de los siguientes grupos según refleje: i) las características específicas del país de destino (renta per cápita, costes laborales, infraestructuras, incentivos fiscales a la inversión y repatriación de beneficios, etc.), ii) el grado de apertura de la economía (exportaciones, gravámenes, royalties, etc), iii) la dotación de factores productivos (capital físico y humano, I+D, etc), iv) las economías de escala generadas por la concentración de la actividad ("Location advantage") frente a las ventajas de proximidad al mercado de destino de la producción ("Proximity advantage") y v) el grado de integración económica con otros países, es decir, la pertenencia a un área económica (UE, Nafta, Mercosur, etc). La evidencia empírica disponible apunta a que los países que han recibido mayores flujos de IED son aquellos que presentan una mayor renta per cápita, una mejor dotación de infraestructuras y de capital humano y una mayor estabilidad económica y política. En cambio, las ventajas competitivas basadas en unos menores costes laborales no resultan determinantes en las decisiones de inversión<sup>1</sup>. En el caso de España, los estudios realizados concluyen que el tamaño del mercado interior y las expectativas de crecimiento potencial han sido las variables que más han contribuido a explicar la IED hacia España en el pasado. Los costes laborales parecen haber desempeñado un papel menos importante, siendo la disponibilidad de mano de obra cualificada y el coste de la misma las variables laborales relevantes. Por tanto, el temor a un desplazamiento de inversiones desde España hacia los países del Este por razones de menores costes laborales debería relativizarse, ya que existen otros factores que mantienen el atractivo de España como destino de proyectos de inversión. De hecho, del gráfico adjunto se deduce que la IED percibida desde 1991 por los países que ingresarán en la UE en 2004 no sólo no ha provocado un retroceso de los flujos hacia España, salvo en años de importantes privatizaciones en dichos países, sino que han mostrado una tendencia similar en ambas áreas. En esta misma línea, no existe evidencia de que el ingreso de España y Portugal en la UE desencadenara un proceso de redistribución de la IED desde otros países miembros hacia los nuevos integrantes. El cuadro adjunto confirma que la IED percibida por Francia, Italia e Irlanda no sólo no se interrumpió sino que experimentó un aumento, tanto la total como la procedente de la UE<sup>2</sup>. Esto significa que en estos países el efecto positivo asociado a la mayor integración y apertura de nuevos mercados superó al efecto negativo por posible desplazamiento de la inversión.

El papel secundario que la ampliación podría estar desempeñando en la evolución de la IED hacia España también se deriva de los análisis basados en modelos de gravedad ("gravity models")<sup>3</sup>. Éstos<sup>4</sup> sugieren que la IED hacia España creció en los años previos a su ingreso en la CEE y en la UEM muy por encima de lo que indicaban sus determinantes. Esta "sobreinversión", aunque se mantuvo hasta finales de los noventa, se fue moderando paulatinamente porque el stock de IED se estaba acercando a su nivel de equilibrio, definido éste como el compatible con las características estructurales de la economía española. Este resultado justificaría una moderación de los flujos de IED hacia España aun cuando el proceso de ampliación de la UE hacia el Este de Europa no tuviera lugar. Por tanto, la continuidad de la IED dependerá de la capacidad de la economía española para aumentar su nivel de desarrollo, el tamaño del mercado doméstico y de la cuota de mercado externo o la reducción de los costes de transporte. Ello confirma la necesidad de adoptar medidas de política económica que eleven el crecimiento potencial de la economía española, aumentando su atractivo para los inversores internacionales.

<sup>1</sup> Véase Bajo, O. y López, C. (2001): "Foreign direct investment in a process of economic integration: The case of the Spanish manufacturing 1986-1992". Forthcoming.

<sup>2</sup> Con respecto a Irlanda, la disminución en términos de PIB se explica por el importante crecimiento de su economía en los ochenta, un 12,6% anual.

<sup>3</sup> Véase, Bush, C., Kokta, R. y Piazzolo, D. (2001): "Does the East Get What Would Otherwise Flow to the South? FDI Diversión in Europe. Kiel Institute of World Economics Paper nº 1061.

<sup>4</sup> Según estos modelos la IED es una función del tamaño del mercado interior, la distancia, el grado de apertura y el nivel de desarrollo.

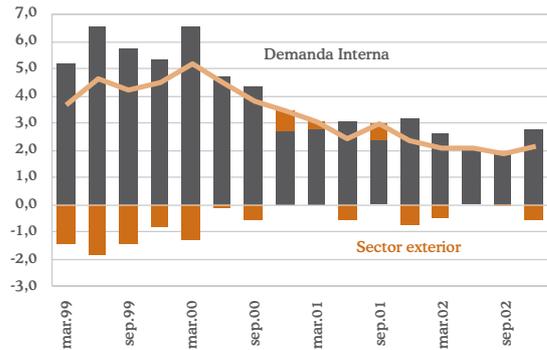
## 2. El sector real

Tras un “aterizaje suave” en 2002, una tímida recuperación en 2003 “si todo va bien” ...

La economía española crecerá en 2003 el 2,5%, 0,5 puntos más que en 2002, interrumpiendo la fase de desaceleración iniciada a mediados de 2000. La actividad se sustentará en unos tipos de interés reales muy reducidos, y sin perspectivas de repunte en el corto plazo, y en el impulso que sobre la renta de los hogares supone la reforma del IRPF. Además, aunque con un cierto retraso y menor intensidad de lo anteriormente previsto, la recuperación del comercio mundial, una vez se resuelva la actual incertidumbre geopolítica, apoyará el crecimiento en 2003. La recuperación se verá frenada por el deterioro de la competitividad, fruto tanto del mantenimiento de un diferencial de inflación con la UEM como de la apreciación del euro en los mercados internacionales. Todo ello se traducirá en un mayor dinamismo del consumo y la inversión que impulsarán la demanda interna. El sector exterior, por su parte, tendrá una contribución negativa al crecimiento más intensa que en 2002. La combinación de la mejora del comercio mundial, la mayor demanda interna y el deterioro la competitividad se reflejará en un mayor dinamismo relativo de las importaciones que de las exportaciones.

En síntesis, la aceleración de 2003 se apoya en impulsos de demanda (reforma fiscal, tipos de interés bajos) en un entorno exterior que será más dinámico desde el segundo semestre del año por la resolución de las incertidumbres geopolíticas y el impulso significativo de la política fiscal (en EE.UU.) y de la monetaria (en EE.UU. y la UEM). Ello compensará el freno al crecimiento que supone el limitado auge de la productividad y la pérdida de competitividad tanto por la acumulación de diferenciales de inflación respecto a la UEM como por la baja dotación de capital, consecuencia de la relativamente escasa inversión en el actual ciclo. El carácter transitorio de los choques que impulsarán la

Gráfico 2.1.  
Contribuciones al crecimiento



Fuente: INE y BBVA

Cuadro 2.1. Cuadro macroeconómico

datos desestacionalizados, % a/a	2001				2002				2003				2001	2002	2003
	1 tr	2tr	3tr	4tr	1 tr	2tr	3tr	4tr	1 tr	2tr	3tr	4tr			
Consumo hogares (1)	2,2	2,2	2,9	2,8	2,4	1,8	1,5	1,8	1,7	2,3	2,9	2,8	2,5	1,9	2,4
Consumo AA.PP.	3,1	2,7	3,2	3,3	3,8	3,8	3,7	4,0	4,0	3,8	3,8	3,8	3,1	3,8	3,8
FBCF	5,2	4,0	2,6	1,3	0,7	1,0	1,6	2,5	3,2	2,9	2,7	2,5	3,2	1,4	2,8
Equipo y otros	3,7	1,2	-0,8	-2,8	-3,1	-3,0	-2,4	-0,2	1,8	2,0	2,0	1,5	0,3	-2,2	1,8
Construcción	6,4	6,4	5,7	4,8	4,0	4,5	5,0	4,6	4,4	3,6	3,3	3,2	5,8	4,5	3,6
Var. existencias (*)	-0,4	0,2	-0,6	0,6	0,3	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Demanda nacional (*)	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>2,3</b>	<b>3,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,9</b>
Exportaciones	10,1	4,5	1,8	-2,1	-2,9	-1,6	4,2	6,0	4,0	3,0	1,5	3,0	3,4	1,4	2,9
Importaciones	8,3	6,1	-0,2	0,4	-1,1	-1,7	4,2	7,4	5,5	4,0	3,0	3,0	3,5	2,2	3,8
Saldo exterior (*)	<b>0,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>
PIB pm	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>
Agricultura	-2,2	-3,7	-0,8	-5,7	1,7	-0,9	-3,3	-5,7	-6,4	-6,0	-6,6	-0,2	-3,1	-2,1	-4,9
Industria (2)	1,4	1,6	2,8	0,0	-0,5	0,1	2,0	2,4	2,9	2,4	0,2	2,0	1,4	1,0	1,9
Construcción	6,0	5,8	5,2	4,8	4,5	4,8	5,6	4,8	4,2	3,7	2,8	3,3	5,4	4,9	3,5
Servicios	3,4	3,5	3,4	2,6	2,4	2,4	1,9	2,2	2,2	2,2	2,9	3,5	3,2	2,2	2,7
de mercado	3,6	3,7	3,5	2,5	2,2	2,1	1,5	1,7	1,7	1,8	2,8	3,8	3,3	1,9	2,5
de no mercado	2,6	2,8	3,1	3,2	3,3	3,3	3,5	3,9	3,7	3,2	3,2	2,6	2,9	3,5	3,2
Impuestos netos s/productos	4,6	-3,2	0,3	7,7	3,5	3,3	-0,3	1,8	0,3	6,8	11,2	2,3	2,4	2,1	5,0

(\*) Aportación al crecimiento del PIB; (1) Incluye a las ISFLSH  
(2) Energía y ramas industriales

Fuente: INE y BBVA

actividad este año, introduce incertidumbres adicionales sobre las perspectivas económicas para 2004. El fin del impulso que supone la reforma del IRPF y el previsible aumento de los tipos de interés el año próximo, junto al mantenimiento de incrementos modestos de la productividad, sugieren que uno de los factores claves de la economía española en 2004 deberá ser el sector exterior. Sin embargo, su impulso positivo estará limitado por el deterioro de la competitividad en España y por que los excesos fiscales y monetarios que se han producido a escala global impedirán impulsos adicionales.

### ...pero los riesgos “exteriores” son relevantes

El actual entorno económico está marcado por las incertidumbres. En particular, la incertidumbre geopolítica ligada a la crisis iraquí. Este escenario se ha traducido en una combinación de choques, de oferta y de demanda, que inciden negativamente sobre las perspectivas de actividad. Esta incertidumbre se ha reflejado en un incremento de los precios del petróleo desde la segunda mitad de 2002<sup>1</sup>, lo que supone un choque de oferta negativo. Pero además, se ha producido un deterioro de las expectativas de empresas y familias, lo que afecta negativamente a la demanda agregada. La combinación de estos choques, y su resolución, determinará el devenir de la economía en los próximos trimestres.

El impacto sobre los precios es claramente alcista en el corto plazo, aunque a largo plazo la menor presión de la demanda pueda compensarlo. Este efecto permanecerá incluso de producirse una resolución “rápida y sin complicaciones” de la crisis que redujera el precio del crudo hasta niveles inferiores a 25 dólares/barril. La prima de riesgo que se ha pagado en el crudo durante los últimos trimestres<sup>2</sup> se filtrará, con el tiempo, a lo largo del sistema productivo.

En lo que respecta al exterior de la economía española, el crecimiento del comercio mundial en 2002, en torno al 1,5%, resultó finalmente superior a las expectativas vigentes hace tres trimestres, aunque con un perfil interanual de desaceleración en la parte final de 2002 que previsiblemente continuará en el primer semestre de 2003. La continuación de esta atonía en el comercio global dificultará la recuperación de las exportaciones de bienes y servicios, en cuyo caso su crecimiento será inferior al 2,9% previsto actualmente. Esta previsión se sustenta en la hipótesis de recuperación del comercio, en línea con las economías occidentales en la última parte del año, aproximándose a tasas cercanas a su aumento histórico promedio (6%). Además, en 2003 continuará el deterioro de la competitividad de la economía, tanto por la acumulación de un nuevo diferencial de inflación respecto a la UEM como por la apreciación del euro respecto al resto de monedas, lo que se traducirá en un futuro en una pérdida de cuota de mercado, tanto exterior como interior.

El deterioro de la competitividad supone un freno a las exportaciones que eventualmente limitará su capacidad de expansión, particularmente si esta merma de la competitividad tiene lugar simultáneamente con una ralentización de la demanda exterior.

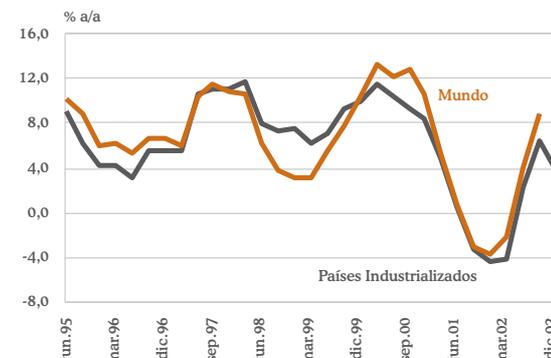
El problema que supone el mayor aumento relativo de los costes internos se puede mitigar mediante una política de compresión de márgenes en los sectores más expuestos a la competencia exterior. Esto parece haber sucedido en la industria, expuesta a una fuerte competencia tanto en exterior como en el mercado interno. Así, las ramas industriales son el único sector de oferta en el que el “margen empresarial”, aproximado por el diferencial entre el crecimiento del deflactor y de los costes laborales unitarios, ha sido negativo desde 1996. Este comportamiento no es sostenible a medio plazo. La presión creciente

<sup>1</sup> También ha incidido la menor oferta de crudo por la huelga en Petróleos de Venezuela entre diciembre de 2002 y febrero de 2003.

<sup>2</sup> Prima corregida parcialmente por la apreciación del euro.

Gráfico 2.2.

### Volumen de comercio Importaciones de bienes



Fuente: FMI

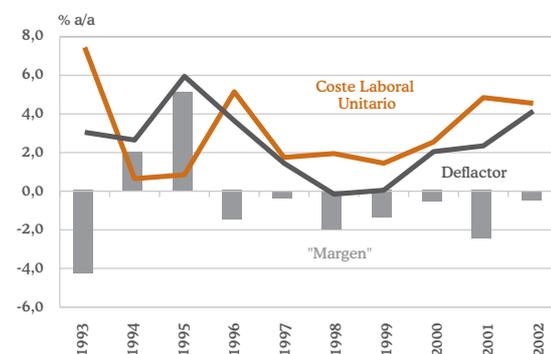
Cuadro 2.2. Competitividad (TCER, %)  
Tipo de cambio efectivo real (%a/a)

	ESP- MUNDO	ESP- UEM	UEM- MUNDO	\$/€
<b>1999</b>	-1,5	1,1	-6,1	1,07
<b>2000</b>	-3,1	1,2	-9,7	0,92
<b>2001</b>	2,1	1,0	2,5	0,90
<b>2002</b>	3,2	1,3	4,4	0,94
<b>2003</b>	3,8	1,2	6,1	1,03

Fuente: BBVA

Gráfico 2.3.

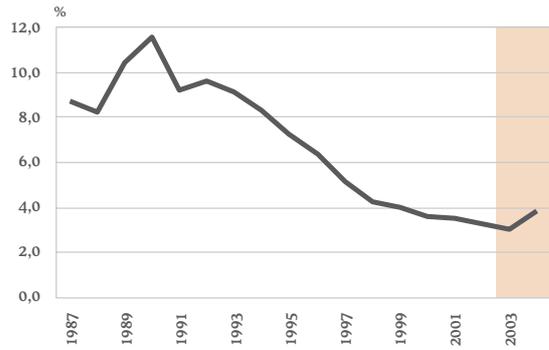
### Industria: precios y costes



Fuente: INE y BBVA

Gráfico 2.4.

**Coste real de uso del capital**



Fuente: BBVA

**Cuadro 2.3. Crecimiento en la construcción Contabilidad Nacional y ECIC**

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

Fuente: INE, M<sup>o</sup> de Fomento y BBVA

Gráfico 2.5.

**Utilización de la capacidad productiva en la industria (%)**



Fuente: M<sup>o</sup> de Ciencia y Tecnología

de los costes se traducirá en pérdida de cuota de mercado, tanto interior como exterior, al presionar al alza a los precios.

**La inversión, a la espera de la resolución de la incertidumbre**

La evolución de la demanda exterior también será determinante para las expectativas de actividad empresarial, factor que junto al coste real del capital explica el comportamiento de la inversión en equipo. Este componente del gasto se redujo el 2,2% en 2002, primer descenso desde 1993, previéndose para 2003 la continuación de la moderada recuperación iniciada en la segunda parte del año pasado, hasta alcanzar el 1,8% de aumento medio. El entorno de tipos de interés reales de largo plazo, con un mínimo histórico en 2002 que previsiblemente se verá superado en 2003, no supone ninguna restricción al desarrollo de nuevos proyectos de inversión (la rentabilidad “umbral” exigida a las potenciales inversiones es relativamente baja). Además, aunque el endeudamiento de las empresas no financieras está aumentando desde 2001<sup>3</sup>, el descenso nominal de los tipos ha permitido que los gastos financieros hayan continuado cayendo en 2002. Según la Central de Balances, los gastos financieros de las empresas no financieras se redujeron el 9,5% en los tres primeros trimestres de 2002 frente al mismo periodo de 2001. En el mismo periodo, la brecha entre la rentabilidad de los activos y el coste de los pasivos casi se duplicó: de 2,0 puntos a 3,9 puntos porcentuales.

Sin embargo, el favorable entorno financiero para la acometida de nuevos proyectos de inversión no es suficiente para compensar el deterioro de las expectativas de actividad y la incertidumbre existente en la actualidad. El grado de utilización de la capacidad productiva, señal del margen disponible antes de emprender nuevas inversiones industriales, se recuperó a lo largo de 2002 hasta superar en el 4tr02 (80,3%) su promedio histórico (79,9%), lo que no ocurría desde el 2tr01. Sin embargo, en el 1tr03 se ha producido un retroceso hasta el 78,9% de la capacidad disponible. Este descenso se ha producido tanto en la industria productora de bienes de equipo como en la de bienes intermedios, mientras que la capacidad utilizada en la producción de bienes de consumo sigue subiendo.

De no aclararse el panorama internacional tras la resolución del conflicto bélico en Iraq o de continuar éste más de lo previsto, la recuperación de la actividad a escala internacional y doméstica no se produciría, lo que haría muy improbable un auge de las expectativas empresariales y, con ello, propiciaría un estancamiento de la inversión en equipo en 2003. La probable reducción de los tipos de interés en dicho escenario no sería suficiente para impulsar la inversión productiva dada la elevada incertidumbre que permanecería con respecto a la evolución futura de la actividad.

**La edificación compensará el estancamiento de la obra civil**

Si bien la resolución de la incertidumbre a escala global determinará la evolución de la inversión en equipo, su impacto sobre la inversión en construcción es limitado, estando ésta más condicionada por factores domésticos. La construcción fue, por cuarto año consecutivo, el componente de la demanda interna que registró un crecimiento más elevado, con lo que aumentó su peso en el conjunto de la economía hasta el 18% del PIB en 2002, 2,6 puntos más que en 1999 y 3,7 más que la inversión en equipo y otros.

Con respecto a la edificación residencial, la inversión en vivienda siguió beneficiándose en 2002 del aumento de la demanda por el descenso de tipos de interés y la continuada creación de empleo, factores

<sup>3</sup> Según los datos de las Cuentas Financieras del Banco de España, los pasivos financieros con coste de las empresas no financieras suponían el 85,4% de sus activos financieros en el 3tr02, 7,9 puntos más que en el 3tr01.

que se sumaron al impulso adicional proporcionado por las propias expectativas de revalorización de los activos inmobiliarios. Todo ello, en un entorno de gran competencia de las instituciones financieras en el desarrollo de productos hipotecarios. Este entorno favorecedor de la actividad inversora, animada por la creciente demanda familiar, ha supuesto también una subida de precios hasta registrar en 2002 el 16,6%, 1,2 puntos más que en 2001. Esta subida, la tercera anual por encima del 10%, junto con un entorno menos favorable de empleo en 2003 y el limitado impacto adicional de posibles bajadas de tipos sobre la capacidad adquisitiva de los hogares, se traducirá en una ligera moderación de la actividad en edificación residencial (6,0% de aumento, 1,5 puntos menos que en 2002). A pesar de ello, la desaceleración no será más intensa dada la inercia del sector (las obras ya iniciadas se terminan), lo que confirma la información ya disponible de viviendas visadas por arquitectos y aparejadores en 2002, el 3,5% y 2,5% más que en 2001, respectivamente.

Por su parte, la obra civil moderó su ritmo de crecimiento en 2002 (3,0% previsto según la cifra de actividad de la ECIC, 7,4 puntos menos que en 2001), siendo previsible un estancamiento de la actividad en el sector en 2003. Esta dinámica se ve afectada por el ciclo electoral, factor que favorece el aumento del gasto en trimestres previos a los de la cita electoral correspondiente. Con todo, no son previsibles caídas como las consignadas en ciclos anteriores dado que existe una menor restricción financiera, tanto por los fondos procedentes de la Unión Europea como porque la gestión financiera de las obras escapa, en gran medida, a la restricción presupuestaria.

En síntesis, la inversión en construcción es el componente del gasto menos expuesto a los avatares del entorno internacional, más dependiente de factores propios, fundamentalmente ligados a la situación de los hogares. Con todo, la ligera desaceleración desde el 4,4% al 3,6%, supone que a lo largo del año se produce una recuperación de las expectativas de los consumidores desde los mínimos del 1tr03 (lo que se relaciona en mayor o menor medida a un mejor entorno exterior) y que en el mercado laboral se mantiene la creación de empleo, factor clave en las perspectivas de la construcción.

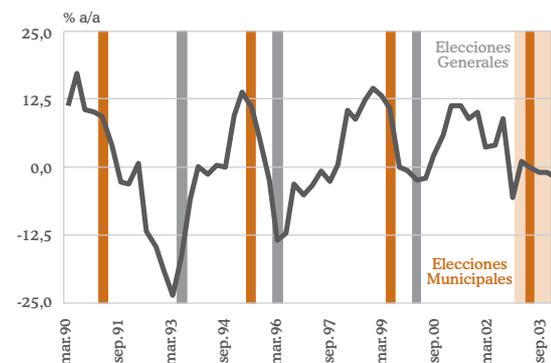
### La reforma del IRPF, soporte del gasto de los hogares

El gasto en consumo de los hogares creció en 2002 el 1,9%, 0,6 puntos menos que en 2001. Su evolución mostró un perfil de desaceleración hasta el 3tr02, si bien se recuperó moderadamente en el 4tr02 (el consumo creció el 1,8% anual, tres décimas más que el periodo anterior), por el impulso de las ventas (menor caída) de bienes duraderos (automóviles). Las expectativas de los hogares, reflejadas en los índices de confianza de la Comisión Europea, se sitúan en los saldos más negativos desde 1996 y sin perspectivas de recuperación inmediata, al menos mientras no se aclaren las incertidumbres geopolíticas. Con todo, el gasto familiar en 2002 se comportó algo mejor de lo que parecía previsible de acuerdo a la evolución de sus determinantes: la renta disponible<sup>4</sup> y la riqueza de los hogares en el largo plazo, y los tipos de interés reales, el desempleo y la confianza de los consumidores en el corto<sup>5</sup>. Las perspectivas de crecimiento del consumo en 2003 se mantienen en una tasa real del 2,4%, 0,6 puntos más que el crecimiento registrado en 2002. Este mantenimiento oculta los cambios en la contribución de los determinantes respecto a la que se esperaba a finales de 2002. Así, la evolución más reciente de la bolsa hace muy improbable que en 2003 aumente el valor de la cartera de acciones de las familias, como se esperaba a mediados del año pasado. Ahora se prevé que en 2003

<sup>4</sup> El INE ha revisado al alza respecto a lo previamente conocido la serie de renta disponible de los hogares.

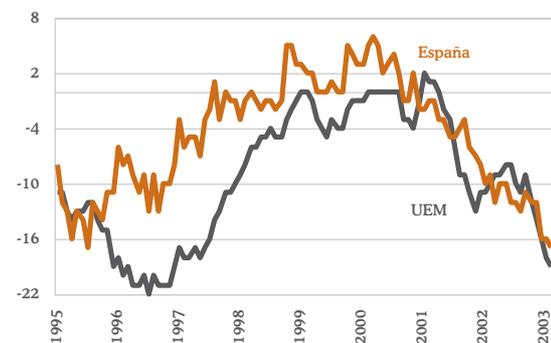
<sup>5</sup> Para un análisis más detallado, ver Balmaseda, M. y Tello, P., "¿Han cambiado los determinantes del consumo en España?", Situación España, julio 2002. BBVA.

Gráfico 2.6.  
Obra civil y elecciones



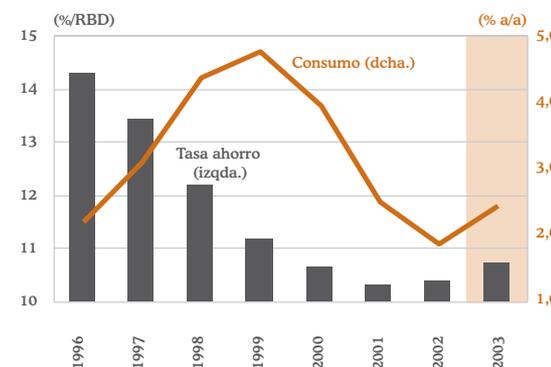
Fuente: Mº de Fomento y BBVA

Gráfico 2.7.  
Confianza del consumidor



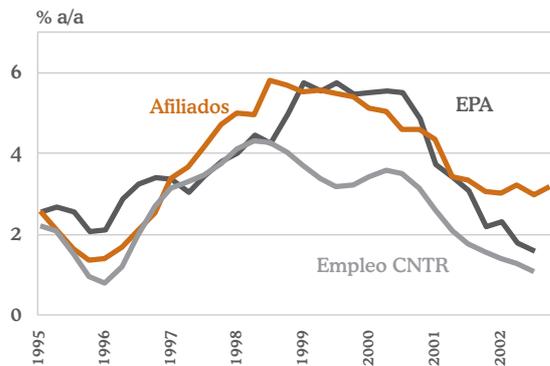
Fuente: Comisión Europea

Gráfico 2.8.  
Familias, tasa de ahorro y consumo



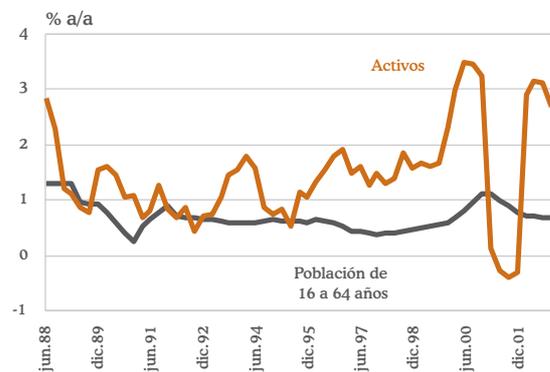
Fuente: INE, Banco de España y BBVA

Gráfico 2.9.  
Crecimiento del empleo



Fuente: INE y Mº de Trabajo

Gráfico 2.10.  
Encuesta de Población Activa



Fuente: INE y Mº de Economía

se produzca únicamente una menor caída del valor de la riqueza financiera en renta variable que la registrada en 2002. Además, a pesar de que las perspectivas del otro componente de la riqueza de los hogares, la inmobiliaria, que supone aproximadamente el 80% de su riqueza total, han mejorado como consecuencia de las sorpresas alcistas en los precios de la vivienda, el efecto total sigue siendo netamente negativo.

Frente a este efecto neto bajista de la riqueza sobre las perspectivas del consumo por el peor comportamiento de la renta variable y las expectativas de los hogares, los mayores aumentos previstos en la renta disponible de los hogares y el descenso de los tipos de interés (más acusado que el esperado a finales de 2002) actúan como soportes del gasto en 2003, con una mayor contribución relativa que la previamente estimada.

En este entorno de gran incertidumbre exterior que no permite vislumbrar a muy corto plazo una recuperación sostenida de las expectativas y de los mercados financieros, el papel de la reforma del IRPF como apoyo de la esperada aceleración del consumo es decisivo. La reforma inducirá un aumento de la renta disponible de los hogares estimado en 3.000 millones de euros en 2003 y 600 millones más en 2004. Se asume que aproximadamente el 50% de esa renta adicional se destinará a un mayor consumo, yendo el resto a intensificar la incipiente mejora del ahorro familiar. En un escenario de riesgo en el que no se produjese la paulatina recuperación de las expectativas y de los mercados financieros en la segunda mitad de 2003 se produciría un aumento del ahorro-precaución de los hogares, lo que implicaría que una menor proporción de la renta obtenida con la reforma fiscal se destinaría al consumo. Entonces, este efecto se sumaría al impacto directo que sobre el consumo tendría la previsible menor actividad, empleo, confianza, acumulación de riqueza, etc. Por tanto, en un escenario de riesgo, el dinamismo del consumo se vería limitado tanto por la incidencia directa de la peor evolución de sus determinantes como por la indirecta del menor impulso de la reforma del IRPF.

### Pese a las incertidumbres, creación de empleo

El escenario central descrito supone que la economía española continúa creando empleo en 2003, aunque con tasas de variación ligeramente inferiores a las de 2002, manteniéndose la desaceleración vigente desde mediados de 2000. A pesar de ello, la tasa de paro repuntará en 2003 hasta el 11,7%, desde el 11,4%, dados los relativamente mayores aumentos esperados para la población activa. Con el nuevo Censo de 2001, la población española se está viendo incrementada por los flujos de inmigrantes, un segmento de población con una mayor tasa de actividad que el resto<sup>6</sup>.

Sectorialmente, el empleo en construcción y servicios creció en 2002, aunque con un perfil desacelerado a lo largo del año. En la industria, aunque el empleo se redujo el 0,4% de media en 2002 según la EPA, en el segundo semestre del año se recuperó en línea con la aceleración del IPI. Este año, en un entorno de crecimiento salarial no superior al de 2002<sup>7</sup> y de paulatina mejoría de las expectativas de actividad, el empleo EPA crecerá el 1,9%, 0,1 puntos menos que en 2002. En un escenario de riesgo en el que no se produjera esa mejora de las expectativas de actividad, ni por tanto de la inversión empresarial, el empleo registraría un comportamiento relativamente peor, aunque sin llegar, probablemente, a la destrucción de empleo en 2003.

<sup>6</sup> Además, la EPA ha corregido la subestimación en los tramos de edad de 24 a 45 años, los grupos de edad con mayor tasa de actividad.

<sup>7</sup> El aumento será limitado por la prórroga del acuerdo interconfederal entre empresarios y sindicatos, aunque sin que sean previsibles desaceleraciones significativas por las cláusulas de salvaguarda vigentes.

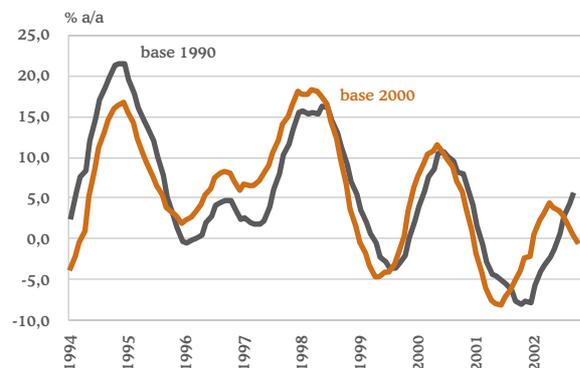
## Más inversión y menos consumo en el IPI

### Composición del Índice de Producción Industrial según destino de la producción

En porcentaje del total	Base 1990	Base 2000	Cambio
<b>Bienes de Consumo</b>	38,1	29,7	-8,4
Duradero	7,5	4,3	-3,2
No Duradero	30,6	25,4	-5,2
<b>Bienes Intermedios</b>	30,5	37,4	6,9
<b>Energía</b>	16,7	12,9	-3,8
<b>Bienes de Equipo</b>	14,7	20,0	5,3
<b>Total</b>	100,0	100,0	

Fuente: INE

### IPI: bienes de consumo duradero (Crecimientos suavizados)



Fuente: INE, Banco de España y BBVA

### Actualización de las estadísticas industriales

El Instituto Nacional de Estadística (INE) ha actualizado las estadísticas coyunturales del sector industrial, que pasan de basarse en la estructura del sector en 1990 a la vigente en 2000, adaptando además su elaboración a las disposiciones de la Unión Europea. El año 2000 pasa a ser desde ahora, y hasta la siguiente actualización, la referencia para productos, actividades y establecimientos considerados en las distintas encuestas industriales. Así, con esta información de base se elaborarán cada mes tanto el IPI (Índice de Producción Industrial) como el IPRI (Índice de Precios Industriales), además de dos estadísticas de nueva aparición que se difundirán a partir del próximo mes de septiembre: el Índice de Cifra de Negocios y el Índice de Entrada de Pedidos.

La actividad industrial está registrando una lenta pero constante pérdida de peso en el PIB. Entre 1990 y 2002 ha pasado de representar el 20,1% del PIB en euros corrientes al 15,4%. En euros constantes, el valor añadido bruto del sector ha pasado del 18,3% del PIB al 17,0%. A pesar de ello, su seguimiento coyuntural sigue siendo imprescindible para valorar la situación cíclica del conjunto de la economía. La industria es el sector más expuesto al entorno exterior, por lo que los choques externos, tanto positivos como negativos, le afectan con mayor intensidad. Con todo, la industria es, junto con la construcción, el sector con mayor volatilidad en su crecimiento, mostrando además una correlación elevada con la fase cíclica de la economía.

### Equipo industrial sobre ruedas

Con la información disponible a partir de la Encuesta Industrial Anual de Empresas (EIE) y de Productos (EIP) resulta que, atendiendo al destino industrial de los bienes producidos, aumenta el peso de los bienes intermedios y de equipo, a costa de una pérdida de importancia relativa de la producción de bienes de consumo y de energía.

Con más detalle, destaca la pérdida de importancia de la producción de bienes de consumo duradero, que pasa de representar el 7,5% de la producción industrial con la información de 1990 a suponer sólo el 4,3% en la base de 2000. Además, la producción de bienes de equipo ha incrementado su peso en el IPI en 5,3 puntos, desde el 14,7% al 20,0%. Estas oscilaciones tan significativas (los bienes de consumo duradero han perdido 3,2 puntos porcentuales, casi la mitad del peso anterior) no se deben tan sólo a las variaciones derivadas de la mayor o menor importancia relativa de la producción de unos u otros bienes. También se ha producido un cambio en la asignación de sector de destino de la producción en determinadas ramas industriales, todo ello por la aplicación de la Clasificación Nacional de Actividades Económicas 1993 (CNAE 93).

Así, según esta referencia, y considerando la normativa europea relativa al asunto<sup>1</sup>, desde ahora, dentro de bienes de capital se incluye la totalidad de la división 34 de la CNAE 93, agrupación que incluye junto a la fabricación de vehículos comerciales (camiones, furgonetas) y autobuses la de la totalidad de los vehículos automóviles (código 34.100), independientemente de que su destino final sea el "consumo" de los hogares o la "inversión" empresarial. Así, dentro del sector de bienes de consumo duradero, los únicos elementos de transporte que permanecen son la fabricación de motocicletas y bicicletas, además de otros elementos menores (carretillas y similares). Con la clasificación anterior, la producción de material de transporte privado se incluía dentro de los bienes destinados a consumo, con una ponderación del 4,2% del total del IPI.

<sup>1</sup> En concreto, el Reglamento (CE) nº 586/2001 de la Comisión de 26 de marzo de 2001 relativo a las estadísticas coyunturales en lo referente a la definición de los Grandes Sectores Industriales (GSI).

## Censo de Viviendas 2001

## España. Población y viviendas. Censo de 2001

	Total Viviendas	Viviendas Principales	Viviendas Secundarias	Viviendas Vacías y otras	Personas/ Vivienda
Total	20.823.369	14.270.656	3.323.127	3.229.586	2,86
Andalucía	3.482.229	2.431.805	485.789	564.635	3,03
Aragón	650.011	445.255	114.985	89.771	2,70
Asturias	518.735	391.645	52.904	74.186	2,71
Baleares	495.079	308.625	94.350	92.104	2,73
Canarias	827.787	558.362	111.596	157.829	3,03
Cantabria	281.792	183.699	50.571	47.522	2,91
Castilla y León	1.469.463	892.912	349.798	226.753	2,75
Castilla-La Mancha	975.911	613.566	222.987	139.358	2,87
Cataluña	3.289.076	2.332.751	505.194	451.131	2,72
C. Valenciana	2.525.659	1.499.711	557.913	468.035	2,78
Extremadura	586.689	368.072	107.001	111.616	2,88
Galicia	1.297.708	904.086	165.329	228.293	2,98
Madrid	2.497.300	1.885.817	290.800	320.683	2,88
Murcia	571.604	379.778	98.595	93.231	3,15
Navarra	257.565	189.632	29.804	38.129	2,93
País Vasco	886.733	745.144	47.762	93.827	2,79
Rioja (La)	165.659	101.877	36.946	26.836	2,72
Ceuta y Melilla	44.369	37.919	803	5.647	3,64

Fuente: INE

### En España había un total de 20,8 millones de viviendas en 2001. El 68,5% del total se destinaba a vivienda habitual y el 16% a secundaria. La propiedad es el régimen de tenencia dominante.

Cada diez años, el Censo aporta valiosa información sobre el parque de viviendas existente en España, su destino y régimen de tenencia. En los últimos diez años el aumento del parque de viviendas se ha producido sobre todo en la primera residencia mientras que la propiedad ha sido el régimen de tenencia dominante.

En 2001, según el avance de resultados del último Censo elaborado por el INE, en España existían un total de 20,8 millones de viviendas. De este total, 14,27 millones se destinaban a viviendas principales, 3,23 millones a viviendas secundarias y el resto estaban vacías o en la rúbrica de otro tipo de viviendas. Respecto del anterior Censo de 1991 se ha producido un incremento del 21,0% en el número total de viviendas, que se descompone en el 21,6% de las viviendas habituales y en el 13,7% de las residencias secundarias. En el mismo periodo el aumento de la población española fue del 5,1%. Como consecuencia de lo anterior, a lo largo de la última década el tamaño medio de los hogares españoles se ha reducido en 0,45 puntos hasta situarse en 2001 en 2,86 personas por hogar, si bien continúa estando 0,35 puntos por encima de las media europea.

El mayor crecimiento de viviendas, en términos relativos, en el periodo intercensal correspondió a la Comunidad Canaria, con un aumento del 41,5% del parque, a las Comunidades de Madrid y La Rioja, con aumentos superiores al 29%, y a la de Navarra, con un incremento del 27,4%. En Asturias, Aragón Galicia y el País Vasco el aumento del parque total de viviendas fue inferior al 15%.

Del total del parque de viviendas actual, las viviendas secundarias representan el 18,9% de las viviendas familiares, de las que se excluyen las vacías y otras. En comunidades como la de La Rioja, las dos Castillas o la Comunidad Valenciana más del 22% del parque se destina a segunda residencia. En el País Vasco, Madrid o Asturias el peso de las segundas residencias es muy inferior a la media, no superando en ninguno de los casos el 12% del total.

El régimen de tenencia de las viviendas principales en España es, fundamentalmente, la propiedad, que supone el 81% del total del parque en la actualidad. Las viviendas en alquiler, que en 2001 representaban el 11,3% del total del parque, han ido perdiendo peso paulatinamente desde mediados del siglo pasado, cuando suponían más del 40% del total de las viviendas principales. En términos absolutos, el número de viviendas en alquiler en 2001 era un 45% inferior a las existen-

## España. Viviendas principales, régimen de tenencia

	1960	1970	1981	1991	2001
<i>(Valores Absolutos)</i>					
Propiedad	3.558.537	5.394.326	7.629.659	9.166.124	11.550.278
Alquiler	2.988.161	2.555.116	2.168.661	1.757.469	1.615.911
Otros	481.953	554.884	632.575	901.256	1.104.467
<b>Viviendas Principales</b>	<b>7.028.651</b>	<b>8.504.326</b>	<b>10.430.895</b>	<b>11.824.849</b>	<b>14.270.656</b>
<i>(Valores Relativos)</i>					
Propiedad	50,6%	63,4%	73,1%	77,5%	80,9%
Alquiler	42,5%	30,0%	20,8%	14,9%	11,3%
Otros	6,9%	6,5%	6,1%	7,6%	7,7%

Fuente: Censos Población y Vivienda del INE

## España. Viviendas y variables demográficas

	Población	Número Hogares	Número Viviendas	Personas/Hogar
<b>1960</b>	30.582.936	7.028.651	7.726.423	4,35
<b>1970</b>	33.956.047	8.504.326	10.655.785	3,99
<b>1981</b>	37.742.561	10.430.895	14.726.859	3,62
<b>1991</b>	39.433.942	11.824.849	17.206.363	3,33
<b>2001</b>	40.847.371	14.270.656	20.823.369	2,86

Fuente: INE y BBVA

tes en el año 1960. En la actualidad, el alquiler se concentra principalmente en las grandes ciudades, por lo que casi el 40% del total del parque de este tipo de viviendas se localizaba en Madrid y Cataluña.

Del total de hogares existentes en 2001, el 40% ha adquirido su vivienda habitual después de 1991, proporción que se reduce al 24% cuando se consideran los últimos cinco años. Las viviendas en alquiler muestran, como es natural, una mayor rotación: del total de hogares en régimen de alquiler, el 46% ha accedido a su vivienda en los últimos cinco años, proporción que se reduce al 20,5% cuando se trata de las viviendas habituales.

La divergente relación existente entre población, hogares y el número de viviendas en España a lo largo de la última década plantea la necesidad de revisar los modelos de demanda de vivienda, dado que se apoyan básicamente en la formación de hogares como motor de la demanda residencial. Desde 1960, la población española ha aumentado un 25% mientras que, en el mismo período, el número de hogares se dobló y el parque de viviendas se triplicó.

### 3. Precios y salarios

#### Escalón a la baja en la inflación tendencial

La inflación de los precios de consumo<sup>1</sup> ha caído en los primeros dos meses de 2003 hasta el 3,7%, tres décimas menos que la tasa registrada en el 4tr02. Esta desaceleración no sólo se ha producido en el IPC, sino también en las medidas de inflación que eliminan los componentes de la cesta más volátiles, el IPSEBENE o el IPC Tendencial BBVA. Ambos índices han reducido sus tasas anuales 0,3 puntos porcentuales entre el 4tr02 y enero-febrero de 2003, desde el 3,6% al 3,3%. En el mismo periodo, el componente residual de la inflación<sup>2</sup> se mantuvo e con una tasa anual del 5,1%.

En los componentes residuales del IPC se ha producido una compensación entre la desaceleración de los precios de los alimentos frescos (especialmente intensa en algunas carnes y en las verduras) y el incremento de los precios de la energía, impulsada por las subidas de carburantes y combustibles de calefacción y la de la tarifa eléctrica de enero pasado. Entre los componentes tendenciales del IPC, los precios de los alimentos elaborados han frenado su crecimiento por la fuerte desaceleración registrada en el aceite, ya que el resto de productos muestra la tendencia contraria. Los precios de los servicios se han desacelerado 0,6 puntos porcentuales entre el 4tr02 y los dos primeros meses de 2003, del 4,5% al 3,9% al beneficiarse del comienzo de la salida del redondeo del euro producido en 2002. Este favorable efecto comparativo se percibe ya en los precios de los servicios de bares y restaurantes, que de mantener durante el semestre de junio a noviembre de 2002 una tasa de inflación del 5,9%, máximo histórico, se han desacelerado hasta el 4,8% en febrero. En cuanto a los bienes industriales no energéticos, también han moderado su crecimiento, aunque en este caso más como resultado de la mayor intensidad en las rebajas que hace un año. Así, han pasado del 2,6% en el 4tr02 al 2,2%.

#### En 2003, “eurocaída” en la inflación

El escalón bajista en la inflación del 1tr03 como consecuencia de la salida del redondeo del euro y de la congelación en 2003 de los impuestos especiales continuará en el 2tr03. Fue en este periodo cuan-

Gráfico 3.1.  
IPC de restaurantes, bares y cafeterías



Fuente: INE y BBVA

<sup>1</sup> El INE ha actualizado los pesos de la cesta de productos según la nueva información disponible sobre la composición del gasto familiar.

<sup>2</sup> Alimentos frescos, aceites y grasas, tabaco, energía, servicios telefónicos y turísticos. En total, el 25,7% de la cesta de productos del IPC.

#### Cuadro 3.1. Inflación

	IPC General			IPSEBENE			IPC residual			IPC tendencial		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004
ene	3,1	3,7	2,9	3,6	3,2	3,1	2,0	4,9	1,7	3,5	3,3	3,4
feb	3,1	3,8	2,8	3,6	3,3	3,1	2,0	5,3	1,4	3,5	3,3	3,3
mar	3,1	3,7	2,7	3,5	3,3	3,2	2,7	4,8	0,8	3,3	3,3	3,4
abr	3,6	3,3	2,6	3,9	3,0	3,2	3,5	3,9	0,9	3,7	3,1	3,2
may	3,6	2,9	2,8	4,1	2,9	3,1	3,5	2,3	1,6	3,6	3,1	3,2
jun	3,4	3,0	2,9	4,1	2,9	3,2	2,3	2,9	1,7	3,8	3,0	3,3
jul	3,4	3,1	3,0	3,8	3,1	3,3	2,7	3,1	1,8	3,6	3,1	3,4
ago	3,6	3,2	3,0	3,8	3,2	3,3	3,1	3,8	1,9	3,8	3,0	3,4
sep	3,5	3,2	3,1	3,5	3,3	3,4	3,9	3,0	2,0	3,4	3,3	3,5
oct	4,0	2,9	3,1	3,7	3,0	3,3	5,4	2,2	2,1	3,5	3,2	3,4
nov	3,9	3,2	3,1	3,6	3,1	3,3	4,9	3,6	2,2	3,6	3,1	3,4
dic	4,0	3,2	3,1	3,6	3,2	3,3	5,0	3,6	2,3	3,7	3,1	3,4
<b>media</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>2,9</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>1,7</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>

Fuente: INE y previsiones BBVA



**Cuadro 3.2. Deflatores, crecimiento y composición**

(% anual)	1999	2000	2001	2002
<b>1. Deflactor Total</b>	2,7	3,5	4,2	4,4
<b>2. Coste Lab. Unit.</b>	2,1	3,0	3,8	3,2
<b>Remuneración</b>	2,7	3,7	4,1	4,0
<b>Productividad</b>	0,6	0,8	0,3	0,7
<b>“Margen” (1-2)</b>	0,6	0,5	0,4	1,1

Fuente: INE y BBVA

El aumento salarial de 2002 incluyendo cláusulas fue 0,1 puntos superior al de 2001 (3,8% y 3,7% respectivamente), a pesar de que de los convenios firmados resultaba el 3,1%, cifra además inferior en 0,4 puntos a lo establecido el año anterior. Esta desaceleración de los salarios de convenio, que no se había producido desde 1998, fue resultado del Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva de 2002, cuya vigencia se ha ampliado recientemente a 2003. Con este acuerdo, empresarios y sindicatos intercambiaron moderación salarial (asumiendo la importancia de una evolución acompasada de salario y productividad) por mejoras en el empleo, entendidas no sólo como su creación, sino también buscando una mayor estabilidad, formación, igualdad de oportunidades y seguridad en el trabajo.

Los resultados obtenidos en 2002 muestran los efectos de la iniciación salarial *ex post*: un acuerdo de rentas que logra moderar el crecimiento de los salarios *ex ante* en 0,4 puntos porcentuales (del 3,5% al 3,1%) ha supuesto finalmente una aceleración de los salarios *ex post* de 0,1 puntos (del 3,7% hasta el 3,8%). La prórroga en 2003 del acuerdo de rentas entre las organizaciones empresariales y sindicales supondrá, dado el nuevo desborde de las previsiones de inflación, la generalización de las cláusulas a la gran mayoría de trabajadores con convenio. Con ello, la remuneración de los asalariados aumentará su correlación con la inflación pasada, dificultando su ajuste a la evolución de la productividad y, por tanto, la absorción de posibles choques sobre los costes, como pudiera producirse por un súbito aumento de la factura energética.

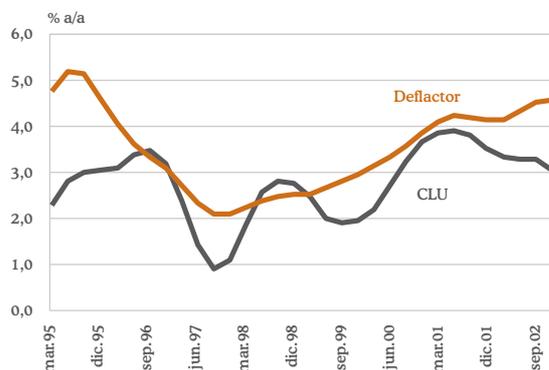
### El “margen” se acelera a lo largo de 2002

A pesar de la ligera desaceleración de la inflación, medida a través de la variación del IPC, en 2002 (desde el 3,6% al 3,5%), otras medidas del crecimiento de los precios de ámbito más mostraron la tendencia inversa. Así, el deflactor del PIB creció el 4,4%, 0,2 puntos más que en 2001. La descomposición del crecimiento de los precios permite observar que fue resultado de una aceleración de los márgenes (concepto que agrupa impuestos y excedente de explotación), ya que los costes laborales por unidad de producto crecieron en 2002 0,6 puntos menos que en 2001 (3,8% y 3,2% respectivamente). Además, la desaceleración de los costes laborales fue consecuencia de la combinación del mantenimiento de la remuneración por asalariado (4,1% en 2001 y 4,0% en 2002) con el mayor aumento de la productividad aparente del trabajo: 0,7%, cuatro décimas más que en 2001.

Con ello, en 2002 se aceleró el “margen”, variable cuyos moderados aumentos en el periodo 1998-2001 limitaron la intensidad de la aceleración de los precios en la economía. En dicho periodo la remuneración por asalariado mantuvo crecimientos cada vez mayores, que no pudieron ser absorbidos por una productividad aparente del trabajo que no superó tasas de variación del 0,8%. Esta aceleración de los márgenes se produjo a lo largo de 2002 en todas las ramas de actividad excepto en los servicios. Especialmente destacable es la situación de la industria (sin ramas energéticas), que registra desde 1996 un periodo ininterrumpido de descensos del “margen” como consecuencia de su mayor apertura a la competencia y, probablemente, del deterioro de la competitividad de la economía española. Esta evolución es insostenible indefinidamente y hace además más difícil la absorción de choques negativos de oferta (mayores costes energéticos) o de demanda (caída del gasto exterior ante incertidumbres geopolíticas).

Las perspectivas en 2003 son de una ligera desaceleración del deflactor de la economía (del 4,4% de 2002 al 4,3% en 2003), coherente con la limitada desaceleración esperada de la remuneración por asalariado, frenada por la “salvaguarda” salarial. Además, aunque la productividad pueda mejorar los registros de los últimos años, este ascenso sería absorbido por el “margen”.

**Gráfico 3.5. Economía**



Fuente: INE y BBVA

## 4. Política fiscal

### En 2002, el déficit del sector público inferior al previsto

A diferencia de lo acontecido en los últimos años, un comportamiento mejor del previsto del subsector AA.TT. ha permitido que el déficit del conjunto del sector público se situara en 2002 en el 0,07% del PIB. Este dato es inferior al previsto en la Actualización del Programa de Estabilidad (PE02-06) elaborado en diciembre y, prácticamente, muestra una situación de equilibrio una vez corregido del impacto de la catástrofe del Prestige (un 0,04% del PIB). Parte de esta favorable evolución esta relacionada con un cambio introducido por Eurostat en la contabilización de determinados gastos e ingresos. Si no hubieran entrado en vigor estas nuevas normas contables, el déficit público habría sido una décima superior, un -0,17% del PIB (un -0,13% sin el gasto extraordinario del Prestige). Aun en este caso, el cierre de 2002 sería similar al registrado en 2001 (-0,14% del PIB), año en el que PIB mostró un crecimiento superior, tanto en términos reales (2,7% anual frente al 2,0%) como nominales (el 6,9% frente al 6,5%).

En este escenario de desaceleración económica, la corrección del déficit se apoyó en la positiva evolución de los ingresos, ya que se elevó el peso del sector público en la economía. La recaudación creció un 7,7% anual, lo que refleja la incidencia de factores excepcionales que difícilmente continuarán en el futuro (tratamiento fiscal de las plusvalías reinvertidas, regularización del empleo, creación del impuesto sobre ventas minoristas, etc.). Según la OCDE este crecimiento de los ingresos ha provocado que España sea el país de la UE donde más ha aumentado la presión fiscal sobre las rentas del trabajo en el último año.

Respecto a los gastos, su fuerte crecimiento (7,5% anual) no se explica ni por los gastos extraordinarios asociados a la catástrofe del Prestige<sup>1</sup> ni por el repunte de los gastos financieros asociado a importantes programas de recompra de deuda pública, ya que excluidas estas partidas, el gasto crecería un 8,3% anual en 2002. La desagregación por tipo de gasto pone de manifiesto que una parte importante de este aumento podría explicarse por el incremento de fondos necesarios para cubrir algunas prestaciones (por desempleo y pensiones, por la compensación de la desviación de la inflación observada del objetivo) y, sobre todo, por las dificultades para controlar el gasto sanitario, que aumentó un 9,9% en 2002 (por encima del límite fijado en el Pacto de Estabilidad Farmacéutica y del PIB nominal), y la incapacidad temporal.

En cuanto al resto de los subsectores de las AA.PP., el superávit de la Seguridad Social (0,7% del PIB, frente al 0,8% previsto) más que ha compensado el déficit del Estado, que, sin embargo, ha sido inferior al inicialmente presupuestado (0,5% del PIB y 0,6%, respectivamente). Por tanto, la Administración Central volvió a mostrar un superávit (0,2% del PIB), lo que implica el cumplimiento de la Ley de Estabilidad Presupuestaria, que entra en vigor en 2003.

Del análisis de los datos disponibles sobre la ejecución de las cuentas del sector público en 2002 parece deducirse que: i) el importante superávit de la Seguridad Social está afectado por factores transitorios (proceso de regulación de empleo, para beneficiarse de las bonificaciones existentes para el fomento del empleo, que eleva los ingresos por cotizaciones sociales, y cohortes menos numerosas de jubilados por la guerra civil) y ii) la mejora de la situación de las CC.AA. se explica por factores contables y no por la mayor corresponsabilidad fiscal derivada de la entrada en vigor del nuevo modelo de financiación autonómica y que garantiza un control del gasto público en el futuro.

<sup>1</sup> En 2002 el gasto derivado de la catástrofe del Prestige se ha financiado con remanentes de créditos de otros departamentos y con la reasignación de fondos percibidos de la UE para otros objetivos.

### Cuadro 4.1. Deuda pública y déficit

	2001	2002 Observado	2002 Programa de Estabilidad 02-06
(%/PIB)			
Estado	-0,5	-0,5	-0,6
Seguridad Social	0,8	0,7	0,8
AA.TT.	-0,4	-0,3	-0,4
<b>AA.PP.</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>
<b>Deuda pública</b>	<b>56,9</b>	<b>54,0</b>	<b>55,2</b>
<b>Superávit primario</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>

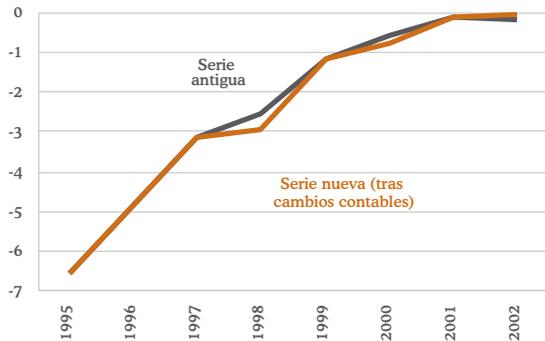
Fuente: Ministerio de Hacienda

### Cuadro 4.2. Capacidad (+)/Necesidad (-) de Financiación

MM Euros	2001	%/PIB	2002	%/PIB	% anual
<b>Recursos no financieros</b>	259,1	<b>39,8</b>	279,1	<b>40,2</b>	7,7
<b>Empleos no financieros</b>	260,1	<b>39,9</b>	279,6	<b>40,3</b>	7,5
Gastos por el Prestige			0,3	<b>0,04</b>	
<b>Cap.(+)/nec.(-) de financiación</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,14</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,07</b>	
Intereses	20,3	3,1	19,8	2,9	-2,5
<b>Saldo primario</b>	<b>19,3</b>	<b>3,0</b>	<b>19,3</b>	<b>2,8</b>	-0,2
Deuda pública	371,0	56,9	374,4	54,0	

Fuente: Ministerio de Hacienda

Gráfico 4.1.  
Impacto sobre el déficit público de los cambios contables



Fuente: Ministerio de Hacienda

A pesar de ello, las finanzas públicas en España muestran una situación más saneada que en la mayoría de los países de la UE en 2002, según los datos publicados por Eurostat. Es esta mejor situación relativa la que ha permitido que la prima de riesgo de la deuda del Reino de España con la emitida por Alemania o Francia se haya anulado.

Otro indicador de la situación fiscal es la deuda pública, que se situó en el 54% del PIB en 2002, casi tres puntos por debajo del cierre del año anterior. A esta reducción han contribuido tanto la corrección del déficit como el mencionado descenso de los tipos de interés y el aumento de la inflación.

### Cambios contables en la medición del déficit

Dos modificaciones contables han afectado al déficit. Por un lado, han pasado a contabilizarse como ingresos sólo aquellos derechos devengados que tienen una probabilidad elevada de ser cobrados y no la de todos los derechos, como venía haciéndose hasta ahora. Por otro lado, la empresa regional Mintra (gestor de infraestructuras ferroviarias de la C.A. de Madrid), que hasta ahora consolidaba en las cuentas del sector público, ha pasado a considerarse como sociedad no financiera. De haber consolidado esta empresa en las cuentas de las AA.PP., el déficit público en 2002 hubiera sido una décima superior al finalmente publicado.

Este cambio contable también ha afectado a las cifras de déficit de años anteriores. Las revisiones más importantes se han registrado en los años 1998 y 2000 en los que el déficit final (3% del PIB y 0,8% del PIB), ha sido cuatro y dos décimas, respectivamente, superior al publicado con anterioridad.

### La imposición directa sorprende positivamente en 2002, mientras que la indirecta refleja la moderación del consumo

El descenso en las cifras de ingresos y gastos del Estado refleja el impacto del nuevo modelo de financiación autonómica, que entró en vigor de forma progresiva a lo largo del año, sobre los distintos subsectores de las AA.PP. El proceso de traspaso de las competencias en Sanidad se ha producido de forma gradual, lo que ha dificultado la evaluación del grado de ejecución del Presupuesto previsto para 2002, especialmente porque éste tan sólo contemplaba, en el momento de su elaboración, la cesión de impuestos indirectos a las cinco CC.AA. de Régimen Común que tenían asumida dicha competencia antes del 1 de enero de 2001. Dado que el Ministerio de Hacienda ha facilitado las cifras de ingresos correspondientes a 2002 y 2001 para el total del Estado y de las CC.AA.<sup>2</sup> se va a proceder a valorar la evolución de los ingresos conjuntamente, ya que sólo así es posible realizar una comparación homogénea.

<sup>2</sup> La recaudación conjunta añade a los ingresos del Estado el importe de las participaciones de las CC.AA. en IRPF, IVA e impuestos especiales.

Cuadro 4.3. Déficit de caja del Estado

Millones euros	2001	2002		2002	2002	
	Liquidación	Avance de liquidación	% anual	Liquidación	% anual	
<b>Ingresos no financieros</b>	125.187	104.953	-16,2	108.456	-13,4	
<b>Pagos no financieros</b>	128.071	108.602	-15,2	111.082	-13,3	
<b>Déficit de caja</b>	-2.884	-3.649		-2.626		
%/PIB	-0,44	-0,56		-0,40		
<b>Superávit primario</b>	15.379	15.421		16.237		
%/PIB	2,36	2,37		2,49		

Fuente: Ministerio de Hacienda

A diferencia de lo que ocurrido en 2001, los ingresos, en términos de caja, superaron a la cifra presupuestada para 2002 por la mayor recaudación impositiva, al crecer un 8,9% frente al 5,9% presupuestado, y no por la evolución del resto de los ingresos. Pese al menor crecimiento de la economía (2,0% anual frente al 2,2% del PGE02), dos factores contribuyeron a impulsar la recaudación. Por un lado, la mayor inflación (el deflactor del PIB aumentó el 4,4% frente al 2,9% presupuestado) y, por otro lado, el cambio introducido respecto al tratamiento fiscal de las plusvalías reinvertidas<sup>3</sup> que adelantó el pago de impuestos, elevando transitoriamente la recaudación por el Impuesto de Sociedades (IS). Así, los ingresos por imposición directa superaron en 4.000 Mill de euros la previsión oficial, de los que el 62% correspondieron al IS (un 72% del total de los impuestos), cuya recaudación aumentó un 24,3% en 2002 frente al 10,2% previsto. El resto refleja la positiva evolución de la recaudación por IRPF vinculada a las rentas del trabajo, que crecieron un 8,5% anual, reflejo tanto de la creación de empleo en 2002 como de la no deflatación ni de la tarifa ni de las deducciones en el IRPF. En cambio, los ingresos derivados de las retenciones sobre los rendimientos del capital cayeron un 15,1%, como resultado, principalmente, de la negativa evolución de los mercados financieros y de la reducción en el tipo de retención del 20% al 18%. En conjunto, la recaudación por IRPF aumentó un 7,1%, frente al 2,7% presupuestado.

### Aumento de la presión fiscal en 2002

La favorable evolución de la imposición directa compensó el negativo comportamiento de la imposición indirecta, que no hace sino reflejar la pérdida de dinamismo del consumo privado. Tanto la recaudación por IVA como por Impuestos Especiales crecieron menos de lo previsto, el 6,4% anual y el 4,6% anual, frente al 7,7% y el 6,3% presupuestados<sup>4</sup>, lo que provocó, por tercer año consecutivo, que la recaudación fuera 614 Mill. de euros inferior a la prevista. Con todo, los ingresos impositivos crecieron un 8,9% en 2002, crecimiento muy superior al del PIB nominal (un 6,5%) y al presupuestado (un 5,9%). Todo apunta a que la presión fiscal aumentó en 2002, tras permanecer prácticamente estable el año anterior, como ya ha anticipado la OCDE.

En cuanto a los ingresos no impositivos, su recaudación superó a la previsión inicial, aunque en cuantía muy inferior a la de años anterior-

<sup>3</sup> Ley 24/2001 de 27 de Diciembre de Medidas fiscales, administrativas y de orden social.

<sup>4</sup> El presupuesto de 2002 no presentó una cifra de ingresos para el conjunto del Estado y todas las CC.AA. por lo que ha sido necesario estimar este dato conjunto a partir de la cifra presupuestada y teniendo en cuenta el peso de cada CC.AA. en la recaudación por IRPF e Impuestos Indirectos.

### Cuadro 4.4. Estado: ingresos no financieros (caja)

Millones euros	2001	2002	% anual	2002	% anual
	Liquidación	Avance de liquidación		Liquidación	
<b>Impuestos directos</b>	<b>55.697</b>	<b>53.999</b>	<b>-3,0</b>	<b>55.531</b>	<b>-0,3</b>
IRPF	36.469	32.464	-11,0	32.268	-11,5
IS	17.217	19.703	14,4	21.420	24,4
Resto	2.012	1.832	-8,9	1.843	-8,4
<b>Impuestos indirectos</b>	<b>53.157</b>	<b>37.276</b>	<b>-29,9</b>	<b>38.027</b>	<b>-28,5</b>
IVA	34.674	24.977	-28,0	25.720	-25,8
Imp. Especiales*	16.612	10.333	-37,8	10.347	-37,7
Otros	1.871	1.966	5,1	1.960	4,8
<b>Resto</b>	<b>16.332</b>	<b>13.678</b>	<b>-16,3</b>	<b>14.898</b>	<b>-8,8</b>
<b>Total ingresos</b>	<b>125.187</b>	<b>104.953</b>	<b>-16,2</b>	<b>108.456</b>	<b>-13,4</b>

\* En 2001 se incluyen los ingresos por Determinados medios de transporte, que desde 2002 recaudan las CC.AA.

Fuente: Ministerio de Hacienda

res: 1.800 Mill. de euros en 2002, frente a 2.368 Mill. en 2001 y 3.051 Mill. de euros en 2000. A este peor comportamiento relativo han contribuido: i) los menores ingresos patrimoniales, tanto por los reducidos beneficios del banco de España como por la reducción de las tasas de telefonía, y ii) el descenso de la transferencia de la Seguridad Social, por el cambio en el mecanismo de financiación de las competencias sanitarias.

### En 2003 los ingresos estarán condicionados por el retraso de la recuperación económica y el impacto recaudatorio de la reforma del IRPF

En 2003, el menor dinamismo del consumo privado y las peores perspectivas sobre los beneficios de las empresas no permiten anticipar una desviación de la recaudación respecto a la prevista en los presupuestos. Dos factores, uno a la baja y otro al alza, condicionarán la evolución de los ingresos impositivos. El primero es la Reforma del IRPF, con un coste recaudatorio para el Gobierno de 2.451 Mill de euros (un 0,34% del PIB) una vez considerado el efecto positivo inducido de la reforma sobre la economía. El segundo es la realización de plusvalías, que seguirá afectando positivamente a la recaudación por IS. La Reforma del IRPF, que reducirá el tipo efectivo del impuesto<sup>5</sup>, y la no actualización de los tipos impositivos de los IE otorgan un tono ligeramente expansivo a la política fiscal. En conjunto, las rebajas fiscales que entrarán en vigor en 2003 van a reducir la factura fiscal de empresas y familias en 4.566 Mill de euros.

### Desviaciones en el gasto corriente en 2002

A diferencia de los ingresos, no se dispone de cifras de gastos totales (Estado y CC.AA.) para 2002 que permitan una comparación homogénea, ya sea con la liquidación de 2001 o con la cifra presupuestada. Con todo, los pagos, en términos de caja, registraron una caída del 13,3%, frente al descenso del 10,8% previsto. Esta reducción muestra la pérdida de peso del Estado en el conjunto de las AA.PP., consecuencia de la cesión de nuevas competencias a las CC.AA. (Sanidad y Servicios Sociales), y las menores obligaciones pendientes de pago al cierre de 2001.

La progresiva asunción de las competencias en Sanidad por las CC.AA. introduce una ruptura en la serie de pagos por transferencias corrientes e impide detectar comportamientos anómalos en su evolución, así

<sup>5</sup> Según las estimaciones oficiales la presión fiscal individual se reducirá un 11% tras la reforma del IRPF.

Cuadro 4.5. Estado: gastos no financieros (caja)

Millones euros	2001	2002		2002	
	Liquidación	Avance de liquidación	% anual	Liquidación	% anual
<b>Operaciones corrientes</b>	114.795,1	96.431	-16,0	97.584	-15,0
Gastos de Personal	16.827,1	17.643	4,8	17.554	4,3
Bienes y Servicios	2.553,7	2.680	4,9	2.843	11,3
Gastos financieros	18.263,6	19.070	4,4	18.863	3,3
Transf. corrientes	77.150,7	57.038	-26,1	58.324	-24,4
Fondo de contingencia					
<b>Operaciones de capital</b>	13.275,8	12.171	-8,3	13.498	1,7
Inversiones	6.460,9	6.263	-3,1	7.043	9,0
Transf. de capital	6.814,9	5.908	-13,3	6.455	-5,3
<b>Total pagos</b>	<b>128.070,9</b>	<b>108.602</b>	<b>-15,2</b>	<b>111.082</b>	<b>-13,3</b>

Fuente: Ministerio de Hacienda

como desviaciones respecto al presupuesto inicial. Por este motivo las transferencias corrientes del Estado caen un 24,4% anual, comparado con un crecimiento del 5,9% en 2001. Aun reduciendo el análisis a las rúbricas del gasto menos afectadas por el traspaso de competencias (intereses, compras de bienes y servicios e inversiones reales), el volumen de modificaciones de crédito que afectan a estas partidas ascendía a 30 de noviembre a 2.327,8 Mill. de euros, en torno al 0,3% del PIB. Esta desviación representa un 2,0 de los créditos finales, el límite establecido para el fondo de contingencia (un 2%).

Con todo, el déficit de caja del Estado, que en el conjunto del año no debería verse afectado por la entrada en vigor del nuevo modelo de financiación autonómica (menores gastos y menor recaudación por la cesión de impuestos a las CC.AA. para financiar las nuevas competencias), se situó en 2002 en 2.626 Mill. de euros, un -0,4% del PIB (-0,44% en 2001), que se corresponde con un déficit del 0,5% en términos de Contabilidad Nacional (CN) (-0,6% en 2001), en línea con la previsión el Programa de Estabilidad 2001-05. Esta discrepancia entre el déficit en términos de caja y de CN se explica, principalmente, por la dispar evolución de los pagos por intereses según el criterio de contabilización considerado, ya que crecen un 3,3% en términos de caja y caen un 2,3% en términos de CN. Ello ha supuesto que en términos de CN el superávit primario se haya reducido una décima en 2002, hasta el 1,9% del PIB, lo que avala que la desaceleración económica está afectando a la recaudación y que algunas partidas del gasto no financiero han aumentado su ritmo de crecimiento.

### Seguridad Social, de nuevo superávit

En 2002, el Sistema de Seguridad Social (SS) presentó un superávit de 5.551 Mill. de euros (el 0,7% del PIB), frente a un superávit de 5.213 Mill. (el 0,8% de PIB) en 2001. Aunque la ejecución del presupuesto de la SS haya sido ligeramente peor a la prevista (el 0,8%), ha sido este subsector el que ha hecho posible que, en conjunto, la Administración Central haya continuado mostrando un superávit: un 0,2% del PIB.

Al igual que en el caso del Estado y de las CC.AA. las cifras de ingresos y gastos están afectadas por la entrada en vigor del nuevo modelo de financiación autonómica en 2002. Aunque los datos de cierre para todas las rúbricas de ingresos y gastos aún no están disponibles, la evolución de las principales partidas (ingresos por cotizaciones, representan en torno al 81% de los recursos de la SS, y gasto en pensiones, el 73% del gasto total en el presupuesto para 2002) permite hacer una primera valoración. Los ingresos por cotizaciones sociales aumenta-

### Cuadro 4.6. Presupuesto de gasto de la Seguridad Social 2002

Millones de euros	Programado	Realizado Enero-Julio 2002	% Grado realización	Realizado Enero-Noviembre 2002	% Grado realización
<b>PRESTACIONES ECONÓMICAS</b>	<b>67.503,4</b>	<b>38.287,7</b>	<b>56,7</b>	<b>58.158,4</b>	<b>86,16</b>
- Pensiones	57.985,8	32.698,4	56,4	49.444,3	85,3
. Contributivas	56.230,6	31.736,3	56,4	47.892,6	85,2
. No contributivas	1.755,2	962,2	54,8	1.551,8	88,4
- Incapacidad temporal	4.026,8	2.475	61,5	4.012,6	99,6
<b>ASISTENCIA SANITARIA</b>	<b>12.188,5</b>	<b>3.762,5</b>	<b>30,9</b>	<b>4.255,7</b>	<b>34,9</b>
<b>SERVICIOS SOCIALES</b>	<b>639,1</b>	<b>336,3</b>	<b>52,6</b>	<b>523,2</b>	<b>81,9</b>
<b>TESOR., INFOR. Y OTROS</b>	<b>5.446,8</b>	<b>648,4</b>	<b>11,9</b>	<b>1.056,8</b>	<b>19,4</b>
<b>TOTAL</b>	<b>85.777,8</b>	<b>43.034,8</b>	<b>50,2</b>	<b>63.994,1</b>	<b>74,6</b>

Fuente: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales

Cuadro 4.7. Presupuestos del INEM

Millones euros	Presupuesto inicial 2002	Liquidación 2002	Presupuesto inicial 2003
<b>Total prestaciones</b>	<b>8.784</b>	<b>10.505</b>	<b>10.507</b>
Prestaciones			
contributivas	4.089	5.269	5.345
Subsidio desempleo	1.416	1.526	1.461
Subsidio agrario	985	982	926
Cuotas contributivas	1.724	2.230	2.192
Cuotas subsidio	269	289	282
Renta activa reinserción	301	209	301

Fuente: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales

ron el 5,9% anual (el 4% en el avance de liquidación), muy inferior al crecimiento del 9,3% registrado en 2001. Esta significativa desaceleración muestra, por un lado, el menor aumento de las afiliaciones a la SS en 2002, el 3% frente al 3,9% en 2001, y, por otro lado, las menores bases de cotización de los nuevos empleos. Con todo, en 2002 los ingresos adicionales obtenidos por cotizaciones sociales superarán en 3.000 Mill. de euros (0,4% del PIB) la cifra inicialmente presupuestada, cantidad inferior a los 4.000 Mill de 2001 (0,6% del PIB). Esta moderación de los ingresos continuará en 2003 en línea con la menor creación de empleo prevista.

En cuanto al gasto, el correspondiente a las pensiones contributivas creció un 6,5% en el conjunto del año, cifra superior a la presupuestada (5,4%). De nuevo en 2002 fue necesario compensar a los pensionistas por la desviación de la inflación respecto al objetivo del 2%. En noviembre, la inflación se situó en el 3,9%, 1,9 pp de desviación (0,7 pp en 2001), lo que ha supuesto una paga extra en enero de 2003 a los pensionistas por valor de 1.050 Mill de euros (el 0,16% del PIB), que se imputará a los presupuestos de 2002, y 1.021 Mill. (0,14% del PIB) adicionales por la consolidación de la desviación en 2003. A ello se une el desbordamiento del gasto en incapacidad laboral que creció un 13,5% hasta noviembre, cuando estaba previsto un descenso. En 2003 estas dos rúbricas del gasto podrían registrar desviaciones importantes respecto al presupuesto por la necesidad de compensar a los pensionistas por la desviación prevista de la inflación del objetivo (1,2 pp) y por la escasa dotación realizada para cubrir el gasto en incapacidad laboral (-3,5% respecto a la previsión de liquidación).

Con todo, la saneada situación financiera de la SS en 2002 permitió que la dotación al Fondo de Reserva fuera superior a la prevista, 3.575 y 1.052 Mill. de euros, respectivamente. Con ello, el fondo ascendía a 6.020 Mill. a finales de 2002. El Consejo de Ministros ha aprobado un Anteproyecto de Ley para regular la dotación, uso, composición y gestión del Fondo de Reserva. Entre las medidas aprobadas se incluye: i) la limitación al 3% de la cantidad que se podrá extraer anualmente del Fondo para afrontar situaciones de déficit en el pago de las pensiones contributivas, y ii) la creación de un Comité de Gestión del Fondo de Reserva.

Con respecto al gasto del INEM, el destinado a prestaciones por desempleo ha sido muy superior al presupuestado 10.505 Mill. de euros, un 20%. Detrás de esta significativa desviación se encuentra tanto el aumento del número de parados (un 6% en 2002, el primer aumento desde 1994) y de la tasa de cobertura (un 59,86% frente a un 56,59% en 2001), así como la imputación al presupuesto de 2002 de prestaciones generadas y pagadas en 2001 (417 Mill. de euros). En 2003, el aumento previsto del paro (un 3,6%) apunta a que la dotación presupuestaria para hacer frente al pago de las prestaciones por desempleo es insuficiente.

### La acumulación de imprevistos dificultará la consecución del equilibrio presupuestario en 2003

En 2003 la corrección que están experimentando los tipos de interés y la desaparición del diferencial de tipos a largo entre la deuda española y la alemana, por un lado, y el restablecimiento de las emisiones de letras a tres y seis meses, en un año en el que el vencimiento de deuda es muy superior al del año 2002 (72,8 Mm euros frente a 50 Mm), por otro, van a incidir de forma positiva en el pago por intereses. Aun teniendo en cuenta este efecto positivo sobre el gasto del Estado, los riesgos continúan siendo al alza. No hay que olvidar el coste presupuestario del Prestige, que el Gobierno ha estimado en al menos 1.000 Mill. de euros (un 0,13% del PIB)<sup>6</sup>, la compensación a los Ayuntamien-

<sup>6</sup> La UE podría cofinanciar un crédito extraordinario concedido a España para financiar los daños del Prestige.

tos por la supresión del IAE (un 0,1% del PIB)<sup>7</sup>, así como la incidencia presupuestaria de decisiones de política que pudieran adoptarse para paliar el impacto de acontecimientos imprevistos (aumento de transferencias a empresas y familias, mayor aportación al GIF para línea alta velocidad, apoyo a Babcock, etc) o los gastos generados por la posible participación de tropas españolas en operaciones de mantenimiento de la Paz en el conflicto con Iraq. Todos estos factores auguran un incremento del gasto no previsto del Estado superior al Fondo de Contingencia aprobado en 2003 (0,3% del PIB). Y ello a pesar de que finalmente el Estado no asumirá en 2003 la deuda de Renfe, que hubiera elevado su déficit entre el 0,5%/0,8%, dependiendo de la formula aprobada<sup>8</sup>.

A estos gastos hay que añadir: i) la previsible compensación a los pensionistas por un crecimiento de los precios superior al 2% (3,2% previsto en noviembre), que supondría un gasto adicional de 700 Mill de euros (un 0,1% del PIB), ii) el impacto de la celebración de elecciones autonómicas y locales, y iii) un crecimiento superior al previsto del gasto sanitario, que aumentó un 10% hasta febrero frente a un objetivo del 7,5%.

Todo ello en el primer año de vigencia completa del nuevo modelo de financiación autonómica y coincidiendo con la reclamación de las CC.AA. de más fondos por el impacto sobre el gasto autonómico de las últimas leyes estatales<sup>9</sup> aprobadas con posterioridad a la concreción de la cuantía del Fondo de Suficiencia. A pesar de ello, las CC.AA. se han comprometido en el Consejo de Política Fiscal y Financiera a alcanzar el equilibrio presupuestario en 2003 y a mantenerlo hasta 2006, lo que confirma su compromiso con el objetivo de la Ley de Estabilidad Presupuestaria.

A estas incertidumbres se suma el deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial y de la economía española, en particular, desde que se aprobó el PGE03. De acuerdo con las estimaciones del Ministerio de Hacienda, contenidas en el PE02-06, si la economía creciera un punto por debajo del 3,0% previsto, el déficit del conjunto del sector público podría aumentar en cuatro décimas en 2003 (0,4% del PIB), simplemente por el funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Dada la elevada probabilidad de que la economía española crezca por debajo de la previsión oficial y la incidencia sobre el gasto de acontecimientos no recogidos en el PGE03 el déficit del sector público podría situarse por encima del 0,4% del PIB previsto por el Gobierno en un escenario de bajo crecimiento.

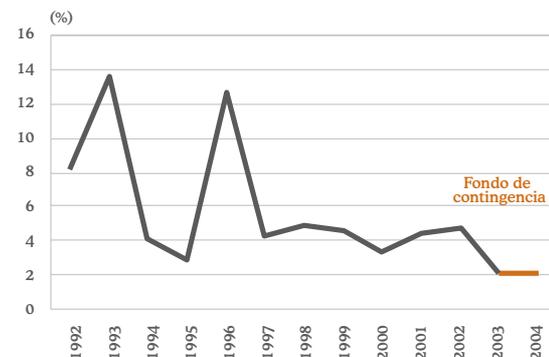
No obstante, dada la naturaleza y la magnitud del coste presupuestario del Prestige (el 0,13% del PIB según las estimaciones oficiales), Eurostat podría permitir que este gasto extraordinario se excluya a efecto de cómputo del déficit excesivo y, por tanto, no se considere a la hora de evaluar el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento por parte de España.

### Superávit hasta febrero de 2003 por la favorable evolución de la recaudación impositiva

El Ministerio de Hacienda ha publicado la evolución de las cuentas del subsector Estado hasta el mes de febrero. La falta de homogeneidad de estos datos con los correspondientes al mismo periodo del año anterior dificulta la valoración del grado de ejecución del Presupuesto. No hay que olvidar que en los primeros meses de 2002, aunque ya estaba vigente el nuevo sistema de financiación autonómico, las CC.AA.

Gráfico 4.2.

### Estado: modificaciones de crédito sobre créditos totales



Fuente: Ministerio de Hacienda

<sup>7</sup> En el Consejo de Ministros del 7 de febrero se aprobó la utilización de 331,6 Mm de euros del Fondo de Contingencia para el año 2003, principalmente para hacer frente al coste del Prestige.

<sup>8</sup> El Proyecto de Ley del sector ferroviario plantea que el nuevo Administrador de la Infraestructura Ferroviaria (ADIF) asuma la parte de la deuda de Renfe asociada a la infraestructura, 5.882,7 Mill. de euros y Renfe-Operadora la relacionada con la explotación, unos 1.500 Mill de euros.

<sup>9</sup> Entre ellas, la Ley de Calidad de la Enseñanza, la Ley de Calidad de Cohesión Sanitaria o la Ley de Incentivos al Mecenazgo.

que se acogieron al periodo transitorio financiaron el gasto sanitario con transferencias del INSALUD y no con impuestos cedidos, principal fuente de financiación en 2003.

Con todo, el Estado registró hasta febrero un superávit, en términos de caja, de 1.903 Mill. de euros, el 0,26% del PIB (0,14% del PIB hasta febrero 2002). Aunque dos meses no son suficientes para extrapolar el comportamiento de las cuentas públicas en el conjunto de año cabe destacar el buen comportamiento de los ingresos impositivos, especialmente, por IRPF e IVA. Considerando la recaudación conjunta del Estado y las CC.AA., los ingresos por IRPF crecen un 13,2% y por IVA un 9,6%, frente al 3,1% y al 6,2% presupuestados, respectivamente. Sorprende la fortaleza del IVA en el contexto actual de incertidumbre y de ausencia de cambios normativos, por lo que cabría esperar una adecuación de sus tasas de crecimiento al avance del consumo privado y de las importaciones. En cuanto al IRPF, su crecimiento está sesgado por las menores devoluciones realizadas en los primeros meses de 2003 y cabe esperar que modere su ritmo de crecimiento a lo largo del año por el efecto de la reforma. En cuanto al gasto, el descenso registrado hasta febrero 2003 (un -8,6% anual) refleja la incidencia en los primeros meses del año del periodo transitorio al que se acogieron algunas CC.AA. para asumir la Sanidad, por lo que es difícil emitir un juicio sobre la persistencia del ajuste.

### De nuevo policy-mix expansivo en 2003

A pesar de la pérdida de dinamismo de la economía española, su posición cíclica continúa siendo más favorable que la de la UEM, lo que está propiciando que el tono de la política monetaria esté siendo más expansivo de lo que requería nuestra economía. Tras el último recorte de tipos realizado por el BCE, se amplía la brecha entre el nivel de tipos de interés que, según una regla de Taylor, necesitaría la economía española (el 3,4%) y el observado (el 2,5%). Este tono expansivo de la política monetaria no parece vaya a ser compensado por una política fiscal suficientemente restrictiva. De hecho, según las estimaciones del Servicio de Estudios del BBVA y considerando las nuevas cifras de déficit publicadas por el Ministerio de Economía el tono de la política fiscal en 2003 habría que calificarlo de neutral o ligeramente expansivo. Así, el gráfico adjunto pone de relieve que los avances realizados en el proceso de corrección del déficit estructural se acometieron en 2001 y 2002.

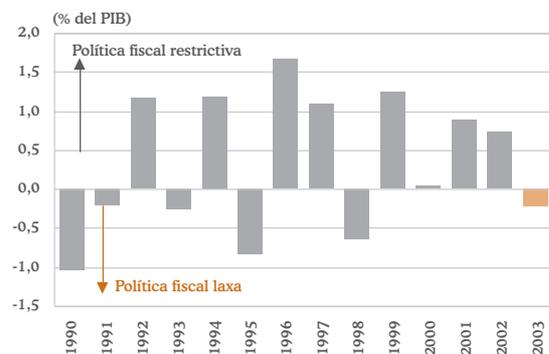
### El límite de gasto para 2004 condiciona el papel contracíclico de la política fiscal

En línea con el cumplimiento de las obligaciones fijadas por la Ley de Estabilidad Presupuestaria, en el primer trimestre del año el Consejo de Ministros ha aprobado el techo del gasto previsto para 2004. En dicho año el Estado podrá gastar como máximo 117.260 Mill. de euros, lo que implica un crecimiento del 4%, similar al 4,1% previsto para 2003. El límite incluye el llamado Fondo de Contingencia, que supone un 2% del total de gastos no financieros y que asciende a 2.345 Mill. de euros. El establecimiento de un techo permite un control más estricto del gasto y evita que se adopten medidas que lo disparen en épocas expansivas, en las que los mayores ingresos permiten financiar un mayor gasto. Este aspecto cobra especial relevancia en el caso español, ya que en la última fase expansiva, las modificaciones de crédito representaron en media en torno al 4,3% de los créditos totales. Por tanto, la cuantía establecida para el Fondo de Contingencia en 2004 es restrictiva.

### El PE02-06: Superávit en 2005

Este límite del gasto es coherente con las previsiones contenidas en la Actualización del Programa de Estabilidad para el Reino de Espa-

Gráfico 4.3.  
Impulso fiscal



Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA

ña 2002-2006, que prevé una reducción progresiva del déficit del Estado hasta valores del 0,2% del PIB el último año del PE. Aunque positivo, lo más relevante es la consecución del equilibrio presupuestario en las AA.TT., dado el peso creciente de las CC.AA. y CC.LL. en el conjunto del sector público y su relevancia para mantener saneadas las cuentas públicas. El compromiso con este objetivo ha sido ratificado en el último acuerdo alcanzado en el Consejo de Política Fiscal y Financiera, en el que las CC.AA. se comprometen, por un lado, a garantizar el equilibrio presupuestario hasta 2006 y, por otro, a que a fin de 2003 el nivel de deuda alcance como máximo el cierre de 2002.

A pesar de este compromiso, el deterioro de la situación económica, nacional e internacional, desde que se elaboró el PE02-06, la incidencia sobre el gasto público de factores extraordinarios (Prestige, conflicto con Iraq, asunción deuda Renfe) y la dificultad para controlar otros (gasto sanitario y en incapacidad laboral) apuntan que será difícil el cumplimiento de los objetivos fijados en el PE.

Sin embargo, en el contexto actual, de relajación de los objetivos fiscales en el seno de la UE, resulta positivo que España mantenga el objetivo de equilibrio fiscal dado el tono laxo de la política monetaria del BCE para España y siempre que ello no suponga un freno al gasto productivo que impulsa el crecimiento a largo plazo de la economía española.

#### Cuadro 4.8. Programa de Estabilidad 2002-2006

(Contabilidad Nacional, SEC-95: %/PIB)

(% sobre el PIB)	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Total ingresos</b>	39,8	39,8	39,8	39,8	39,8
-Tributarios	35,4	35,4	35,5	35,6	35,7
<b>Total gastos</b>	40,1	39,8	39,7	39,7	39,6
Gastos corrientes	34,7	34,5	34,3	34,1	33,9
Gastos financieros	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5
Gastos de capital	5,4	5,4	5,5	5,6	5,7
FBKF	3,5	3,5	3,6	3,7	3,8
<b>Cap. (+) nec. (-) financiación</b>					
AA.PP.	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,2
Estado	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2
Seguridad Social	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4
AA.PP. Territoriales	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Deuda pública</b>	<b>55,2</b>	<b>53,1</b>	<b>51,0</b>	<b>49,0</b>	<b>46,9</b>
<b>Superávit primario</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>
<b>Ahorro Bruto</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,4</b>	<b>4,6</b>

Fuente: Ministerio de Hacienda

## Ajuste de las pensiones a la vida laboral

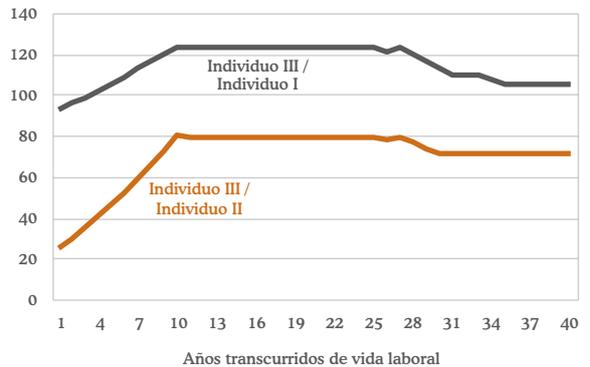
### Cambios en la 1ª pensión percibida respecto a situación vigente, 15 años (%)

Nº de años considerados para el cálculo de la Base Reguladora	Individuo I Individuo II Individuo III		
	Sin formación	Con formación media	Con formación Alta
20	-3,9	-3,5	-2,6
25	-7,0	-6,3	-5,0
30	-12,0	-11,3	-9,8
35	-18,9	-17,7	-16,9
40	-23,7	-25,1	-25,0

Fuente: BBVA

### Perfil salarial relativo

(%)



Fuente: BBVA

En un sistema de pensiones de reparto como el español, en el que las prestaciones se determinan por el método de prestación definida, la pensión contributiva de jubilación depende del historial laboral del trabajador, esto es, del salario y de los años de cotización a lo largo de su vida laboral. Bajo este sistema, por tanto, la relación entre la primera pensión y el último salario es tanto mayor cuanto menor sea el número de años que se considere para calcular la base reguladora de la pensión.

El objetivo de este recuadro es evaluar el impacto que cambios en el número de años de la vida laboral considerados para el cálculo de la base reguladora podrían tener sobre la pensión contributiva de jubilación de trabajadores con historiales salariales distintos<sup>1</sup>. Para realizar esta estimación se han construido los historiales laborales de individuos teóricos<sup>2</sup> que presentan diferentes perfiles salariales a lo largo de su vida. Se consideran tres tipos de individuos, según el grado de formación. El Individuo I, sin formación, percibe inicialmente el Salario Mínimo Interprofesional, inferior al salario medio proporcionado por el Índice de Costes Laborales, y, tras diez años de experiencia laboral, su remuneración representa el 88% de la retribución media<sup>3</sup>. El salario del Individuo I evoluciona temporalmente en línea con el salario medio, con excepción de los años previos a su jubilación, a los 65 años, que crece con la inflación. El Individuo II, de formación media (formación profesional de grado superior), percibe inicialmente un salario superior a la media y, transcurridos diez años, supera en un 9% al salario medio. Esta brecha se mantiene constante durante la mayor parte de su vida laboral, reduciéndose a medida que se aproxima la edad de jubilación. Finalmente, el Individuo III, de formación alta, mantiene un salario muy superior al medio durante toda su vida laboral. En los tres casos se considera que durante los últimos años de su vida laboral el salario crece al ritmo de la inflación (p.e. un 2% anual). Además de las características particulares de cada uno de estos individuos se supone que todos ellos cotizan durante el mismo número de años (con un máximo de 40 años, equivalente a toda su vida laboral), que no se producen transiciones entre actividad e inactividad y entre empleo y desempleo, y que se retiran cuando alcanzan la edad legal de jubilación, 65 años (no se consideran prejubilaciones).

En el cuadro se presenta como variaría la pensión de cada uno de los Individuos si se ampliara el número de años considerados para el cálculo de la base reguladora de la pensión desde los 15 años actuales hasta 20, 25, 30, 35 y 40 años. Dado que los salarios son más bajos al inicio de la vida laboral, cabe esperar que a medida que se incluyan estos años la pensión sufra un descenso. Las simulaciones corroboran esta hipótesis. Al ampliar el periodo de cálculo, la primera pensión percibida se reduce para todos los individuos, aunque la magnitud depende del tipo de individuo y de la longitud del nuevo plazo. Si el periodo de cálculo se amplía en tan sólo cinco años (de los 15 actuales hasta los 20) la pensión del Individuo I sufre el ajuste más elevado. Sin embargo, al continuar ampliando el periodo de cálculo, este efecto se corrige y la caída porcentual es similar para todos los individuos. Estas diferencias se explican por los distintos perfiles laborales considerados. En el gráfico se compara la evolución de la remuneración de los Individuos I y II con la del Individuo III. Se observa que las diferencias salariales son mayores en los años centrales de la vida laboral. Esto se debe a que normalmente el salario al inicio y al final de la vida laboral es inferior al percibido en los años centrales. Ello explica que al ampliar el número de años utilizados para el cálculo de la base reguladora hasta 20 años la reducción que experimenta la primera pensión percibida respecto a la obtenida con el sistema actual (15 años) sea relativamente mayor en el caso del Individuo I y relativamente menor al considerar toda la vida laboral.

Estos resultados son similares a los obtenidos en otros trabajos, en los que se estima que la extensión del periodo de cálculo de la base reguladora de la pensión a los últimos 30 (45) años de vida laboral reduciría la pensión media en un 10% (30%) respecto a la situación actual en la que sólo se consideran los últimos quince años<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> No se van a considerar el impacto que los cambios en el cálculo de la pensión tendrían sobre la oferta de empleo y, por tanto, sobre el salario y las transiciones laborales.

<sup>2</sup> Los datos sobre historiales laborales no están disponibles generalmente para investigadores ajenos al Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

<sup>3</sup> Los porcentajes salariales para cada individuo se obtienen a partir de la Encuesta de Estructura Salarial (EES) de 1995, en función de los salarios percibidos según el grado de formación.

<sup>4</sup> Véase: Jimeno, J.F. (2002): "Incentivos y desigualdad en el sistema español de pensiones contributivas de jubilación". Documento de trabajo 2002-13. Fedea.

## 5. Sistema financiero

### El ahorro familiar, hacia productos más conservadores

Tras el espectacular descenso de la tasa de ahorro entre 1995 y 2001 (-4,2 p.p.), en 2002, la desaceleración económica y el entorno de incertidumbre en el que está sumida la economía mundial han llevado a una actitud más cauta de las familias que han incrementado moderadamente la misma.

Así, las adquisiciones netas de activos financieros acumuladas a septiembre de 2002 crecieron un 24% respecto al año anterior. Sin embargo, la evolución de las bolsas, que han continuado muy deprimidas y volátiles, propició que la riqueza financiera de las familias cayera en el mismo periodo un 2%. Desde el pinchazo de la burbuja tecnológica, en marzo de 2000, hasta la actualidad, el índice Ibex-35 acumula una caída del 50%, lo que ha aumentado la preferencia de los ahorradores por los productos financieros más conservadores. Así, los mayores crecimientos en saldos gestionados se han producido en los depósitos y en la renta fija (a través de fondos de inversión) en detrimento de las inversiones directas en renta variable y en fondos de inversión de renta variable.

Con una perspectiva temporal algo más amplia, la colocación del nuevo ahorro financiero de las familias ha experimentado en los últimos años dos etapas diferenciadas. En la primera, que se extiende desde 1996 a 1998, se produjo un proceso de desintermediación. Durante este periodo, el 73% del nuevo ahorro se destinaba a la adquisición de acciones y participaciones de fondos de inversión, mientras que sólo el 5% de los nuevos recursos se orientaban hacia los depósitos.

La segunda etapa, que transcurre de 1999 a 2002, se ha caracterizado por el descenso pronunciado de los mercados bursátiles, el impacto de la reforma fiscal de 1999 y unos reducidos tipos de interés. En este entorno los depósitos volvieron a ser el principal producto de inversión de las familias. Así, durante este periodo, el 68% del nuevo ahorro se colocó en este instrumento financiero, un 56% en imposiciones a plazo. Por el contrario, las adquisiciones netas de acciones y participaciones fueron negativas.

No obstante, hay que destacar que durante los dos últimos años, a pesar del deterioro de los mercados bursátiles, las familias no han reducido su inversión en acciones y en fondos de inversión. Es decir, no han materializado las minusvalías acumuladas en los últimos años. Es más, las adquisiciones netas durante 2001 y 2002 han sido positivas, representando en los tres primeros trimestres del año pasado un 18% de las adquisiciones netas de activos financieros.

Por el contrario, los seguros de vida han aumentado su importancia en la distribución del nuevo ahorro en cinco puntos porcentuales en el segundo periodo hasta el 19%. En contraposición, la proporción de recursos destinados a fondos de pensiones se ha mantenido relativamente estable durante los dos periodos, representando el 10% del nuevo ahorro.

### Distribución del ahorro en 2002

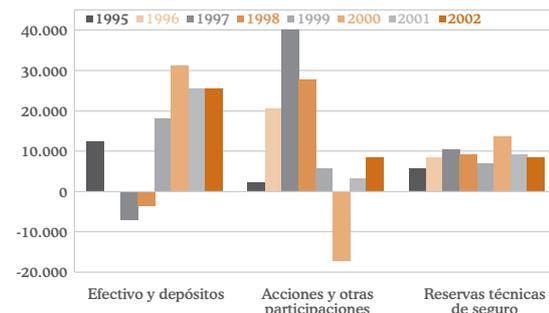
Durante 2002, la intensidad de caída de las bolsas, provocó una recomposición del ahorro hacia activos más seguros de una forma más acentuada que en los ejercicios anteriores.

### Nuevo atesoramiento de efectivo

La entrada en vigor del euro físico propició un afloramiento de efectivo atesorado durante 2001, que llevó a una fuerte caída del dinero en circulación. En 2002 se ha corregido parte de este efecto, puesto que el efectivo en circulación aumentó un 23%.

Gráfico 5.1.

### Colocación del nuevo ahorro (\*)

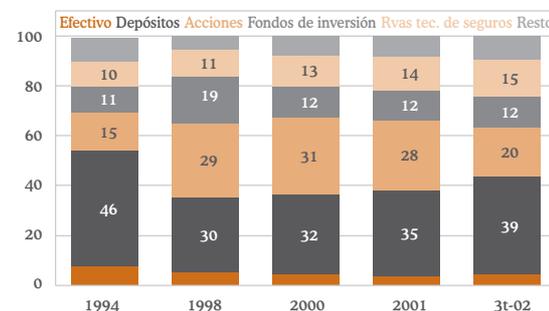


(\*) Acumulado entre enero y septiembre

Fuente: Banco de España

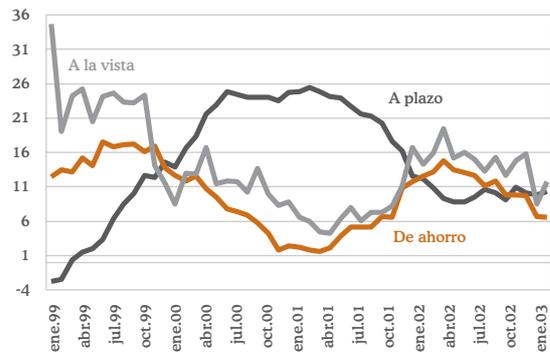
Gráfico 5.2.

### Composición de los activos financieros de las familias



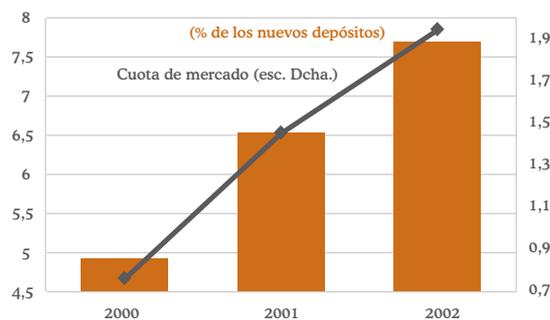
Fuente: Banco de España

Gráfico 5.3.  
Depósitos de las entidades de crédito



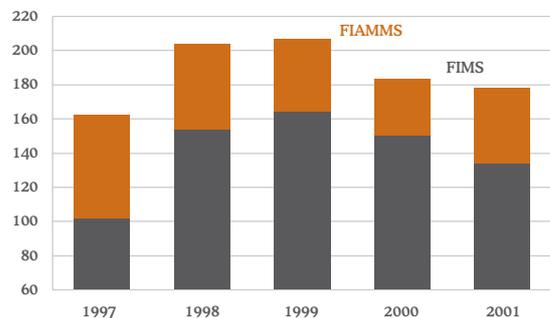
Fuente: Banco de España

Gráfico 5.4.  
Depósitos captados por la banca virtual



Fuente: AEB, Banco de España y BBVA

Gráfico 5.5.  
Patrimonio de los fondos de inversión  
Miles de mill. de euros



Fuente: Inverco

De esta forma el efectivo ha incrementado su peso en la riqueza financiera durante los tres primeros trimestres del año en un punto porcentual, hasta representar el 4,4%.

Sin embargo, el aspecto más destacado de la evolución del efectivo no ha sido su aumento, sino el fuerte crecimiento que han experimentado los billetes de alta denominación (500, 200 y 100 euros). Estos billetes, que pueden clasificarse como “no transaccionales” han pasado de representar el 40% del efectivo en enero de 2002 a suponer el 56% a finales de año, lo que podría apuntar a un re-atesoramiento de efectivo por parte de las familias.

### Los depósitos aumentan su importancia en el ahorro

Por su parte, los depósitos, a pesar de desacelerar su crecimiento desde el 13% al 8%, incrementaron su peso en la composición del activo de las familias en cuatro puntos porcentuales hasta representar el 39% al finalizar el tercer trimestre. No obstante, la evolución de los depósitos transaccionales y los depósitos a plazo ha sido muy diferente.

Los depósitos transaccionales (vista y ahorro), finalizaron el año creciendo un 7,6% frente al 14,4% del año anterior. Esta desaceleración puede obedecer a un efecto comparación con el notable crecimiento observado a finales de 2001 como resultado de la puesta en circulación del euro<sup>1</sup>. De hecho, en promedio los depósitos transaccionales mostraron una aceleración desde el 6,6% al 13%.

En el caso de la captación de depósitos a plazo, la ralentización fue menos pronunciada, aunque en saldos medios aumentaron un 10% frente al 21% de 2001. Por otro lado, se ha alargado el plazo de contratación de las imposiciones. Así, mientras los depósitos a menos de dos años han reducido en 10 puntos porcentuales su crecimiento hasta el 3,6% el crecimiento de las imposiciones a más de dos años ha aumentado 20 puntos porcentuales hasta el 29%.

La banca on-line ha continuado desempeñando un papel destacado en la captación de depósitos. La estrategia de estas entidades continúa siendo la oferta de una rentabilidad muy superior a la del resto de competidores en productos de pasivo<sup>2</sup> (principalmente depósitos transaccionales). Así, durante el año pasado, el 8% de los nuevos depósitos ahorrados se han ingresado en los bancos on-line que cuentan ya con un 1,9% de cuota de mercado.

### La caída de los mercados impacta en acciones y fondos de inversión

En 2002, la inversión neta de las familias en acciones fue positiva. Sin embargo, la caída de los mercados de renta variable (un 19%) provocó que el peso de este instrumento en los activos de las familias descendiera ocho puntos porcentuales hasta el 20%, mientras que los fondos de inversión mantuvieron su importancia en relación a 2001 (un 12%). No obstante, el patrimonio de las Instituciones de Inversión Colectiva (Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria e Inmobiliaria) experimentó una reducción del 3,5% durante el año pasado.

En el caso de los fondos de inversión mobiliarios (86% del patrimonio de las IIC), la caída del patrimonio se cifró en el 4%, y se debió exclusivamente a las pérdidas de las carteras derivadas de la caída de los mercados financieros. De hecho, las suscripciones netas de fondos de inversión fueron positivas en 4,7 miles de millones de euros (un 3% del patrimonio total a fin de año).

Además, la aversión al riesgo de las familias y la caída de los mercados financieros han llevado a una significativa recomposición del patrimonio,

<sup>1</sup> Ante la proximidad de la puesta en circulación del euro, se redujo la demanda de efectivo a finales de año, lo que se tradujo en un nivel superior de depósitos.

<sup>2</sup> Durante 2002, la rentabilidad promedio de las cuentas corrientes fue de un 3,9% TAE, 71 puntos básicos por encima del tipo de intervención del BCE.

intensificando la tendencia observada en 2001. Así, desde 2000 los Fondos de Inversión de Activos del Mercado Monetario (FIAMM) han elevado su importancia en la cartera de fondos en 13 puntos porcentuales hasta el 31%. Dentro de los Fondos de Inversión Mobiliaria (FIM), los fondos con perfiles más conservadores (renta fija, mixtos renta fija y garantizados) han aumentado su peso en 12 puntos porcentuales desde 2000 y representan ya el 78% de la cartera total de fondos. En contraste, los fondos de renta variable han experimentado intensos descensos en su patrimonio, siendo los fondos internacionales de renta variable los que han experimentado una caída mayor pasando de representar el 21% del total de los FIM a un 13% a finales de año.

Del resto de instituciones de inversión colectiva, los productos de inversión institucional que mejor evolución han tenido han sido los fondos de inversión inmobiliaria, cuyo patrimonio aumentó un 39% respecto al año pasado. Aun así, representan tan sólo el 1% de la cartera total de las instituciones de inversión colectiva.

### Los fondos de pensiones se desaceleran

El patrimonio de los fondos de pensiones también ha mostrado una desaceleración hasta el 10% desde el 16% de 2001, lo que ha provocado que este instrumento se limite a mantener su peso en la riqueza financiera de las familias (en torno al 6%). La caída de las bolsas ha afectado también a la cartera de los fondos de pensiones, aunque en menor medida que a los fondos de inversión debido a que los primeros tienen un perfil medio mucho más conservador.

Hay que considerar además, que la inversión en este producto ha venido impulsada en los últimos años por las externalizaciones de planes de empleo. No obstante, la mayor intensidad en los volúmenes externalizados en 2000 y 2001 ha incidido en la ralentización observada en 2002.

### Perspectivas para 2003, ¿de vuelta a la desintermediación?

En 2003, las incertidumbres que afectan a la economía unidas a la mayor liquidez proporcionada por la reforma del IRPF van a estimular un moderado aumento de la tasa de ahorro de las familias, lo que incrementará los nuevos recursos disponibles para invertir en activos financieros.

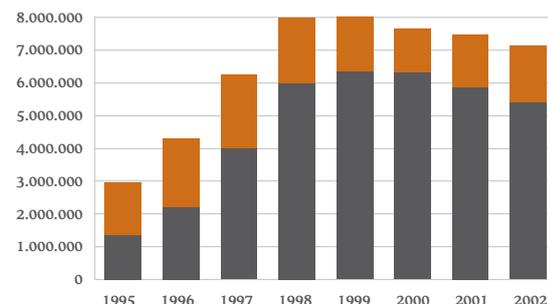
En un escenario de tipos de interés bajos y estables y con expectativas de recuperación de los mercados bursátiles, una vez que se disipen las actuales incertidumbres, las imposiciones a plazo deberían perder atractivo frente a otros activos como los fondos de inversión. Estos se han visto además beneficiados por la eliminación del peaje fiscal por el cambio de fondo que ya está teniendo impacto en los primeros meses de 2003.

En efecto, durante los dos primeros meses del año, el volumen de negociación (la suma de suscripciones y reembolsos) de los fondos de inversión ha aumentado un 67% interanual. Además, durante el primer trimestre todavía no se había implementado de forma completa la gestión entre entidades para el traspaso de fondos, debiendo el cliente cursar la petición en ambas entidades. La entrada en funcionamiento del sistema electrónico de traspasos a comienzos de abril contribuirá a incrementar todavía más las transacciones. La eliminación del peaje fiscal ha propiciado un aumento de la competencia en el sector de fondos, que se pone de manifiesto en las estrategias iniciadas por algunas entidades de premiar el traspaso de fondos.

No obstante, la contratación de activos financieros ha continuado centrándose en productos de bajo riesgo (FIAMM, renta fija y garantizados), aunque según se vayan aclarando las incertidumbres económicas internacionales, debería observarse un progresivo y moderado incremento de productos mixtos y de renta variable.

Gráfico 5.6.

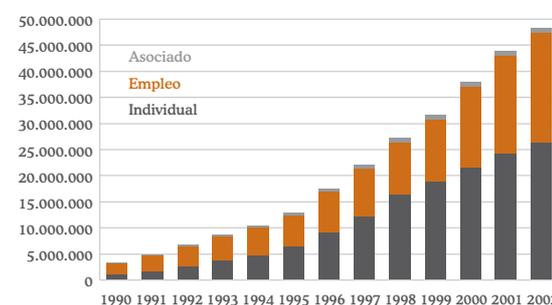
### Participes de fondos de inversión



Fuente: Inverco

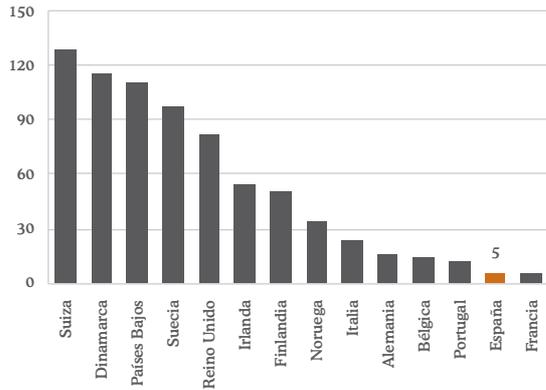
Gráfico 5.7.

### Patrimonio de los fondos de pensiones



Fuente: Inverco

Gráfico 5.8.  
Fondos de pensiones (2000)



Fuente: William Mercer

Otro factor, que con una perspectiva de medio plazo, puede incidir en el crecimiento de los fondos de inversión es su bajo nivel de desarrollo en comparación con Europa. En 2001 el patrimonio de los fondos de inversión representaba el 27% del PIB frente al 40% de media europea.

También en el ahorro previsional se ha incrementado la competencia. Durante 2003, comienzan a comercializarse los Planes de Previsión Asegurados (PPAs), que básicamente son seguros de vida que gozan de las mismas condiciones fiscales que los planes de pensiones y que ofrecen una rentabilidad fija según tablas actuariales. La aversión al riesgo actual podría contribuir a su desarrollo, representando una alternativa a los fondos de pensiones de prestación indefinida.

En cualquier caso, como se observa en el gráfico, el ahorro previsional en España continúa siendo un mercado poco maduro que debe ir ganando importancia en el medio plazo.

En resumen, mientras no se aclaren las incertidumbres que lastran la evolución de los mercados financieros, los ahorradores van a continuar orientando su ahorro hacia instrumentos conservadores. La reforma fiscal y la mayor competencia de la industria de los fondos, tanto de inversión como de pensiones, debería llevar a un incremento en el nuevo ahorro destinado a estos productos. Esta tendencia implicaría retornar al proceso de desintermediación observado en la segunda mitad de la década pasada.

### Cuadro 5.1. Variables financieras

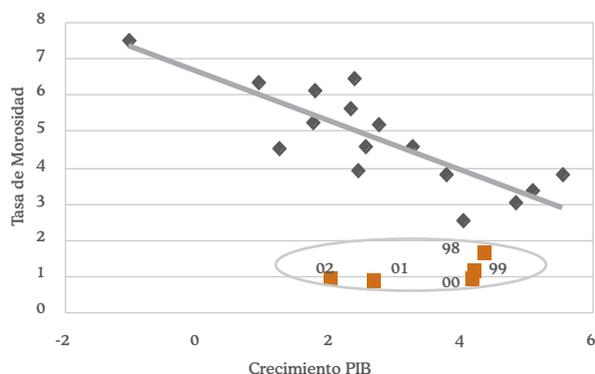
Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa

	2001*	2002*	oct-02	nov-02	dic-02	ene-03	Saldo (mm €)
Depósitos del sector privado	13,6	8,5	11,8	11,7	8,5	9,7	494
- a la vista y de ahorro	14,4	7,6	12,4	12,9	7,6	9,3	277
- a plazo	12,6	9,8	10,9	10,1	9,8	10,3	217
Patrimonio de Fondos de inversión	-2,9	-4,0	-0,8	-2,0	-4,0	-2,6	172
- FIAMM	32,0	22,0	27,3	24,3	21,6	21,8	54
- FIM	-11,0	-12,0	-9,6	-10,3	-12,3	-10,8	117
Patrimonio de Fondos de pensiones	15,8	9,8	—	—	9,8	—	48
- Individual	12,7	8,2	—	—	8,2	—	26
- Empleo	21,1	12,6	—	—	12,6	—	21
Crédito al sector privado	11,7	12,3	14,1	13,1	12,3	13,8	709
Tasa de mora (Entidades de crédito)	1,22	1,09	1,23	1,21	1,09	1,09	n.a.

\* fin de año  
Fuente: Banco de España e Inverco

## Cambio estructural en el ratio de mora

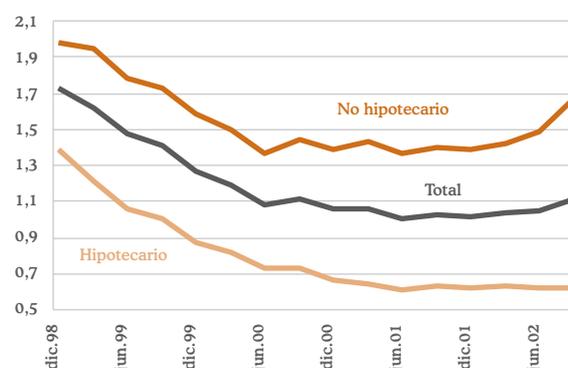
### Ratio de Morosidad y crecimiento económico (1982-2002) (\*)



(\*) El ratio de morosidad está corregido en 1993 de la intervención de Banesto

Fuente: BBVA en base a Banco de España e INE

### Ratios de mora



Fuente: Asociación Hipotecaria Española

### La caída en el ratio de morosidad tiene un componente estructural

El ratio de morosidad de bancos y cajas, definido como el volumen de créditos dudosos sobre la inversión crediticia bruta, cerró 2002 en el 0,96% y 0,86% respectivamente frente al 0,9% registrado por ambos tipos de entidades financieras en 2001. Esta contención resulta llamativa en un entorno en el que la economía española ha mostrado un perfil de desaceleración de la actividad desde mediados de 2000. Atendiendo a su comportamiento histórico, el habitual desfase con el que la tasa de mora responde a la situación cíclica debería haberse manifestado en un repunte más pronunciado que el observado. Sin embargo, como se puede apreciar en el gráfico, la relación existente entre la tasa de mora y el crecimiento económico parece haberse roto en los últimos años. Detrás de esta moderación cabe distinguir factores transitorios y permanentes.

Dentro de los primeros destaca el intenso crecimiento del crédito a otros sectores residentes, fenómeno que contrastó con la desaceleración económica referida. No obstante, la fortaleza del crédito se ha sustentado en la pujanza del sector inmobiliario y el correspondiente incremento en el crédito vivienda. Las perspectivas de desaceleración de este sector y, por tanto, de la concesión del crédito hipotecario, contribuirán a que el ratio de morosidad refleje en mayor medida la evolución del volumen de préstamos morosos. De hecho, esta última variable ha mostrado un perfil bastante distinto al de la tasa de mora durante 2002. Desde mediados de 2001, el volumen de créditos dudosos ha comenzado a experimentar tasas de variación positivas que se acentuaron a lo largo de 2002.

No obstante, aunque la tasa de mora pueda abandonar los mínimos registrados en los últimos años, existen una serie de factores estructurales que apuntan a que parte del descenso registrado por esta variable tiene un carácter permanente. En primer lugar, desde que hace más de nueve años se registrara el último máximo del ratio de morosidad, las técnicas de gestión del riesgo de las entidades financieras han mejorado de manera notable. En segundo lugar, el aumento en las carteras bancarias del crédito hipotecario ha llevado a un *mix* de negocios menos arriesgado. El crédito hipotecario se caracteriza por una morosidad inferior a la del resto del crédito, lo que ha contribuido a su contención en los últimos años. De hecho, como se puede apreciar en el gráfico, la morosidad del crédito al sector privado no hipotecario experimentó un suave repunte en la segunda mitad de 2002, que está más en consonancia con el menor dinamismo de la actividad económica.

De hecho, algunos indicadores vinculados al riesgo de crédito empresarial, como los pasivos de quiebras y suspensiones de pagos, han mostrado en el segundo semestre de 2002 una tendencia al alza. A pesar de este deterioro, la situación española dista mucho de asemejarse a la de otros países como Alemania, economía en la que el elevado número de quiebras empresariales ha requerido cuantiosas dotaciones por insolvencias que han complicado la débil situación de los bancos alemanes.

La mayor estabilidad económica y los reducidos tipos de interés asociados a la pertenencia de nuestro país en la Unión Económica y Monetaria son los determinantes de este mejor comportamiento relativo. Considerando la naturaleza estructural de estos cambios, se puede afirmar que la ratio de morosidad, aunque pueda despuntar desde sus niveles actuales, no va a volver a los elevados niveles observados durante las décadas de los ochenta y los noventa.

## Modelo estimado

Variable dependiente: Log volumen créditos morosos real

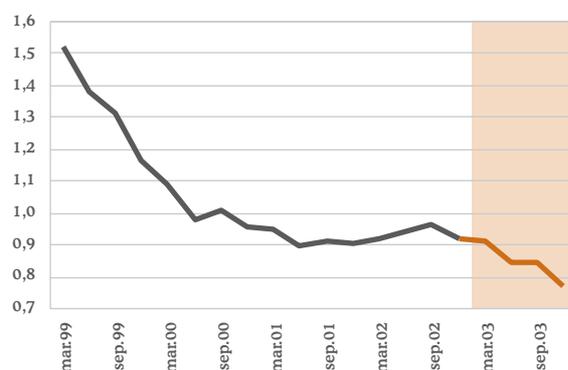
Período estimado: 1984:01-2002:04

	Coefficiente	T-ratio
<b>Largo Plazo</b>		
Constante	24,4	1,7
Log PIB real (ly)	-8,3	-1,7
Tasa de paro (u)	35,2	3,3
Log crédito real (lcr)	5,2	1,8
<b>Corto Plazo</b>		
$\Delta ly - \Delta ly(-1)$	-6,8	-2,4
$\Delta ly(-2)$	-4,4	-2,2
$\Delta u (-2)$	3,5	4,8
$\Delta$ (Tipo real 12m)	0,7	2,4
$\Delta \log$ (cred. nominal/PIB) (-6)	0,4	1,7
<b>MCE</b>	0,1	2,4
R <sup>2</sup>	0,88	
DW	1,69	
Error estándar	0,0254	

Nota: El modelo incluye también una serie de variables dummy que recogen cambios regulatorios y la estacionalidad de la variable dependiente.

Fuente: BBVA

## Ratio de mora de bancos y cajas



Fuente: BBVA

## Escenario Base

(Promedio del año)

	2001	2002	2003
PIB	2,7	2,0	2,5
Tipo a 12m	4,1	3,5	2,4
Inflación	3,6	3,5	3,3
Tipo real a 12m	0,5	0,0	-0,9
Tasa de Paro	10,50	11,40	11,70
Crédito/PIB (*)	0,87	0,92	0,95

(\*) Final de año

Fuente: BBVA

## Perspectivas de corto plazo

Con un horizonte de más corto plazo, la valoración de la tendencia del ratio de morosidad ha de basarse en el escenario macroeconómico y financiero previsto. La relativamente favorable evolución del primero apoyará el mantenimiento de la morosidad en niveles no muy alejados de los actuales en 2003. Así, las perspectivas económicas mejorarán a medida que avance el año, la tasa de paro no experimentará cambios sustanciales y los tipos de interés se mantendrán en niveles muy reducidos, no ejerciendo por tanto presión en el servicio de la deuda de las familias y de las empresas.

Desde la perspectiva bancaria, el crecimiento del crédito tiene un efecto diferente en función del horizonte temporal que se considere. En el corto plazo contribuye contemporáneamente a un descenso en el ratio, mientras que en el largo plazo las expansiones crediticias se reflejan con un desfase en el incremento del ratio de morosidad.

Para considerar la interacción de todas estas variables se ha estimado un modelo que explica la evolución de los préstamos morosos de bancos y cajas de ahorro en términos reales. El modelo adopta la forma de un mecanismo de corrección de error que en el largo plazo incorpora como variables explicativas el PIB real, la tasa de desempleo y el crédito real, esta última como variable de escala. En el corto plazo, el crecimiento del volumen de préstamos morosos en términos reales depende negativamente de la aceleración del PIB y de la variación del PIB desfasada dos trimestres. La tasa de desempleo desfasada dos trimestres también aparece en la dinámica de los préstamos morosos con una contribución positiva. El coste de financiación, cuya tendencia se recoge mediante la utilización del tipo real a 12 meses, afecta positivamente de manera contemporánea. Finalmente, la variación en el ratio de crédito sobre PIB viene a recoger el impacto negativo que expansiones crediticias acostumbran a mostrar en el ratio de morosidad, lo que explica su signo positivo. El resto de las variables son *dummies* que reflejan cambios normativos y el comportamiento estacional de la variable dependiente.

Las simulaciones realizadas con este modelo en base al escenario central propuesto para 2003, presentadas en el gráfico adjunto, señalan que el ratio de morosidad mostraría este año una suave tendencia decreciente. Teniendo en cuenta el intervalo de confianza de estas proyecciones, la conclusión fundamental que debería extraerse de este ejercicio es que el ratio de morosidad, condicionado al escenario macroeconómico base para la economía española, no registrará cambios significativos durante los próximos meses.

## 6. Artículo: IA-BBVA, un indicador de actividad para la economía española

Manuel Balmaseda y J. Julián Cubero,  
Servicio de Estudios de BBVA

### Introducción

El fin del análisis de coyuntura es diagnosticar el estado de la economía, atendiendo a su situación a lo largo de las recurrentes oscilaciones que experimenta. Sin embargo, y a pesar de ser recurrentes, uno de los rasgos fundamentales de los ciclos económicos es su diferenciación. Su evolución está determinada por los distintos choques subyacentes que los pueden generar y por las condiciones de la economía en el momento en que estos choques ocurren. La disparidad entre los ciclos, y la gran diversidad de indicadores económicos existentes, conlleva que la determinación del estado de la economía a partir de variables individuales, y por tanto parciales, puede ser engañosa. Un indicador puede ser una buena señal en un ciclo dado y no presentar información significativa en el siguiente. Debido a esto, la combinación de un amplio espectro de indicadores en una única variable sintética, aprovechando la evolución conjunta que, con todo, mantienen los indicadores individuales, permite evaluar de una forma más precisa el estado de la economía.

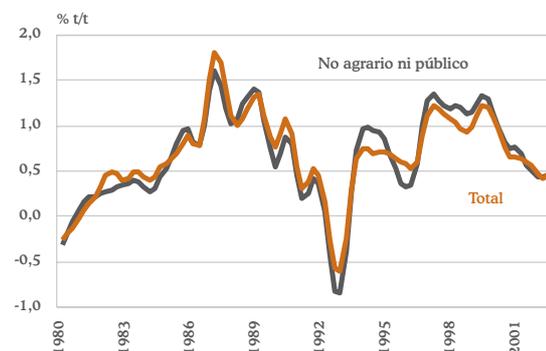
El indicador de actividad BBVA (IA-BBVA) es un indicador sintético que combina la información de 31 indicadores individuales. Este conjunto de indicadores es representativo de la producción, los ingresos y gastos, el empleo, la construcción y las expectativas. La metodología estadística de agregación utilizada está basada en modelos factoriales de componentes principales (Stock y Watson, 1999) que permiten combinar la información común del conjunto de variables individuales seleccionadas. Esta metodología, apoyada en los avances informáticos, permite el tratamiento de gran cantidad de series de datos y la obtención de un indicador del estado de la economía de frecuencia mensual.

El artículo se organiza como sigue. En la segunda sección se presenta la metodología de componentes principales. Posteriormente se desarrolla la construcción del indicador IA-BBVA. En la sección siguiente se analiza la relación del indicador sintético obtenido con el ciclo económico medido por el crecimiento del PIB. Después se evaluará la incidencia de los diferentes componentes del IA-BBVA en la evolución reciente del indicador agregado para finalmente resumir las conclusiones obtenidas.

### Indicadores de actividad basados en componentes principales

La serie considerada usualmente como representativa del estado de la economía en cuanto a la actividad generada es el Producto Interior Bruto (PIB). Por ello, el ciclo económico se define normalmente según su evolución, o la de un subagregado, como por ejemplo el PIB excluidas las ramas agrarias y de servicios no de mercado<sup>1</sup>. Sin embargo, el carácter trimestral del PIB y el retraso en su publicación no permite evaluar fielmente el estado de la economía en tiempo real. Ahora bien, existen otras variables que presentan una correlación elevada con el ciclo y que por sus características, frecuencia más alta (mensual frente a trimestral), menor retraso en su disponibilidad o no revisión de datos ya conocidos, son una fuente muy valiosa de información sobre el estado de la actividad.

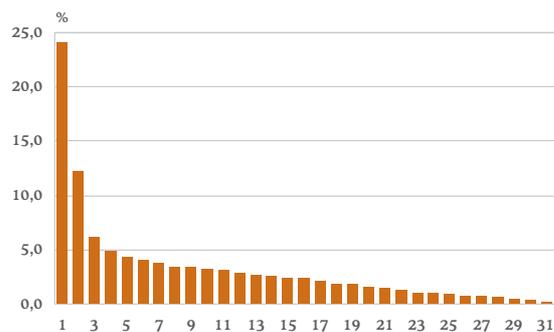
Gráfico 1.  
Crecimiento del PIB



Fuente: INE

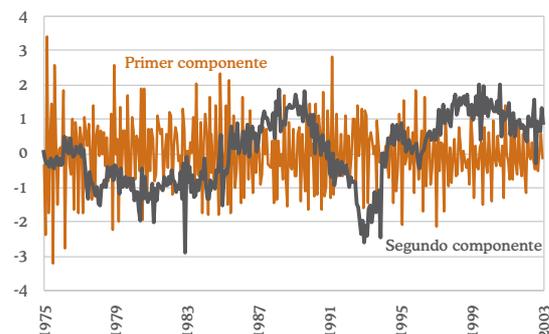
<sup>1</sup> El Instituto Nacional de Estadística (INE) considera como referencia de su Sistema de Indicadores Cíclicos la actividad orientada al mercado y de carácter no agrario.

**Gráfico 2.**  
**IA-BBVA, varianza explicada por cada autovector**



Fuente: BBVA

**Gráfico 3.**  
**Componentes principales de las variables individuales**  
**(Datos desestacionalizados)**



Fuente: BBVA

Los indicadores de actividad (IA) sintetizan la información proporcionada por los distintos registros o encuestas disponibles de gasto, actividad, precios y expectativas de los agentes económicos. Esta “simplificación” de la información disponible sin pérdidas relevantes de capacidad explicativa es posible porque las series económicas evolucionan conjuntamente, coherentemente con el estado subyacente de la economía. Este artículo se centra en el procedimiento de cálculo de IA basado en modelos factoriales, y en concreto, en el método de componentes principales utilizado en el trabajo de Stock y Watson (1999) para la economía estadounidense.

En síntesis, la elaboración del IA consiste en la agregación, mediante una media ponderada, de distintos indicadores de la economía española (en concreto, el IA-BBVA incluye 31 series distintas). La evolución conjunta de las series económicas implica que existe un factor común (“estado de la economía”) que explica un porcentaje relevante de la variabilidad total de las series seleccionadas. Se trata entonces de seleccionar aquel o aquellos factores comunes que mejor representen el ciclo económico.

El peso con que cada serie contribuye al indicador final se estima mediante modelos factoriales de componentes principales. Este método permite transformar un conjunto de  $n$  variables económicas, y por tanto correlacionadas, en  $n$  series linealmente independientes que replican la variabilidad del total de las series originales. Esta transformación del conjunto original de indicadores permite reducir la dimensión del análisis, mediante la eliminación de los autovectores (componentes principales) con menor capacidad explicativa de la varianza conjunta de las series originales. En el caso extremo, en el que se escoge solo el primer componente principal, la dimensión del análisis se reduce a 1, transformando el conjunto  $n$  de variables originales en una sola serie con capacidad de explicar un elevado porcentaje de la variabilidad conjunta.

### Elaboración del IA-BBVA

Siguiendo la metodología descrita anteriormente se plantea la elaboración de un indicador del estado de la economía española. Ello sugiere que las variables económicas utilizadas estén en términos reales, es decir, ajustadas de inflación. La utilización de variables reales apunta a que el primer componente principal refleje la evolución de la actividad económica<sup>2</sup>. Adicionalmente, las variables originales se corrigen de estacionalidad<sup>3</sup> para obtener una señal estadística más estable, corregida de efectos determinísticos, eliminando la volatilidad estacional que no aporta a la determinación del estado de la economía.

La selección de las series se lleva a cabo atendiendo a criterios estadísticos de disponibilidad, frecuencia (mensual) y longitud de la muestra, tratando de abarcar al menos el periodo de tiempo para el que existen datos del PIB. En la actualidad se dispone de datos del PIB desde el primer trimestre de 1980. Teniendo en consideración estas restricciones, para la obtención del IA-BBVA se eligieron 31 series mensuales representativas de cinco categorías económicas:

1. Producción (18 series): incluye índices de producción industrial para distintas actividades y productos (IPIs) e indicadores de actividad empresarial (quiebras y suspensiones de pagos).
2. Construcción<sup>4</sup> (3 series): incluye datos relativos al sector (consumo aparente de cemento, cartera de pedidos, visados de vivienda).
3. Mercado laboral (2 series): afiliados a la Seguridad Social y paro registrado.

<sup>2</sup> Se ha considerado la incorporación de variables financieras, dada su correlación con la actividad, pero la incorporación de España a la Unión Económica y Monetaria y la integración de los mercados financieros hacen que, en la actualidad, los indicadores financieros no se ajusten a la evolución de la actividad de ninguno de los países que componen el área sino al conjunto de la zona euro.

<sup>3</sup> Las series se han desestacionalizado utilizando los programas TRAMO y SEATS.

4. Ingresos y gastos (6 series): incluye variables relativas a los ingresos (renta salarial real) y gastos (matriculaciones de turistas, el consumo de energía eléctrica,...).
5. Expectativas (2 series): se recogen a través de las encuestas de opinión a empresas industriales.

Antes de agregarlas para construir el IA-BBVA las series individuales son transformadas para hacerlas estacionarias. En la práctica esto significa que las variables con tendencia se toman en primeras diferencias logarítmicas, mientras que las variables no tendenciales no se transforman. Además, todas las series estacionarias se estandarizan con media cero y desviación típica unitaria.

Sobre estos datos estandarizados se procede al cálculo del IA-BBVA extrayendo, en primer lugar, los componentes principales del conjunto de indicadores utilizado. Ello permite la construcción del IA-BBVA según los pesos que cada indicador tenga en el agregado. Por ejemplo, un componente principal y basado en tres series puede expresarse como  $y_t = w_1x_{1t} + w_2x_{2t} + w_3x_{3t}$ , donde  $x_1$ ,  $x_2$  y  $x_3$  son los tres indicadores originales, y  $w_1$ ,  $w_2$  y  $w_3$  son los pesos asignados a cada serie.

Por construcción, el indicador mensual elaborado tiene media cero y desviación típica uno. Como un número elevado de los indicadores individuales son desviaciones de las tasas de crecimiento respecto de su media, el indicador de actividad agregado podría interpretarse como desviaciones del indicador de su tendencia. Por tanto, un valor de cero indicaría que el indicador está evolucionando a su tasa tendencial.

Los datos utilizados inicialmente para la estimación del IA-BBVA fueron los desestacionalizados, es decir, corregidos del efecto de variaciones estacionales, valores atípicos y otros factores irregulares como la incidencia del calendario laboral<sup>4</sup>. Pero resulta que el primer componente principal obtenido a partir de estos, el que explica un mayor porcentaje de la varianza (el 22%), no muestra ningún tipo de oscilación recurrente en el tiempo. Stock y Watson (1999), por el contrario, encuentran que para EE.UU. el primer componente principal de los datos desestacionalizados captura el estado de la actividad económica. En el caso de la economía española, es el segundo componente principal, que recoge sólo el 12% de la variabilidad conjunta de los datos, el que muestra oscilaciones cíclicas. Así, resulta que utilizando datos desestacionalizados, casi una cuarta parte de la variabilidad común de las 31 series económicas consideradas no parece tener una correlación con el estado de la economía.

Sin embargo, partiendo de datos corregidos, no sólo de estacionalidad sino también del factor irregular, entonces el primer componente principal obtenido sí que muestra oscilaciones cíclicas. Este primer factor recoge el 24% de la variabilidad conjunta de las 31 series. Además, como se puede comprobar en el gráfico adjunto, el segundo componente principal de las variables desestacionalizadas es muy similar al primero obtenido a partir de las variables de ciclo-tendencia. La ortogonalidad de los componentes sugiere, entonces, que el primer autovector (componente principal) de los datos desestacionalizados no aporta información relevante sobre el estado de la economía en España. Por tanto, un indicador de actividad de la economía española podría construirse tanto con el primer componente principal de los datos ciclo-tendencia como con el segundo de los datos desestacionalizados. En este caso, para la elaboración del IA-BBVA se seleccionan como datos originales los de ciclo-tendencia. El componente principal de estos datos explica casi una cuarta parte de la variabilidad conjunta de los indicadores individuales, frente al 12% de los datos desestacionalizados. Además, en ambos casos se exige la

<sup>4</sup> El sector de la construcción se incluye explícitamente debido a su importancia en el dinamismo de la economía española de los últimos años.

<sup>5</sup> Los datos mantienen el componente irregular, aunque al no tener efectos duraderos no debería tener incidencia sobre el ciclo económico.

Gráfico 4.

### Componentes principales del conjunto de indicadores



Fuente: BBVA

Gráfico 5.

### IA-BBVA



Fuente: BBVA

Gráfico 6.

### IA-BBVA y crecimiento del PIB



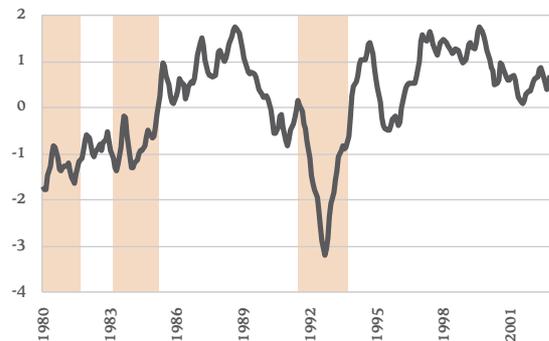
Fuente: INE y BBVA

**Cuadro 1. Correlación del IA-BBVA (t+k) con:**

	Crecimiento del PIB (t)	Crecimiento del PIB no agrario ni público (t)
K=-3	0,62	0,60
K=-2	0,75	0,77
k=-1	0,83	0,88
K=0	0,85	0,91
K=1	0,79	0,86
K=2	0,72	0,77
K=3	0,64	0,68

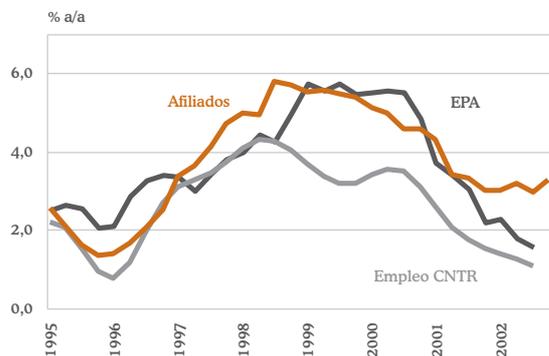
Fuente: BBVA

**Gráfico 7. IA-BBVA y periodos de recesión (IA-BBVA, media móvil trimestral)**



Fuente: BBVA

**Gráfico 8. Crecimiento del empleo**



Fuente: INE y M<sup>o</sup> Trabajo

estimación de modelos de series temporales para extraer los componentes no observables correspondientes de cada serie de datos. Con todo, el indicador mensual resultante muestra una elevada volatilidad, lo que dificulta el seguimiento coyuntural. Para resolver este problema, se hace una media móvil de tres meses no centrada del indicador, reduciendo su erraticidad.

### IA-BBVA, subíndices y el ciclo del PIB

Una vez estimado el indicador de actividad (IA-BBVA), se observa que mantiene una alta correlación con la señal de referencia del ciclo económico, el PIB. Así, el coeficiente de correlación contemporánea del IA-BBVA con el crecimiento mensual del PIB es de 0,85, y se mantiene por encima de 0,70 hasta con dos retardos o adelantos. Si se considera como señal cíclica de referencia el PIB no agrario ni público la correlación contemporánea sube hasta 0,91 y se sitúa en 0,77 con dos retardos o adelantos.

La elevada correlación entre el IA-BBVA y la señal de referencia cíclica hacen que constituya una buena señal de la probabilidad de recesión de la economía en un momento dado (Balmaseda et al., 2002). Así, en el gráfico adjunto puede observarse como el IA-BBVA se ajusta a los periodos de recesión de la economía española<sup>6</sup>.

Con todo, y a pesar de la alta correlación existente entre ambas variables a lo largo de todo el periodo muestral, existen algunas diferencias destacables dada la composición actual del IA-BBVA y las características del PIB. En particular, la evolución del indicador muestra una mayor intensidad en su desaceleración en el periodo 2000-2001, a pesar de partir de un nivel superior. Ello puede ser debido a que el indicador sintético incluye la afiliación a la Seguridad Social dentro del grupo de variables de empleo, serie que mantiene desde 1998 tasas de crecimiento más elevadas que las del empleo medido por la Contabilidad Nacional. Tras la actualización de la EPA<sup>7</sup> está pendiente el cambio de base de la Contabilidad Nacional al año 2000, lo que conllevará previsiblemente un cambio en el perfil de crecimientos del empleo de Contabilidad Nacional, haciéndolo más acorde con la EPA actual y, por tanto, más cercano al de los afiliados de Seguridad Social, variable incluida en el IA-BBVA. Ello implicaría no sólo cambios en el nivel del PIB de la economía española sino también en su perfil de crecimiento de los últimos años.

Como se mencionó anteriormente, el conjunto de indicadores recogidos en el IA-BBVA son representativos de cinco grupos de actividad económica: producción, mercado laboral, construcción, ingresos y gastos y expectativas. Es posible desagregar el IA-BBVA en subíndices específicos para cada grupo. Para ello se utiliza la misma metodología que para el indicador agregado pero considerando tan sólo los indicadores individuales de cada grupo y los pesos estimados. Una vez agregados, cada subíndice es estandarizado (media cero y desviación típica unitaria) de manera que la comparación con el IA-BBVA y con otros subíndices sea directa. Puede observarse que históricamente todos presentan una evolución muy pareja a la del agregado, siendo el de producción el que más se aproxima al IA-BBVA.

La descomposición permite analizar que elementos han apoyado la expansión del PIB y que factores han incidido en que la desaceleración de la actividad en España haya sido más moderada que en otros países en los últimos años. El comportamiento relativo de los cinco subíndices respecto del agregado permite comprobar que, como era previsible, el subíndice de construcción registra niveles más elevados que el IA-BBVA. Este grupo se ha situado en el 1,04 medio mensual

<sup>6</sup> Definido como crecimiento del PIB intertrimestral anualizado inferior al 1% (Balmaseda et al., 2002).

<sup>7</sup> De acuerdo al nuevo Censo de 2001 y a una reponderación de la estructura de edades que da un mayor peso a los grupos más activos y con mayor tasa de ocupación.

desde enero de 1998 hasta enero de 2003, 0,2 puntos por encima del IA-BBVA. La construcción evolucionó bastante en línea con el indicador general hasta que este último comenzó a reducirse. El indicador de construcción mantuvo niveles estables en el periodo de desaceleración y continúa mostrando una fortaleza relativa en el momento actual. Esta evolución superior a la media también se registra en el subíndice de expectativas, con el mayor nivel medio mensual desde enero de 1998 de todos los subgrupos (1,20). Pero a diferencia de la construcción, las expectativas sí han mostrado una reducción en su nivel, aunque de menor intensidad y con un cierto retraso respecto al IA-BBVA. Posteriormente, el indicador de expectativas se ha estabilizado en un nivel algo superior al del agregado.

Construcción y expectativas compensaron al alza la incidencia bajista sobre el estado de la economía de los componentes de producción y de ingresos y gastos del IA-BBVA. Ambos subíndices se situaron en media de los últimos cinco años 0,57 puntos y 0,21 puntos, respectivamente, por debajo del indicador agregado. Los indicadores de producción y de gasto han experimentado caídas en los meses finales de 2001 y comienzos de 2002 agravadas por la combinación de la incertidumbre a escala global tras los atentados del 11 de septiembre en Nueva York (con efectos significativos en el indicador de gasto, especialmente en transporte aéreo o el número de pernoctaciones hoteleras). Un factor bajista adicional fue la restricción de oferta de electricidad a finales de 2001, incapaz de satisfacer algunos picos de demanda. Este elemento incidió negativamente tanto sobre el gasto como sobre la producción. Tras la recuperación posterior, el indicador de producción ha vuelto a situarse por debajo de cero en los últimos meses, fruto de la nueva incertidumbre a escala global debido al conflicto bélico en Oriente Medio. El deterioro del indicador de expectativas ha sido menor del que cabría esperar en este entorno de incertidumbre. Ello puede ser debido a que recoge específicamente la cartera de pedidos e inventarios acumulados por las empresas españolas, variables que han evolucionado relativamente mejor. Finalmente, el indicador de mercado laboral ha evolucionado en línea con el IA-BBVA, tanto en la fase de crecimiento como la de ralentización.

Los datos más recientes del IA-BBVA (enero de 2003) apuntan a un mantenimiento al comienzo de 2003 del estado de la actividad de la economía vigente en los últimos meses de 2002.

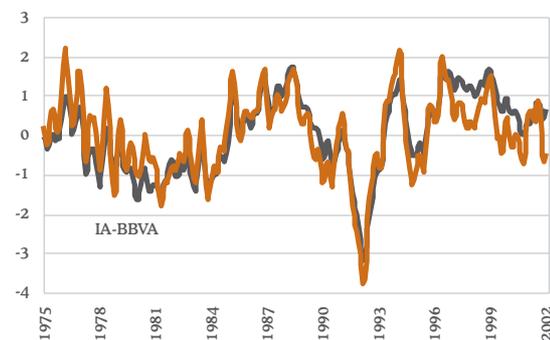
## Conclusiones

En el presente artículo se ha expuesto la construcción del IA-BBVA, indicador de actividad que trata de recoger mensualmente el estado de la actividad en la economía española mediante la síntesis de la información proporcionada por un amplio espectro de indicadores individuales. La utilización de indicadores reales provenientes de distintos ámbitos económicos (producción, construcción, mercado laboral, ingresos y gastos y expectativas) permite que el IA-BBVA recoja fielmente la evolución de la economía, como muestra su elevada correlación con el PIB. Además, su elaboración con datos mensuales permite disponer de un indicador coincidente de la actividad general casi en tiempo real.

La construcción del IA-BBVA está basada en la metodología de componentes principales, siguiendo los trabajos de Stock y Watson (1999) para la economía de Estados Unidos. Esta técnica permite la extracción de componentes ortogonales (independientes) del conjunto de indicadores escogido. A diferencia de los resultados obtenidos para la economía de EE.UU, donde el primer componente principal de las series desestacionalizadas captura el estado de la economía, en la economía española hay que recurrir al segundo componente principal, ya que el primer factor de los datos desestacionalizados no muestra nin-

Gráfico 9.

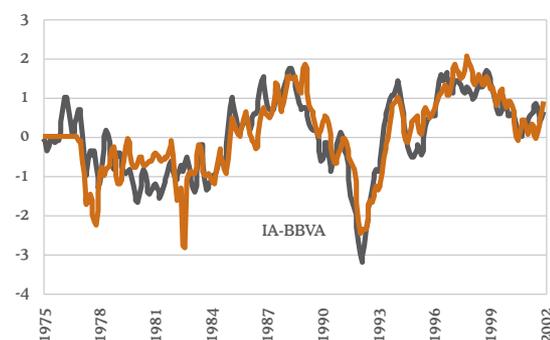
### IA-BBVA y componente de Construcción



Fuente: BBVA

Gráfico 10.

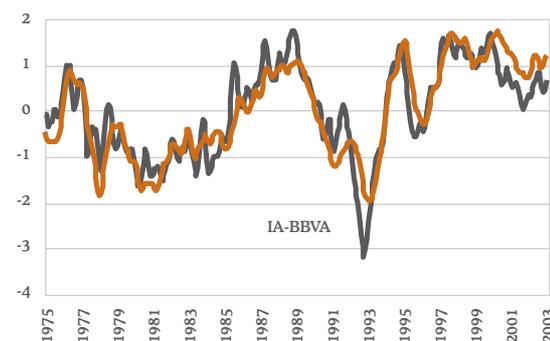
### IA-BBVA y componente de Producción



Fuente: BBVA

Gráfico 11.

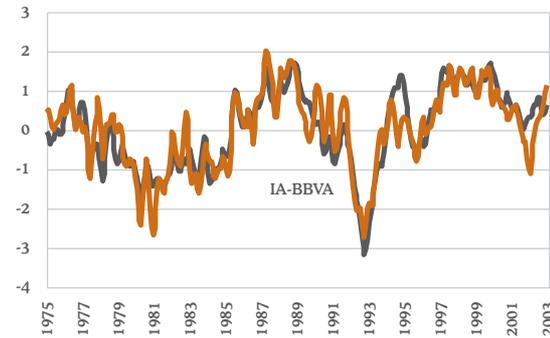
### IA-BBVA y componente de Expectativas



Fuente: BBVA

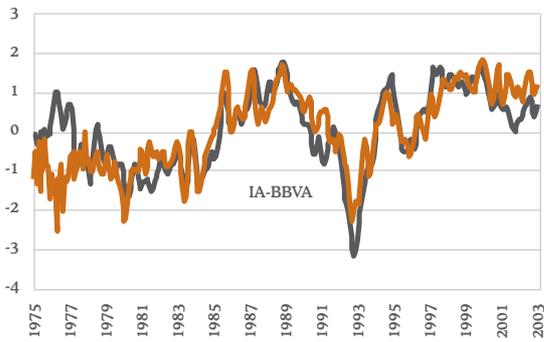
Gráfico 12.

### IA-BBVA y componente de Ingresos y Gastos



Fuente: BBVA

Gráfico 13.  
BBVA y componente de Mercado Laboral



Fuente: BBVA

gún perfil cíclico. Alternativamente, el primer componente principal de los datos de ciclo-tendencia, que ofrece un perfil similar al segundo de los datos desestacionalizados, también recoge el estado de la actividad económica. Esta es la variable seleccionada como IA-BBVA, dado el alto porcentaje de la varianza explicada del conjunto de indicadores individuales.

El IA-BBVA muestra una alta correlación con el PIB, la señal de referencia habitual para el ciclo económico. Además, el análisis de sus distintos subíndices permite corroborar que el estado de la construcción y de las expectativas, por encima de su nivel tendencial, son los factores que más contribuyen al alto nivel alcanzado por el IA-BBVA en los últimos cinco años y han contribuido a moderar su reciente ralentización.

Finalmente, el objetivo de estimar un indicador del estado de la actividad en la economía ha condicionado las variables utilizadas en el análisis, restringiéndolo a indicadores reales, que excluyen el efecto de los precios. La consideración de variables nominales permitiría, mediante la misma metodología, la estimación de indicadores de tensiones inflacionistas y/o salariales.

### Referencias

- Balmaseda, M., Cubero, J. y Tello, P., (2002) '¿Cuál es la probabilidad de recesión en España?', *Situación España*, diciembre.
- Camacho, M. e Israel Sancho. (2003) 'Spanish diffusion indexes', Mimeo. Seminario de Investigación Económica del Banco de España, febrero de 2003.
- Evans, L., Chin Te Liu, y Genevieve Pham-Kanter. (2002) "The 2001 recession and the Chicago Fed National Activity Index: Identifying Business Cycle Turning Points". *Economic Perspectives* 3Q/2002, Federal Reserve Bank of Chicago.
- Stock, J. y Mark Watson, (1999). 'Forecasting inflation', *Journal of Monetary Economics*, Vol. 44, pp. 293-335.
- Stock, J. y Mark Watson, (1999) "Diffusion Indexes" Harvard University, Kennedy School of Government, unpublished manuscript.

## Resumen de previsiones

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

	1999	2000	2001	2002	2003
<b>PIB a precios de 1995</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>
<b>Demanda</b>					
Consumo Privado	4,7	3,9	2,5	1,9	2,4
Consumo Público	4,2	5,0	3,1	3,8	3,8
Formación bruta de capital fijo	8,7	5,7	3,2	1,4	2,8
Bienes de equipo	8,4	5,1	0,3	-2,2	1,8
Construcción	9,0	6,1	5,8	4,5	3,6
Variación de existencias (*)	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,0
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>5,6</b>	<b>4,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,9</b>
Exportación bienes y servicios	7,7	10,1	3,4	1,4	2,9
Importación bienes y servicios	12,7	10,6	3,5	2,2	3,8
<b>Saldo exterior neto (*)</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>
<b>Oferta</b>					
Industria	3,7	4,0	1,4	1,0	1,9
Construcción	8,6	6,4	5,4	4,9	3,5
Servicios	4,1	4,0	3,2	2,2	2,7
<b>PIB a precios corrientes</b>	<b>7,1</b>	<b>7,8</b>	<b>6,9</b>	<b>6,5</b>	<b>6,8</b>
miles de Millones de Euros	565	609	652	694	741
<b>Precios y costes</b>					
Deflactor del PIB	2,7	3,5	4,2	4,4	4,3
Deflactor consumo hogares	2,4	3,2	3,3	3,6	3,2
IPC	2,3	3,4	3,6	3,5	3,3
Dif. de inflación con la UEM (p.p.)	1,1	1,2	1,0	1,4	1,1
Remuneración por asalariado	2,7	3,7	4,1	4,0	3,9
Coste laboral unitario (CLU)	2,1	3,0	3,8	3,3	2,6
Competitividad (TCER)	-1,5	-3,1	2,1	3,2	3,8
<b>Mercado de trabajo</b>					
Población activa	1,8	3,3	-0,2	3,0	2,4
Empleo EPA	5,5	5,5	3,8	2,0	1,9
Variación en miles de personas	760	802	576	312	315
Empleo CNTR (tiempo completo)	3,6	3,4	2,4	1,3	1,2
Tasa de Paro (EPA)	15,7	13,9	10,5	11,4	11,7
Productividad	0,6	0,8	0,3	0,7	1,3
<b>Sector Público</b>					
Deuda (% PIB)	63,1	60,5	57,1	55,2	53,9
Déficit AA.PP. (% PIB)	-1,2	-0,8	-0,1	-0,1	-0,6
<b>Sector Exterior</b>					
Saldo Comercial (% PIB)	-5,8	-7,1	-6,6	-6,0	-6,4
Saldo Cuenta Corriente (% PIB)	-2,2	-3,2	-2,4	-2,6	-2,6
<b>Contexto Internacional</b>					
PIB: Mundo	3,6	4,7	2,2	2,9	2,9
EE.UU.	4,1	3,8	0,3	2,4	2,0
UEM	2,6	3,5	1,4	0,8	1,0
Comercio mundial	5,3	12,4	-0,2	1,4	3,9
IPC: EE.UU.	2,2	3,4	2,8	1,6	2,4
UEM	1,1	2,3	2,4	2,2	2,2
Tipo de cambio: € / \$	1,07	0,92	0,90	0,94	1,04
Precio del barril de Brent (\$)	18,0	28,4	24,9	25,0	27,9
<b>Tipos de interés y de cambio (**)</b>	<b>mar-03</b>	<b>jun-03</b>	<b>sep-03</b>	<b>dic-03</b>	<b>mar-04</b>
<b>Tipos de interés oficiales</b>					
EE.UU.	1,25	1,25	1,25	1,75	2,25
UEM	2,50	2,00	2,00	2,00	2,50
<b>Tipos de interés a 10 años</b>					
EE.UU.	3,80	4,30	4,60	4,90	5,10
Alemania	4,02	4,20	4,40	4,50	4,80
<b>Tipos de cambio</b>					
Dólar-euro	1,08	1,00	1,03	1,05	1,07
Yen-dólar	119	125	127	128	128

Fuente: organismos oficiales y BBVA

(\*) Contribución al crecimiento del PIB

(\*\*) Fin de período, excepto mar-03 en tipos a 10 años y de cambio, que es media mensual

## Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao T 34 944 876 231 F 34 944 876 417 [www.bbva.es](http://www.bbva.es)

Depósito Legal: M-31254-2000

## otras publicaciones



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.