

Situación

Servicio de Estudios

Diciembre 2003



Crecimiento, adelante con Europa
Inflación, reduciendo diferencias
IPSEBENE rebajado: ni tendencial ni subyacente
Continuidad en la política presupuestaria
El capital tecnológico como factor productivo

Índice

Fecha de cierre: 22 de diciembre de 2003

1 Entorno internacional	1
2 El sector real	3
Recuadro: "La demanda, más sincronizada"	9
3 Precios y salarios	11
Recuadro: "Inflación subyacente, inflación tendencial. No es lo mismo"	14
4 Política fiscal	17
Recuadro: "Los Presupuestos para 2004: continuismo del nuevo modelo"	23
5 Sistema financiero	25
6 Artículo: El capital tecnológico como factor productivo, un análisis regional y sectorial	29

Han elaborado esta publicación:

José Luis Escrivá
David Taguas

Manuel Balmaseda	34 91 374 33 31	m.balmased@grupobbva.com
Julián Cubero	34 91 537 36 72	jcubero@grupobbva.com
Carmen Hernansanz	34 91 374 61 22	carmen.hernan@grupobbva.com
Ángel Melguizo	34 91 374 61 04	angel.melguizo@grupobbva.com
Tomás Riestra	34 91 537 35 88	riestra.giner@grupobbva.com
Pep Ruiz	34 91 374 40 74	ruiz.aguirre@grupobbva.com
Ignacio San Martín	34 91 537 48 90	jisanmartin@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

La dinámica de la recuperación global....

Tras las incertidumbres de los tres últimos años, las principales economías industrializadas parecen inmersas en una dinámica de recuperación económica global, liderada por EE.UU. En consecuencia, los tipos de interés de corto plazo descontados por los mercados de futuros reflejan que los bancos centrales irán adecuando el tono de sus políticas monetarias a esta situación cíclica. Sin embargo, esta percepción no se ve reflejada en la evolución de algunas variables financieras. El aumento del precio del oro o la depreciación del dólar parecen descontar que hay una probabilidad significativa de que la actual fase expansiva no esté sólidamente fundamentada, por lo que sería corta en duración. El elevado grado de endeudamiento público y privado, la amenaza del riesgo geopolítico o un creciente proteccionismo en el ámbito comercial constituyen algunas de las incertidumbres para los próximos meses.

No cabe duda de que se están acumulando factores que reflejan la recuperación global de la actividad. En primer lugar, avanzada la reestructuración empresarial, mejora la confianza de los empresarios, aumentan los precios bursátiles y se reducen los diferenciales de los bonos corporativos. En segundo lugar, destacan las sorpresas positivas en los datos de actividad en Japón y en EE.UU., y el hecho de que tras un periodo de estancamiento de la actividad, la economía europea muestre mejores resultados. En la economía estadounidense, en particular, aunque el inicio de la actual expansión se fecha a finales de 2001, la recuperación se había producido de forma más lenta que en otras fases expansivas. Pero la aceleración de las tasas de crecimiento en el tercer trimestre de 2003, alcanzando el máximo de los últimos veinte años, y la revisión al alza de los datos de actividad previstos para el cuarto trimestre de este año, han modificado la percepción sobre la recuperación.

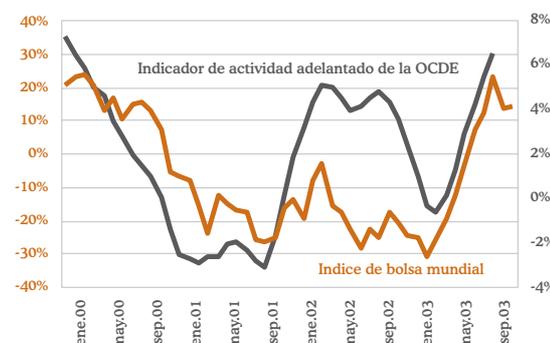
En tercer lugar, a pesar de que gran parte del crecimiento en EE.UU. se ha basado en el notable impulso fiscal y monetario, se observa que la inversión empieza a recuperarse, lo que podría ser una señal positiva para los próximos meses. El notable aumento de la productividad constituye un importante soporte para esta economía. En Japón también ha sido la inversión, beneficiada por el elevado crecimiento de sus socios comerciales en la región asiática, la que ha sorprendido favorablemente. Aunque Europa muestra un crecimiento más débil de la demanda interna, la mejoría de las condiciones financieras internas y el avance en la reestructuración empresarial, especialmente en Alemania, podrían facilitar una reactivación de la misma.

Desde el verano, las expectativas de crecimiento de EE.UU. para 2004 se han revisado al alza, y actualmente se espera que el crecimiento de esta economía se sitúe próximo al 4%, frente a la previsión de 3% en julio. El cambio de sesgo de bajista a neutral de la Reserva Federal en noviembre confirmó este cambio de expectativas y supuso el fin de un período en el que el sesgo de deflación había sido predominante. Algo similar ocurre en Japón, donde el crecimiento podría alcanzar tasas de 1,7% el próximo año, frente a la previsión del 1% realizada en el verano. Entre las grandes áreas, la excepción es la UEM, donde a pesar de haberse reducido significativamente los riesgos a la baja sobre la actividad, las previsiones de crecimiento apenas han cambiado.

En este entorno de mayor optimismo sobre el crecimiento, las rentabilidades de largo plazo se han estabilizado en niveles por encima del 4%, tanto en EE.UU. como en la UEM, abandonando así los niveles mínimos históricos que alcanzaron en la primavera, como resultado de los "temores deflacionistas". A pesar del repunte, se mantienen en niveles bajos. Ello es consecuencia de que, a diferencia de fases expansivas anteriores, la ausencia de presiones inflacionistas, la baja capacidad utilizada y la lentitud en la creación de empleo podrían retrasar o reducir la magnitud de las subidas de tipos de interés en las economías industrializadas frente a lo que descuenta el merca-

Gráfico 1.1.

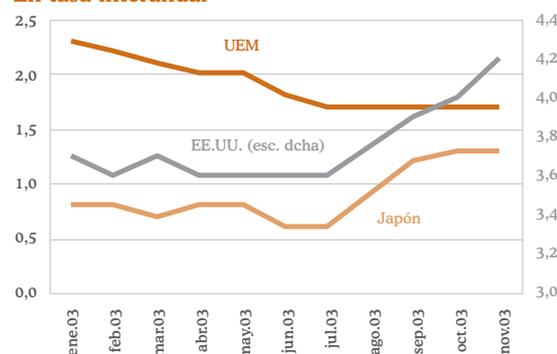
Indicadores adelantados de actividad



Fuente: OCDE, MSCI

Gráfico 1.2.

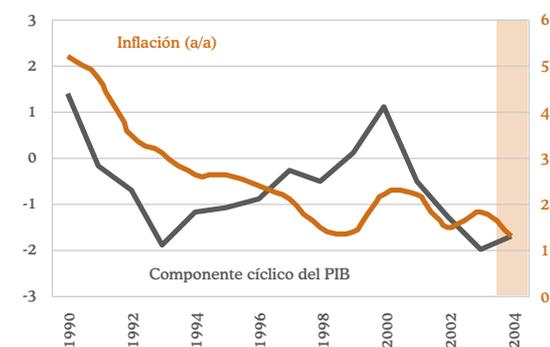
Previsiones de crecimiento para 2004 En tasa interanual



Fuente: Consensus Forecast

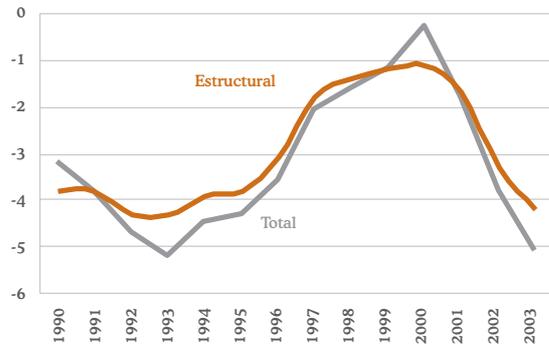
Gráfico 1.3.

OCDE: inflación y componente cíclico del PIB



Fuente: FMI

Gráfico 1.4.
Saldo presupuestario en las principales economías industrializadas
En porcentaje del PIB



Fuente: FMI

Cuadro 1.1. Crecimiento del PIB
En tasa interanual

	2002	2003	2004
OCDE	1,7	2,0	2,7
EEUU	2,2	3,0	3,9
UEM	0,9	0,5	1,7
RU	1,9	2,1	2,5
Japón	0,2	2,7	1,7
Países en desarrollo	4,4	5,0	5,6
América Latina	-0,6	0,9	3,5
Países en transición	4,1	4,9	4,7
MUNDIAL	2,9	3,3	3,9

Fuente: FMI y BBVA

Cuadro 1.2. Inflación
En tasa interanual

	2002	2003	2004
OCDE	1,6	2,4	1,7
EEUU	1,6	2,4	2,0
UEM	2,3	2,1	1,8
RU	2,2	2,8	2,6
Japón	-0,9	-0,3	-0,4
Países en desarrollo	5,4	6,0	5,3
América Latina	9,2	10,7	7,3
Países en transición	11,2	9,7	9,2
MUNDIAL	3,5	3,9	3,4

Fuente: FMI y BBVA

do. Por tanto, es previsible que los tipos oficiales se mantengan estables durante buena parte de 2004. En este sentido, el aumento de tipos en Reino Unido en noviembre responde más a la evolución de los precios (especialmente los del sector inmobiliario) que a una mejoría de las perspectivas de actividad, y no constituye necesariamente una señal de inicio del ciclo alcista de tipos en las principales economías.

...y la incertidumbre sobre su duración

Ahora bien, una vez descontado que habrá un mayor crecimiento mundial en 2004, el principal interrogante es la duración e intensidad de esta fase expansiva. Hay varios factores que podrían frenar el crecimiento.

En primer lugar, preocupa el elevado nivel de endeudamiento exterior de EE.UU., reflejo de un nivel de ahorro doméstico que se sitúa en mínimos históricos. Ello es consecuencia del aumento del déficit público que, como es habitual, no ha sido compensado por un mayor ahorro privado. Con nuevos recortes de impuestos previstos para el primer semestre del próximo año, y con un aumento del gasto (en defensa y sanidad) es previsible que el déficit continúe ampliándose. Con ello, cualquier repunte de la inversión exigirá un mayor recurso a la financiación externa, ampliándose el déficit corriente. Una situación que puede llegar a considerarse insostenible. La pérdida de confianza de los inversores exteriores presionaría a la baja a la divisa y al alza a las rentabilidades estadounidenses, y tendría un coste en términos de crecimiento.

La situación en las cuentas públicas europeas tampoco es positiva, con la definitiva pérdida de credibilidad del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, tras alcanzarse en noviembre un acuerdo político para evitar la imposición de sanciones. No es, por tanto, descartable una presión al alza sobre sus tasas de interés de largo plazo.

En segundo lugar, el riesgo geopolítico dista de estar bajo control, lo que podría generar nuevos choques negativos en la confianza de empresarios y consumidores o tensionamientos en el precio del petróleo. Constituye, sin embargo, un factor difícil de predecir.

Finalmente, el balance en política comercial de los últimos años ha sido decepcionante. De acuerdos multilaterales se ha pasado a un marco de relaciones bilaterales. El impacto del ciclo electoral en EE.UU. ha introducido mayor incertidumbre en esta política. El reciente anuncio de cuotas a los textiles chinos refleja la necesidad de la Administración Bush de impulsar el crecimiento de la actividad y, sobre todo, del empleo en la economía estadounidense. Sin embargo, este tipo de políticas supone una notable amenaza para el crecimiento global, dado que pueden venir acompañadas de una creciente incertidumbre, que frene los flujos de capital y de mercancías. Ello tendría efectos asimétricos, más negativos en aquellas economías con mayor dependencia del ahorro externo, como es el caso de EE.UU.

La depreciación de la divisa estadounidense hasta alcanzar niveles mínimos con el euro desde 1998, esto es, desde antes del inicio de la UEM, refleja en parte estas incertidumbres. Sorprende la falta de respuesta del dólar a los datos positivos de la economía estadounidense, notable diferencia con su comportamiento en el periodo 1999-2000. Una situación que refleja que, frente a una expansión duradera sustentada en elevados crecimientos de la productividad, se está descontando un posible agotamiento de esta fase expansiva, como consecuencia de la insostenibilidad de los niveles de déficit corriente en esta economía. Dado que la incertidumbre sobre la sostenibilidad de la recuperación se mantendrá en los próximos meses, es previsible que el dólar-euro se mantenga próximo a niveles de 1,20 en la primera mitad de 2004, aunque no es descartable que tenga una elevada volatilidad en este periodo. En la segunda mitad de 2004, será la perspectiva sobre el crecimiento de 2005 la que determinará la evolución del dólar. En un escenario de recuperación sostenible de la actividad, liderada por EE.UU., el dólar se apreciará hasta finalizar en niveles de 1,1 con el euro, esto es, próximos al equilibrio de largo plazo de esta divisa.

2. El sector real

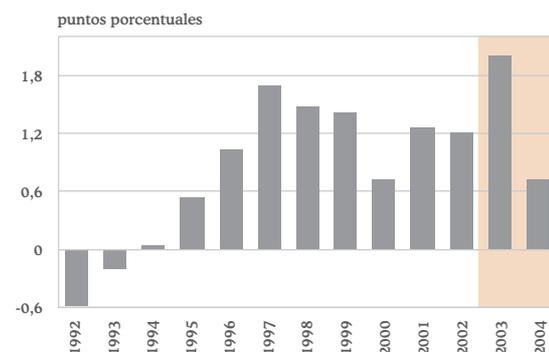
En 2003, diferencial de crecimiento máximo. En 2004, vuelta al 1%

La economía española habrá registrado en 2003 un diferencial de crecimiento con el conjunto de la UEM cercano a dos puntos porcentuales. Mientras que el PIB aumentará en España este año el 2,4%, 0,4 puntos más que en 2002, el conjunto del área del euro ha continuado la desaceleración vigente desde 2001, creciendo sólo el 0,5%. A pesar de que las exportaciones de la UEM tienen una mayor exposición al exterior del área que España (lo que en un entorno de recuperación mundial, y a igualdad de todo lo demás, estimula más el crecimiento de la UEM), el carácter relativamente más expansivo para nuestro país de la política monetaria del BCE (por su mayor crecimiento y la mayor tasa de inflación, lo que reduce los tipos de interés reales ex-post) y el impulso de la reforma del IRPF, justifican la ampliación del diferencial de crecimiento en 2003 respecto al 1,2% registrado en 2002.

En 2003, el mayor avance del gasto en España se produce por la contribución de la demanda interna, que más que compensa la mayor aportación negativa del sector exterior. En 2004, ante el aumento de la demanda exterior, se acelerarán las exportaciones. Con todo, hay que considerar el efecto de los continuados diferenciales de inflación positivos frente a nuestros principales socios comerciales, con los que (a excepción del Reino Unido) el tipo de cambio nominal está fijo desde 1999. Esto supone una pérdida de competitividad vía precios de los bienes y servicios españoles, lo que limita el crecimiento de las exportaciones ante aumentos de la demanda exterior y favorece el de las importaciones ante aumentos de la demanda interna. En 2004, la significativa expansión mundial prevista frenará el proceso de moderación de las exportaciones registrado hasta 2002. Se moderará la detención a la actividad por parte del sector exterior, compensando el paulatino agotamiento del efecto expansivo sobre el gasto interno del

Gráfico 2.1.

España, diferencial de crecimiento con la UEM



Fuente: INE, Eurostat y BBVA

Cuadro 2.1. Cuadro macroeconómico

tasas a/a datos desestacionalizados	2002				2003				2004				2001	2002	2003	2004
	1 tr	2 tr	3 tr	4 tr	1 tr	2 tr	3 tr	4 tr	1tr	2 tr	3 tr	4 tr				
Consumo hogares (1)	2,1	2,8	2,4	3,3	3,0	3,0	3,2	2,9	2,8	2,6	2,7	2,8	2,8	2,6	3,0	2,7
Consumo AA.PP.	4,6	4,5	4,2	4,2	4,0	3,7	3,6	3,7	3,5	3,0	3,0	3,0	3,6	4,4	3,8	3,1
FBCF	0,7	-0,9	1,5	2,9	3,1	3,4	3,1	3,1	4,0	4,2	3,1	2,9	3,3	1,0	3,2	3,5
Equipo y otros	-3,7	-6,4	-2,4	1,9	2,7	2,9	2,1	2,5	5,0	7,0	5,5	6,5	0,4	-2,7	2,5	6,0
Construcción	4,6	3,9	4,8	3,7	3,4	3,8	3,9	3,6	3,2	2,0	1,2	0,0	5,8	4,2	3,7	1,6
Var. existencias (*)	-0,3	-0,8	0,0	1,1	0,4	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0
Demanda nacional (*)	2,0	1,5	2,5	4,5	3,6	3,2	3,5	3,2	3,4	3,1	2,9	3,0	3,0	2,6	3,4	3,1
Exportaciones	-3,8	-1,9	1,4	4,4	4,7	8,0	2,5	5,4	5,6	6,0	6,7	7,2	3,6	0,0	5,1	6,4
Importaciones	-4,3	-3,5	3,5	11,8	8,7	10,2	5,7	7,0	8,0	7,5	7,0	7,0	4,0	1,8	7,9	7,4
Saldo exterior (*)	0,3	0,6	-0,7	-2,4	-1,4	-0,9	-1,1	-0,8	-1,0	-0,7	-0,3	-0,3	-0,2	-0,6	-1,0	-0,6
PIB pm	2,2	2,0	1,8	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,4	2,5	2,6	2,8	2,8	2,0	2,4	2,5
Agricultura	6,8	1,8	1,7	-5,7	-2,5	0,2	1,8	2,5	2,0	3,7	3,6	3,7	-3,3	1,0	0,4	3,3
Industria (2)	-0,2	-0,5	0,9	2,3	2,2	2,1	1,5	1,1	1,7	1,5	1,0	1,3	2,4	0,6	1,7	1,4
Construcción	5,0	4,5	5,5	4,2	3,6	3,9	4,0	3,9	0,9	3,7	1,8	3,9	5,5	4,8	3,9	2,6
Servicios	2,2	2,5	2,0	2,1	1,9	1,9	2,3	2,4	3,0	2,3	3,0	3,3	3,3	2,2	2,1	2,9
de mercado	1,9	2,4	2,0	2,2	2,0	2,0	2,4	2,6	3,4	2,5	2,9	3,3	3,3	2,1	2,3	3,0
de no mercado	3,2	2,6	1,9	1,7	1,6	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	3,1	3,0	3,0	2,3	1,7	2,4
Impuestos netos s/productos	4,1	3,3	0,3	3,3	5,1	5,5	4,1	4,4	1,4	4,0	4,0	1,4	1,8	2,7	4,8	2,7

(*) Aportación al crecimiento del PIB;

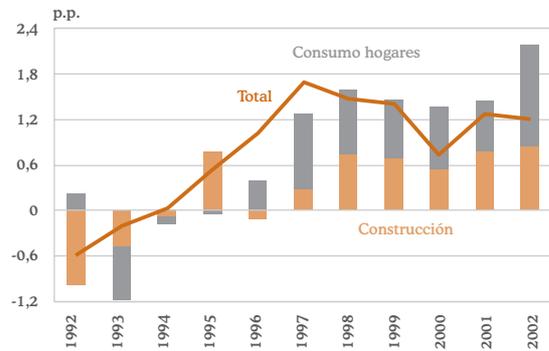
(1) Incluye a las ISFLSH

(2) Energía y ramas industriales

Fuente: INE y BBVA

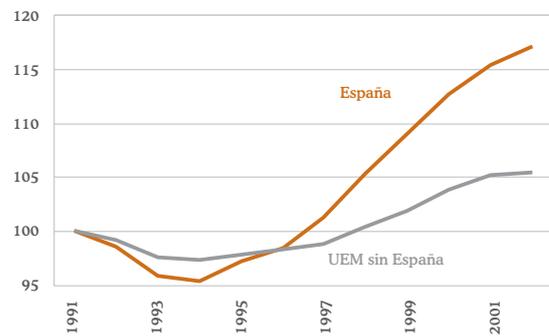
Gráfico 2.2.
España vs UEM

Contribución al diferencial de crecimiento



Fuente: INE, Eurostat y BBVA

Gráfico 2.3.
Empleo, 1991=100



Fuente: Eurostat

Gráfico 2.4.
Empleo



Fuente: INEM, M° de Trabajo y BBVA

Gráfico 2.5.
Ocupados EPA



Fuente: INE y BBVA

mix de políticas económicas. Con todo ello, España mantendría en 2004 su proceso de convergencia real con la media de la UEM, aunque con un diferencial de crecimiento del PIB ligeramente inferior al 1%, la mitad que en 2003 y casi igual a la media del periodo 2001-02.

En suma, la actividad económica en España en 2004 será relativamente más dependiente del entorno internacional, cuyo desenvolvimiento incidirá sobre las expectativas y la riqueza financiera de los hogares, las perspectivas empresariales y por tanto sobre el consumo, la inversión y las exportaciones fundamentalmente. Con todo, el previsto aumento de la demanda exterior verá frenada su contribución al crecimiento por la permanente pérdida de competitividad vía precios de la economía española frente al conjunto de la UEM.

2004, más empleo...

Desde la segunda parte de la década de los 90, el diferencial de crecimiento entre España y el conjunto de la UEM se ha venido apoyando en el consumo de los hogares y en la inversión en construcción. La inversión en equipo y las exportaciones han tenido una aportación al diferencial de crecimiento del PIB mucho más reducida, prácticamente nula en el caso de la formación bruta de capital fijo y negativa para las exportaciones de bienes y servicios en el periodo 2000-02. El comportamiento diferencial del consumo de los hogares españoles se justifica por la distinta evolución de sus factores explicativos, y especialmente del empleo. Así, este determinante de la renta disponible real de los hogares creció en España el 17% entre 1991 y 2002, mientras que en el resto del área del euro su aumento fue únicamente del 5% en esos 11 años. Así, el diferencial de crecimiento del empleo entre España y el resto del área se ha mantenido por encima del punto porcentual desde 1997. Éste diferencial resulta de las reformas emprendidas en el mercado laboral español y de la moderación de la remuneración real¹, además de por la menor desaceleración relativa de la actividad en España como consecuencia del carácter más expansivo para nuestro país de la política monetaria de la UEM. Todo ello ha facilitado además un fuerte crecimiento de la inmigración², factor que por sí mismo supone cierta flexibilización del mercado laboral al incrementar la movilidad geográfica y sectorial de la demanda de empleo en la economía.

En este escenario, el empleo continuará creciendo en 2004 a una tasa ligeramente superior al 2% en términos de la EPA. Con todo, casi medio punto menos que el aumento previsto en 2003 (2,6%, 0,7 puntos porcentuales más que en 2002). A pesar de los sostenidos aumentos del empleo por encima del 2%, la tasa de paro aumentará 0,3 puntos, desde el 11,4% de los activos en 2003 al 11,7% en 2004, como consecuencia del mayor aumento de la población activa (2,6%, 0,4 puntos menos que en 2002)³.

En cuanto al crecimiento salarial, los distintos indicadores (salarios negociados en convenios colectivos, índice de coste salarial y remuneración por asalariado) muestran tasas de crecimiento mayores que las de los últimos años, pero con aumentos estabilizados o con una tendencia de ligera desaceleración. En un escenario en el que los agentes sociales previsiblemente mantendrán en 2004 (por tercer año consecutivo) el vigente Acuerdo Interconfederal para la Negociación Co-

¹ La moderación salarial real se ha producido tanto por la reducción de los salarios negociados como por sorpresas alcistas en las expectativas de inflación que no se incorporaron en los procesos de negociación colectiva. Además, las reformas legales se han centrado en los mecanismos de entrada y salida del mercado de trabajo (modalidades de contratación y costes de despido), estando pendiente la reforma del proceso de determinación salarial en la negociación colectiva.

² Los flujos de inmigrantes se han visto favorecidos por la "llamada" de la expansión de la economía española sobre una oferta en aumento como consecuencia de la crisis económica en algunos países iberoamericanos. Sin embargo, se observa la paulatina moderación del aumento de afiliados a la Seguridad Social extranjeros. En septiembre de 2003 había 948.274 extranjeros afiliados, el 5,7% del total, con un crecimiento interanual del 15,1%, 8,5 puntos menos que en mayo.

³ Estas cifras son acordes con la EPA actual, pendiente de adaptar a la población del Censo de 2001, que tendrá una repercusión fundamental en la encuesta. La población sobre la que se eleva la muestra de la EPA será mayor y con una mayor tasa de actividad, por el mayor peso del grupo de edad de 16 a 55 años y de la inmigración.

lectiva, no son previsibles aceleraciones salariales nominales desde los niveles actuales. Por ello, las posibles ganancias o pérdidas de poder adquisitivo de los hogares dependerán del comportamiento de los precios en la economía, para los que se prevé su desaceleración en 2004 (desde el 3% al 2,5% en el caso del IPC).

... y también confianza y riqueza...

Si la renta disponible de los hogares mantendrá en 2003 y 2004 crecimientos positivos cercanos a los de los últimos años (2,4% de promedio desde 1996), su riqueza previsiblemente mejorará la evolución de los últimos tres años. Su componente inmobiliario (aproximadamente el 80% del total) seguirá creciendo, aunque a tasas algo más moderadas que las de los últimos años (10,7% en 2001 y 12,6% en 2002) dada la prevista ralentización de los precios de la vivienda. Respecto al componente financiero de la riqueza de los hogares⁴, tras tres años de caídas (-0,9% en 2000, -7,9% en 2001 y -9,2% en 2002), la recuperación de los mercados bursátiles hace presagiar una evolución más favorable, como ya apunta la moderación de las caídas en los últimos datos disponibles, del segundo trimestre del año.

La mejora de los mercados financieros, coherente con un escenario de recuperación internacional, supondrá también la consolidación de las mejoras en las expectativas de los hogares, que aunque están correlacionadas con la evolución del desempleo, también tienen un componente de perspectivas de la situación económica general que está mejorando desde el primer trimestre de 2003.

... pero el final del impulso de la caída de tipos

La prevista continuación de la mejora de la confianza de los hogares españoles, permitirá moderar el efecto bajista de la finalización en 2004 del impulso de la caída de los tipos de interés (a diferencia de lo ocurrido en los últimos años) y de la reducción de tipos impositivos del IRPF.

El acusado descenso de los tipos de interés, negativos en términos reales (ex-post) desde 2002, ha sido otro soporte para el gasto de los agentes económicos, empresas y familias. La caída de los tipos resulta de la convergencia nominal de la economía española en el área del euro es un cambio estructural, percibido como permanente por los agentes económicos, que ha alterado el precio relativo entre consumo actual y futuro (ahorro). Por lo tanto, se ha producido una recomposición en el balance de los hogares con un rápido aumento del endeudamiento, sobre todo para la adquisición de vivienda, ante unos tipos que se espera que serán "permanentemente" bajos para los patrones históricos de la economía española. Con ello, a la vez que el endeudamiento aumenta, no lo hacen en la misma medida los pagos por intereses, permitiendo sostener a la vez el incremento real del gasto⁵.

Así, en el caso del consumo de los hogares, las perspectivas para 2004 son de una moderada desaceleración desde el 3,1% previsto para 2003, aunque más como consecuencia del agotamiento de impulsos expansivos excepcionales (reforma del IRPF) que por un genuino deterioro de sus determinantes de medio plazo (renta disponible y riqueza).

Mejora de la actividad exterior

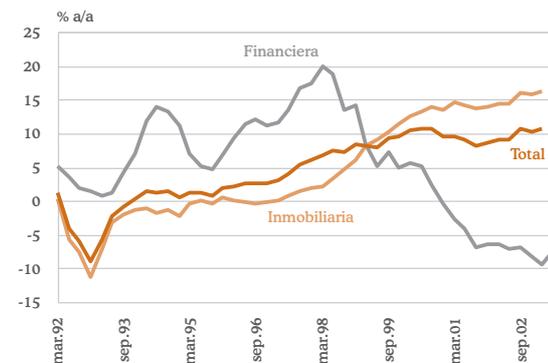
La recuperación en marcha en el conjunto de los países desarrollados, más avanzada en EE.UU. que en el conjunto de la UEM, se intensificará a lo largo de 2004, como muestran los indicadores adelantados del ciclo económico en ambas economías. Ello tendrá un

⁴ En España, la sensibilidad del consumo es mayor al componente financiero de la riqueza que al inmobiliario.

⁵ El peso de los préstamos de los hogares e ISFLSH pasó del 73,9% de su renta bruta disponible en 2001 al 79% en 2002. En el mismo periodo, los pagos por intereses de préstamos cayeron 0,3 puntos porcentuales, del 4,5% al 4,3%.

Gráfico 2.6.

Riqueza de los hogares



Fuente: Banco de España y BBVA

Gráfico 2.7.

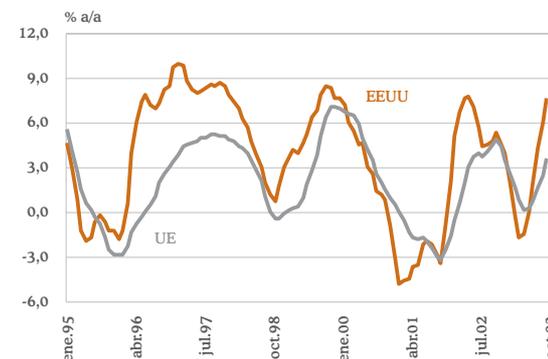
Tipos de interés reales de corto plazo



Fuente: BCE, INE y Eurostat

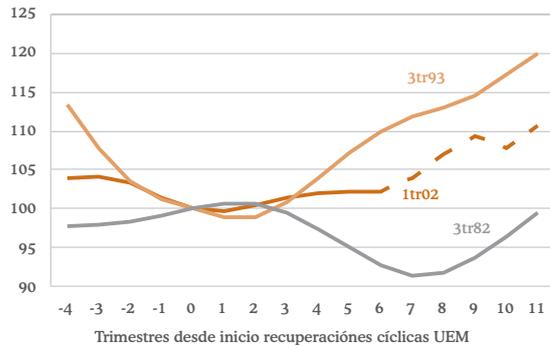
Gráfico 2.8.

Indicadores adelantados



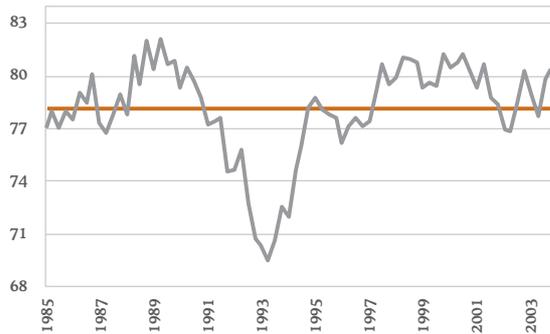
Fuente: OGD

Gráfico 2.9.
Inversión en equipo y otros



Fuente: INE, CEPR y BBVA

Gráfico 2.10.
Utilización de la capacidad productiva en la industria



Fuente: Ministerio de Ciencia y Tecnología

Gráfico 2.11.
Exportaciones españolas e importaciones de los países industrializados



Fuente: INE, FMI y BBVA

efecto positivo sobre los componentes del gasto de la economía nacional más directamente expuestos al exterior, las exportaciones y la inversión en equipo.

La inversión en equipo y otros productos, tras registrar un mínimo cíclico en 2002 con un descenso cercano al 3%, crecerá en 2003 y 2004 a tasas cada vez mayores. A pesar de que la rentabilidad exigible de los proyectos de inversión se ha reducido hasta niveles mínimos, la inversión ha moderado su crecimiento continuadamente desde 2000, y en el conjunto de la UEM ha pasado desde el 3,5% al 0,5% previsto para 2003. Además, las mejoras en las expectativas de los agentes sobre la evolución futura del crecimiento también se han visto defraudadas⁶, lo que podría suponer un cierto freno en el tono de la recuperación de la inversión empresarial respecto al patrón típico de fases anteriores. Con todo, la inversión en equipo española mantiene cada vez una correlación más intensa con el ciclo de la UEM⁷. Así, como se observa en el gráfico adjunto, de los ciclos fechados por el Centre for Economic Policy Research⁸ (CEPR) para el área del euro, en los dos más recientes, la inversión en equipo española evoluciona de acuerdo al ciclo europeo. Con todo ello, en un entorno de paulatino vigor de la incipiente recuperación europea actual, es previsible la aceleración de la inversión hasta alcanzar en 2004 una tasa media cercana al 6%, más de tres puntos por encima de la estimada para 2003. Además, la recuperación del grado de utilización de la capacidad productiva en la industria hasta niveles superiores a los de su media histórica a la vez que se desacelera la actividad, resulta coherente con la hipótesis de una intensificación del proceso inversor en marcha si se consolidan los primeros indicios reales de la expansión europea.

En cuanto a las condiciones financieras, son acomodaticias para la realización de proyectos de inversión, con continuados descensos del coste real de uso del capital⁹ hasta mínimos históricos y, como señala la Central de Balances del Banco de España, con la ampliación del diferencial entre la rentabilidad del activo y el coste del pasivo de las empresas no financieras. Con todo, a pesar de la bondad de los indicadores de coste de la financiación y de la rentabilidad empresarial, la rápida acumulación en los últimos años de pasivos en los balances empresariales, puede suponer un cierto límite al crecimiento de la inversión ante la recuperación de las expectativas de actividad. Según las Cuentas Financieras del Banco de España, en junio de 2003 el conjunto de Sociedades no Financieras acumulaba en su balance préstamos que suponían un 76% del PIB (58 puntos a largo plazo), cinco puntos más que un año antes¹⁰. En este sentido, según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del Banco de España, en el tercer trimestre de 2003 se mantuvieron estables las condiciones generales de oferta de préstamos a empresas no financieras, sin que por primera vez desde que se hace la encuesta se prevean endurecimientos adicionales. A la vez, la demanda de créditos empresariales también tuvo en ese periodo una evolución positiva para los plazos más largos.

Exportaciones, a la captura de la recuperación global

Dentro de una tendencia de recuperación iniciada a mediados de 2002, las exportaciones de la economía española se desaceleraron en el

⁶ Esto ocurrió por ejemplo en el área del euro en 2002, con aumentos de los indicadores adelantados de expectativas de consumidores y empresarios industriales que finalmente no fueron confirmadas con una mejora real de los datos de actividad.

⁷ Esta mayor relación no se limita a este componente del gasto. El ciclo del PIB español tiene una correlación cercana al 90% con el ciclo del conjunto de la UEM, más del doble de la vigente a principios de los años 90.

⁸ Los trimestres en los que se fecha el comienzo de la recuperación en el área del euro son: 1tr75, 3tr82, 3tr93 y 1tr02. Este último tiene unas características específicas ya que los trimestres previos no fueron de recesión sino de estancamiento.

⁹ Aproximado por el tipo de largo plazo real ex-post ponderado por la ratio entre el deflactor de la inversión y el del total de la economía.

¹⁰ A pesar de ello, y como consecuencia del descenso de los tipos de interés, los gastos financieros no se han incrementado. En 2002, los pagos por intereses supusieron el 4,3% del PIB, 0,2 puntos menos que en 2001.

tercer trimestre de 2003¹¹. Esta moderación se produce cuando parece que algunos de los principales clientes de bienes y servicios españoles (Francia, Alemania) están retomando una senda de crecimiento tras el estancamiento de los trimestres anteriores. Sin embargo, el impulso en estos países se basa, por ahora, más en sus propias exportaciones que en un aumento de la demanda interna, y por tanto de sus importaciones y de las compras a España. Ello limita el que se produzca una inmediata subida de las exportaciones. A lo largo de 2004, cuando se consolide la recuperación de la demanda interna del conjunto del área del euro, las ventas españolas de bienes y servicios (turismo) intensificarán su recuperación.

Así, en un entorno más general, la demanda exterior de la economía española, aproximada con las importaciones de bienes de los países industrializados, ha tenido a mediados de 2003 una súbita interrupción de su recuperación. En la UEM, los datos más recientes de Francia, Alemania e Italia mantienen hasta agosto de 2003 una tendencia de desaceleración anual. Además, la producción industrial del área del euro no muestra todavía síntomas de significativa recuperación, a pesar de la mejora de los indicadores de expectativas.

En la prevista recuperación adicional en 2004 de las exportaciones españolas (desde el 5,1% de 2003 al 6,4% en 2004) seguirá suponiendo un freno el deterioro acumulado a lo largo de los últimos años en la competitividad precio de nuestra economía. No habrá alteraciones significativas en la senda de aumentos más intensos de los precios españoles frente a los de la UEM. Este comportamiento se produce con mayor o menor intensidad tanto en precios de consumo como de producción o de exportaciones, y también en el nivel general de precios de la economía, medida a través del deflactor del PIB¹². Ello puede contribuir a frenar las posibles ganancias de competitividad derivadas no de unos precios relativos más bajos, sino de una mayor capacidad de innovación o de un mejor uso de los recursos productivos. El comportamiento del euro, que se apreciará ligeramente frente al dólar en 2004, agravará levemente el freno al crecimiento que supone el aumento de los precios relativos españoles¹³.

La moderación de la demanda interna en 2004, fundamentalmente del consumo, contribuirá a frenar las importaciones, que de un aumento esperado en 2003 cercano al 8% real pasarán al 7,4%. Así, la aportación negativa del sector exterior a la actividad pasará de 1,0 puntos en 2003 a 0,6 puntos porcentuales en 2004.

Construcción, desaceleración

Entre los componentes de la demanda española, la construcción es el menos expuesto a los avatares del entorno exterior. Entre 1998 y 2002 la inversión en construcción contribuyó en promedio con 0,7 puntos porcentuales de los 1,2 puntos de diferencial de crecimiento de España con el conjunto de la UEM¹⁴. Además, por subsectores de actividad, el diferencial se produjo tanto en edificación residencial como en el resto de gasto en construcción (edificación no residencial y obra civil).

En los próximos trimestres se intensificará la desaceleración vigente en la construcción en España, consecuencia de la moderación del gasto efectivamente realizado en obra civil por parte de las AA.PP. pero también por el freno de la demanda de vivienda por parte de los hogares. En este sentido, la paulatina caída del indicador ConstIA_BBVA, señal

¹¹ En parte, la desaceleración interanual del 3tr03 es consecuencia de los excepcionales crecimientos registrados en el 2tr02 en exportaciones e importaciones en volumen, los mayores desde mediados de 1997.

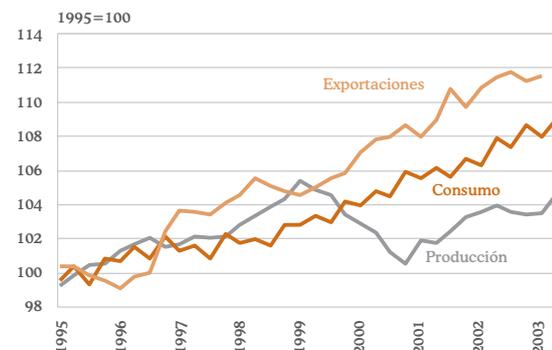
¹² Con todo, no hay que olvidar que dentro de una unión monetaria se registra una tendencia a la igualación de precios entre sus distintos territorios, más intensa en aquellos productos con menor componente no comerciable (salarial).

¹³ Esta situación no puede ser solventada con una permanente compresión de los márgenes empresariales, adicional a la que exige el proceso de globalización.

¹⁴ Aunque tanto en el conjunto de la UEM como en España la construcción crece cada vez menos desde 2000, en el total de la zona del euro este componente del PIB está en recesión tras caer el 0,2% y el 2,6% en 2001 y 2002.

Gráfico 2.12.

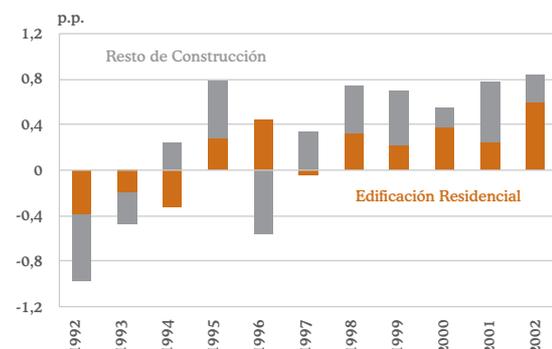
España vs UEM. Precios relativos



Fuente: M° de Economía, Banco de España y BBVA

Gráfico 2.13.

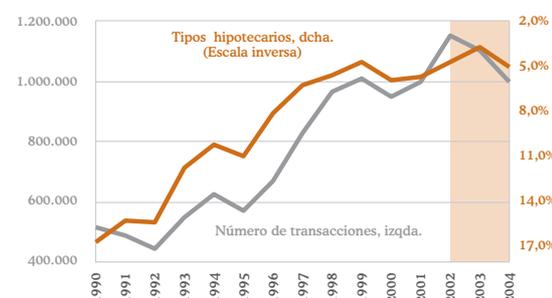
Construcción. Contribución al diferencial de crecimiento



Fuente: Eurostat y BBVA

Gráfico 2.14.

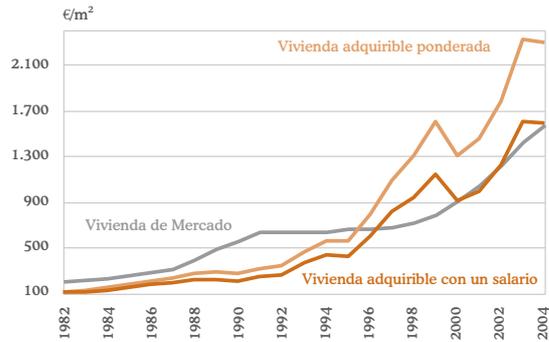
Transacciones de vivienda y tipos de interés



Fuente: BE y estimación BBVA

Gráfico 2.15.

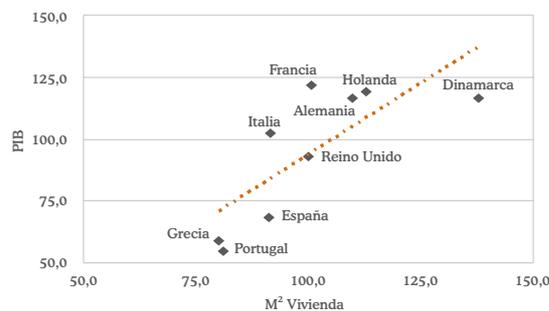
Accesibilidad a la vivienda



Fuente: Mº de Fomento y BBVA

Gráfico 2.16.

PIB per cápita y consumo de vivienda
Europa = 100, año 2001



Fuente: BBVA

del estado de la actividad sectorial obtenida mediante la síntesis de diversos indicadores coyunturales¹⁵, es coherente con estas perspectivas de desaceleración.

El repunte a lo largo de 2004 de los tipos hipotecarios, en un momento en el que los precios inmobiliarios llevan cinco años de subidas superiores al 10%, originará una reducción del número de transacciones de viviendas desde el máximo registrado en 2002 (1.150.000 viviendas intercambiadas). Con ello descenderá el número de viviendas iniciadas desde los máximos actuales, lo que terminará trasladándose a un menor nivel de actividad en el sector.

El continuado aumento de los precios de la vivienda en el primer semestre de 2003 (17% anual, prácticamente la misma cifra que en 2002) no ha supuesto un deterioro comparable de la capacidad de pago de los hogares, dado el descenso registrado en los tipos de interés hipotecarios. El tipo de los préstamos hipotecarios de bancos y cajas ha caído desde diciembre de 2002 hasta septiembre de 2003 en 95 puntos básicos, hasta el 3,43%, mínimo histórico¹⁶. Con ello, la cuota mensual para la compra de una vivienda media en el mercado, se ha mantenido prácticamente estable a pesar de su significativo encarecimiento. Sin embargo, dadas las tendencias previstas de precios (desaceleración desde el 17% en 2003 a aproximadamente el 8% de crecimiento anual en 2004) y tipos de interés (al alza a partir de la segunda mitad de 2004), la capacidad de acceso de los hogares a la vivienda de mercado se deteriorará de nuevo el año próximo.

Más allá de la corrección de la sobrevaloración actual de los precios de la vivienda y de la ralentización o incluso estancamiento de la actividad en 2004-05 tras seis años de aumentos superiores a los del PIB, factores sociales, demográficos y de convergencia real permiten mantener unas perspectivas positivas a largo plazo sobre el sector. Aunque es cierto que la fortaleza de la demanda residencial no se justifica únicamente por el aumento del número de hogares, el reciente Censo de 2001 ha mostrado crecimientos de la población, y específicamente de la inmigración, que aumentan las proyecciones de población y de demanda potencial de viviendas. Además, en un escenario de estabilidad nominal dentro de la UEM y de continuidad del proceso de convergencia real, el “consumo” de vivienda habrá de incrementarse. Así, se observa como en aquellos países europeos en los que la renta per capita es mayor, cada persona usa en promedio más metros cuadrados de vivienda principal¹⁷.

¹⁵ Para conocer la elaboración de este indicador, ver “ConstIA-BBVA, un indicador de actividad en la construcción”, Situación Inmobiliaria BBVA Octubre 2003, pp. 11 y 12.

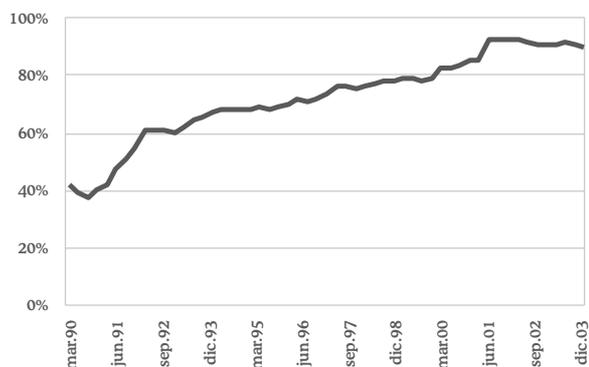
¹⁶ Además, la caída interanual registrada es la más intensa en términos relativos de los últimos seis años.

¹⁷ Sin considerar viviendas secundarias, fundamentalmente turísticas.

La demanda, más sincronizada

Correlación entre los ciclos de España y la UEM

Período móvil de 40 trimestres



Fuente: BBVA

Correlaciones de los choques en España y la UEM

Crecimiento y desempleo	Oferta	Demanda
	1982-1990	-0,15
1991-1993	-0,22	-0,17
1994-2003	0,16	0,50
Crecimiento e inflación		
1982-1990	0,22	0,05
1991-1993	-0,06	-0,02
1994-2003	0,36	0,56

Fuente: BBVA

El diferencial de crecimiento que se observa en la actualidad entre España y la UEM ha reabierto el debate sobre si la UEM funciona como un área monetaria óptima, y si la cesión de la política monetaria al BCE puede estar ofreciendo resultados beneficiosos para la economía española, o por el contrario, la laxitud de la misma está generando un diferencial de inflación que acabará lastrando el crecimiento futuro.

La interrelación entre ambas áreas ha aumentado de forma gradual pero continuada en los últimos treinta años, y se ha visto acelerada desde que en 1986 España entró en la CEE, con el consiguiente aumento de la apertura comercial. Así, en los últimos años la correlación entre el ciclo económico español y el de la UEM se mantiene en niveles cercanos al 90% (ver gráfico), frente a un valor del 40% en la década de los ochenta. La correlación es incluso superior si se observan variables de expectativas o indicativas de la demanda, como las confianzas¹.

Sin embargo, desde el punto de vista de la coordinación de políticas en el seno de la UEM, conviene conocer la descomposición de los choques que experimentan las economías entre permanentes y transitorios, es decir, de oferta y de demanda. Ello permite evaluar la idoneidad de una política monetaria común para el conjunto del área.

A través de la metodología de Blanchard y Quah se ha procedido a la descomposición de dichos choques. Así, se considera que un choque es de oferta (demanda) cuando tiene un impacto permanente (transitorio) sobre el nivel de la actividad. Dicha descomposición se lleva a cabo mediante un VAR estructural de dos ecuaciones, en las que se relacionan el PIB y el desempleo. Sin embargo, teniendo en cuenta la particular idiosincrasia de la evolución del desempleo en la economía española, y siguiendo a otros autores que también han realizado descomposiciones similares, se ha realizado también la descomposición a partir de la actividad y de los precios. El análisis se ha realizado con tasas intertrimestrales², con datos desde el primer trimestre de 1980 hasta el 2º de 2003.

Una vez obtenida la descomposición, se compara la correlación entre los choques experimentados por España y la UEM en el periodo 1982-1990 con la del periodo que va desde 1994 hasta la actualidad. El periodo 1991-1993, en el que tuvo lugar la recesión, muestra una caída de la correlación en el choque, lógica si se tiene en cuenta que la crisis impactó en distinta fecha en España y en la UEM, y que este análisis solamente se centra en la correlación contemporánea. La Tabla adjunta presenta, en primer lugar, los resultados obtenidos con la descomposición a partir de PIB y desempleo, observándose cómo la correlación entre los choques de ambas economías ha aumentado. De los valores ligeramente negativos del periodo 1982-1990, se ha pasado a una correlación positiva. El avance, sin embargo, se ha producido en mayor medida en los choques de demanda, en los que esta correlación alcanza el 50%. La tabla también muestra los resultados obtenidos a partir de las variables de actividad y precios, que corroboran cualitativamente los estimados usando como variable el desempleo. En el caso de los choques de oferta el aumento de la sincronía es similar tanto si se usa el desempleo como la inflación, pero desde una magnitud ligeramente superior en el segundo caso.

El aumento de la correlación contemporánea en los choques de demanda es especialmente relevante si se considera que la política monetaria está cedida a un organismo supranacional (el BCE) cuya actuación debe tener en cuenta al conjunto del área. Sin embargo, el hecho de que la correlación sea significativamente distinta del 100% indica que existe espacio para la elaboración de políticas de nivel nacional que permitan afrontar choques de demanda no comunes al resto de países de la zona.

¹ Un análisis detallado de las variables en las que se puede observar un aumento de la sincronía cíclica entre los distintos países de la UEM se puede encontrar en Cabrero, A., Chuliá, C. Millaruelo, A. *Una valoración de las divergencias macroeconómicas en la UEM*, Documento ocasional 04/2003, Banco de España.

² La mayor volatilidad de las tasas intertrimestrales respecto de las interanuales comporta que, en el segundo caso, los valores de correlación aumenten en todo el periodo muestral. Sin embargo, el aumento de la correlación se mantiene.

3. Precios y salarios

Inflación a la baja en 2004

Desde mediados de 2003 se han moderado las perspectivas inflacionistas vigentes en la economía española, siendo ahora más intensa la desaceleración prevista para 2004 en los precios de consumo. Así, se espera que tras un crecimiento en 2003 del 3%, el IPC crezca el 2,5% en 2004. Este descenso de la inflación se producirá también si se mide a partir del IPSEBENE o del IPC Tendencial BBVA, que aumentarán respectivamente el 2,6% y el 2,7%, respectivamente tres y cuatro décimas menos que en 2003. Con ello, los principales índices de referencia de precios de consumo registrarán en 2004 sus tasas más bajas desde 1999 (el IPC) y 2000 (IPSEBENE y Tendencial BBVA).

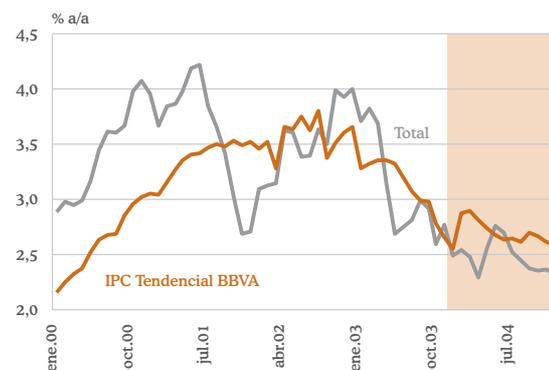
Hay que destacar el aumento (desde que el IPC introdujo en 2002 los precios rebajados) de la volatilidad de las medidas más habituales de inflación tendencial, basadas en eliminar de la cesta de precios de consumo aquellas rúbricas tradicionalmente más volátiles. Ello dificulta la medición de las tensiones inflacionistas a medio plazo de la economía. Con todo, como se comenta en el Recuadro adjunto ("Inflación tendencial, inflación subyacente. No es lo mismo"), indicadores de inflación tendencial elaborados mediante distintas metodologías coinciden en mostrar una desaceleración de las tensiones subyacentes en los precios de consumo de la economía española.

La reducción esperada de las tensiones inflacionistas es coherente con un escenario económico caracterizado por la ralentización de la demanda interna en 2004, y del consumo en particular, y por la apreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar. El euro se revalorizará aproximadamente el 3% respecto a su nivel medio de 2003 (de 1,13 €//\$ a 1,16). Además, el efecto combinado sobre la economía española de las políticas fiscal y monetaria será menos expansivo en 2004 que en 2003.

El PIB crecerá en 2004 el 2,5%, una décima más que en 2003. Además, estas cifras resultarán de un menor drenaje a la actividad por parte del sector exterior y de una desaceleración de la demanda interna, específicamente en consumo y construcción. El gasto de los hogares crecerá el 2,7%, 0,3 p.p. menos que en 2003, el año de rebaja de tipos del IRPF. Con estas cifras, el crecimiento de la actividad seguirá por debajo de su potencial, tasa que se estima cercana al 2,7%. La

Gráfico 3.1.

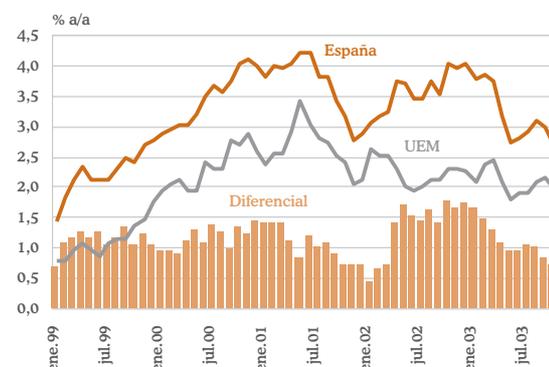
Inflación



Fuente: INE y BBVA

Gráfico 3.2.

Inflación armonizada



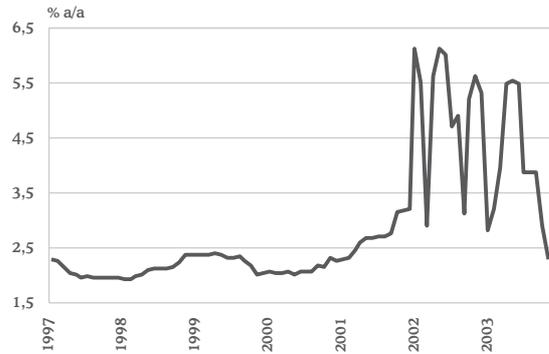
Fuente: Eurostat y BBVA

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

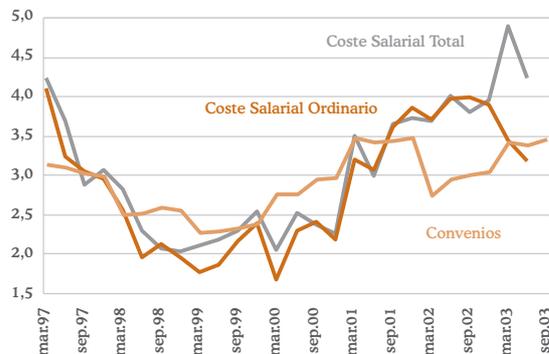
Fuente: INE y previsiones BBVA

Gráfico 3.3.
Vestido y calzado



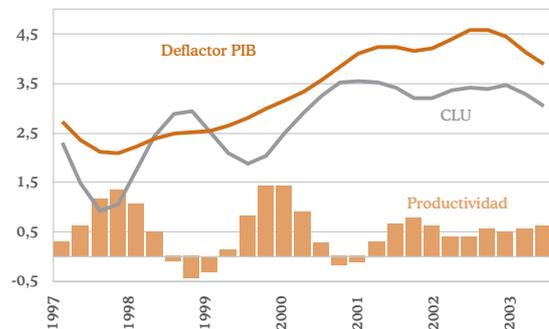
Fuente: INE y BBVA

Gráfico 3.4.
Crecimiento salarial



Fuente: Mº de Trabajo, INE y BBVA

Gráfico 3.5.
Economía



Fuente: INE y BBVA

relativa fortaleza de la demanda interna se observa en el elevado déficit comercial (que superará ligeramente el 6% del PIB en 2003) y por cuenta corriente (que se acercará al 3%), lo que no permite esperar reducciones más acusadas de la inflación, más coherentes quizá con las que cabría prever tras dos años de crecimientos inferiores al potencial y de apreciación del tipo de cambio del euro. Finalmente, en cuanto al coste del petróleo importado, se reducirá tanto por el fortalecimiento del euro como por la caída de su cotización en dólares tras un año marcado por la incertidumbre geopolítica. El precio del barril de Brent se situará en media anual en 2004 ligeramente por debajo de los 26 dólares, 2,5 dólares menos que en 2003.

El diferencial de inflación respecto al conjunto de la UEM se reducirá por debajo del 1% en 2004 por primera vez desde 1998. La brecha de un punto porcentual en 2003 se reduciría en 2004 hasta el 0,8%. Así, aunque con menor intensidad que en años anteriores, en 2004 se mantendrá el aumento de los precios relativos de la economía española respecto al conjunto de la UEM¹.

Respecto a los distintos componentes de oferta de la cesta del IPC español, sus perspectivas para 2004 son de aceleración únicamente en el caso de los alimentos frescos, grupo que en los últimos meses se ha caracterizado por un significativo aumento de sus precios, aunque muy concentrado en productos concretos (hortalizas frescas) afectados por problemas de oferta.

Por el contrario, las perspectivas inflacionistas de las manufacturas industriales se han moderado en los últimos meses, tras registrar un crecimiento en el 3tr03 del 2,1%, 0,5 puntos menos que en el trimestre anterior. Como es bien sabido, este componente tradicionalmente tendencial, ha incrementado significativamente su volatilidad desde enero de 2002 con la introducción de los precios rebajados en el cálculo de los precios de consumo, novedad especialmente relevante en la rúbrica de vestido y calzado². Sin embargo, como se comenta en el Recuadro de este capítulo, las tensiones inflacionistas subyacentes en la economía española se vienen moderando al menos desde comienzos de 2003, sin que las oscilaciones de las rúbricas sometidas en mayor medida a las rebajas hayan alterado la evolución subyacente de los precios.

Crecimiento salarial nominal, caída salarial real

Dentro de este panorama bajista para la inflación en 2004, el crecimiento salarial, no especialmente dependiente de la evolución de la productividad del trabajo e indiciado a través de las cláusulas de garantía del poder adquisitivo a la inflación pasada, es un factor de resistencia para un crecimiento más moderado de los precios.

El crecimiento acumulado de los salarios de convenio hasta octubre de 2003 se sitúa en el 3,5%, prácticamente la misma cifra que ha venido registrando a lo largo de todo el año y 0,5 puntos por encima del crecimiento medio de 2002³. Así, a pesar de que la firma en 2002 del Convenio para la Negociación Colectiva (prorrogado en 2003 y previsiblemente en 2004) frenó la aceleración vigente hasta 2001 en los salarios de convenio, la pérdida de credibilidad del objetivo de inflación del 2%⁴ ha supuesto una lenta aceleración de los salarios negociados y la generalización del blindaje frente a la inflación pasada, que afecta en 2003 aproximadamente al 80% de los asalariados con convenio. Este año, el acercamiento de la inflación a la referencia del 2%

¹ El comportamiento del IPC es generalizable, con mayor o menor intensidad, al deflactor del PIB o a los precios de producción.

² Aunque la volatilidad de los datos hace muy provisional cualquier tipo de análisis de rúbricas concretas, el cambio de base del IPC podría haber producido un salto alcista en la inflación de vestido y calzado. La inflación media de este tipo de bienes desde enero a octubre de 2003 ha sido del 4,1%, cifra 0,9 puntos inferior al registro de 2002, pero un punto por encima -como poco- a cualquier tasa del periodo 1994-2001.

³ Si se incluyen las cláusulas de garantía del poder adquisitivo, el crecimiento de los salarios de convenio en 2002 fue del 3,8%.

⁴ La firma del acuerdo entre empresarios y sindicatos se produjo a finales de 2001, tras dos años en los que la inflación media anual fue del 3,5%.

respecto a lo ocurrido en 2002, supondrá un incremento menor en las remuneraciones complementarias de poder adquisitivo.

La perspectiva para 2004 de un crecimiento del deflactor del 3,8% (4,4% en 2002 y 4,1% previsto en 2003), asume que los crecimientos salariales se mantienen en el entorno del 3,5%, limitados por el acuerdo vigente entre empresarios y sindicatos. Así, la remuneración por asalariado moderaría su crecimiento 0,1 puntos porcentuales en 2004 hasta el 3,8%.

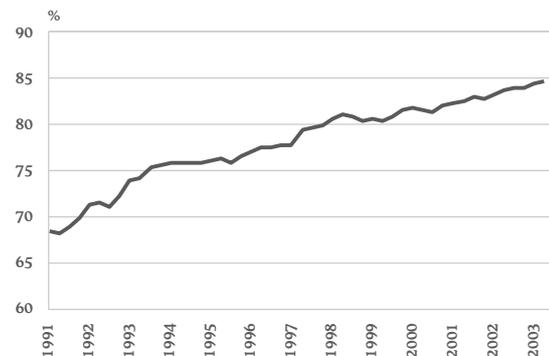
En este entorno, la economía española registra unos crecimientos salariales reales relativamente reducidos, incluso inferiores a los del conjunto de la UEM en términos reales. La remuneración por asalariado registra en España tasas de variación cercanas al 4% anual en los últimos trimestres, aproximadamente 1,5 puntos por encima de los aumentos en el conjunto de la UEM. Al descontar el aumento de los precios, la remuneración por asalariado registra en España caídas anuales en los últimos seis trimestres y subidas en el conjunto de la UEM.

Esta moderación salarial real en España, ha sido consecuencia de una moderación de los salarios nominales negociados y de las sorpresas alcistas en la inflación sobre las expectativas. Con todo, el proceso de negociación colectiva vigente se basa en la indicación salarial ex-post, con lo que choques de oferta alcistas sobre los precios pueden suponer impulsos permanentes sobre los salarios, con el consiguiente riesgo de desligar la evolución de los salarios reales y la productividad del trabajo.

Sostenidos crecimientos nominales más intensos de los salarios en España respecto a los del conjunto de la UEM suponen el paulatino deterioro de la ventaja competitiva que da su menor nivel absoluto. Según datos de Eurostat y del INE, la remuneración nominal por asalariado ha crecido en España entre 1991 y 2003 el 70%, el doble que en el conjunto de la UEM. Con ello, el nivel relativo de la remuneración por asalariado en España ha pasado de ser el 68% del de la UEM en 1991 al 85% a mediados de 2003.

Gráfico 3.6.

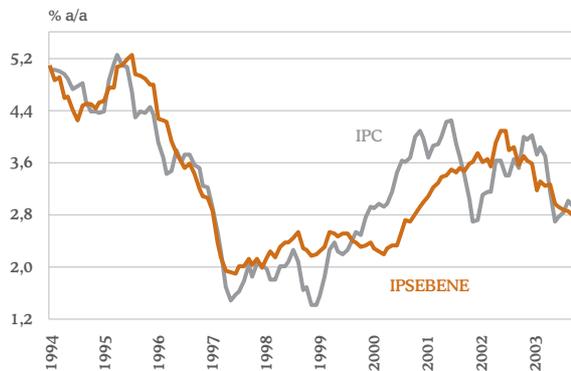
Remuneración relativa por asalariado de España respecto al conjunto de la UEM



Fuente: INE, Eurostat y BBVA

Inflación subyacente, inflación tendencial. No es lo mismo

Inflación



Fuente: BBVA

Desviación típica de la tasa mensual

	Feb-93 // dic-01	Ene-02 // sept-03
IPC Total	0,21	0,51
Alimentos no elaborados	1,19	0,79
Energía	1,25	1,60
IPSEBENE	0,17	0,63
Alimentos elaborados	0,36	0,24
B. Industriales no energéticos	0,14	1,82
Servicios	0,31	0,39
IPC Tendencial BBVA	0,14	0,71
Índice Media Ponderada dt (*)	0,12	0,16
Índice Mediana	0,12	0,13

(*) el peso de cada rúbrica está dividido por su desviación típica
Fuente: INE y BBVA

La inflación subyacente es un concepto económico que no tiene una definición unívoca y para el que existen distintos procedimientos estadísticos de estimación. En términos generales, se puede definir la inflación subyacente como la tasa de crecimiento del nivel general de los precios que persiste en el largo plazo y que tiene algún tipo de relación con el crecimiento de las magnitudes monetarias¹. Este concepto económico de permanencia en el largo plazo equivale estadísticamente a la estimación de una señal de precios con una volatilidad relativamente reducida. Los procedimientos de estimación se pueden agrupar en tres tipos². En primer lugar, los basados en la eliminación o ajuste del peso de las partidas del índice de precios con mayor volatilidad. En segundo lugar, los que usan técnicas estadísticas factoriales para extraer la información común a un amplio panel de variables. Finalmente, están aquellos métodos de técnicas de series temporales más o menos sofisticadas (desde medias móviles a filtros como el de Kalman) para extraer la tendencia del índice de precios. En este recuadro se muestra el efecto sobre distintas medidas de inflación subyacente de la incorporación en el Índice de Precios de Consumo (IPC) de las rebajas y ofertas³.

Las rebajas aumentan la sensibilidad del IPC a la evolución de la coyuntura económica al registrar más ampliamente las alteraciones de la política de fijación de precios de las empresas. Esta mayor sensibilidad económica del IPC se traduce estadísticamente en una mayor volatilidad. De este modo, existe una mayor incertidumbre sobre la evolución tendencial del IPC, la vía tradicional de estimación de las tensiones subyacentes en los precios.

El procedimiento más habitual para estimar la inflación subyacente es eliminar de la cesta de productos del IPC aquellas rúbricas que históricamente han tenido mayor volatilidad. Este sería el caso del IPSEBENE, Índice de Precios de Servicios y Bienes Elaborados No Energéticos, variable cuyo crecimiento se considera habitualmente equivalente a la inflación subyacente. El IPSEBENE elimina del IPC el grupo de alimentos no elaborados y la energía, componentes con la mayor volatilidad de los cinco grupos especiales del IPC hasta diciembre de 2001⁴. Como se observa en la Tabla 1, en el periodo de febrero de 1993 a diciembre de 2001, la volatilidad del crecimiento mensual del IPC Tendencial BBVA fue de 0,14, inferior al 0,17 registrado por el IPSEBENE y al 0,21 del IPC total. El detalle de los cinco grupos especiales en que se dividen los productos de la cesta del IPC permite comprobar como los bienes industriales sin energía fueron hasta diciembre de 2001 el componente menos volátil del índice (0,14), casi 10 veces menos que los precios energéticos (1,25) y los alimentos frescos (1,19).

La introducción de las rebajas en el IPC ha supuesto un cambio permanente en la volatilidad de todas las rúbricas del índice, especialmente intenso en prendas de vestir y calzado (el 9,9% del índice), incluidas dentro del grupo de oferta de bienes industriales no energéticos. Como se observa en el Gráfico 2, mientras que el promedio del factor de rebajas de 2001⁵ para el total del IPC fue de 1,005, en vestido y calzado fue de 1,063, con una desviación típica también significativamente mayor para este grupo de productos: 0,05 vs 0,005.

¹ Bryan, M. and Stephen G. Cecchetti, "Measuring core inflation", *Working Paper* nº 4303, NBER. March 1993.

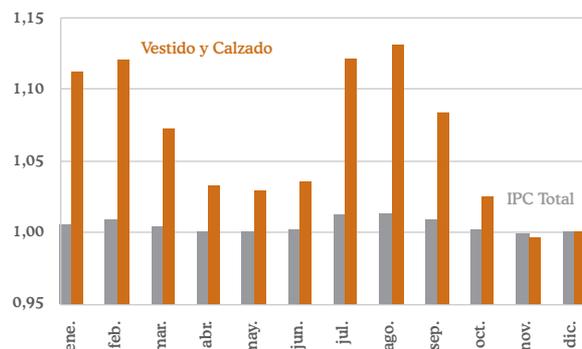
² Morana, C. "Measuring core inflation in the euro area", *Working Paper* nº 36, European Central Bank. November 2000.

³ Un resumen de las novedades incorporadas por el INE en el IPC Sistema 2001 se encuentra en: "IPC Sistema 2001: más moderno y volátil", *Informe Económico 2002*. Servicio de Estudios BBVA.

⁴ Con el mismo objetivo de reducción de la volatilidad, se elabora como señal de la inflación subyacente el IPC Tendencial BBVA, que elimina del IPSEBENE otros precios regulados o especialmente volátiles. Para mayor detalle, ver: "Menos turismo en el IPC Tendencial BBVA", *Situación España* BBVA, noviembre 2001.

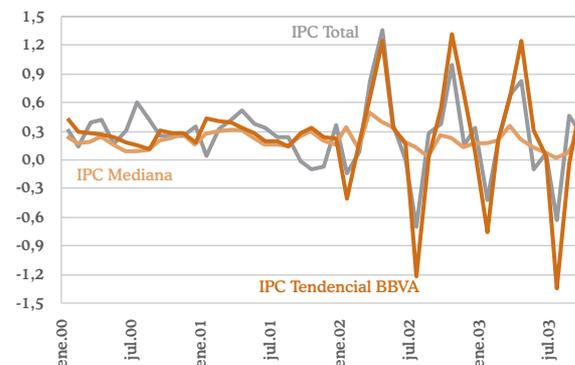
⁵ El INE realizó en 2001 dos muestras paralelas para el IPC, con y sin precios rebajados. El objetivo era poder calcular en 2002 tasas de inflación homogéneas. El factor de rebajas es la ratio entre ambas muestras para cada grupo de productos. A partir de enero de 2002 sólo se recogen precios con el criterio del Nuevo Sistema.

Factores de rebajas 2001



Fuente: INE y BBVA

Crecimiento mensual de los precios de consumo



Fuente: INE y BBVA

La mayor volatilidad con el IPC Sistema 2001 de los bienes industriales no energéticos, precisamente el grupo más estable del IPC Base 1992, dificulta la estimación de una señal de inflación subyacente mediante la eliminación previa de las rúbricas más volátiles. Como se comprueba en la Tabla 1, el IPC de bienes industriales sin energía ha multiplicado por 13 la volatilidad histórica de sus variaciones (1,82 vs 0,14), siendo además el grupo de oferta con una desviación típica mayor en sus oscilaciones mensuales desde enero de 2002. Mientras que el IPC total “sólo” ha multiplicado por 2,4 su volatilidad histórica (de 0,21 a 0,51), el IPSEBENE o el IPC Tendencial BBVA lo han hecho cuatro y cinco veces respectivamente.

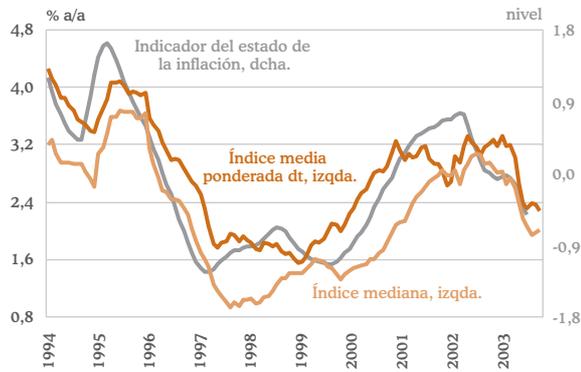
La eliminación de rúbricas del índice de precios para estimar la inflación tendencial se puede hacer escogiendo previamente aquellas a suprimir, pero también se puede optar por eliminar los productos más volátiles en cada momento, independientemente de cuáles sean. Así, se puede usar como estimación de la inflación subyacente el promedio de las oscilaciones de los productos de la cesta que no superen un determinado umbral (media acotada), o también, para evitar la eliminación absoluta de partes de la cesta del IPC, se pueden corregir sus pesos por su volatilidad histórica. Es decir, a mayor desviación típica de una rúbrica, menor importancia tendrá en la inflación tendencial ya que su peso en la cesta del índice se pondera por su volatilidad. Finalmente, otra posibilidad es escoger como estimación la variación mensual mediana del IPC, la que deja el 50% de las oscilaciones de las rúbricas por encima de ella y el otro 50% por debajo, sin tener en cuenta de qué rúbrica de los precios se trata. Como se observa en la Tabla 1, la variación mediana de las 57 rúbricas del IPC es la menos volátil de las opciones consideradas dentro de las distintas posibilidades de corrección del IPC. El crecimiento mediano de las rúbricas del índice mantiene prácticamente estable su volatilidad antes y después de diciembre de 2001 (0,12 y 0,13 respectivamente). Sólo el índice que pondera la importancia de cada rúbrica por su volatilidad se acerca a los resultados del “índice mediana” en el periodo iniciado en 2002.

Finalmente, se ha utilizado la técnica estadística de componentes principales para extraer el estado subyacente de la inflación a partir de la información desagregada de las 57 rúbricas del IPC. En primer lugar, se estima mediante modelos ARIMA el componente tendencial de cada una de las rúbricas. A las series de tasas de crecimiento de la tendencia⁶ de cada rúbrica se les extraen sus componentes principales, variables artificiales que proporcionan en conjunto la misma variabilidad que las series originales y que además son ortogonales entre sí (independientes linealmente).

El primer componente principal, aquel que explica un mayor porcentaje de la varianza conjunta, se asocia con el estado subyacente de la inflación, ya que se supone que el mayor porcentaje de la varianza conjunta de las series será resultado de un factor común a todas ellas, no de factores específicos de algunas de ellas como posibles choques de oferta o demanda. En la estimación realizada, ese factor común subyacente explica el 14% de la varianza común de la tendencia de las rúbricas del IPC. Este indicador mantiene una evolución similar al índice de precios con pesos ponderados por la volatilidad de las distintas rúbricas o al obtenido a partir del crecimiento mediano en cada momento, señales de inflación tendencial (ver el Gráfico 4).

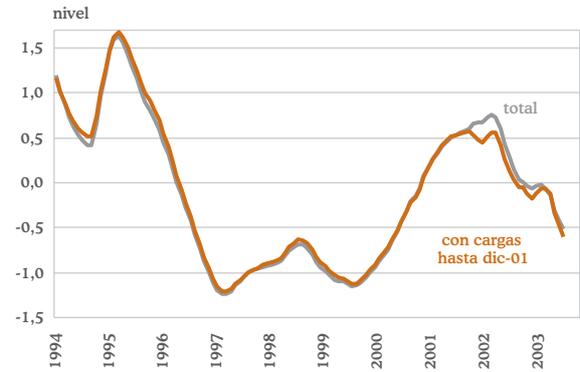
⁶ La tasa de crecimiento se aproxima mediante la primera diferencia del logaritmo natural. Después esta serie de datos se estandariza.

Inflación tendencial e indicador de estado



Fuente: INE y BBVA

Indicador de estado de la inflación



Fuente: BBVA

Una ventaja de este enfoque de estimación de la inflación tendencial es su robustez frente al cambio estructural que ha supuesto la introducción de las rebajas. La identificación y estimación de un modelo ARIMA se dificulta en aquellos productos más afectados por las ofertas, el vestido y el calzado⁷. Sin embargo, si se estima el indicador de estado de inflación sin esas rúbricas, el índice resultante mantiene una evolución prácticamente idéntica al que considera todos los productos del IPC. Incluso, si se calculan las cargas de cada rúbrica en el indicador de estado con la información disponible hasta diciembre de 2001, los cambios respecto al indicador que considera la información de toda la muestra son mínimos (ver Gráfico 5). Este comportamiento resulta coherente con la consideración de que las recientes oscilaciones de las rúbricas más afectadas por las rebajas no se deberían a algún factor común con las demás, no serían consecuencia de cambios subyacentes en la inflación. Además, dado que el indicador de estado de la inflación cae desde principios de 2002⁸, resultaría razonable establecer que el estado subyacente de la inflación no habría resultado alterado por las subidas excepcionales registradas en los precios de algunos productos como consecuencia del canje del euro. También, dado que el indicador de estado de la inflación se caracteriza precisamente por el reducido peso en él de las rúbricas más afectadas por las rebajas, se puede deducir que habrían sido precisamente éstos productos (vestido y calzado fundamentalmente) los más afectados por el efecto redondeo del canje del euro.

En síntesis, del comportamiento descrito de distintos indicadores de estado de la inflación, cabría deducir que el efecto del redondeo alcista por el canje del euro habría incidido en el nivel de precios de la economía de un año dado (2002), pero no en su tasa de crecimiento persistente en el largo plazo. Dada la reducida sensibilidad de los indicadores de estado de la inflación a los cambios en la medición de los precios con la incorporación de las rebajas y al canje del euro en 2002, ninguno de estos acontecimientos habrían alterado la inflación subyacente en la economía española.

⁷ Desde enero de 2002 no hay suficiente información para poder estimar nuevos modelos tras la ruptura provocada por las rebajas.

⁸ A diferencia de lo que ocurre con las otras estimaciones de inflación tendencial.

4. Política fiscal

La transformación del modelo presupuestario en España

En los últimos años se ha asistido en España a una profunda transformación del Sector Público, en concordancia con la propia transformación económica y social del país. Este proceso tiene importantes consecuencias sobre la elaboración, la aprobación, la ejecución y el control presupuestarios del Sector Público. Las transformaciones han llevado a considerarlo como un nuevo modelo del que se pueden destacar dos características: la descentralización de competencias hacia las Administraciones Territoriales (AA.TT.) y el nuevo marco legislativo presupuestario.

El intenso proceso de descentralización de competencias en la prestación de servicios y la recaudación de impuestos desde la Administración Central (A.C.) y las Administraciones de la Seguridad Social (S.S.) a las diferentes Administraciones Territoriales - esencialmente Comunidades Autónomas (CC.AA.) y Corporaciones Locales (CC.LL.) tiene un impacto muy significativo sobre los Presupuestos Generales del Estado, ya que los convierten en un documento parcial sobre la actuación de las Administraciones Públicas (AA.PP.)¹. Esta cuestión no es un mero aspecto técnico. Según los datos de la Intervención General de la Administración del Estado (IGAE), y como refleja el Gráfico 4.1, las AA.TT. gestionaron durante 2002 – el último año para el cual se dispone de información estadística - el 32,5% de los empleos no financieros y el 29% de los recursos no financieros (el 27,4% de los ingresos fiscales). Además, la aplicación de la parte financiera del nuevo sistema de financiación de las Haciendas Locales acentuará este proceso de descentralización de ingresos, de modo que un análisis completo de las políticas presupuestarias de las AA.PP. exige, cada vez más, contemplar los presupuestos de las CC.AA. y CC.LL.

En segundo lugar, la elaboración de los Presupuestos Generales del Estado se realiza dentro de un marco normativo novedoso, representado fundamentalmente por el Programa de Estabilidad 2002-2006, la Ley General de Estabilidad Presupuestaria (LGEP) y la plena aplicación del sistema de financiación de las AA.TT². La aplicación de la LGEP ya supuso en 2003 el establecimiento de un objetivo de equilibrio presupuestario trienal en las AA.PP. y en los subsectores que las componen (AC y SS, CC.AA. y CC.LL) y el establecimiento de un límite para el total de gasto no financiero del Estado. En 2004, los Presupuestos Generales del Estado (PGE04) introducen su tercer elemento básico, la presentación de un escenario presupuestario plurianual, referido a 2004-2006, el cual coincide con la actualización del Programa de Estabilidad del Reino de España (véase Cuadro 4.1).

La utilidad de este enfoque plurianual de la política presupuestaria es indudable, y se incrementaría considerablemente si, adicionalmente al escenario de evolución de los principales agregados, se presentarían las principales partidas de ingresos y gastos con cierta desagregación. Y, más todavía, si se trazaran tendencias de medio y largo plazo, tomando en consideración la restricción intertemporal del Sector Público. En el caso de las cuentas públicas de España, este nuevo enfoque exigiría contemplar la previsible reducción a partir de 2007 de los flujos financieros recibidos de la UE por motivo de la próxima ampliación (que en los presupuestos de 2004 ascienden a 6.414 millones de euros, el 0,8% del PIB) y, con más perspectiva, incluir el

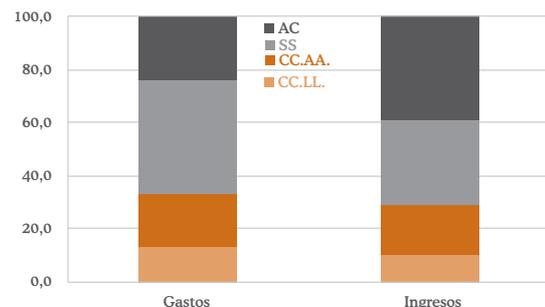
¹ Este carácter parcial de los presupuestos se acentúa al considerar el desarrollo de las empresas públicas, especialmente relevante en el capítulo de inversiones, lo cual implica que incluso el análisis de las AA.PP. como representación del Sector Público tiene un carácter más limitado que en el pasado.

² Además, simultáneamente a la tramitación parlamentaria de los presupuestos, se ha aprobado la Ley General Presupuestaria y la Ley General de Subvenciones, textos que cierran el proceso de cambio del régimen jurídico de la Hacienda pública en España llevado a cabo por el Gobierno.

Gráfico 4.1.

Distribución de los recursos y empleos no financieros, 2002

Estructura porcentual



Fuente: IGAE

Cuadro 4.1. Escenario presupuestario plurianual

Capacidad (+)/Necesidad (-) de financiación (% PIB)

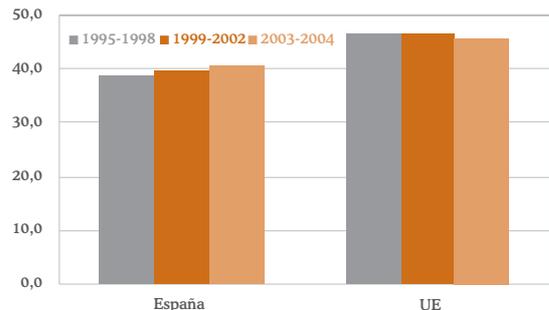
	2003	2004	2005	2006
AA.PP.	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%
AA.CC.	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%
Estado y OO.AA.	-0,5%	-0,4%	-0,3%	-0,2%
SS	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%
AA.TT.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Fuente: Ministerio de Hacienda

Gráfico 4.2.

Ingresos corrientes, 1995-2004

% PIB



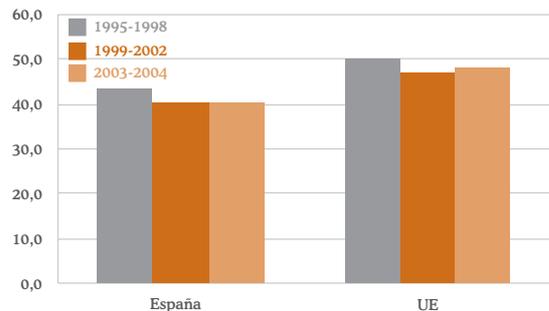
Los datos de 2003 y 2004 son previsiones de la Comisión para la UE y de BBVA para España

Fuente: Comisión Europea y BBVA

Gráfico 4.3.

Gastos corrientes, 1995-2004

% PIB



Los datos de 2003 y 2004 son previsiones de la Comisión para la UE y de BBVA para España

Fuente: Comisión Europea y BBVA

previsible incremento del gasto público en protección social asociado al proceso de envejecimiento de la población. En esta línea de recomendaciones, sería muy positivo que España se acogiera voluntariamente al informe *ROSC* sobre transparencia fiscal del FMI, como ya lo han hecho Alemania, Francia, Italia y el Reino Unido entre otros, en aras de reafirmar la confianza de los agentes económicos en los presupuestos³.

El proceso de consolidación fiscal en España, con perspectiva

Las AA.PP. españolas han realizado un notable esfuerzo de consolidación presupuestaria en los últimos ocho años. Este proceso se ha cimentado en el mantenimiento de los niveles de ingreso – a pesar de las sucesivas rebajas impositivas – y en la reducción del gasto corriente primario.

Según la IGAE, las AA.PP. cerraron 2002 con un ligero superávit de 357 millones de euros (el 0,05% del PIB), mejorando el saldo previamente estimado de déficit del 0,1% del PIB y en claro contraste con la evolución de las cuentas públicas de los principales países de la Unión Económica y Monetaria (UEM). No obstante, la revisión se ha realizado a costa de un incremento del déficit del ejercicio 2001 hasta el 0,3% del PIB (1.741 millones de euros). El superávit culmina el proceso iniciado en 1995 de reducción del desequilibrio presupuestario. Como reflejan los Gráficos 4.2 y 4.3, la mejora de las cuentas públicas se ha realizado sobre la base de una notable reducción de los empleos no financieros hasta el 39,7% del PIB (5,3 puntos, entre 1995 y 2002) y un ligero incremento de los recursos no financieros hasta el 39,8% del PIB (1,4 puntos porcentuales superior a 1995). Se ha de destacar que a la evolución de los gastos contribuyó, de forma determinante, el menor volumen por pago de intereses ante la caída de tipos de interés fruto del proceso de convergencia nominal en la UEM, lo que permitió que esta rúbrica redujera su peso en el PIB hasta el 2,8% en 2002 (frente al 5,3% en 1995).

En 2003 se mantendrá el buen estado de las cuentas públicas, dentro del marco de las reglas fiscales

El ejercicio 2003, primero en el cual se diseñaron los presupuestos bajo la nueva LGEP, no interrumpirá este proceso de consolidación fiscal. De hecho, es previsible que las cuentas públicas se cierren con un ligero superávit del entorno de dos décimas del PIB⁴, sobre la base de un comportamiento de los ingresos públicos mejor del esperado.

El análisis de la ejecución presupuestaria del Estado, con datos de la IGAE hasta septiembre (véase el Cuadro 4.2), permite anticipar que cerrará el ejercicio con un déficit, según los criterios de la contabilidad presupuestaria en términos de caja, del entorno de 3.300 millones de euros (0,4% del PIB). Aunque ello implica un ligero deterioro respecto al cierre de 2002, será dos o tres décimas mejor al avance de liquidación oficial incluida en los presupuestos de 2004 (5.210 millones de euros, 0,7% del PIB).

Esta evolución se basa, en parte, en un ajuste notable de los gastos a los créditos inicialmente presupuestados. Es de destacar que la LGEP supuso el establecimiento de un límite al gasto no financiero del Estado, por lo que esta evolución corrobora la bondad de las reglas fiscales transparentes. Así, hasta noviembre las modificaciones de crédito – derivadas de actuaciones imprevistas inicialmente como la compensación a los ayuntamientos y diputaciones por la supresión parcial del Impuestos sobre Actividades Económicas o la presencia del ejército

³ Tal y como destacó el propio FMI en la Conclusión preliminar 8 de las *Consultas del Capítulo IV*, de noviembre de 2003.

⁴ De hecho, durante el debate parlamentario, el ministro de Hacienda anticipó la consecución de un superávit de cinco décimas del PIB, sobre la base de un mejor comportamiento de la Seguridad Social, Administración en la cual el superávit se aproximaría a nueve décimas del PIB.

en Iraq – han ascendido a 2.850 millones de euros, un tercio inferiores a las de 2002. Además, más de la mitad de las mismas se han atendido recurriendo al Fondo de Contingencia (incluido dentro del límite de gasto), de modo que el total de modificaciones de crédito hasta noviembre es de 1.201 millones de euros. En consecuencia, el gasto no financiero del Estado se ajustaría bastante al techo de gasto, aunque podría superarlo ligeramente. Esta desviación sería, en todo caso, bastante inferior a la observada en los ejercicios anteriores.

La mayor parte de la mejora se concentra en una evolución muy positiva – incluso sorprendente, dadas las sucesivas reformas impositivas y el menor crecimiento real de la economía española⁵ – de la recaudación impositiva, que podría mostrar una desviación positiva respecto al presupuesto inicial del entorno del 4%. La creación de empleo y la recuperación de los beneficios empresariales impulsarían la recaudación del IRPF y del Impuesto sobre Sociedades por encima de las previsiones, mientras que el consumo permitiría incrementar la recaudación del IVA (cuyo porcentaje de ejecución a septiembre se aproxima al 80%) y mantener la recaudación por Impuestos Especiales, a pesar de la congelación de las tarifas. Ello podría permitir un déficit del Estado en términos de Contabilidad Nacional ligeramente inferior al previsto (cuatro décimas, en lugar de las cinco décimas oficiales).

El sobresaliente comportamiento de la Seguridad Social supera las previsiones

Por otro lado, como muestra el Cuadro 4.3, la Seguridad Social podría cerrar con un superávit, según la Contabilidad Presupuestaria en términos de devengo, de aproximadamente 7.250 millones de euros. Este superávit representa el 1% del PIB, saldo compatible con aproximadamente ocho o nueve décimas de superávit en términos de Contabilidad Nacional.

⁵ Si bien es menos sorprendente dado el mantenimiento del crecimiento nominal (6,5% en 2003 según BBVA frente a 6,6% en 2002).

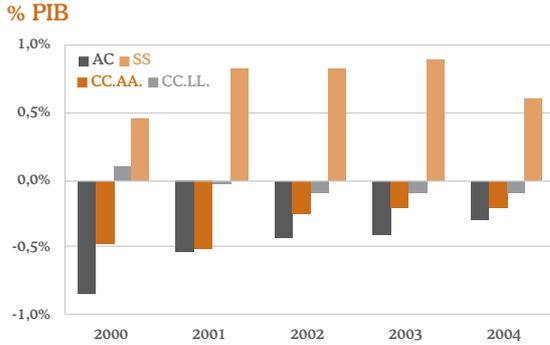
Cuadro 4.2. Ejecución presupuestaria del Estado (principales partidas)

(Millones de euros)	2003	2003	2003	2002	Realización (2)/(1)	Variación (1)/(4)
	Avance de liquidación BBVA (1)	Liquidación sep. IGAE (2)	Presupuesto inicial MINHAC (3)	Liquidación MINHAC (4)		
CONTABILIDAD PRESUPUESTARIA (Caja)						
Ingresos no financieros	109.930	76.531	105.696	108.478	70%	1,3
Ingresos impositivos	96.844	66.793	92.959	93.616	69%	3,4
Impuestos directos	58.956	37.524	55.218	55.544	64%	6,1
IRPF	34.682	23.531	32.217	32.278	68%	7,4
Impuesto sobre Sociedades	22.503	12.722	21.090	21.431	57%	5,0
Impuestos indirectos	37.887	29.269	37.741	38.072	77%	-0,5
IVA	26.161	20.406	25.742	25.729	78%	1,7
Especiales	9.582	7.266	9.880	10.383	76%	-7,7
Gastos no financieros	113.228	82.955	114.517	111.747	73%	1,3
Transferencias corrientes	58.084	42.162	57.500	59.015	73%	-1,6
Saldo de caja	-3.299	-6.424	-8.821	-3.269		0,9
(%PIB)	(-0,4%)	(-0,9%)	(-1,2%)	(-0,5%)		
CONTABILIDAD NACIONAL						
Ingresos no financieros	-	77.539	-	110.819		
Gastos no financieros	-	77.283	-	114.395		
Capacidad (+) o Necesidad de financiación (%PIB)	-	256	-3.646	-3.576		
	-	0,0%	-0,5%	-0,5%		

Nota: Sólo se destacan las rúbricas más relevantes, por lo que los agregados no coinciden con la suma de los componentes.

Fuente: IGAE, Ministerio de Hacienda y BBVA

Gráfico 4.4.
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación



Fuente: IGAE y BBVA

El comportamiento se deriva, básicamente, de la extraordinaria evolución de las cotizaciones sociales, fruto de la intensa creación de empleo y de la elevación de las bases máximas por encima del objetivo de inflación, cuya recaudación excedería en más de 1300 millones de euros la cifra presupuestada. Así, los ingresos no financieros podrían llegar a ser hasta un 10% superiores a los inicialmente presupuestados. Ello, más que compensaría el desvío de los gastos (en torno a un 5% con respecto al presupuesto inicial), concentrado en gastos corrientes en bienes y servicios y en transferencias corrientes. Adicionalmente a este desvío en la ejecución, la inflación de noviembre de 2003 fue del 2,8% según el INE, lo cual provocará un gasto adicional en esta partida próximo a 1000 millones de euros, que se distribuirá entre los ejercicios de 2003 y 2004.

Finalmente, las principales incógnitas se concentran en las cuentas de las AA.TT. Así, en primer lugar, no se dispone de liquidación definitiva de los presupuestos de CC.AA. y CC.LL. para 2002, y tan sólo recientemente se ha publicado su avance según la IGAE. A esta falta de información, se unen las incertidumbres asociadas al control de la evolución del gasto sanitario, cuya cesión de competencias se completó durante la primera mitad de 2002. Así, si las partidas incluidas en estos programas, con especial referencia al gasto farmacéutico, registraron desvíos al alza cuando eran gestionados por una única administración, su descentralización incrementa la probabilidad de observar ajustes adicionales, en especial en los primeros años de gestión. Todo ello no permite descartar la aparición de un ligero déficit en sus cuentas similar al avanzado para 2002 por la IGAE (del entorno de las tres décimas), fundamentalmente concentrado en las CC.AA. (véase el Gráfico 4.4).

De este modo, el saldo de las AA.PP. en 2003 podría registrar en torno a dos décimas de superávit, en línea con las últimas estadísticas del Banco de España del saldo de las operaciones financieras netas de las AA.PP. (0,2% acumulado entre el segundo trimestre de 2002 y el segundo de 2003).

El equilibrio presupuestario se mantendrá en 2004

En este contexto, los Presupuestos Generales del Estado para el año 2004 mantienen el tono continuista de la política económica, siendo el objetivo de equilibrio presupuestario su principal rasgo (véase el Recuadro: "Los Presupuestos para 2004: continuismo del nuevo modelo").

Cuadro 4.3. Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social (principales partidas)

(Millones de euros)	2003	2003	2003	2002	Realización (2)/(1)	Variación (1)/(4)
	Avance de liquidación BBVA (1)	Liquidación ago. MTAS y MINECO (2)	Presup. inicial MINHAC (3)	Liquidación MTAS (4)		
CONTABILIDAD PRESUPUESTARIA (Devengo)						
Ingresos no financieros	84.680	54.242	77.103	82.689	64%	2,4
Cotizaciones sociales	73.015	50.250	71.702	70.829	69%	3,1
Gastos no financieros	77.426	48.183	73.194	75.843	62%	2,1
Transferencias corrientes	73.850	44.271	69.568	70.004	60%	5,5
Pensiones contributivas	60.459	42.259	60.024	56.853	63%	6,3
Incapacidad temporal	4.342	3.111	4.623	4.754	72%	-8,7
Saldo (devengo)	7.254	6.059	3.906	6.846		6,0
(%PIB)	(1,0%)	(0,8%)	(0,5%)	(1,0%)		

Nota: Sólo se destacan las rúbricas más relevantes, por lo que los agregados no coinciden con la suma de los componentes.

Fuente: Ministerio de Economía, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales y BBVA

El buen resultado del establecimiento de un límite de gasto no financiero para el Estado en 2003 debería contribuir a incrementar la credibilidad de la regla fiscal, limitando los desvíos al alza respecto al techo fijado para 2004 (117.260 millones de euros). Adicionalmente, la elasticidad de la recaudación de las principales figuras impositivas al crecimiento nominal de la economía española parece asegurar que las previsiones de ingreso se cumplirán con holgura, y con ello el objetivo de déficit (en torno a cuatro décimas del PIB). Asimismo, la Seguridad Social seguirá mostrando una notable aunque transitoria fortaleza, superando nuevamente las previsiones (cuatro décimas de superávit). En este escenario, el dinamismo de la recaudación por cotizaciones sociales permitiría compensar las desviaciones al alza del gasto (concentradas en la actualización de las pensiones a una mayor inflación), pudiendo aportar en torno a seis décimas de superávit.

La política fiscal será prácticamente neutral

Por lo expuesto, las AA.PP. mantendrán en los próximos ejercicios una situación de equilibrio presupuestario, tanto en términos de saldo observado como ajustado por el efecto del ciclo económico (saldo estructural). Según las estimaciones de BBVA, en 2003 España tendrá un superávit estructural del 0,3% del PIB (frente a un déficit del -0,1% en 2002). Como muestra el Gráfico 4.5, el proceso de mejora estructural de las cuentas públicas ha sido muy significativo en los últimos años, en especial en 1999 y 2001.

En cuanto al superávit estructural primario (saldo estructural excluidos los gastos de intereses), medida de la política fiscal discrecional, se encuentra en máximos históricos, siendo previsible que se estabilice en niveles ligeramente superiores al 2,5% en los próximos ejercicios, una vez que los gastos por intereses moderen su caída en términos de PIB (véase el Cuadro 4.4). El indicador tradicionalmente aceptado para la evaluación del sesgo de la política fiscal se fija no en el nivel de superávit, sino en su variación. En este sentido, como muestra el Gráfico 4.6, el sesgo de la política fiscal se mantendrá en 2003 y 2004 prácticamente neutral (ligeramente restrictivo en 2003 y ligeramente expansivo en 2004), recayendo en los estabilizadores automáticos la función contracíclica.

Este tono neutral de la política fiscal determina que el “policy-mix”, combinación de las políticas fiscal y monetaria, será expansivo dada la laxitud de las condiciones monetarias establecidas por el BCE para la situación cíclica de la economía española.

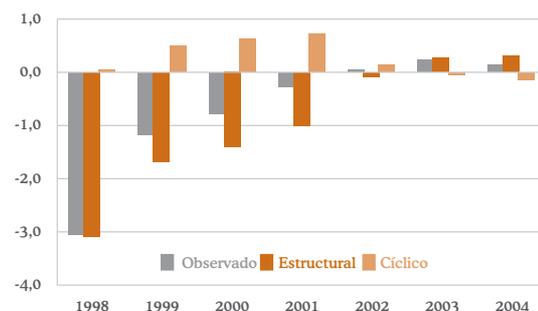
La aplicación del superávit de 2003 en una mayor dotación del Fondo de Reserva

La LGEP regula la aplicación del superávit y establece que, cuando las cuentas se liquiden en superávit, se empleará en la reducción del endeudamiento neto, en caso de que hubiera sido la Administración General del Estado quien lo hubiera generado, mientras que se aplicará prioritariamente al Fondo de Reserva si proviene del Sistema de la Seguridad Social.

Por lo expuesto, la situación de las cuentas de las AA.PP. responden a la segunda opción, por lo que el marco legal impide cualquier otro empleo. Ello además viene exigido por el previsible aumento del gasto público en políticas de protección social derivado del proceso de envejecimiento de la población. En la actualidad, el Fondo de Reserva se eleva a 12.023 millones de euros (1,6% del PIB), tras la dotación adicional realizada en diciembre por un importe de 2.000 millones derivada del mayor superávit previsto para la Seguridad Social. Añadiendo la dotación incluida en los presupuestos de 2004 (3.007,52 millones de euros), el fondo alcanzará aproximadamente el 2% del PIB durante el ejercicio próximo. Si bien ello mejora, nue-

Gráfico 4.5.

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de las AA.PP., 1998-2004



Fuente: Comisión Europea y BBVA

Cuadro 4.4. Saldo de las AA.PP. ajustado de ciclo

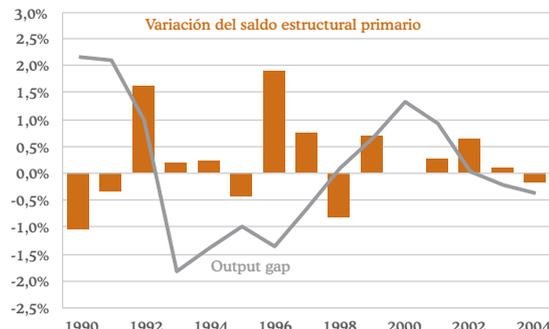
% PIB

	2001	2002	2003	2004
Saldo observado	-0,3	0,0	0,2	0,1
Saldo estructural	-1,0	-0,1	0,3	0,3
Saldo estructural primario	2,1	2,7	2,8	2,6
Pago de intereses	3,1	2,8	2,5	2,3
Output gap	1,3	0,9	0,0	-0,2

Fuente: Comisión Europea y BBVA

Gráfico 4.6.

Política fiscal y ciclo económico en España, 1990-2004



Fuente: Comisión Europea y BBVA

vamente, las previsiones realizadas, no debe entenderse como sustitutivo de las reformas estructurales que precisa el sistema de la Seguridad Social, ante los riesgos financieros que se observarán a partir del 2015⁶.

Continúa la senda de reducción del peso de la deuda

La normativa expuesta sobre el empleo del superávit y el creciente uso de las operaciones de variación de activos y pasivos financieros explican el incremento del saldo de deuda en 2003. Éste alcanzará aproximadamente los 380 mil millones de euros, el 51% del PIB, frente al 53,8% en 2002. En 2004, es previsible que el crecimiento nominal del PIB permita continuar con esta senda de reducción del ratio, de modo que el peso de la deuda sobre PIB se situaría en torno al 49% (aunque en volumen se incremente en un 3%). No obstante, dos cambios institucionales afectarán a este ratio en los próximos años. En primer lugar, durante el primer semestre de 2004 el INE revisará la Contabilidad Nacional, elevando previsiblemente el nivel del PIB, traduciéndose en una reducción del ratio deuda-PIB. En sentido contrario, durante la próxima legislatura el Gobierno ha anunciado que asumirá la deuda del grupo RTVE, que en 2004 se aproximará a los 6.900 millones de euros, elevando el ratio en algo menos de un punto. Combinando ambos efectos, la deuda sobre el PIB se podría reducir adicionalmente.

⁶ Véase Balmaseda, M. y P. Tello (2003): "Impacto de cambios legislativos en las pensiones contributivas". *Situación España*, julio, pp.29-40.

Los Presupuestos para 2004: continuismo del nuevo modelo

Cuadro macroeconómico, 2002-2004

(% a/a)	INE		GOBIERNO		BBVA	
	2002	2003	2004	2003	2004	
PIB real y componentes (% a/a)						
Gasto en consumo final	3,0	2,9	3,1	3,2	2,8	
Consumo Privado	2,6	2,8	3,1	3,0	2,7	
Consumo Público	4,4	3,2	2,9	3,8	3,1	
Form. bruta de capital fijo	1,0	3,3	3,8	3,2	3,5	
Bienes de equipo	-2,7	2,8	5,0	2,5	6,0	
Construcción	4,2	3,7	3,0	3,7	1,6	
Variación de existencias (*)	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	
Demanda nacional	2,6	3,1	3,3	3,4	3,1	
Export. bienes y servicios	0,0	3,9	6,3	5,1	6,4	
Import. bienes y servicios	1,8	6,4	7,0	7,9	7,4	
Saldo exterior neto (*)	-0,6	-0,9	-0,4	-1,0	-0,6	
PIB real (pm, % a/a)	2,0	2,3	3,0	2,4	2,5	
PIB nominal (pm, % a/a)	6,6	6,6	5,9	6,5	6,4	
Precios y costes (% a/a)						
Deflactor del PIB	4,4	4,3	2,9	4,1	3,8	
Deflactor del consumo de los hogares	3,5	3,2	2,7	3,0	3,1	
Mercado de trabajo						
Empleo a tiempo completo, CNTR (% a/a)	1,5	1,8	1,9	1,6	1,5	
Variación anual (miles)	240,4	281,8	299,7	253,0	241,0	
Tasa de Paro (EPA)	11,4	11,3	11,0	11,4	11,7	
Productividad aparente del trabajo (% a/a)	0,5	0,5	1,1	0,8	1,0	

(*) Aportación al crecimiento
Fuente: INE, Ministerio de Hacienda y BBVA

Presupuesto consolidado no financiero

(Millones de euros)	2004		2003	
	PPGE04 MINHAC	Avance de liquidación BBVA	PGE03 MINHAC	PGE03 MINHAC
Gastos de personal	24.216	22.597	23.041	
Gastos corrientes en bienes y servicios	6.510	6.428	6.036	
Gastos financieros	19.148	19.432	19.764	
Transferencias corrientes	150.715	147.923	143.658	
Fondo de contingencia	2.345	-	2.290	
OPERACIONES CORRIENTES	202.935	196.380	194.790	
Inversiones reales	10.546	10.485	10.004	
Transferencias de capital	7.036	6.592	6.721	
OPERACIONES DE CAPITAL	17.582	17.077	16.725	
GASTOS NO FINANCIEROS	220.517	213.458	211.515	
Impuestos directos y cotizaciones sociales	153.319	150.017	144.516	
Impuestos indirectos	39.836	37.887	37.741	
Otros ingresos corrientes	20.302	22.389	20.501	
OPERACIONES CORRIENTES	213.457	210.293	202.759	
Enajenación invers. reales	534	679	498	
Transferencias de capital	2.842	2.577	2.773	
OPERACIONES DE CAPITAL	3.376	3.256	3.272	
INGRESOS NO FINANCIEROS	216.833	213.549	206.031	
Saldo no financiero (% PIB)	-3.684 (-0,5%)	91 (0,0%)	-5.484 (-0,7%)	

Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA

A finales de septiembre, el Gobierno español aprobó el proyecto de ley de Presupuestos Generales del Estado para 2004 (PPGE04). El presupuesto consolidado (Administración Central, Seguridad Social y Administraciones Territoriales) está diseñado en equilibrio presupuestario, definido éste según Contabilidad Nacional. Así, prevé una capacidad de financiación de 262 millones de euros, 0,03% del PIB (saldo compatible con un déficit en términos de Contabilidad Presupuestaria de 3.684 millones de euros, 0,5% del PIB, tras los ajustes, principalmente por intereses y por ejecución).

El escenario macroeconómico sobre el que se han proyectado las cifras de ingresos y gastos para 2004 tiene dos diferencias básicas frente al previsto por BBVA. Por un lado, BBVA anticipa la desaceleración de la demanda nacional real, fundamentalmente por una desaceleración del consumo privado (2,7%, frente a 3,1% según el Gobierno) y de la construcción (1,6% frente al 3%). En cuanto al sector exterior, la principal diferencia radica en la evolución de las importaciones, cuyo mayor dinamismo hará que su contribución al crecimiento sea algo más negativa (-0,6%, frente al -0,4% del Gobierno). De este modo, el crecimiento del PIB real se situaría en el 2,5%, frente al 3% oficial. Sin embargo, el crecimiento nominal de la economía, determinante de la evolución de buena parte de los ingresos, podría ser superior al previsto por el Gobierno (6,4%, frente al 5,9% oficial), aumentando el dinamismo de la recaudación.

Las prioridades de los PPGE04 son la promoción de la seguridad interior y la justicia, el gasto social y la inversión pública e investigación (estas dos últimas como vía de fomento de la productividad), una vez que la provisión de servicios de educación y sanidad han sido transferidos a las CC.AA. Ello se manifiesta en un crecimiento respecto a los presupuestos iniciales de 2003 superior al previsto para el PIB nominal. Entre estas políticas prioritarias, destaca el aumento del gasto en pensiones y en las prestaciones por incapacidad, que se acentuará en virtud del Acuerdo para la Mejora y el Desarrollo del Sistema de Protección Social de 2001. Además, el Gobierno y los agentes sociales han acordado a finales de noviembre la elevación para el ejercicio 2004 de las pensiones mínimas y de viudedad. Esta medida, no incluida en los PPGE04 y cuantificada en torno a 1.000 millones de euros, acentuará el sesgo en favor del gasto social.

Estas funciones se reflejan en la estructura económica del gasto. Sobre la base de las previsiones de liquidación de 2003 estimadas por BBVA, los gastos de personal (7,2%) y las transferencias de capital (6,7%) registrarían las mayores variaciones respecto al cierre de 2003. Destaca, por el contrario, el mantenimiento de la contención de los gastos corrientes en la compra de bienes y servicios (1,3%) y la continuidad en el proceso de reducción de los gastos financieros (debido a los menores pagos de intereses). Los riesgos al alza en estas partidas se concentran en el volumen de las transferencias corrientes y de las compras de bienes y servicios. Respecto a las primeras, a la imputación de parte de la desviación al alza de la inflación observada en 2003 se unirá una nueva desviación en 2004 (según las estimaciones del BBVA ésta se

Principales partidas del presupuesto no financiero del Estado

(Millones de euros)	2003		
	2004	Avance de	2003
	PPGE04	liquidación	PGE03
	MINHAC	BBVA	MINHAC
IRPF	31.974	34.682	32.217
Impuesto sobre Sociedades	24.109	22.503	21.090
Impuestos directos	58.087	58.956	55.218
IVA	27.490	26.161	25.742
Impuestos especiales	9.996	9.582	9.880
Impuestos indirectos	39.836	37.887	37.741
INGRESOS IMPOSITIVOS	97.923	96.844	92.959
INGRESOS NO FINANCIEROS	110.496	109.930	105.696
Transferencias corrientes	58.843	58.084	57.500
GASTOS NO FINANCIEROS	117.260	113.228	114.517
Saldo no financiero	-6.764	-3.299	-8.821
(% PIB)	(-0,9%)	(-0,4%)	(-1,2%)

Nota: Sólo se destacan las rúbricas más relevantes, por lo que los agregados no coinciden con la suma de los componentes.

Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA

Principales partidas del presupuesto no financiero de la Seguridad Social

(Millones de euros)	2003		
	2004	Avance de	2003
	PPGE04	liquidación	PGE03
	MINHAC	BBVA	MINHAC
Cotizaciones sociales	76.404	73.015	71.702
INGRESOS NO FINANCIEROS	82.217	84.680	77.103
Transferencias corrientes	74.815	73.850	69.568
Pensiones contributivas	64.307	60.459	60.024
Incapacidad temporal	5.312	4.342	4.623
GASTOS NO FINANCIEROS	78.690	77.426	73.194
Saldo no financiero	3.526	7.254	3.909
(% PIB)	(0,4%)	(1,0%)	(0,5%)

Nota: Sólo se destacan las rúbricas más relevantes, por lo que los agregados no coinciden con la suma de los componentes.

Fuente: Ministerio de Hacienda. Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales y BBVA

situará en el 2,4% en noviembre, frente al 2% del Gobierno), lo cual generará un impacto adicional sobre los presupuestos del entorno de 500 millones de euros. En segundo lugar, a pesar de que la cesión de competencias ha reducido el papel de la Administración Central y de la Seguridad Social en algunas políticas, el modesto crecimiento en términos absolutos de las compras de bienes y servicios no es probable.

Por el lado de los ingresos, los PPGE04 prevén que los impuestos directos y cotizaciones sociales incrementen su peso en el conjunto del presupuesto hasta el 70,7% (1,2 puntos porcentuales más que en la liquidación de 2003), en detrimento de las tasas y de las transferencias corrientes. El empleo de estadísticas de liquidación, en lugar de la comparación entre cifras presupuestadas, permite constatar que los PPGE04 suponen unas tasas muy modestas de crecimiento de los impuestos directos y cotizaciones (2,2% respecto a las cifras de liquidación, frente al 6,1% en términos de comparación del presupuesto inicial PGE03, frente a PPGE04) y un aumento por debajo del crecimiento nominal de la economía de los impuestos indirectos (5,1% respecto a las cifras de liquidación, frente al 5,6% en términos de PGE03 frente a PPGE04). La recaudación podría ser mayor, de mantenerse el vigor del consumo previsto por el Gobierno (o incluso la ligera desaceleración prevista por BBVA), la creación de empleo y la continuidad en la mejora de los beneficios empresariales tras varios años de incertidumbres. Con ello, existiría margen para compensar los riesgos al alza en el gasto público, incluso si se cumplen los anuncios de nuevas rebajas fiscales, algunos de ellos incluidos como enmiendas a la Ley de Acompañamiento de los presupuestos de 2004, tanto en el ámbito estatal (IRPF y bonificaciones en el Impuesto sobre Sociedades para fomentar el alquiler) como en el territorial (Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones y tramo autonómico del IRPF).

Según los PPGE04, el déficit del Estado en términos de Contabilidad Presupuestaria se elevará a 6.764 millones de euros, un 0,9% del PIB (3.488 en términos de Contabilidad Nacional, 0,4% del PIB). El límite sobre el gasto no financiero, según establece la LGEP, se fijó en 117.260 millones de euros, un 2,4% superior al de 2003. La cesión de determinadas competencias de justicia e investigación a las CC.AA., la liquidación definitiva del primer año de funcionamiento del sistema de financiación de las CC.AA. (2002) y la puesta en marcha de la parte financiera del sistema de financiación de las CC.LL. dificultan la comparación interanual. Se han realizado aproximaciones de estas modificaciones (obviando las referidas a justicia e investigación, por su limitada cuantía), con objeto de hacer posible el análisis homogéneo de 2004 frente a 2003. De esta forma, la imposición directa mostraría, según las cifras de los PPGE04 frente a las homogéneas de 2003 elaboradas por BBVA, un incremento aproximado del 4,8% (en lugar del -1,5% no homogéneo), mientras que el aumento de la recaudación por IVA e impuestos especiales sería ligeramente superior al 5% (similar al 5,1% no homogéneo). Por el lado del gasto destaca, al igual que en las cifras de gasto consolidado, la nueva caída de los gastos financieros y la drástica reducción de las compras de bienes y servicios.

Las cuentas de las Administraciones de la Seguridad Social se diseñan con un superávit de 3.526 millones de euros (cuatro décimas del PIB), objetivo que podría superarse dada la extraordinaria coyuntura por la que atraviesa el sistema. El aumento de los ingresos se basará en el vigor de las cotizaciones sociales, gracias a la creación de empleo (241 mil personas según BBVA, 300 mil según el Gobierno) y la actualización de las bases máximas de cotización por encima de la inflación prevista. En cuanto al gasto, el proceso de transferencias de competencias ha acentuado la importancia de las prestaciones sociales, dentro de las cuales destaca el gasto en pensiones. Éste podría incrementarse por encima de las cifras presupuestadas (6,4% sobre la liquidación de BBVA) por el compromiso de mantenimiento del poder adquisitivo.

5. Sistema financiero

Mejora la situación patrimonial

Durante el primer semestre de 2003 los activos financieros netos del conjunto de familias y sociedades no financieras¹ aumentaron por primera vez desde diciembre de 2001.

En el caso de las familias, el endeudamiento mostró un ligero aumento respecto al cierre del año anterior hasta alcanzar el 40% del total de activos financieros. A pesar del repunte, el endeudamiento se mantiene aún por debajo del máximo alcanzado en el tercer trimestre de 2002. La modesta moderación del crédito, el incremento del ahorro y la recuperación de los mercados financieros han amortiguado el deterioro del patrimonio financiero experimentado durante los últimos cinco años.

En el caso de las empresas, el ratio de endeudamiento sobre activos financieros descendió medio punto respecto al cierre de 2002, situándose en el 82% de los activos financieros.

Más activos financieros...

El ahorro financiero de las familias creció un 7,7% interanual en el primer semestre del año. Este incremento se debe, principalmente, a un aumento del 28% en las adquisiciones netas de activos financieros, ya que la rentabilidad de la bolsa en ese periodo fue prácticamente nula, y la rentabilidad de la renta fija continuó en niveles bajos.

Aún así, si se mide el crecimiento de los activos financieros en relación al PIB, se observa que, tras tres años de descensos, la riqueza financiera ha experimentado un repunte de seis puntos porcentuales respecto al cierre de 2002 hasta el 168%. No obstante, el saldo de activos financieros se sitúa aún por debajo del máximo alcanzado en 1999 (177%).

Los activos de las empresas no financieras aumentaron un 10,5% interanual en el primer semestre, siendo el incremento de las adquisiciones netas del 39%. Este registro supone el mayor crecimiento semestral desde diciembre de 2000.

...más diversificados

Los depósitos han continuado siendo el principal destino del ahorro de las familias, aunque en una cuantía inferior a la de los últimos dos años. El bajo nivel de los tipos de interés y la menor aversión al riesgo tras el final de la guerra de Irak, han llevado a los hogares a diversificar en mayor medida sus ahorros en busca de rentabilidades más elevadas, lo que ha supuesto una vuelta de las familias hacia el ahorro institucional y, en menor medida, hacia la renta variable.

Así, los depósitos de las familias aumentaron un 3,3% interanual en septiembre frente al 7% del mismo período del año anterior. Dentro de la categoría de depósitos, se aprecia un cambio de tendencia en su composición. Mientras los depósitos transaccionales (a la vista y de ahorro) se han acelerado a lo largo del año hasta alcanzar en septiembre un crecimiento del 10,4% interanual, las imposiciones a plazo han continuado desacelerándose hasta caer un 1% en el mismo periodo.

Un factor de particular relevancia para explicar la pujanza del pasivo transaccional es el mantenimiento de la agresiva política de captación de este tipo de recursos por parte de la banca *on-line*. Aunque, como se observa en el gráfico, el porcentaje de captación de nuevos depósitos de este tipo de instituciones se ha desacelerado, el crecimiento del pasivo transaccional ha resultado superior al de la banca tradicional, lo que ha elevado la cuota en depósitos de la banca virtual un punto porcentual, hasta el 6,1%, sobre el total de bancos y 30 puntos básicos, hasta el 2,3%, sobre el conjunto del sistema.

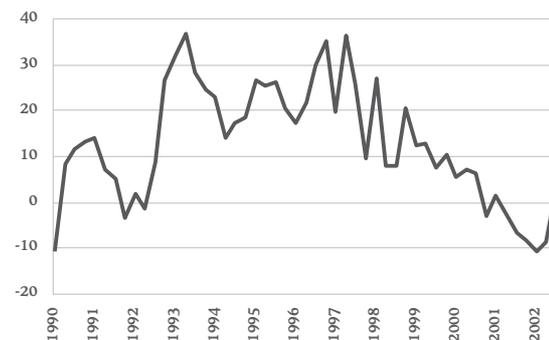
La reforma fiscal que entró en vigor a comienzos de 2003 no parece

¹ Excluyendo en el caso de las empresas no financieras la financiación interna.

Gráfico 5.1.

Evolución de los activos financieros netos de familias y empresas*

(% de variación anual)

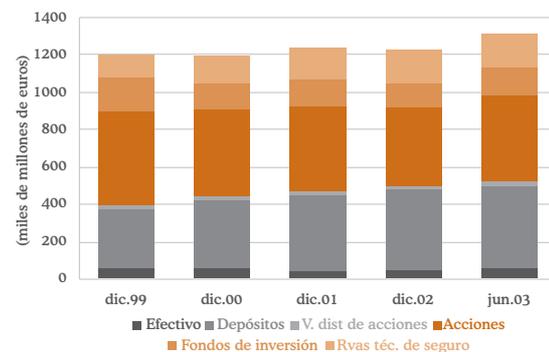


* En empresas se excluye la financiación interna

Fuente: Banco de España

Gráfico 5.2.

Activos financieros de las familias



Fuente: Banco de España

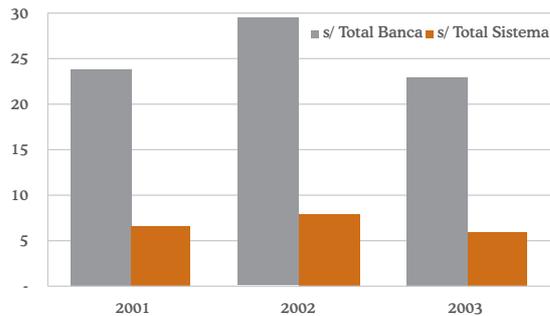
Gráfico 5.3.

Evolución de los depósitos de las familias



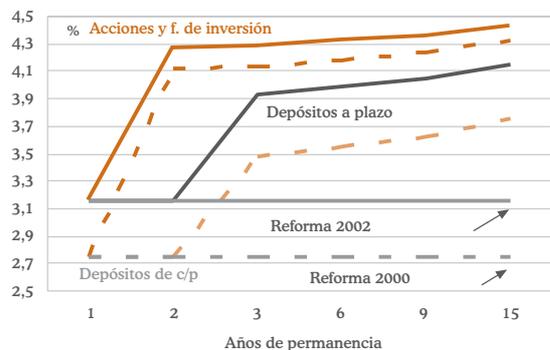
Fuente: Banco de España

Gráfico 5.4.
Porcentaje de los nuevos depósitos captados por la banca on-line entre septiembre de 2002 y septiembre de 2003



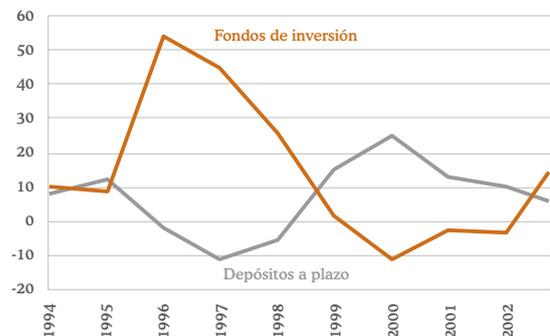
Fuente: AEB y Banco de España

Gráfico 5.5.
Diferencia en el rendimiento neto de productos financieros tras la reforma fiscal (Rentabilidad financiera común del 5%)



Fuente: Banco de España

Gráfico 5.6.
Depósitos a plazo y fondos de inversión (% variación anual)



Fuente: Inverco

haber tenido un impacto significativo en la evolución de los depósitos a plazo. Ello contrasta con la experiencia de la reforma fiscal de 1999, tras la cual, los depósitos a plazo superior a dos años alcanzaron crecimientos anuales superiores al 170%. En el gráfico adjunto se presenta una comparativa elaborada por el Banco de España en la que se muestra la rentabilidad neta de impuestos de los depósitos y los fondos de inversión suponiendo una rentabilidad financiera del 5%. Para un nivel de renta en el tramo entre 27 mil y 42 mil euros, la rentabilidad neta de los depósitos a largo plazo habría salido sólo marginalmente beneficiada frente a los fondos de inversión para inversiones en períodos superiores a los dos años.

No obstante, la ventaja fiscal absoluta que siguen presentando los fondos de inversión frente a los depósitos, unida a la eliminación del peaje fiscal en los primeros, explica que la reforma del IRPF se haya dejado sentir fundamentalmente en la evolución de los fondos de inversión. Según los datos de Inverco, un 20% de las nuevas suscripciones brutas de fondos provienen de traspasos entre diferentes fondos.

Por tanto, la habitual relación sustitutiva que se acostumbra a observar entre fondos de inversión y depósitos se ha decantado en 2003 a favor de los primeros.

Desciende la aversión al riesgo

El patrimonio de los fondos creció un 14% interanual en septiembre frente a los descensos experimentados durante buena parte de 2002. Este incremento se debe en parte a la revalorización asociada a la recuperación de los mercados financieros, aunque también se ha observado un fuerte crecimiento de las suscripciones netas durante ese periodo. El renovado interés por este producto se evidencia en el número de partícipes, que ha mostrado un crecimiento del 6,4% entre diciembre de 2002 y septiembre de 2003, registrando niveles no observados desde 2001.

De hecho, si se realiza una comparación a nivel europeo, se observa que España es uno de los países donde más han aumentado las suscripciones netas y el patrimonio. Tan sólo Francia e Irlanda -que es un centro de inversión colectiva internacional debido a su ventajosa fiscalidad- han aumentado más que España su cuota en el patrimonio total de la inversión institucional europea.

Las nuevas suscripciones en fondos de inversión han venido acompañadas de una recomposición de cartera principalmente hacia fondos garantizados de renta variable en detrimento de los FIAMM. Así, los fondos garantizados de renta variable han pasado de caer un 6% interanual a finales de 2002 a crecer un 50% en octubre de 2003, mientras que los FIAMM se han desacelerado de un 21% a un 11% en el mismo período. El retorno de la inversión a fondos de renta variable (incluyendo garantizados) ha sido superior en España que en Europa. Tan sólo el 5% de las suscripciones netas en fondos en promedio en Europa se han dirigido a la renta variable frente al 56% de las suscripciones en España.

Esta mayor exposición a la renta variable por parte de las familias españolas también se ha apreciado en la adquisición directa de acciones cotizadas. Así, el 10% del nuevo ahorro financiero del primer semestre del año se destinó a este activo, lo que elevó el volumen de títulos adquiridos a niveles no observados desde septiembre de 1999.

Los fondos de pensiones también han mostrado una recuperación destacada a lo largo del año. Su patrimonio aumentó en septiembre un 21% respecto al año anterior. A ello nuevamente han contribuido tanto la revalorización de la cartera de los fondos como el aumento de nueva inversión.

En efecto, el tono favorable de los mercados financieros ha provocado un cambio de signo en la rentabilidad de este producto financiero que ha pasado del -4,4% en media anual a finales de 2002 al 4,8% en septiembre de este año.

Por lo que se refiere a las aportaciones, el volumen de éstas ha triplicado en el primer semestre las aportaciones realizadas en el mismo período de 2002. Sin embargo, el hecho de que, desde 1998, en promedio, el 67% de las aportaciones a fondos de pensiones se realiza en el último trimestre del año, dificulta extrapolar este comportamiento al conjunto del ejercicio.

La reforma del IRPF introdujo un nuevo producto de ahorro previsional, los Planes de Previsión Asegurado. No obstante, este instrumento ha tenido un desarrollo escaso. El reducido nivel de los tipos de interés provoca que las rentabilidades aseguradas no consigan atraer a los inversores. Los reducidos cambios que se prevén para los tipos de interés a lo largo de 2004, no llevan a pronosticar cambios importantes en los flujos hacia esta alternativa de inversión.

Continúa aumentando el crédito

El crecimiento económico, la fortaleza del sector inmobiliario y la reducción de los tipos de interés son los principales factores que han permitido que la expansión del crédito se prolongara un año más. Según las nuevas estadísticas de tipos de interés que ha publicado el Banco de España, los tipos de interés netos de comisiones de las operaciones nuevas de crédito se redujeron entre enero y octubre en un rango entre 86 y 66 puntos básicos.

Así, la financiación al sector privado ha seguido creciendo a ritmos del 13% durante el año. La expansión del crédito ha continuado liderada por el dinamismo del sector inmobiliario, sin bien la tendencia ha sido opuesta en familias y empresas.

Como se puede observar en los gráficos adjuntos, mientras que en las familias el crédito a la adquisición de vivienda ha comenzado a moderarse, en el caso de las empresas, el crédito relacionado con el sector inmobiliario continúa aumentando su contribución al crecimiento del crédito empresarial. Ello obedece fundamentalmente al crédito a promotores, que está aumentando a ritmos del 40%, ya que el crédito a la construcción ha comenzado a moderarse.

El sostenido crecimiento del crédito a la vivienda en los últimos años lleva a que, este componente, a pesar de su reciente moderación, represente ya el 68% del saldo vivo del crédito a familias y origine un 53% de las operaciones nuevas realizadas en el año. El resto de crédito ha experimentado una aceleración y está creciendo a tasas del 14%, con una moderada recuperación del crédito al consumo.

En el crédito a empresas, exceptuando el vinculado al sector inmobiliario, los sectores más dinámicos en la captación de financiación bancaria están siendo la agricultura, la hostelería y, en menor grado, la industria.

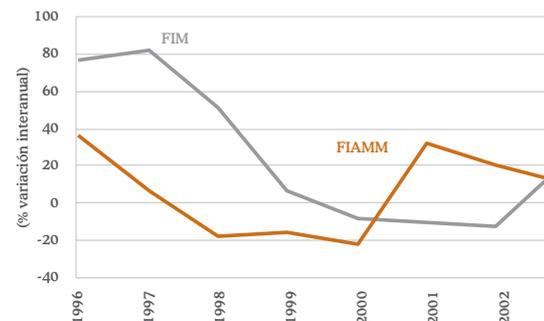
Mayor crecimiento que en la UEM

Al realizar una comparación con la evolución del crédito en la UEM, se observa que el crecimiento del crédito en España continúa siendo mucho más intenso. El crédito al sector privado está aumentando a ritmos del 4% frente al 13% de España.

Si bien hay que tener en cuenta las diferencias en el crecimiento económico entre la zona euro y España, es destacable que las partidas donde se observan las diferencias más acusadas son el crédito a la vivienda y el crédito a empresas. Así, mientras el crédito a la vivienda representa un 11,8% del crédito para esta finalidad en la zona euro, la suma de las nuevas operaciones entre enero y septiembre han representado un 20,6%. Por el contrario, en el resto de crédito a las familias la diferencia entre el saldo vivo y las nuevas operaciones en España y la UEM apenas es de 2 puntos porcentuales.

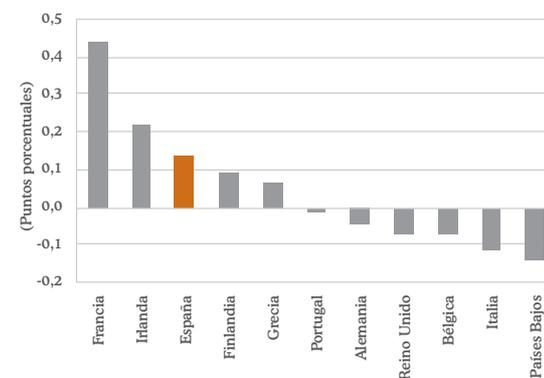
También en el crédito a empresas el dinamismo está siendo superior en España, ya que mientras que la cuota de España en la UEM sería

Gráfico 5.7. Patrimonio de fondos de inversión por tipo



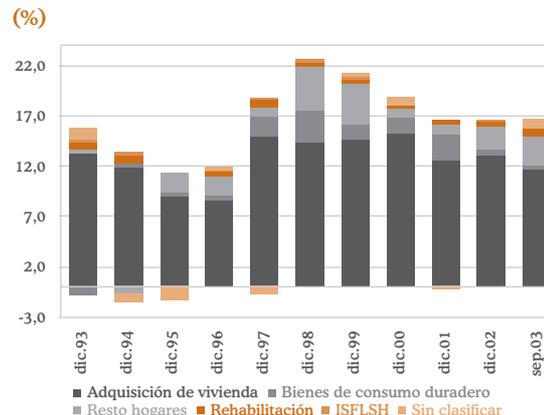
Fuente: Inverco

Gráfico 5.8. Variación de cuota en fondos de inversión (junio 2003/diciembre 2002)



Fuente: Fefsi

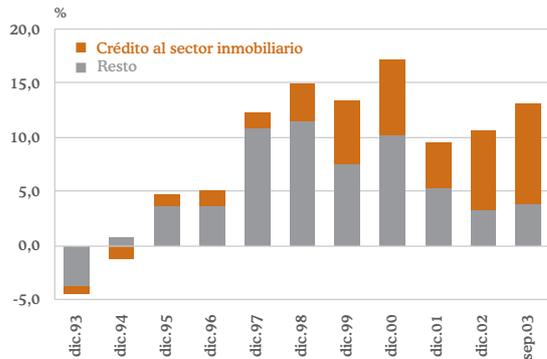
Gráfico 5.9. Contribución al crecimiento del crédito a hogares (%)



Fuente: Banco de España y AHE

Gráfico 5.10.

Contribución del sector inmobiliario (act. inmobiliarias y construcción) al crecimiento del crédito a actividades productivas

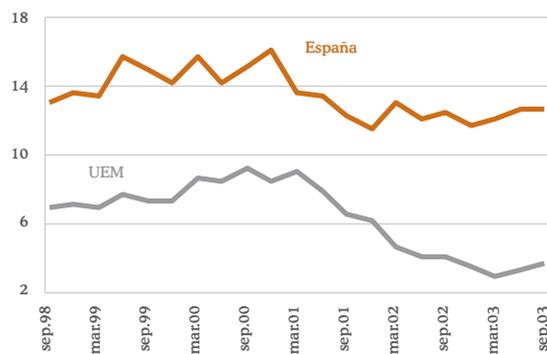


Fuente: Banco de España

Gráfico 5.11.

Crédito al sector privado en España y en la UEM

(% de variación anual)



Fuente: Banco de España y BCE

del 12,9%, el crédito nuevo de los nueve primeros meses representó un 27,8%.

En 2004, más recursos y menos crédito

Durante los próximos meses, el mantenimiento de los tipos de interés en niveles bajos apoyará la búsqueda de mayores rentabilidades en productos financieros alternativos a los depósitos, por lo que continuará la tendencia a la desintermediación financiera, principalmente hacia fondos de inversión. En este sentido, la entrada en vigor de la nueva Ley de Fondos de Inversión, aún pendiente de su desarrollo reglamentario, llevará aparejada previsiblemente un incremento de la oferta de nuevos tipos de fondos de inversión que debería contribuir a mantener el atractivo de este tipo de productos.

Otro aspecto relevante de cara a la evolución del ahorro financiero en los próximos meses es la probable externalización de los fondos de pensiones de parte de la Administración Central contemplada en el Proyecto de Ley de los Presupuestos Generales de 2004. Ello supondrá un impulso al mercado de fondos de pensiones de empleo, no tanto por la aportación de recursos inicial (representan tan sólo un 0,25% del patrimonio actual de los fondos de pensiones de empleo), como por el fuerte incremento de la base de partícipes en planes de empleo, ya que ésta se elevará en un 78%.

En lo que respecta a la financiación, de acuerdo con la encuesta sobre préstamos bancarios del tercer trimestre, las entidades de crédito prevén para el último trimestre del año una moderación tanto de la oferta como de la demanda de crédito a la vivienda, mientras que esperan una estabilidad en el resto de crédito.

Desde que se inició esta encuesta, las entidades han sido recurrentemente pesimistas en las previsiones de demanda de crédito. Sin embargo, en 2004, la pérdida de dinamismo del sector inmobiliario, el nivel alcanzado por el endeudamiento de las familias y el fin del periodo bajista de los tipos de interés, llevan a pronosticar una probable moderación en el saldo de crédito otorgado por las entidades financieras, que será más acusada en el crédito hipotecario.

Cuadro 5.1. Variables financieras

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

	2001*	2002*	jul-03	ago-03	sep-03	oct-03	Saldo (mm €)
Depósitos del sector privado	13,6	8,5	9,3	9,2	8,6	8,6	524
- a la vista y de ahorro	14,4	7,6	11,7	11,8	11,1	11,6	299
- a plazo	12,6	9,8	6,2	5,8	5,3	5,0	225
Patrimonio de Fondos de inversión	-2,9	-4,0	10,8	11,8	14,2	13,9	195
- FIAMM	32,0	22,0	15,2	15,2	13,4	11,2	58
- FIM	-11,0	-12,0	8,9	10,4	14,6	15,1	137
Patrimonio de Fondos de pensiones	15,8	10,3	—	—	21,4	—	52
- Individual	12,7	8,5	—	—	20,4	—	28
- Empleo	21,1	13,0	—	—	22,9	—	23
Crédito al sector privado (Bancos y Cajas)	11,0	12,8	15,2	15,4	14,0	14,4	707
Hipotecario	18,4	19,3	21,5	21,5	20,5	20,8	388
Resto de crédito	4,5	6,4	8,4	8,8	7,0	7,4	319
Tasa de mora (Bancos y Cajas)**	0,90	0,92	0,83	0,83	0,83	0,80	n.a.

* Fin de año

** Crédito dudosos/total de crédito

Fuente: Banco de España e Inverco

6. Artículo: El capital tecnológico como factor productivo, un análisis regional y sectorial

Manuel Balmaseda y Ángel Melguizo
Servicio de Estudios de BBVA

Introducción

En los últimos años se asiste a un sobresaliente consenso acerca de la relevancia de la inversión en nuevas tecnologías y en actividades de innovación como medio para fomentar el crecimiento de largo plazo de la economía. Tanto la Comisión Europea como los Bancos Centrales, la OCDE y la práctica totalidad de los Gobiernos nacionales consideran las actividades de Investigación, Desarrollo e Innovación (I+D+i) como un determinante clave del crecimiento de la productividad a largo plazo.

La base teórica de esta posición parte de las aportaciones seminales de Solow y Griliches, que fueron retomadas y ampliadas durante la década de los noventa por los trabajos sobre modelos de crecimiento endógeno de Romer, Aguión y Howitt y Grossman y Helpman, entre otros. El resurgimiento del interés por estos modelos se basa en la relación positiva observada en la última década entre la intensidad innovadora de las economías – aproximada por el porcentaje de I+D sobre PIB – y la evolución de la productividad. En este contexto, España se erige como un caso paradigmático. El elevado crecimiento de la actividad contrasta con los bajos niveles relativos de inversión en I+D, habiéndose desacelerado tanto la productividad aparente del trabajo como la productividad total de los factores (PTF) en las últimas décadas (véanse los Gráficos 1 y 2).

Este artículo tiene como principal objetivo contrastar la aportación de la innovación a la actividad productiva en España en las dos últimas décadas. Las limitaciones estadísticas impiden considerar el impacto de la I+D+i, concepto más próximo al propuesto por los trabajos teóricos citados, por lo que el artículo se circunscribe a las actividades de I+D. La principal aportación a la investigación empírica es el grado de desagregación. Así, el contraste sobre la contribución del capital tecnológico – medido como el *stock* de I+D – a la producción se realizará a nivel desagregado, por un lado, por CC.AA. y, por otro, por sectores productivos. Además, se evaluará la existencia de externalidades positivas derivadas de la inversión en I+D realizada fuera de la propia región o del sector. Finalmente, las estimaciones sectoriales se ampliarán clasificando los sectores en función de su intensidad tecnológica.

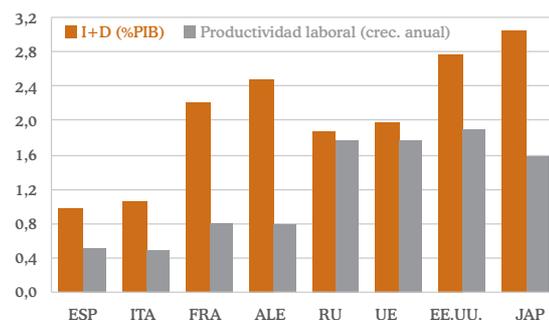
El artículo se organiza como sigue. La primera sección enmarca la metodología utilizada para contrastar la contribución del capital tecnológico a la actividad, basada en la estimación de funciones de producción. La segunda describe la construcción de las series empleadas y, en particular, del capital tecnológico. La tercera sección presenta los resultados empíricos regionales, mientras que los sectoriales se recogen en la cuarta. Las conclusiones, así como las principales recomendaciones, cierran el trabajo.

1. El modelo empírico

La valoración del impacto del capital tecnológico, fruto de la acumulación de inversión en I+D, en la economía se realiza mediante la estimación de funciones de producción. Para ello, la función de producción se amplía incorporando un determinante adicional. En particular, además de los determinantes tradicionales, capital (K) y trabajo (L), se introduce la dotación de capital tecnológico propio (K^T) como factor productivo. Esta función de producción se puede expresar de forma general como

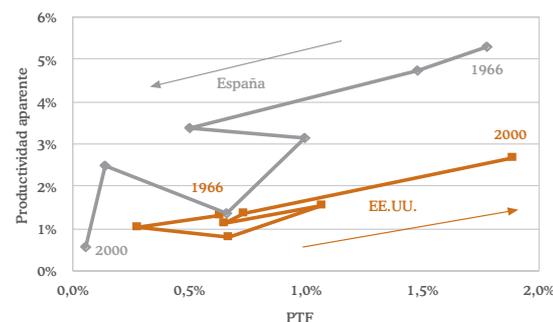
$$Y = F(K, L, K^T, A(Z), Z)$$

Gráfico 1.
I+D y productividad, 1992-2002



Fuente: INE, Comisión Europea y Eurostat

Gráfico 2.
Crecimiento de la productividad en España y EE.UU.
%, a/a



Fuente: Comisión Europea y BBVA

donde A representa el progreso técnico, representativo de la eficiencia del proceso productivo; y Z es un vector de variables que engloba otros determinantes de la producción, como el capital tecnológico ajeno a la economía o el capital humano (H).

Por tanto, además de evaluar el impacto del capital tecnológico propio, se contrasta la contribución – a priori positiva – que la inversión en I+D realizada por el resto de regiones o el resto de sectores tiene sobre el *output* de la unidad analizada. Como refleja la función de producción, esta contribución del capital tecnológico externo, al igual que la del capital humano, se materializa como determinante del progreso técnico o alternativamente, y en línea con la literatura sobre las externalidades del conocimiento (“knowledge spillovers”), como un efecto externo positivo sobre la actividad económica.

Este enfoque, por el cual el capital tecnológico contribuye al crecimiento económico por varias vías es plenamente coherente con el desarrollo de la literatura sobre crecimiento económico e I+D y permite recoger sus principales aportaciones.

A efectos de la estimación, la tecnología se representa por una función de producción *Cobb-Douglas*, con rendimientos constantes de escala de los factores de producción internos (capital, trabajo, capital humano y capital tecnológico propio). La metodología empleada en la estimación es la de datos de panel en niveles de las variables¹. Bajo estos supuestos, tomando logaritmos de todas las variables, la ecuación a estimar es la siguiente

$$y_{i,t} = \beta k_{i,t} + \varphi l_{i,t} + \gamma k_{i,t}^T + \phi h_{i,t} + \lambda \sum_{j \neq i} K_{j,t}^T + \varepsilon_{i,t}, \quad \beta + \varphi + \gamma + \phi = 1$$

$$\varepsilon_{i,t} = \alpha_i + \alpha_t + \mu_{i,t}$$

donde las minúsculas representan el logaritmo de la variable correspondiente; β , φ , γ , ϕ y λ representan las elasticidades del producto a los distintos factores productivos; y α_i y α_t representan efectos fijos individuales, por regiones o sectores, y temporales².

2. Las series estadísticas

Se ha construido una base de datos original con la máxima cobertura temporal y la mayor desagregación regional y sectorial posible del *output* y el empleo (medidos como el valor añadido bruto a precios básicos en euros constantes de 1995 y los puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, respectivamente, obtenidos de la *Contabilidad Regional* y la *Contabilidad Nacional* del INE), del capital productivo (euros constantes de 1995, obtenido de las series de la Fundación BBVA-IVIE) y del capital humano (proporción de población ocupada con estudios medios, obtenido de las series de la Fundación Bancaja-IVIE). Las series de capital tecnológico se han elaborado específicamente para este trabajo.

La base de datos regional cubre a las diecisiete CC.AA. (excluyendo Ceuta y Melilla) en el período 1987-1999. En cuanto a las series sectoriales, éstas cubren dieciséis sectores productivos pertenecientes al sector privado no agrario no financiero, entre 1986 y 2000³. Adicionalmente, se han empleado las *Tablas Input-Output* del INE para determinar el grado de intensidad tecnológica de cada sector (aproximado por el porcentaje de compras intermedias a los sectores de Tecnologías de la Información y la Comunicación, TIC). Por último, la no disponibilidad de series de capital humano con la suficiente desagregación (sólo están disponibles para seis grupos de actividades) impiden que se incluya este factor en la especificación sectorial.

¹ Las estimaciones en primeras diferencias incorporan sesgos bien conocidos en la literatura sobre funciones de producción. De todas maneras, los resultados en diferencias también están disponibles.

² El análisis econométrico corroboró la idoneidad de las estimaciones con efectos fijos, frente a la alternativa de efectos aleatorios.

³ La muestra de sectores es bastante representativa del conjunto de la economía española, al concentrar el 74% del valor añadido, el 68% del empleo, el 93% del capital y el 99% del capital tecnológico.

Las series de capital tecnológico, identificadas como el *stock* de I+D, se elaboran sobre la base de la *Encuesta sobre actividades de I+D* del INE, por medio del método de inventario permanente. Los flujos de I+D se aproximan por los gastos internos en I+D, en términos reales según el deflactor de la formación bruta de capital fijo. De esta manera, el capital tecnológico de la región *i* (o, análogamente del sector *j*) en el año *t*, se expresa como

$$K_{i,t}^T = (1 - \delta)K_{i,t-1}^T + (I + D)_{i,t+1-\theta}$$

mientras que este *stock* en el año inicial 0 (en 1987 en las series regionales y en 1986 en las series sectoriales) se puede expresar como

$$K_{i,0}^T = \frac{(I + D)_{i,0+1-\theta}}{g + \delta}$$

donde θ es el retardo entre la realización de la inversión en I+D y su utilización efectiva en el proceso productivo, δ es la tasa de depreciación de dicha inversión y g es su tasa de crecimiento promedio en el período. Suponiendo, en línea con la literatura, que transcurre un año entre la inversión en I+D y su impacto sobre la productividad y una tasa de depreciación de este tipo de inversión del 10%⁴, estas expresiones se transforman en

$$K_{i,t}^T = 0,9K_{i,t-1}^T + (I + D)_{i,t}$$

$$K_{i,0}^T = \frac{(I + D)_{i,0}}{g + 0,1}$$

3. Los resultados regionales

En España, al igual que en el resto de países de la UE, se observan notables diferencias en el esfuerzo inversor en I+D de las regiones. Ello aconseja que el análisis de la contribución del capital tecnológico al incremento de la productividad tenga en cuenta estas divergencias regionales, ejercicio que se aborda por CC.AA. en el caso de España.

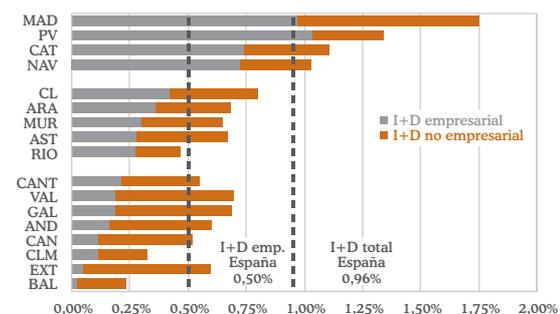
Como muestra el Gráfico 3, en el ejercicio 2001 la inversión en I+D, como porcentaje del PIB, varió significativamente entre las regiones españolas, pudiendo distinguirse tres grupos: regiones líderes, con unos niveles de I+D empresarial y total por encima del promedio (Madrid, País Vasco, Cataluña y Navarra), regiones seguidoras, que muestran unos niveles similares al resto de regiones en I+D total, pero con una proporción significativamente superior de I+D empresarial (Castilla y León, Aragón, Murcia, Asturias y La Rioja) y regiones rezagadas.

Además, esta clasificación es bastante robusta en todo el período temporal considerado (1987-2001), lo que se traduce en unas divergencias notables en la dotación de capital tecnológico por empleado (reflejadas en el Gráfico 4). Mientras que en 2002 el capital tecnológico por empleado en España se elevó a 2.075 euros constantes, las regiones líderes (Madrid y País Vasco) están significativamente por encima del promedio nacional, al disponer de más de 2.600 euros por empleado. Las CC.AA. seguidoras en términos de capital tecnológico son Cataluña y Navarra, ligeramente por encima del promedio nacional, mientras que el resto de regiones muestran un significativo retraso, especialmente patente en Baleares, Castilla-La Mancha y Extremadura.

No obstante, simultáneamente se ha producido una cierta convergencia en la inversión en I+D por regiones, de modo que, como muestra el Gráfico 5, aquellas CC.AA. que partían con unos niveles de capital tecnológico más bajos al inicio del período han registrado, en términos generales, unas mayores tasas de crecimiento (alcanzándose el 16%

⁴ El volumen estimado de capital tecnológico, lógicamente se reduciría si se empleasen supuestos alternativos, también presentes en la literatura, como una mayor tasa de depreciación o un mayor retardo en el impacto de la I+D.

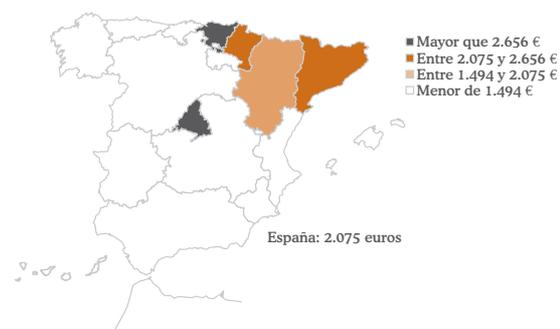
Gráfico 3. I+D regional en España, 2001 (% PIB)



Nota: la I+D no empresarial incluye las actividades de I+D de Enseñanza superior, Administraciones Públicas e Instituciones privadas sin fines de lucro

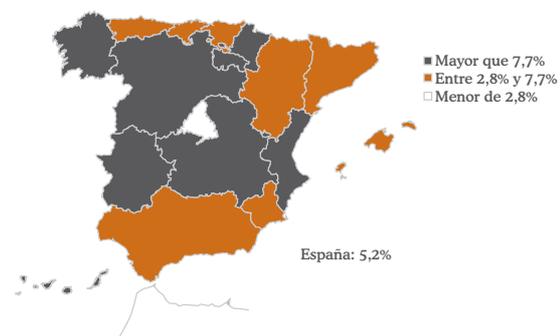
Fuente: INE

Gráfico 4. Capital tecnológico por empleado, España 2002 (Euros de 1995 por empleado)



Fuente: INE y BBVA

Gráfico 5. Capital tecnológico por empleado, España 1987-2002 (Tasa de crecimiento promedio)



Fuente: INE y BBVA

Cuadro 1. Funciones de producción regionales con capital tecnológico

Variable dependiente: $\ln(\text{Output}/\text{Trabajo})$	Variable dependiente: $\ln(\text{Output}/\text{Trabajo})$		
	I	II	III
Capital/Trabajo	0,437 (0,04)	0,599 (0,06)	0,604 (0,06)
Stock I+D/Trabajo	0,056 (0,01)	0,064 (0,01)	0,063 (0,01)
Stock I+D exterior		0,051 (0,10)	0,078 (0,11)
Capital humano			0,001 (0,001)
Efectos fijos CC.AA.	Sí	Sí	Sí
Efectos fijos temporales	No	Sí	Sí

Errores estándar entre paréntesis
Fuente: BBVA

en el caso de Castilla-La Mancha y el 24% en La Rioja). En definitiva, la I+D parece haberse erigido como una de las fuentes de convergencia regional.

Sobre la base del modelo expuesto en la segunda sección, se analiza la contribución del capital tecnológico al *output* entre 1987 y 1999 por CC.AA. Se contrasta la hipótesis de rendimientos constantes de escala en los factores productivos internos, no pudiéndose rechazar dicha hipótesis. En la estimación se imponen elasticidades del *output* a los factores productivos comunes a todas las regiones. Además, se contrasta la significatividad de la inclusión de efectos fijos temporales y regionales. Los resultados de las especificaciones elegidas se recogen en el Cuadro 1.

Centrándonos en la aportación del *stock* de I+D, se observa que su elasticidad es positiva y significativa en prácticamente todas las especificaciones, siendo el coeficiente estimado (en torno a 0,06) muy robusto a la inclusión de variables explicativas adicionales, como el capital humano o el capital tecnológico ajeno. Además, en una función de producción *Cobb-Douglas* con rendimientos constantes de escala, la rentabilidad implícita de los factores de producción es igual a su elasticidad multiplicada por el ratio del *stock* del factor al *output* $\left(r = \beta \frac{K}{Y}\right)$.

Ello implica que si bien el coeficiente del capital tecnológico estimado es sustancialmente inferior al asociado al capital productivo (el cual se cuantifica entre 0,4 y 0,6), la rentabilidad marginal del capital tecnológico es muy elevada, dado el reducido nivel de *stock* tecnológico en la economía española. Ello sugiere la necesidad de intensificar este tipo de inversión.

La literatura de crecimiento económico endógeno ha destacado la importancia de la difusión del conocimiento (acumulado, entre otras maneras, por la realización de actividades de I+D) como fuente generadora de externalidades positivas. Los resultados de las estimaciones, si bien ratifican la relevancia del capital tecnológico propio en la función de producción de las regiones españolas, no corroboran la existencia de estas externalidades. El coeficiente asociado al capital tecnológico ajeno, esto es, al *stock* de I+D acumulado por el resto de CC.AA. no resulta significativo (aunque el coeficiente estimado tenga el signo correcto). Igualmente, el capital humano tampoco aparece como factor de producción significativo en las regiones españolas, lo que contrasta con algunos estudios agregados, si bien éstos no incluyen el capital tecnológico como factor productivo (especificaciones II y III)⁵.

Estos resultados cuestionan, en definitiva, la presencia de externalidades positivas derivadas de la difusión del conocimiento por el conjunto del territorio. Ello parece apuntar que cada región debe invertir en I+D como vía para impulsar su productividad⁶.

Una explicación de la ausencia de externalidades positivas del capital tecnológico podría derivarse de la propia especialización productiva de las CC.AA., cuya actividad podría concentrarse en sectores no intensivos en tecnología ni en conocimiento. Para ahondar en estas cuestiones se aborda en la Sección siguiente el análisis de la contribución del capital tecnológico a la producción sectorial.

4. Los resultados sectoriales

La mayor parte del diferencial negativo en I+D de España con respecto a las economías más desarrolladas se concentra en la I+D financia-

⁵ Las estimaciones en primeras diferencias corroboran los resultados obtenidos de las estimaciones en niveles.

⁶ Sin embargo, tal y como establecen algunos trabajos recientes (Keller, 2002), las externalidades derivadas de la difusión del conocimiento pueden tener límites geográficos. La variable distancia se emplea como *proxy* de la intensidad de las relaciones comerciales y laborales entre regiones, de manera que la profundización en esta cuestión conforma una de las extensiones naturales de la investigación. En esta línea, para el período 1987-1996 el capital tecnológico ajeno acumulado en las regiones más próximas sí que ejerce un impacto significativo sobre la productividad de las CC.AA. (véase "La Nueva Economía por CC.AA.: capital tecnológico y productividad". *Situación España*, julio de 2002, pp.8-9. Servicio de Estudios BBVA).

da por el sector empresarial. Así, según las estadísticas de Eurostat, en torno a dos tercios del diferencial negativo respecto a la UE se concentra en la I+D empresarial. Además, más allá de objetivos de convergencia regional, la I+D es igualmente crítica para determinar la competitividad de la economía y de las empresas españolas. Estos factores explican, junto con los derivados de la ausencia de externalidades regionales, la necesidad de profundizar en el estudio de la contribución de la I+D empresarial a la evolución de la productividad sectorial.

El análisis de la intensidad en inversión tecnológica de los dieciséis sectores analizados muestra la gran concentración del mismo en tres ramas: Maquinaria, Química y Material de transporte. Como refleja el Gráfico 6, en 2000 la inversión en I+D alcanzó en estas ramas entre el 4 y el 5% de su valor añadido⁷. Estos sectores son, junto con Textiles, Plástico y caucho y Comunicaciones, los únicos en los cuales este tipo de inversiones se elevan por encima del 1% del *output* (frente al 0,6% del promedio de sectores), confirmando la estrecha relación entre los sectores productores de Tecnologías de la Información y la I+D.

El diferencial en las intensidades innovadoras se ha mantenido, en términos generales, en el período 1987-2000, con la excepción de algunos sectores, como la Energía, cuyo esfuerzo innovador en 2000 fue comparativamente menos intenso que en el resto del período⁸. La utilización en la estimación de capital tecnológico, es decir, la acumulación de la inversión en I+D, limita la influencia de años atípicos, además de guardar una mayor concordancia con la estructura de una función de producción. Las tres ramas líderes (Maquinaria, Productos químicos y Material de transporte) concentraron en 2000 dos tercios del capital tecnológico empresarial total (véase el Gráfico 7), elevándose su capital sobre el valor añadido al 30% (frente al promedio nacional situado en torno al 4% del valor añadido, con aproximadamente 1.400 euros por empleado).

De forma similar al análisis realizado para las regiones españolas se estiman funciones de producción para evaluar la contribución del capital tecnológico empresarial al *output* sectorial entre 1986 y 2000. Al igual que en la sección regional, no se puede rechazar la hipótesis de rendimientos constantes de escala, se imponen elasticidades del *output* a los factores productivos comunes a todas los sectores y se contrasta la significatividad de la inclusión de efectos fijos temporales y sectoriales. Los resultados de las especificaciones elegidas se recogen en el Cuadro 2.

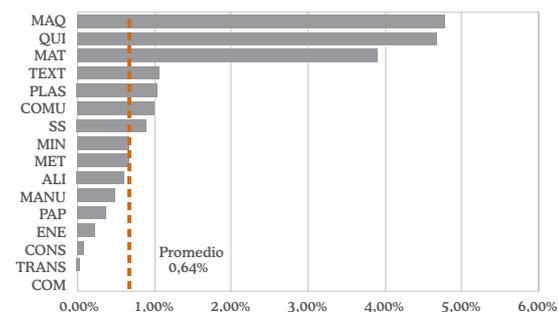
En contraste con los resultados regionales, el capital tecnológico empresarial propio no parece un factor productivo relevante en la actividad de los dieciséis principales sectores de la economía privada no agraria no financiera durante los últimos quince años. En cambio, el capital tecnológico ajeno sí muestra una contribución positiva (especificación V del Cuadro 2). Por ello, alternativamente, se considera el impacto del capital tecnológico total sobre la producción, agregando el capital propio y ajeno (*stock* de I+D total). El capital tecnológico total sí que resulta relevante, como muestra la significatividad y la robustez de su elasticidad estimada, incluso superior a la obtenida a nivel regional. Este resultado apunta, por un lado, a la existencia de externalidades productivas a nivel sectorial y, por otro, a la existencia de diferencias en el comportamiento de los diferentes sectores de la muestra⁹.

⁷ Los dieciséis sectores analizados son Energía (ENE), Metalurgia y productos metálicos (MET), Minerales no metálicos (MIN), Productos químicos (QUI), Maquinaria (MAQ), Material de transporte (MAT), Alimentos, bebidas y tabaco (ALI), Textiles (TEXT), Otros productos manufactureros (MANU), Papel y edición (PAP), Plástico y caucho (PLAS), Construcción (CONS), Comercio y hostelería (COM), Servicios de transporte (TRANS), Comunicaciones (COMU) y Otros servicios de mercado (SS).

⁸ El caso opuesto lo representa el Textil, el cual se sitúa entre los cuatro sectores más innovadores en 2000, mientras que en términos de capital tecnológico por empleado su situación es más modesta. Si este tipo de discrepancias responden a un año atípico, o bien a un cambio estructural en el grado de innovación excede de las pretensiones de este trabajo. En todo caso, la utilización del capital tecnológico evita sesgos en los resultados.

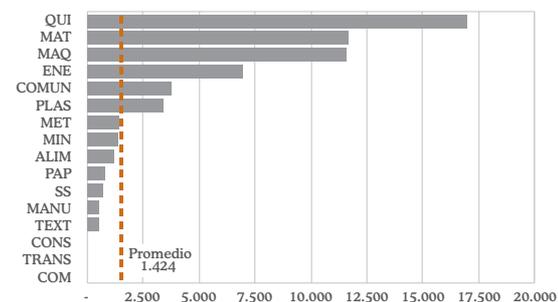
⁹ Las estimaciones en primeras diferencias corroboran sólo parcialmente estos resultados. Es menos evidente la aportación del capital tecnológico ajeno, aunque se mantienen los resultados para el *stock* de I+D total.

Gráfico 6. I+D sectorial en España, 2000 (% Valor añadido)



Fuente: INE

Gráfico 7. Capital tecnológico sectorial en España, 2000 (Euros por empleado)



Fuente: INE y BBVA

Cuadro 2. Funciones de producción sectoriales con capital tecnológico

Variable dependiente: $\ln(\text{Output}/\text{Trabajo})$	IV V VI		
	Capital/Trabajo	0,699 (0,05)	0,538 (0,07)
Stock I+D/Trabajo	0,017 (0,01)	-0,020 (0,02)	
Stock I+D exterior		0,126 (0,03)	
Stock I+D total			0,095 (0,02)
Efectos fijos sectoriales	Sí	Sí	Sí
Efectos fijos temporales	No	No	No

Errores estándar entre paréntesis

Fuente: BBVA

Cuadro 3. Funciones de producción sectoriales con capital tecnológico

Variable dependiente: $\ln(\text{Output}/\text{Trabajo})$	VII VIII IX		
	Capital/Trabajo		
Sect. tecnológicos	0,878 (0,05)	0,763 (0,07)	0,743 (0,07)
Sect. no tecn.	0,367 (0,07)	0,155 (0,08)	0,143 (0,09)
Stock I+D/Trabajo			
Sect. tecnológicos	0,103 (0,02)	0,066 (0,02)	
Sect. no tecn.	0,007 (0,02)	-0,024 (0,02)	
Stock I+D exterior			
Sect. tecnológicos		0,102 (0,04)	
Sect. no tecn.		0,139 (0,04)	
Stock I+D total			
Sect. tecnológicos			0,167 (0,03)
Sect. no tecn.			0,113 (0,03)
Efectos fijos sectoriales	Sí	Sí	Sí
Efectos fijos temporales	No	No	No

Errores estándar entre paréntesis

Fuente: BEVA

En concreto, las diferentes ramas productivas de la economía difieren en su intensidad tecnológica, lo que podría incidir sobre la realización de actividades de I+D y sobre su productividad. Así, aunque la intensidad en el gasto y la inversión en Tecnologías de la Información y la Comunicación no ha de coincidir con el esfuerzo en I+D, existen razones para pensar que estas actividades tienen cada vez más interrelación. Para contrastar este hecho, se amplían las estimaciones sectoriales agrupando a los sectores en función de su intensidad tecnológica en línea con la metodología propuesta por la OCDE. Según esta metodología, el grado de intensidad tecnológica se cuantifica sobre la base de tres indicadores: la inversión en I+D sobre el valor añadido, la inversión en I+D sobre la producción y el contenido tecnológico de los bienes intermedios y bienes de inversión sobre la producción. En este trabajo se emplea tan sólo el último criterio, con el objeto de evitar posibles sesgos derivados de emplear la I+D como criterio de clasificación y como factor productivo. Como toda clasificación, ésta no está exenta de limitaciones, en buena medida derivados del grado de agregación de las ramas.

Empleando las *Tablas Input-Output de España* entre 1995 y 1998 elaboradas por el INE y calculando la proporción de compras realizadas por cada sector a los sectores TIC sobre el total de compras intermedias se clasifican los sectores analizados de la economía privada no agraria no financiera en dos grandes bloques: sectores de intensidad tecnológica media-alta y sectores de intensidad tecnológica baja¹⁰. Sobre esta base, se relajará la hipótesis de elasticidades comunes del *output* a los factores productivos en todos los sectores, permitiendo que éstos difieran según se trate de sectores de intensidad tecnológica media-alta o sectores no tecnológicos. El Cuadro 3 muestra las estimaciones elegidas.

Como se puede observar, el capital tecnológico propio presenta una elasticidad significativa en los sectores tecnológicos (entre el 0,06 y el 0,10 dependiendo de la especificación), mientras que la elasticidad no es significativamente diferente de cero en los sectores no tecnológicos. Ello sugiere que el capital tecnológico, y, por tanto, la inversión en I+D, impulsa la producción de las ramas con un mayor contenido tecnológico, más relacionadas con la producción y uso de la tecnología. Por el contrario, no influye sobre la producción de las ramas de tecnología baja. Ello puede responder a las características propias de su actividad, o bien a no haber alcanzado un nivel tecnológico crítico.

Ahora bien, estas especificaciones no introducen la posibilidad de que existan externalidades positivas entre sectores. Las estimaciones que incorporan, además del capital tecnológico propio, el capital tecnológico ajeno muestran que éste es particularmente significativo tanto en las ramas de tecnología media-alta como en las de tecnología baja, lo que sugiere la presencia de efectos externos positivos. Así, la inversión en I+D y la consiguiente acumulación de capital tecnológico, impulsa la producción de todos los sectores de la economía. La presencia de externalidades positivas no resulta sorprendente para las ramas de tecnología media-alta, pero implica que incluso aquellas con un contenido tecnológico limitado se aprovecharían de la inversión en I+D. Este resultado es corroborado por las estimaciones que incluyen el capital tecnológico total, como se observa en el Cuadro 3 (columna IX).

En síntesis, la evidencia empírica muestra que la inversión en I+D no sólo es productiva para las empresas con mayor carácter tecnológico sino que su acumulación incide sobre el resto de sectores, impulsando

¹⁰ Los sectores de intensidad tecnológica media-alta son Energía, Productos químicos, Maquinaria, Material de transporte, Construcción, Comunicaciones y Otros servicios de mercado. El grupo de sectores de intensidad tecnológica baja lo conforman Metalurgia y productos metálicos, Minerales no metálicos, Alimentos, bebidas y tabaco, Textiles, Otros productos manufactureros, Papel y edición, Plástico y caucho, Comercio y hostelería y Servicios de transporte.

la producción a escala sectorial, al beneficiarse de externalidades positivas¹¹.

5. Conclusiones

En este trabajo se estiman funciones de producción regionales y sectoriales para contrastar la incidencia de la innovación sobre la actividad económica. Las limitaciones estadísticas impiden que se analice la contribución del conjunto de la inversión tecnológica y de la innovación en sentido amplio (I+D+i), por lo que el análisis se centra en la aportación de la acumulación de inversión en I+D al crecimiento. Ello podría estar excluyendo una parte importante del progreso tecnológico de la economía española, particularmente dada su especialización en el sector servicios y su estructura productiva basada en la pequeña y mediana empresa. Por tanto, los resultados han de entenderse como un análisis parcial de la cuestión.

En todo caso, las estimaciones confirman la elevada rentabilidad del capital tecnológico, tanto a escala regional como del conjunto de los sectores, y, en particular, en los sectores de tecnología media-alta. Ello sugiere que la innovación podría desempeñar un papel determinante en la modernización de la empresa española. Este proceso innovador debería englobar tanto un incremento de la inversión en I+D como cambios en la estructura organizativa de las empresas que impulsen su eficiencia y su productividad.

Asimismo, los resultados confirman la presencia de externalidades productivas en la acumulación de capital tecnológico a escala sectorial, tanto para los sectores tecnológicos como no tecnológicos. Así, la inversión en I+D a escala nacional repercute sobre el conjunto de la actividad sectorial, independientemente del carácter tecnológico del sector.

La existencia de externalidades positivas a escala sectorial contrasta con su no significatividad a escala regional. Ello sugiere la necesidad de fortalecer las vías de difusión regional del conocimiento, entre las cuales destaca la movilidad de los trabajadores y las relaciones comerciales entre empresas y entre instituciones localizadas en diferentes regiones (como, por ejemplo, las Cámaras de Comercio). Asimismo, se debería fomentar la colaboración entre la Empresa y la Universidad, generadora de investigación básica, para intensificar tanto la difusión regional como la aplicación en los procesos productivos de este conocimiento.

6. Bibliografía

- Balmaseda, M. (1997): "Production function analysis of the rate of return on public capital". CEMFI *Working Paper* nº 9707, mayo.
- De la Fuente, A. (2002): "Convergence across countries and regions: theory and empirics". *UFAE and IAE Working Papers*, noviembre. Universidad de Barcelona y CSIC.
- Estrada, A. y López-Salido, D. (2001): "Accounting for Spanish productivity growth using sectoral data: new evidence". *Documentos de Trabajo* 0110, Banco de España.
- Gorostiaga, A. (1999): "¿Cómo afectan el capital público y el capital humano al crecimiento?: un análisis para las regiones españolas en el marco neoclásico". *Investigaciones Económicas*, vol. XXIII, nº 1, enero, pp. 95-114.
- Keller, W. (2002): "Geographic localization of international technology diffusion". *The American Economic Review*, vol. 92, nº 1, marzo, pp.120-142.

¹¹ Los resultados desagregados por el contenido tecnológico de los sectores son bastante dependientes de la estimación, en niveles o en primeras diferencias. En particular, mientras que la especificación en niveles apunta a la presencia de externalidades positivas en todos los sectores, la especificación en primeras diferencias no ratifica este resultado para los sectores de tecnología baja. Es decir, solo existirían externalidades productivas para los sectores más relacionados con la tecnología.

Resumen de previsiones

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

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
PIB a precios de 1995	4,2	4,2	2,8	2,0	2,4	2,5
Demanda						
Consumo Privado	4,7	4,0	2,8	2,6	3,0	2,7
Consumo Público	4,2	5,1	3,6	4,4	3,8	3,1
Formación bruta de capital fijo	8,8	5,7	3,3	1,0	3,2	3,5
Bienes de equipo	8,6	5,1	0,4	-2,7	2,5	6,0
Construcción	9,0	6,1	5,8	4,2	3,7	1,6
Variación de existencias (*)	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,0
Demanda nacional (*)	5,6	4,6	3,0	2,6	3,4	3,1
Exportación bienes y servicios	7,7	10,0	3,6	0,0	5,1	6,4
Importación bienes y servicios	12,6	10,6	4,0	1,8	7,9	7,4
Saldo exterior neto (*)	-1,4	-0,4	-0,2	-0,6	-1,0	-0,6
Oferta						
Industria	3,7	4,0	1,4	1,0	0,7	1,9
Construcción	8,6	6,4	5,4	4,9	3,3	0,4
Servicios	4,1	4,0	3,2	2,2	2,7	2,7
PIB a precios corrientes	7,1	7,8	7,1	6,6	6,5	6,4
miles de Millones de Euros	565	610	653	696	742	789
Precios y costes						
Deflactor del PIB	2,8	3,5	4,2	4,4	4,1	3,8
Deflactor consumo hogares	2,4	3,1	3,3	3,5	3,0	3,1
IPC	2,3	3,4	3,6	3,5	3,0	2,5
Dif. de inflación con la UEM (p.p.)	1,1	1,2	1,0	1,3	1,0	0,8
Remuneración por asalariado	2,7	3,7	3,8	3,9	3,9	3,8
Coste laboral unitario (CLU)	2,1	3,1	3,4	3,4	3,1	2,8
Competitividad (TCER)	-1,5	-3,2	2,0	3,2	6,0	1,0
Mercado de trabajo						
Población activa	1,8	3,3	-0,2	3,0	2,6	2,6
Empleo EPA	5,5	5,5	3,8	2,0	2,6	2,2
Variación en miles de personas	760,3	801,8	575,8	312,1	423,7	367,3
Empleo CNTR (tiempo completo)	3,7	3,6	2,4	1,5	1,6	1,5
Tasa de Paro (EPA)	15,7	13,9	10,5	11,4	11,4	11,7
Productividad	0,5	0,6	0,4	0,5	0,8	1,0
Sector Público						
Deuda (% PIB)	63,1	60,5	56,8	53,8	51,0	49,0
Déficit AA.PP. (% PIB)	-1,2	-0,8	-0,3	0,1	0,2	0,0
Sector Exterior						
Saldo Comercial (% PIB)	-5,8	-7,1	-6,6	-6,0	-6,2	-6,0
Saldo Cuenta Corriente (% PIB)	-2,3	-3,4	-2,8	-2,4	-2,7	-2,3
Contexto Internacional						
PIB: Mundo	3,6	4,7	2,3	2,9	3,3	3,9
EE.UU.	4,1	3,8	0,3	2,4	3,0	3,9
UEM	2,6	3,5	1,6	0,9	0,5	1,7
Comercio mundial	6,6	13,3	-0,6	4,5	7,0	7,0
IPC: EE.UU.	2,2	3,4	2,8	1,6	2,4	2,0
UEM	1,1	2,3	2,6	2,3	2,1	1,8
Tipo de cambio: \$ / €	1,07	0,92	0,90	0,94	1,13	1,16
Precio del barril de Brent (\$)	18,0	28,4	24,9	25,0	28,4	25,8
Tipos de interés y de cambio (**)		dic-03	mar-04	jun-04	sep-04	dic-04
Tipos de interés oficiales						
EE.UU.		1,00	1,00	1,25	1,25	1,75
UEM		2,00	2,00	2,00	2,00	2,25
Tipos de interés a 10 años (**)						
EE.UU.		4,34	4,50	4,70	4,80	5,10
Alemania		4,40	4,20	4,50	4,50	4,50
Tipos de cambio (**)						
Dólar-euro		1,21	1,20	1,17	1,14	1,10
Yen-dólar		108	110	110	110	110

Fuente: organismos oficiales y BBVA

(*) Contribución al crecimiento del PIB

(**) Media mensual en datos conocidos y fin de periodo en previsiones

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

Depósito Legal: M-31254-2000

otras publicaciones

