

Situación

Servicio de Estudios

Mayo 2004



Crecimiento, con cambios se mantiene el 2,5%

Inflación, abonados al 3%

Consolidación fiscal, la composición importa

El petróleo vuelve a escena

Retos de la Unión Europea ampliada

Índice

Fecha de cierre: 25 de mayo de 2004

| | |
|--|-----------|
| 1 Entorno internacional | 1 |
| 2 El sector real | 3 |
| Recuadro: “¿Se detecta el “efecto bisiesto” en el crecimiento?” | 11 |
| Recuadro: “El precio del petróleo y la economía española” | 12 |
| Recuadro: “Comercio al por menor, restricciones al por mayor” | 14 |
| 3 Precios y salarios | 15 |
| 4 Política fiscal | 19 |
| Recuadro: “El proceso de consolidación fiscal español en los planes de estabilidad, 1992-2007” | 26 |
| Recuadro: “El equilibrio presupuestario a lo largo del ciclo económico” | 28 |
| 5 Sistema financiero | 31 |
| Recuadro: “Un índice de riesgo latinoamericano para la banca española” | 36 |
| 6 Artículo: Los retos de la UE ampliada desde la perspectiva española | 39 |

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 |
| Mayte Ledo | 34 91 374 40 75 | teresa.ledo@grupobbva.com |
| Montserrat Martínez | 34 91 374 39 98 | montse.martinez@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 |

Consejo de Redacción:

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

1. Entorno internacional

¿En el mejor momento de crecimiento?

Las perspectivas respecto a la actividad global para 2004 han mejorado en los últimos meses. Sólo la economía europea ha quedado retrasada en este proceso, como consecuencia del negativo impacto de la apreciación acumulada del euro en la competitividad y del aumento del riesgo geopolítico tras los atentados del 11-M que añaden riesgos a la baja a un crecimiento de la demanda interna que venía siendo muy frágil.

En el resto de áreas las perspectivas han mejorado significativamente. En EE.UU., tras un crecimiento de la actividad del 6% en el segundo semestre de 2003, se espera que en la primera mitad del 2004 se alcancen cifras en el entorno del 4%. Previsiblemente en la segunda mitad del año se modere el crecimiento, dado el carácter transitorio de algunos de los factores que lo están impulsando, como la reducción de impuestos o los bajos tipos de interés y como resultado del impacto negativo sobre la actividad que pueden tener factores nuevos como el aumento del precio del petróleo. En cualquier caso, para mantener una senda de actividad elevada, será clave la evolución de la inversión. En este sentido debe destacarse el significativo repunte de los beneficios empresariales y el hecho de que las empresas estadounidenses estén usando la mejoría en las condiciones de financiación para reducir sus niveles de endeudamiento, cuestiones que facilitan el aumento de un gasto en capital que alcanza actualmente tasas de crecimiento de dos dígitos. En esta economía, se aprecian además signos de una recuperación del empleo, la variable que había mostrado mayor retraso en esta reactivación, lo que ha permitido reavivar el debate sobre el inicio del ciclo alcista de tipos.

En Asia, todo apunta a un crecimiento superior al esperado en estos primeros meses de 2004: China, con un crecimiento próximo a dos dígitos en el primer trimestre, se consolida como motor regional mientras aumentan las perspectivas de que Japón abandone la espiral de recesión-deflación, dada la mayor fortaleza de un crecimiento basado en las exportaciones y en el gasto en capital. La mejoría de la economía estadounidense ha fortalecido al dólar, reduciendo la necesidad de intervenir en el mercado cambiario para evitar la apreciación del yen, lo que sitúa en una posición algo más confortable a las autoridades niponas. En conjunto, la región asiática muestra un notable dinamismo que se traduce en un aumento de la demanda de materias primas, cuyos precios se elevan significativamente, de forma estructural ante la incorporación de nuevos demandantes en el mercado internacional. Ello, junto con la mayor demanda desde Estados Unidos y las favorables condiciones de liquidez, está impulsando revisiones al alza de las previsiones de crecimiento de 2004 en otra región, América Latina. El comienzo del ciclo alcista de tipos en EE.UU. se configura a corto plazo como el principal factor de riesgo para los mercados emergentes, como ha demostrado el ajuste de los diferenciales de la deuda de estos países ante el reciente cambio de expectativas de política monetaria.

En este contexto de mejoría de la actividad, y con la confirmación de las restricciones de oferta impuestas por la OPEP en el mercado del petróleo, se generan expectativas de aumento de la inflación, como refleja el repunte de las tasas de inflación descontadas de los bonos indexados. Un indicador que, pese a estar afectado por cuestiones técnicas, parece aproximar con bastante fiabilidad el balance de riesgos en inflación¹. Desde el inicio del año, las previsiones de inflación para el conjunto de los países industrializados han sido revisadas al alza.

En este entorno se justifica el reciente aumento de las rentabilidades de la deuda en anticipación del inicio del ciclo alcista de tipos en EE.UU., como respuesta al aumento de las presiones inflacionistas y al elevado crecimiento, y a la ralentización de las compras de deuda por los bancos centrales asiáticos. Bien es cierto que el impacto de este último factor en las

Cuadro 1.1. Previsiones de crecimiento
En tasa interanual

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|-----------------------------|------------|------------|------------|------------|
| OCDE | 1,7 | 2,1 | 3,2 | 2,9 |
| EEUU | 2,2 | 3,1 | 4,1 | 3,3 |
| UEM | 0,9 | 0,4 | 1,7 | 2,3 |
| Japón | -0,3 | 2,6 | 3,7 | 2,6 |
| Países en desarrollo | 4,4 | 5,8 | 5,9 | 5,6 |
| Países en transición | 4,9 | 6,4 | 5,4 | 4,9 |
| MUNDIAL | 3,0 | 3,9 | 4,4 | 4,1 |

Fuente: FMI y BBVA

Gráfico 1.1.

EE.UU. Expectativas de inflación e inflación actual

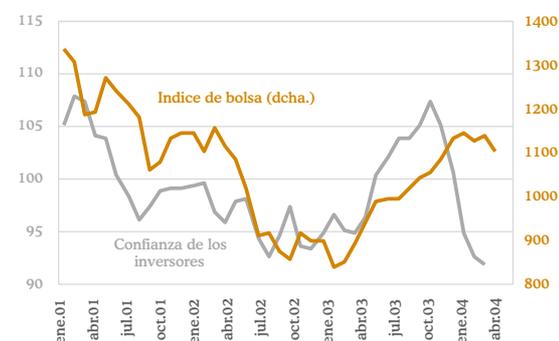


* Descontados por los bonos indexados a la inflación

Fuente: Departamento de Empleo y Tesoro EE.UU.

Gráfico 1.2.

Confianza de los inversores y evolución del índice Standar's & Poors

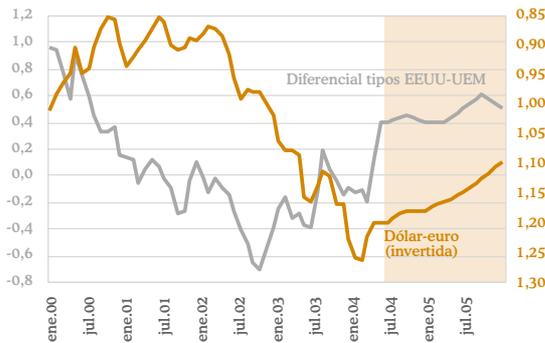


Fuente: S&P y State Street

¹ Véase a este respecto FMI (2004): "Informe de Estabilidad Financiera" y especialmente BCE(2004): "Evolución reciente de las expectativas de inflación a largo plazo", informe mensual, abril.

Gráfico 1.3.

Tipo de cambio dólar-euro y diferencial de tipos EE.UU.-UEM



Fuente: Reserva Federal y BBVA

Cuadro 1.2. Previsiones de inflación

En tasa interanual

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|-----------------------------|-------------|-------------|------------|------------|
| OCDE | 1,6 | 1,9 | 1,9 | 1,7 |
| EEUU | 1,6 | 2,3 | 2,4 | 2,0 |
| UEM | 2,3 | 2,1 | 2,0 | 1,9 |
| Japón | -0,9 | -0,3 | -0,4 | -0,1 |
| Países en desarrollo | 4,5 | 5,5 | 5,1 | 4,7 |
| Países en transición | 14,2 | 11,0 | 8,2 | 7,0 |
| MUNDIAL | 3,3 | 3,7 | 3,3 | 3,1 |

Fuente: FMI y BBVA

rentabilidades es una cuestión controvertida. Mientras el BIS (2004)² no encuentra un impacto significativo, otros autores le convierten en un determinante clave de la evolución de la curva de deuda, al que atribuyen un impacto de reducción de un punto porcentual de los tipos de interés³.

Parece claro, en cualquier caso, que con el movimiento al alza de los tipos de interés de largo plazo en EE.UU. se está corrigiendo la sobrevaloración que mostraba la deuda en los últimos años. La cuestión clave para los próximos meses es, por tanto, la magnitud y velocidad del repunte de rentabilidades adicional que puede producirse. Ello está vinculado a las perspectivas sobre la evolución de los tipos de interés de los fondos federales en EE.UU., que a su vez va a depender de la evolución de los datos del mercado laboral, de la inflación y de la percepción sobre los potenciales riesgos en las variables financieras del mantenimiento de una situación de elevada liquidez. En un entorno de incertidumbre sobre la sostenibilidad del crecimiento y con la cautela sobre la recuperación del mercado laboral estadounidense y sobre el impacto de las ganancias de productividad pendientes en esta economía, cabe esperar que la Reserva Federal sea gradual en sus aumentos de tipos, lo que llevaría a que a fin de 2004 los tipos de interés se situasen en el 1,5%, medio punto por encima de su nivel actual. Con ello, en el plazo del 10 años, las rentabilidades tienen un recorrido adicional al alza limitado, con un objetivo en torno al 5,1% para fin de este año. No cabe duda de que los riesgos se acumulan a favor de subidas más intensas, sobre todo teniendo en cuenta la situación fiscal o posibles sorpresas al alza en los precios.

El principal riesgo para la actividad en estos momentos deriva de que la combinación de tipos de interés más elevados, aumentando a un ritmo superior al descrito anteriormente (tal y como descuentan los mercados de futuros), del aumento del precio del petróleo y de un freno en el crecimiento de algunas de las economías más dinámicas, como la china, puedan provocar un ajuste del crecimiento estadounidense más importante de lo previsto en 2005.

En cualquier caso, la especulación sobre aumentos de tipos, junto con la menor confianza de los inversores desde comienzos de año, como recoge el índice de *State Street*, han frenado el aumento de precios bursátiles que se inició en marzo de 2003.

El dólar marca la diferencia

La situación descrita para las rentabilidades estadounidenses discrepa con la observada en Europa, y evidencia el desacoplamiento entre ambas economías. La lenta recuperación de la actividad europea está suponiendo un techo para el aumento de tipos en el tramo largo de la curva. No se espera que el BCE ajuste al alza sus tipos de interés hasta el año 2005. En consecuencia, la ampliación del diferencial de tipos entre EE.UU. y la UEM puede mantenerse en los próximos meses.

Esta evolución de los diferenciales de rentabilidad debería conducir a que el dólar se aprecie con el euro. De hecho, resulta sorprendente que no se haya apreciado más con esta divisa tras el movimiento de los tipos de interés en los meses de abril y mayo. A corto plazo, este factor va a ser dominante en el comportamiento del tipo de cambio. Con ello, las incertidumbres para la evolución del dólar se desplazan para el segundo semestre del año. Estas vendrían ligadas a la sostenibilidad del crecimiento de EE.UU., esto es a las dudas que suscita un crecimiento que está en parte basado en un importante impulso fiscal y monetario. En este contexto de incertidumbres, podría producirse un aumento de los tipos de interés de largo plazo, que tendría un carácter global y que el FMI⁴ estima en, al menos, medio punto porcentual. Aunque se trataría de un escenario de aumento de tipos, vendría acompañado de una depreciación del dólar, dada la menor confianza en la economía estadounidense.

² Véase BIS (2004): "Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments" marzo.

³ Véase Dooley, M., D. Folkerts-Landau y P. Garber (2004) "The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates & Exchange Rates in Center Countries" *NBER, documento de trabajo* nº 10332.

⁴ Véase FMI (2004): "The global implications of the US fiscal deficit and of China's growth", *World Economic Outlook*, capítulo 2, abril.

2. El sector real

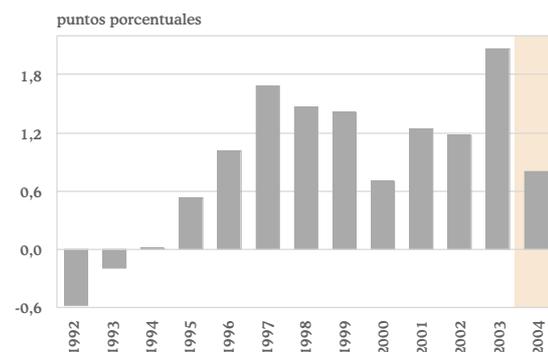
2004, un despegue lastrado

La economía española registró en 2003 un diferencial de crecimiento con el conjunto de la UEM de dos puntos porcentuales (crecieron respectivamente 2,4% y 0,4%), el mayor desde 1987¹ y que triplica el diferencial promedio de los 11 años anteriores. Este mayor crecimiento de la economía española ha resultado de la favorable combinación de un conjunto de factores ligados principalmente al componente doméstico del gasto, lo que ha permitido desacoplar el ciclo económico español del resto de la UEM. Algunos de estos factores domésticos (tipos de interés reales negativos, reforma del IRPF) han favorecido también la acumulación de una serie de desequilibrios (necesidad de financiación de la economía, crecimiento del endeudamiento de las familias, aumento continuado de los precios relativos españoles vs. el conjunto de la UEM) que en el nuevo entorno de una unión monetaria no generan “señales de alarma” en tipos de interés y/o de cambio. Sin embargo, estos desequilibrios se relacionan con el deterioro de la competitividad precio de la economía y, por tanto, suponen un freno al avance de la inversión y las exportaciones. Es decir, limitan la capacidad de crecimiento y de generación de empleo de la economía española, que ha estado apoyada por la moderación salarial, las reformas emprendidas en el mercado laboral y el aumento de los flujos de inmigrantes.

Con todo, en 2004, el crecimiento provendrá nuevamente del impulso de la mayor demanda interna. La demanda externa, con un aumento del comercio que se aproximará a su promedio histórico tanto para el conjunto de la economía mundial como para el grupo de países con los que España comercia, mantendrá su aportación negativa al crecimiento por la aceleración de las importaciones. La economía española

Gráfico 2.1.

España, diferencial de crecimiento con la UEM



Fuente: INE, Eurostat y BBVA

¹ Según datos elaborados por la Comisión Europea.

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

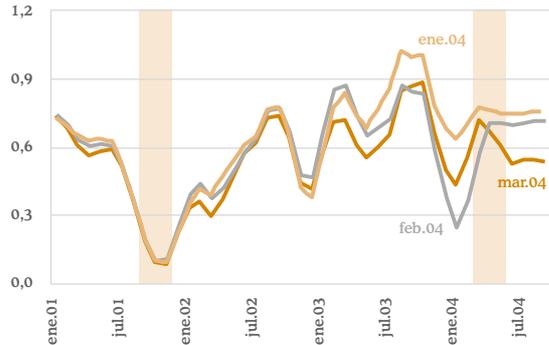
(*) Aportación al crecimiento del PIB

(1) Incluye a las ISFLSH

(2) Energía y ramas industriales

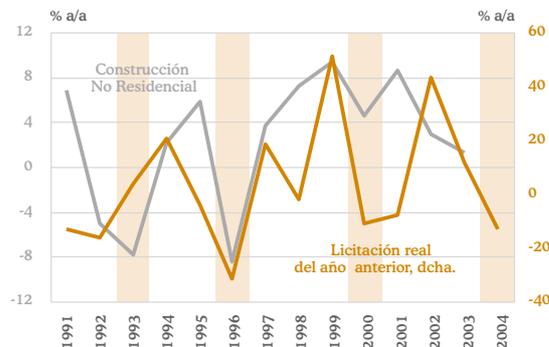
Fuente: INE y previsiones BBVA

Gráfico 2.2.
IA-BBVA



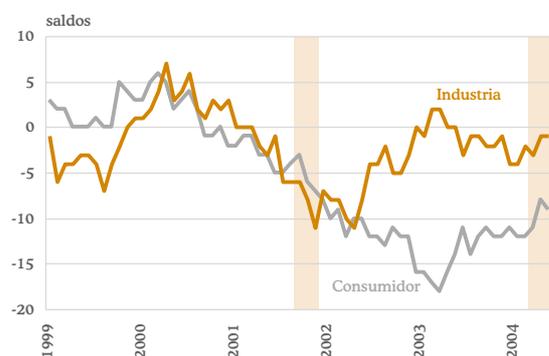
Sombrados, septiembre de 2001 y marzo de 2004
Fuente: BBVA

Gráfico 2.3.
Construcción no residencial y licitación



Sombrados los períodos con Elecciones Generales
Fuente: Eurostat, M^o de Fomento y BBVA

Gráfico 2.4.
España, indicadores de confianza



Sombrados, septiembre de 2001 y marzo de 2004
Fuente: Comisión Europea

mantendría en 2004 su proceso de convergencia real con el conjunto de la UEM. El PIB crecerá en 2004 el 2,5%, casi un punto más que en el conjunto de la UEM.

La Contabilidad Nacional del 1tr04, con un crecimiento anual del PIB del 2,8%, podría indicar que en 2004 se registrase un crecimiento superior al 2,5% en promedio previsto inicialmente. Pero, en marzo tuvieron lugar dos acontecimientos que han vuelto a centrar el balance de riesgos de la previsión de crecimiento del 2,5% en 2004. Se trata de los atentados terroristas de Madrid del día 11 de marzo y del cambio Gobierno.

En cuanto a los atentados terroristas, y asumiendo que no se repetirán sucesos de magnitud comparable, la evolución más reciente de los indicadores coyunturales no muestra cambios relevantes respecto a meses previos a marzo. Ello supondría que las consecuencias macroeconómicas de los atentados terroristas del día 11 de marzo serían muy reducidas. Sin embargo, el IA-BBVA² muestra un deterioro reseñable de sus previsiones a corto plazo desde su nivel de enero. Esta es una señal de riesgo bajista sobre la situación coyuntural de la economía española, aunque hay que tener en cuenta que el descenso del IA-BBVA no tiene por que ser consecuencia directa del 11-M, puede tratarse, por ejemplo, de una moderación ligada al estancamiento de la coyuntura europea.

En segundo lugar, el cambio en el Gobierno supondrá una modificación en algunas prioridades de la política presupuestaria que producirá, por lo menos en el corto plazo, un menor dinamismo del anticipado en el gasto en obra civil. Ello, frenará la actividad de este sector en 2004 más de lo estimado inicialmente como consecuencia del ciclo electoral. Con todo, éste sería un efecto transitorio, que podría más que compensarse en el futuro con un mayor gasto.

En principio, ambos acontecimientos constituyen choques de demanda, con incidencia limitada al corto plazo por el impacto de los atentados sobre la confianza de los agentes y del cambio de Gobierno por el inevitable retraso al cambiar las prioridades de la inversión pública. Sin embargo, también podrían tener un componente de oferta, con impacto mucho más duradero. Si la mayor incertidumbre e inseguridad tras los atentados se manifestara en un incremento estructural del gasto en seguridad o en medidas que dificultaran el comercio, entonces el impacto sería negativo. Asimismo, la incidencia relevante en la economía del cambio de Gobierno, dependerá de si opta por impulsar el proceso de liberalización de mercados y fomento de la competencia o por restringirlos adicionalmente.

Finalmente, la subida de los precios en dólares del crudo en las últimas semanas, hasta alcanzar niveles no registrados desde 1991, supone un riesgo bajista sobre la actividad y alcista sobre los precios si continúa a lo largo del segundo semestre del año. En un escenario central de paulatina moderación del precio del petróleo desde los 35 dólares de promedio por barril de Brent en mayo hasta 29 dólares en diciembre, se mantiene la previsión de crecimiento del 2,5% en 2004 y de ligero descenso de la inflación desde el 3% de 2003 al 2,9%. Si se mantiene el precio del petróleo entre 34 y 35 dólares por barril en el segundo semestre del año, el crecimiento podría reducirse entre dos y tres décimas sobre la previsión inicial, y las perspectivas inflacionistas aumentar entre una y dos décimas de punto. Para un mayor detalle, ver recuadro adjunto (El precio del petróleo y la economía española).

² Síntesis de diferentes variables de expectativas, actividad, gasto y empleo. Para mayor detalle: Balmaseda, M. y J. Cubero, "IA-BBVA, un indicador de actividad para la economía española". Situación España, marzo 2003. BBVA.

³ En términos comparativos, los daños causados por los atentados del 11 de marzo han sido de una magnitud económica muy inferior a los del 11 de septiembre de 2001. Según un estudio del profesor M. Buesa (Universidad Complutense), los atentados de Madrid han generado unas pérdidas de sólo el 0,02% del PIB español, entre 25 y 50 veces por debajo de las pérdidas en el PIB de EE.UU. por los atentados de Nueva York y Washington.

⁴ Una gran proporción de los cuestionarios de las encuestas de marzo estaban recogidos antes de los atentados.

11-M: efectos macroeconómicos no distinguibles, no necesariamente nulos

La información más reciente de los indicadores coyunturales refleja una incidencia muy limitada de los atentados del 11 de marzo³. Así, llama especialmente la atención que en abril⁴ mejoraran tanto la confianza de los hogares como la de las empresas industriales españolas, interrumpiendo prácticamente un año de estancamiento. Estos resultados contrastan con lo observado en 2001. Entonces, los atentados de Nueva York y Washington del 11 de septiembre tuvieron un efecto bajista sobre la confianza de los agentes económicos. Además, el alcance fue limitado y transitorio en los indicadores de confianza españoles, sin que supusiera un cambio de las tendencias previas de las variables de expectativas.

Los indicadores de gasto más recientes, como las matriculaciones de turismos, la tendencia de las reservas hoteleras para los próximos meses o el número de pernoctaciones hoteleras no mostraron, entre marzo y mayo, comportamientos estadísticamente significativos, ni en el conjunto de España ni en la Comunidad de Madrid. En cuanto a los indicadores relativos al mercado laboral, tanto el paro registrado por el INEM como las afiliaciones a la Seguridad Social mantuvieron sus registros de marzo y abril dentro de los rangos previstos.

Sin embargo, el indicador de estado de la economía IA-BBVA, muestra una caída de su nivel de una magnitud reseñable al ser la más intensa de los últimos meses. Hasta que no se disponga de la totalidad de los indicadores y por las posibles revisiones de datos ya conocidos (por ejemplo, en el Índice de Producción Industrial –IPI–), ligar el deterioro de las perspectivas del IA-BBVA entre enero y marzo a los efectos del 11-M es ciertamente tentativo, aunque supone una señal de riesgo a tomar en consideración. En este sentido, la correlación contemporánea entre el nivel trimestral del IA-BBVA y el crecimiento del PIB corregido de factores irregulares y estacionalidad es de 0,84.

¿Importa la confianza? sí, pero más el empleo

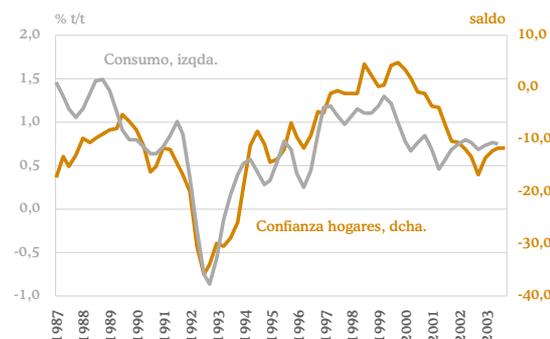
El canal más relevante a través del cual los atentados terroristas afectarían al crecimiento es la confianza del consumidor, cuyo deterioro moderaría el consumo de los hogares. Como es bien sabido, los determinantes fundamentales de la evolución del consumo en el largo plazo⁵ son la renta disponible de los hogares y su nivel de riqueza, tanto financiera como inmobiliaria. Variables como los tipos de interés reales, el desempleo o la confianza de los hogares no tienen incidencia en el comportamiento estructural del nivel de consumo. Las variables mencionadas, y los cambios de los determinantes de largo plazo, sí que tienen trascendencia en las variaciones del consumo en el corto plazo, aunque la importancia de las expectativas de los consumidores es marginal⁶.

Todo ello no quiere decir que el deterioro de la confianza tenga un efecto despreciable en el consumo ya que no es razonable pensar en un deterioro significativo de las expectativas de los hogares sin que se produjese un comportamiento similar en el resto de las variables explicativas del consumo: la riqueza y la renta disponible de los hogares a través, fundamentalmente, del empleo.

⁵ Se puede encontrar un repaso a los factores que afectan al consumo privado en España en: Balmaseda, M. y P. Tello, "¿Han cambiado los determinantes del consumo privado en España? Situación España, julio 2002. BBVA.

⁶ En Balmaseda y Tello (2002) se estima una función de consumo en la que la elasticidad del consumo privado a la confianza de las familias (medida con el indicador de la Comisión Europea) es significativa estadísticamente, aunque muy reducida, 0,0003, mientras que la elasticidad del crecimiento de la renta disponible se estima en 0,1548. También hay que considerar que la identificación y estimación de la relación de corto plazo es dependiente de las variables consideradas e incluso del período muestral. Por ejemplo, la inclusión o no del desempleo como variable explicativa del consumo en el corto plazo, incide en el valor del coeficiente de la confianza de los consumidores, e incluso en si resulta estadísticamente significativa.

Gráfico 2.5.
Consumo y confianza



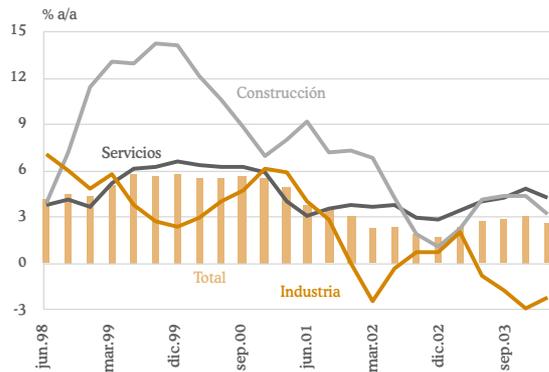
Fuente: Comisión Europea, INE y BBVA

Gráfico 2.6.
Empleo



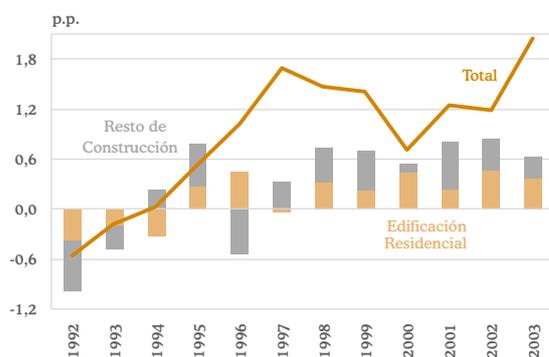
Fuente: INE, Mº de Trabajo y BBVA

Gráfico 2.7.
Ocupados EPA



Fuente: INE y BBVA

Gráfico 2.8.
España, contribuciones al diferencial de crecimiento con la UEM



Fuente: Eurostat, INE y BBVA
2003: para la construcción, datos hasta el tercer trimestre del año.

La capitalización de la bolsa española sigue evolucionando de acuerdo al comportamiento de los mercados internacionales⁷. En cuanto al precio de la vivienda, principal activo de los hogares, en el primer trimestre de 2004 creció por encima del 15%, en línea con las tasas de 2003.

En cuanto al mercado laboral, los datos de los primeros meses de 2004 han confirmado las perspectivas de desaceleración del empleo. La intensa desaceleración en la afiliación de extranjeros a la Seguridad Social a lo largo del año pasado y el estancamiento tanto del total de afiliaciones (en tasas de crecimientos cercanas al 3% anual) y del paro INEM, indicaban ya un freno en la mejora del empleo, que se ha reflejado también en la Encuesta de Población Activa (EPA). Así, la EPA del 1tr04 ha registrado una tasa de variación anual del empleo del 2,6%, 0,4 puntos menos que en el 4tr03 y la primera caída desde finales de 2002. Por sectores de actividad, sólo se acelera el empleo industrial, aunque mantiene tasas negativas de variación desde mediados de 2002. En cuanto a la población activa, registró su menor aumento anual (2,2%) desde el cambio de definición realizado en 2001, limitando el aumento de la tasa de paro (sólo dos décimas, hasta el 11,4%).

En este escenario, se mantienen las perspectivas de desaceleración del empleo en 2004 hasta una tasa cercana al 2,1% (en 2003 se registró un 2,7%). Hay que señalar que en 2003 continuó acelerándose el coste del trabajo, medido tanto a través de la Remuneración por Asalariado como con los Costes Laborales Unitarios. Incluso en términos reales (descontado el crecimiento del deflactor del PIB) la evolución de ambas variables es alcista, sobre todo en servicios y construcción. Todo ello resulta coherente con un escenario de menor aumento del empleo.

Finalmente, respecto a la evolución del mercado laboral, hay que destacar que la EPA tiene pendiente la adaptación a la estructura poblacional surgida del Censo de 2001 y del rápido aumento de los flujos de inmigración. Todo ello supondrá revisar las series conocidas desde 1997, lo que afectará a las expectativas sobre su evolución. Además, éste será un primer paso que culminará con el cambio de base de la Contabilidad Nacional, lo que supondrá la revisión tanto del nivel como del perfil de crecimiento del PIB, que pasará de la Base 1995 a la del año 2000. En este sentido, ajustes que aproximasen la evolución del empleo medido por la Contabilidad Nacional a la de la EPA, supondrían incrementar el crecimiento medio del PIB del periodo 1991-2002 desde el 2,6% al 3,2%.

2004, año electoral

El consumo de los hogares y la inversión en construcción han sido los componentes de la demanda en los que se ha acumulado el crecimiento diferencial de la economía española entre 1995 y 2003. El diferencial de crecimiento de ese periodo fue de 1,3 p.p., al que el consumo de los hogares contribuyó con 0,8 puntos y la inversión en construcción con 0,6 puntos. Así, casi la mitad del diferencial de crecimiento español de los últimos nueve años se acumula en la inversión en construcción. Además, no se trata sólo de un crecimiento más intenso de la edificación residencial, sino que también se ha registrado un crecimiento diferencial en la actividad no residencial: edificación industrial y de servicios (fundamentalmente de distribución comercial) e ingeniería civil (infraestructuras de transporte, obras hidráulicas). Según la desagregación difundida por Eurostat de la inversión en construcción entre edificación residencial y resto, resulta que la contribución de la construcción al diferencial de crecimiento español se divide equitativamente entre ambos subcomponentes, con 0,3 p.p. cada uno.

⁷ El IBEX 35 recuperó a comienzos de abril su nivel del 10 de marzo. Otros índices internacionales de referencia tuvieron en ese periodo un perfil similar, aunque sin registrar caídas tan acusadas en la semana del 15 al 19 de marzo.

El efecto del ciclo electoral (la intensificación de la actividad antes de los periodos electorales y la consiguiente ralentización posterior) ya hacía previsible a finales de 2003 que en 2004 se iba a intensificar la moderación de la actividad en ingeniería civil. En este sentido, la licitación pública cayó en 2003 el 13% en términos reales, lo que permite anticipar un menor crecimiento de la actividad de ingeniería civil en 2004⁸.

En este entorno, además, el cambio de Gobierno supone la alteración de las prioridades y de los planes vigentes hasta ahora de inversión en infraestructuras, como el Plan Hidrológico Nacional (PHN). El cambio de orientación del gasto público exige trámites administrativos que supondrán en el corto plazo un freno adicional al del ciclo electoral en la actividad de ingeniería civil en 2004.

Construcción residencial, un freno de demanda

El sector de edificación residencial se encuentra en una situación de tensiones de demanda como sugiere el hecho de que a pesar de incrementar su volumen de producción, los precios continúan creciendo a tasas elevadas. La inversión en edificación residencial creció el 7% en 2003, el mayor aumento desde 2000, mientras que los precios de las viviendas nuevas aumentaron el 14,5%, sólo dos puntos menos que en 2002, encadenándose así un periodo de crecimientos nominales continuados por encima del 10% desde comienzos de 2000.

Los ratios de accesibilidad de los hogares han continuado deteriorándose como consecuencia del mayor empuje alcista de los precios, que ha superado el efecto favorable de los descensos de los tipos de interés o del aumento de la renta salarial. En un sector cuya actividad está liderada por la demanda, y dentro de esta, la de los hogares residentes es la de mayor importancia, ello supone a medio plazo una perspectiva de desaceleración de los precios de las viviendas. Además, en los primeros meses de 2004, los ritmos de venta han continuado moderándose en algunos mercados, lo que pudiera llevar a una ralentización del ritmo de producción de viviendas en aquellas zonas más saturadas de oferta.

Impulso exterior, limitado por factores domésticos

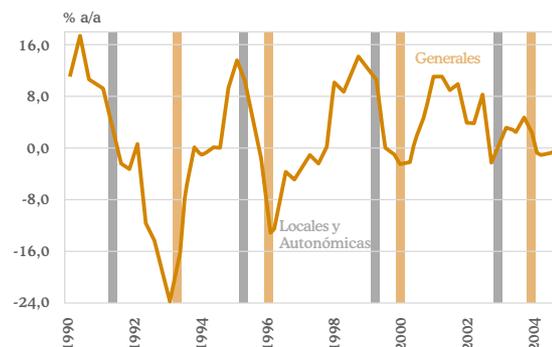
Con una aportación negativa al PIB de un punto porcentual, el entorno exterior tendrá en 2004 un efecto contractivo sobre la economía española, compensado por la prevista aceleración de la demanda interna. Este año se acelerará el PIB de la UEM por primera vez desde 2000, ello será acompañado del impulso, ya iniciado en 2003, del comercio mundial de bienes y de los mercados a los que se dirigen preferentemente los bienes españoles⁹. Sin embargo, en los últimos años, no se ha producido ninguna mejora relevante de la cuota de mercado de las exportaciones españolas de bienes. Como se observa en el gráfico adjunto, el impulso proporcionado a mediados de los años 80 por la entrada en la Comunidad Económica Europea (CEE) y a principios de los años 90 por las devaluaciones, permitió que las exportaciones de bienes españolas crecieran más que la demanda exterior. Sin embargo, desde 1998, ese comportamiento relativamente mejor de las exportaciones ha desaparecido, ajustándose al aumento de la demanda exterior. Esta etapa coincide con intensos aumentos de los precios relativos de la economía española frente a sus principales competidores, situación que supone un freno a la capacidad de crecimiento en el exterior de España, que ha de ser compensada bien con el control de márgenes o con mejoras en factores distintos a los precios.

⁸ Desde el momento de la licitación se supone un periodo medio de ejecución de entre 12 y 18 meses. La licitación creció en términos reales en 2002 el 12%.

⁹ La OCDE estima el crecimiento de los mercados potenciales de sus países miembros ponderando los datos y previsiones por el peso de cada país en el comercio exterior de la zona objetivo.

Gráfico 2.9.

El ciclo electoral Obra civil y elecciones



Fuente: M° de Fomento y BBVA

Gráfico 2.10.

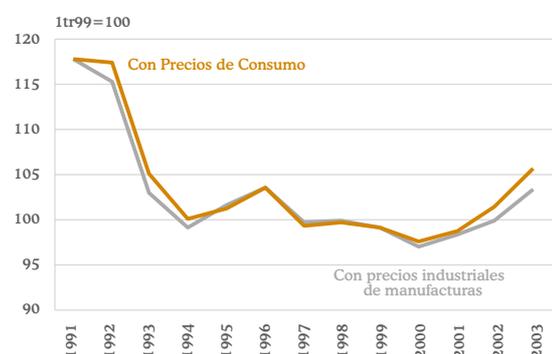
España, exportaciones de bienes y demanda exterior



Fuente: INE, OCDE y BBVA

Gráfico 2.11.

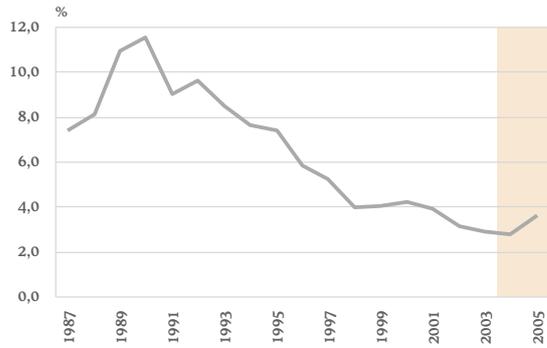
Tipo de cambio efectivo real frente a la OCDE



Fuente: Banco de España

Gráfico 2.12.

España, coste real de uso del capital



Fuente: BBVA

La inversión, cada vez más ligada al exterior, recibirá también un impulso positivo del mejor entorno internacional, todo ello en un entorno de condiciones financieras acomodaticias. Así, el coste real de uso del capital se reducirá de nuevo en 2004, situándose por segundo año consecutivo por debajo del 3%. Además las ratios de apalancamiento y de gastos financieros de las empresas estimados por la Central de Balances del Banco de España continuaron mejorando en 2003. Sin embargo, la evolución de los balances empresariales, dado el aumento del endeudamiento, puede suponer cierto freno a la evolución futura de la inversión. En este sentido, el descenso del peso de los gastos financieros en la cuenta de resultados de las empresas se debió exclusivamente al descenso registrado en los tipos de interés, ya que el mayor volumen de deuda supuso un incremento de su servicio. Este efecto se irá agotando paulatinamente en los próximos trimestres, ya que los tipos de interés de largo plazo repuntarán. Además, el tono de la recuperación europea podría ser menos intenso de lo previsto, lo que podría terminar afectando a las expectativas empresariales de expansión.

Nuevo Gobierno, choque de oferta

La actuación gubernamental afecta a la economía, además de por los impulsos transitorios que se puedan producir a través de la política fiscal, por los cambios que realice en la regulación de mercados específicos, en las reglas de competencia o mediante la inversión pública que se realice en educación. Las decisiones sobre estos asuntos generan efectos permanentes en la economía al afectar al proceso productivo, de forma positiva si facilitan el crecimiento de la actividad económica y del empleo sin alimentar desequilibrios de precios o de balance de empresas y familias.

La victoria del Partido Socialista Obrero Español (PSOE) en las Elecciones Generales del mes de marzo no supondrá un cambio radical del rumbo de la política económica. Así, existe un amplio consenso político sobre los efectos positivos en la economía del equilibrio presupuestario, si bien el nuevo Gobierno se propone su consecución a lo largo del ciclo económico, no cada año. Así, se pasaría del objetivo del déficit cero al de equilibrio estructural¹⁰, corregido del ciclo económico. Esto supone que si se aplica discrecionalmente una política fiscal expansiva en recesiones, se ha de compensar en expansiones (para un mayor detalle ver el capítulo 4, dedicado a la política fiscal). Además, se acometerá una reforma del sistema tributario buscando su simplificación a través de cambios en el número de tramos, tipos y deducciones de los impuestos de la renta y de sociedades.

Respecto a las políticas microeconómicas, se tratará de favorecer la innovación y la investigación en I+D para impulsar la productividad de la economía. Además, se reforzarán los organismos supervisores y de defensa de la competencia para limitar la intervención gubernamental en la economía.

Sin embargo, algunas de las propuestas del programa del nuevo Gobierno no apuntan precisamente en esa dirección de menor intervencionismo en la economía. En particular, el proceso de liberalización de los mercados de bienes y servicios, necesario para el avance de la eficiencia productiva, podría estancarse o incluso retroceder en el sector comercial. Esto ocurriría si se confirma una mayor restricción que la actual en lo relativo a los horarios comerciales, para los que con la legislación actual en 2005 estaba previsto su libre establecimiento¹¹.

¹⁰ En un año de crecimiento alto, los ingresos crecen más (los indirectos por el mayor consumo, las cotizaciones sociales por el crecimiento del empleo) y los gastos aumentan menos (por la evolución bajista de determinadas partidas "sociales" como los pagos por desempleo). Así, el objetivo de saldo cero de un año de fuerte crecimiento supone, al corregir los efectos anteriores, obtener un déficit estructural.

¹¹ En este sentido, el Fondo Monetario Internacional en su último informe sobre la economía española cuantifica el coste en términos de inflación y empleo que supone el establecimiento de barreras regionales en la distribución comercial.

En cuanto al mercado laboral, el programa electoral del PSOE incluye no realizar ningún tipo de reforma que no tenga el acuerdo de los agentes sociales, lo que prácticamente imposibilita reformas de calado como la del proceso de negociación colectiva, los costes de despido o las prestaciones por desempleo.

El mercado laboral y el reto de la productividad

La economía española muestra un balance impresionante de creación de empleo en los últimos años. Así, desde 1995 a 2003, el empleo, medido en términos equivalentes a tiempo completo, ha aumentado el 22%, el triple que en el resto de países del área del euro en el mismo periodo. Este mayor uso del factor trabajo en la economía se ha producido como consecuencia de la combinación de tres factores: la moderación salarial, las reformas legales en el mercado laboral, en las que cabe seguir avanzando, y la inmigración.

La moderación salarial ha reflejado un cambio de actitud en el comportamiento de los sindicatos, que se manifiesta en el descenso de la "agresividad salarial"¹² respecto a la de anteriores fases expansivas. Así, mientras en la primera, durante el periodo 1987-1991, el aumento del salario real se explica exclusivamente por la "agresividad salarial", en el periodo 1995-1998 fueron las positivas sorpresas de inflación (inflación observada inferior a la prevista) las que permitieron que la remuneración real no se redujera más. En 1999-2003 se produjo una recuperación del componente de "agresividad salarial", aunque sin alcanzar los valores de finales de los años 80. Se volvieron así a registrar demandas salariales superiores a las finalmente registradas únicamente como consecuencia de las sorpresas alcistas en inflación. De consolidarse esta situación, la moderación salarial, uno de los factores determinantes de la fase expansiva iniciada en la segunda parte de los años 90, perdería intensidad, factor de riesgo ante el bajo crecimiento de la productividad del empleo. En esta situación, la reforma de la negociación colectiva se hace más necesaria. Si se amplía la capacidad negociadora de las partes en el nivel empresarial frente al sectorial y autonómico, eliminándolo incluso, se favorecería una mayor adecuación de los salarios a la productividad empresarial. Esta es una condición que favorecería el aumento del empleo.

En cuanto a las reformas legales del mercado laboral, han afectado fundamentalmente a los mecanismos de entrada y salida del mismo: modalidades de contratación y coste y regulación del despido¹³. Las decisiones que se aborden en este campo pueden ser muy relevantes, sobre todo en aspectos como la temporalidad, que se redujo intensamente en el sector privado tras la aprobación en el año 1997 del contrato indefinido de fomento de empleo, con un menor coste de despido. Entre 1998 y 2000, la tasa de temporalidad de los asalariados del sector privado cayó en cuatro puntos porcentuales, una intensidad nunca registrada. A la vez, la tasa de temporalidad en el sector público mantiene una tendencia de aumentos (16,1% en 1995 y 22,7 en 2003) que frena el descenso de este ratio para el conjunto de la economía.

Según la EPA, una cuarta parte del empleo generado desde 2000 está desempeñado por inmigrantes, lo que ha supuesto una desregulación de facto del mercado laboral. La disponibilidad de un flujo de trabajadores sin restricciones de movilidad geográfica y con demandas salariales relativamente bajas respecto a las de la población nativa, ha contribuido a satisfacer el aumento de demanda de empleo, especialmente intensa en determinados sectores como la construcción.

¹² El diferencial entre el crecimiento de la remuneración real por asalariado y la sorpresa sobre las expectativas de inflación.

¹³ Finalmente, en 2002, en línea con las recomendaciones de la UE para la consecución de los objetivos de Lisboa, se aprobaron algunas medidas para que las prestaciones por desempleo supusieran un mayor incentivo de los desempleados para la actividad.

Gráfico 2.13.

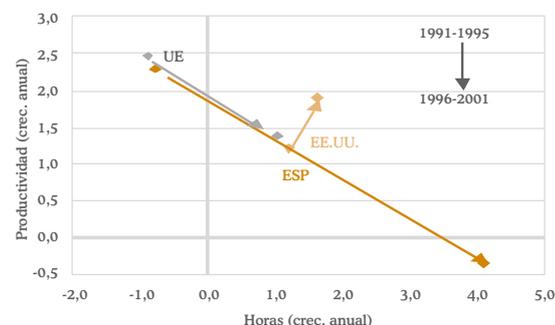
Salarios reales y agresividad salarial



Fuente: BBVA

Gráfico 2.14.

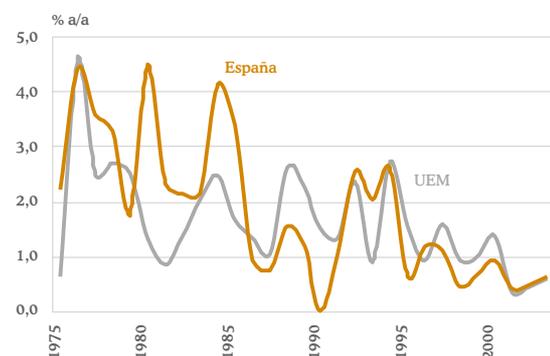
Contribución de la productividad y de las horas al crecimiento del PIB



Fuente: Timmer et al. (2003) y Comisión Europea

Gráfico 2.15.

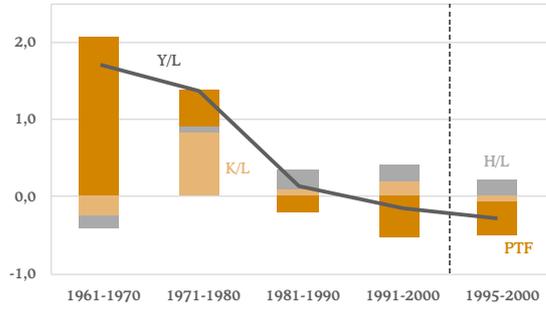
Productividad aparente del trabajo



Fuente: Comisión Europea y BBVA

Gráfico 2.16.

Productividad, diferencial de España respecto de la UEM



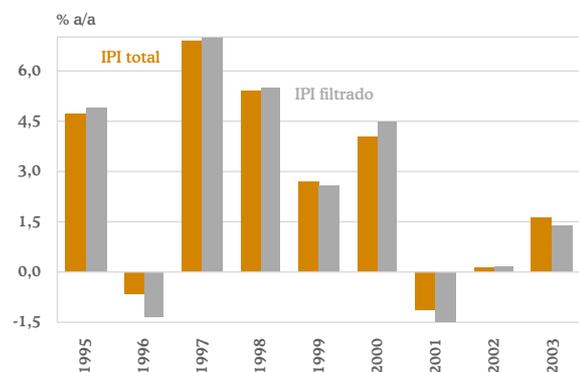
Fuente: Comisión Europea y BBVA

Sin embargo, el mayor uso del empleo no se ha combinado con su uso más eficiente para desplazar la frontera de producción de la economía, concepto que se puede aproximar con el PIB potencial. La experiencia europea, en general, y la española en particular, muestra una sustitución entre productividad y horas trabajadas, en contra de lo ocurrido en EE.UU., economía que ha conseguido combinar el uso de más recursos de un modo más eficiente.

Se puede descomponer la productividad aparente del trabajo (Y/L) en las aportaciones del capital físico por empleado (K/L), de la calidad del capital humano (H/L) y de la PTF (productividad total de los factores), la parte del crecimiento de la productividad que no puede ser explicada por el resto de factores y que se puede asimilar a la eficiencia o progreso tecnológico. Como se observa en el gráfico adjunto, el paulatino deterioro del diferencial de productividad de España respecto de la UEM se ha producido como consecuencia del uso menos eficiente del empleo, ya que el capital humano contribuye positivamente y la dotación de capital por empleado tiene una aportación prácticamente nula.

¿Se detecta el “efecto bisiesto” en el crecimiento?

El efecto del calendario laboral en el IPI



Fuente: INE y BBVA

¿Efecto bisiesto?

Estimación de un modelo ARIMA para el PIB

| Variable | Variable Dependiente: $\Delta \ln \text{PIB}$ | | | |
|--------------------------|---|---------------------------|---------------|-------|
| | Coefficiente | Desv. Estándar | Estadístico t | Prob. |
| $\Delta \text{BISIESTO}$ | 0,002 | 0,002 | 1,23 | 0,22 |
| $\Delta I2tr86$ | 0,027 | 0,004 | 7,02 | 0,00 |
| $\Delta I4tr90$ | 0,037 | 0,004 | 9,47 | 0,00 |
| AR(2) | 0,680 | 0,079 | 8,57 | 0,00 |
| MA(3) | 0,473 | 0,099 | 4,79 | 0,00 |
| R Cuadrado Ajust.: 0,55 | | Durbin-Watson stat.: 1,96 | | |

Fuente: BBVA

Parece razonable que al ser 2004 un año bisiesto, con 366 días, uno más que 2003, la actividad económica sea, a igualdad de todo lo demás, aproximadamente el 0,3% mayor que un año no bisiesto. Esta cifra es el porcentaje de tiempo de más que supone el día de más del año bisiesto. Sin embargo, hay otros factores a tomar en consideración dentro de lo que se puede denominar genéricamente como efectos de calendario en la economía. Así, hay que considerar también que los festivos y periodos vacacionales tienen un efecto distinto al de los días laborables, o incluso, que éstos entre sí también generan efectos específicos en la actividad. Esto ocurre, por ejemplo, en el Índice de Producción Industrial (IPI), en el índice de ventas minoristas o en las pernoctaciones hoteleras. Además el signo de la incidencia del calendario es distinto según la variable de que se trate. Los fines de semana y periodos vacacionales suponen una menor actividad en la industria, la construcción, el sector público o la distribución comercial (sobre todo si hay limitaciones en los horarios de apertura). Sin embargo, facilitan una mayor actividad en sectores ligados al ocio: hoteles, restaurantes, cultura o transporte. A priori, dado el mayor peso en el PIB de las actividades “no festivas”, un mayor número de festivos supondría una menor actividad. En este sentido, en 2004 en España hay fijados entre lunes y viernes seis festivos de carácter nacional, uno más que en 2003. Así, el efecto bisiesto y el del número de festivos en día laborable tendrían signo contrario sobre el nivel de actividad de 2004 y, por tanto, sobre el crecimiento previsto respecto a 2003.

En el ámbito de las Cuentas Nacionales no se puede distinguir la incidencia del bisiesto sobre el nivel de actividad ya que por convenio¹ se establece que las cifras trimestrales y anuales han de tener consistencia temporal. Es decir, el PIB anual ha de ser la suma del de los cuatro trimestres del año, cifra que además es la misma independientemente de las correcciones realizadas en la variable trimestral. El nivel anual del PIB bruto (no corregido) es el mismo que el del PIB corregido de variaciones estacionales y efectos del calendario, algo que no ocurre por ejemplo con el IPI. El IPI de un año no coincide necesariamente con la variable filtrada, corregida del efecto del bisiesto (en su caso), del número de días laborables, festivos y vacaciones (gráfico 1).

Para tratar de estimar el efecto del bisiesto sobre el PIB se puede partir del factor estacional y de calendario estimado por el INE². En esta serie de tiempo no resulta estadísticamente significativa una variable que recoja el efecto del bisiesto³. Este resultado es el esperado dada la restricción de coherencia temporal seguida en la elaboración de la Contabilidad Nacional. Alternativamente, se puede estimar un modelo ARIMA para el PIB no corregido, incluyendo una intervención específica del año bisiesto. En este caso tampoco se consigue que ésta variable resulte estadísticamente significativa⁴.

En síntesis, el efecto del año bisiesto sobre el crecimiento es teóricamente positivo, pero también es estadísticamente no significativo, tanto por la coherencia temporal de la medición del PIB como por la incidencia de otros efectos de calendario.

¹ Manual de Contabilidad Nacional de acuerdo al Sistema Europeo de Cuentas, SEC 95.

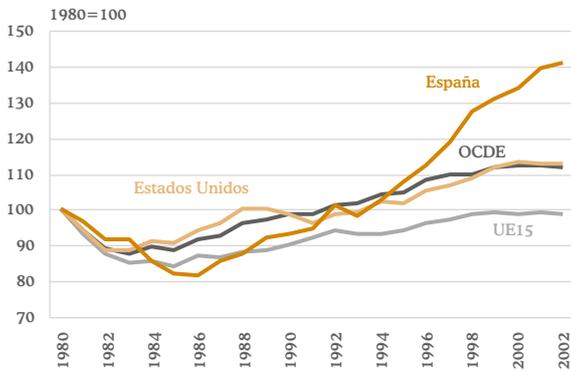
² Este factor es el cociente del PIB bruto y del desestacionalizado y corregido de variaciones estacionales.

³ Se estima un modelo ARIMA al que se añade una variable representativa del bisiesto.

⁴ La probabilidad de que el efecto del bisiesto sobre el crecimiento sea estadísticamente nulo supera el 20% en cualquiera de los modelos estimados.

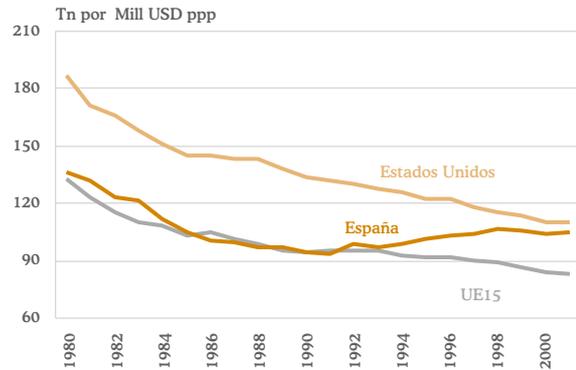
El precio del petróleo y la economía española

Consumo de petróleo



Fuente: British Petroleum

Consumo de petróleo por unidad de PIB



Fuente: estimación BBVA con datos de British Petroleum, Groningen Growth&Development Centre y OCDE

Las oscilaciones del precio del petróleo afectan a la actividad y al nivel de precios de la economía tanto a través de la producción (oferta) como del gasto de los agentes económicos (demanda). Por una parte, el uso del petróleo como *input* energético y, además, como materia prima básica de la industria química, hace que la variación de su precio afecte a la estructura de costes de la totalidad del proceso productivo, y por tanto al nivel de actividad y de precios. También, la transferencia de recursos desde los países importadores a los productores de petróleo afecta a la renta disponible de los agentes económicos, lo que incide en su nivel de gasto de consumo e inversión. Finalmente, también existe un efecto indirecto sobre el gasto por los cambios en las expectativas de los agentes.

Consumo de petróleo: crecimiento económico y precio

En 2002, el consumo mundial de petróleo fue un 18% superior al de 1980, promedio resultante de las dispares evoluciones de distintas áreas económicas. Así, en el conjunto de la OCDE el aumento fue del 12%, mientras que en la Unión Europea el consumo anual de 2002 fue el 1% inferior al de 1980. Sin embargo, en algunos países asiáticos (India, China, Corea del Sur) se han producido incrementos de entre el 200% y el 300% en su consumo anual de crudo en el periodo mencionado. Los factores que explican estas evoluciones tan dispares son tres. En primer lugar, el crecimiento económico; un mayor nivel de producción presiona la demanda de petróleo. En este sentido, el desarrollo de las economías emergentes, con el creciente dinamismo de grandes países como China o India, se basa en la producción de bienes, intensiva en el uso de energía frente a las actividades de servicios, de mayor peso en los países desarrollados. En segundo lugar, el consumo de petróleo se ve influido por la eficiencia en su uso, y finalmente, por la mayor o menor utilización de fuentes energéticas o materias primas alternativas al crudo.

Estos factores están relacionados con la evolución del precio del crudo, variable determinante de la cantidad demandada igual que en cualquier producto o servicio. Además, la difícil sustitución por otros recursos energéticos en un periodo corto de tiempo hace que la elasticidad de la demanda de crudo a su precio sea relativamente baja, lo que amplifica el efecto sobre la renta de los agentes de oscilaciones en su precio.

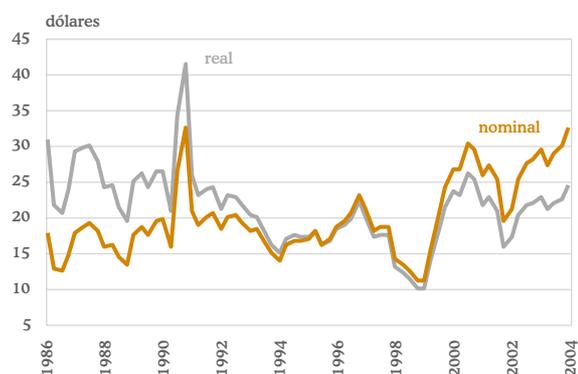
En el caso de la economía española, el consumo anual de petróleo fue en 2002 el 40% mayor que en 1980, muy superior, por ejemplo, al 13% de aumento registrado en Estados Unidos y al descenso mencionado para el conjunto de la Unión Europea. Además, aunque España ha registrado un crecimiento relativo respecto al conjunto de la UE, este factor no basta para explicar el mayor consumo relativo de petróleo en España.

Desde 1980 se está reduciendo el consumo de petróleo por unidad de PIB tanto en el conjunto de la UE como en Estados Unidos. En la UE en 2001 se consumían 83 toneladas de petróleo para obtener un millón de dólares de PIB, el 37% menos que en 1980. En EE.UU. el consumo era de 110 toneladas, el 40% menos que en 1980. En España, las cifras respectivas son de 104 toneladas y un descenso del 23%. Sin embargo, desde principios de la década de los años 90, y a diferencia de lo ocurrido en el conjunto de países desarrollados, España ha aumentado paulatinamente el consumo de petróleo por unidad de PIB. Con ello, el consumo relativo español de petróleo se ha ido alejando de las cifras promedio de la UE para acercarse a las de EE.UU. De mantenerse las tendencias de mayor intensidad en el uso del crudo en España y menor en EE.UU., en pocos años, el consumo de petróleo por unidad de *output* sería mayor en nuestro país.

La magnitud del choque. El precio del petróleo

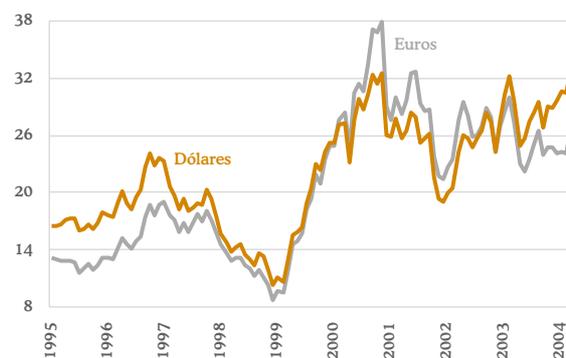
En el mes de mayo el precio del barril de petróleo tipo Brent se ha situado en 35,5 dólares, cotización no registrada desde finales de 1990. Sin embargo, en términos reales los precios actuales son significativamente inferiores a los de ese

Precio del barril de Brent en dólares



Fuente: Datastream, INE y BBVA

Precio del barril de Brent



Fuente: Datastream y BBVA

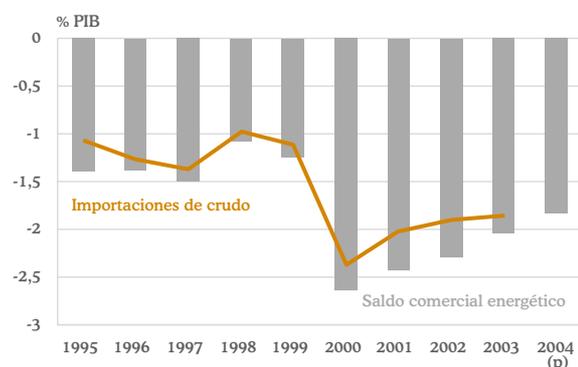
momento. En este sentido, si se corrige por el deflactor del PIB, el precio actual del barril de Brent sería de 26 dólares, 15 menos que en el cuarto trimestre de 1990.

Además, la magnitud de la actual subida del precio del crudo está siendo moderada también por la fortaleza del euro frente al dólar. El mismo barril de petróleo que cuesta 35,5 dólares, la cifra más alta de 13 años, vale 29,6 euros, ocho menos que en noviembre de 2000. Entonces, se necesitaban 1,16 euros para comprar un dólar, ahora bastan 0,83 euros.

La magnitud del choque actual sobre la economía española

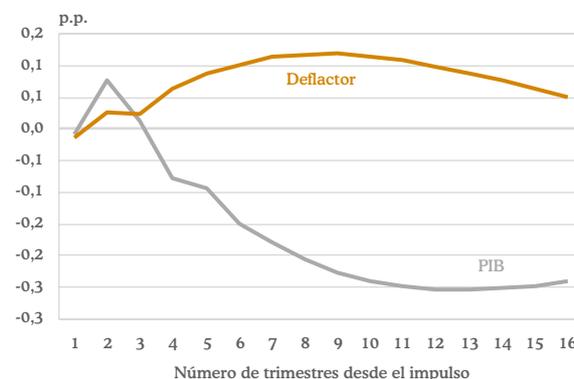
Una subida de los precios del petróleo sobre el escenario inicial de 2004 supone una mayor transferencia de renta desde la economía española a las economías exportadoras, lo que se ve favorecido además por la baja elasticidad de la demanda energética en el corto plazo. En este sentido, el valor de las compras de petróleo ha oscilado en los últimos cinco años alrededor del 2% del PIB, previéndose para 2004 un déficit comercial energético del 1,8%, inferior al 2,1% registrado en 2003. En caso de mantenerse los precios del crudo en el promedio de abril-mayo (34 dólares por barril), el déficit comercial energético se incrementaría, a igualdad de todo lo demás, en 0,3 puntos porcentuales sobre la estimación inicial de 1,8 puntos. Ello reduciría en esa magnitud la renta disponible de la economía, y supondría un freno al consumo de los hogares y a la inversión empresarial. En un contexto dinámico en el que se considere el efecto inducido del petróleo sobre actividad y el nivel de precios de la economía, así como su interacción, resultaría que por cada tres dólares de subida del precio del barril de petróleo sobre el nivel del 1tr04 (32,6 dólares) se produciría un descenso de dos décimas del PIB sobre el escenario central y un aumento de los precios de 0,1 pp. El efecto sería así más intenso sobre actividad que sobre inflación, y en todo caso sería más acusado en el segundo y tercer año tras el choque que en el corto plazo.

Déficit energético de la economía española



Fuente: INE y BBVA

Respuesta en actividad y precios a un impulso alcista en los precios del petróleo del 10%



Fuente: BBVA

Comercio al por menor, restricciones al por mayor

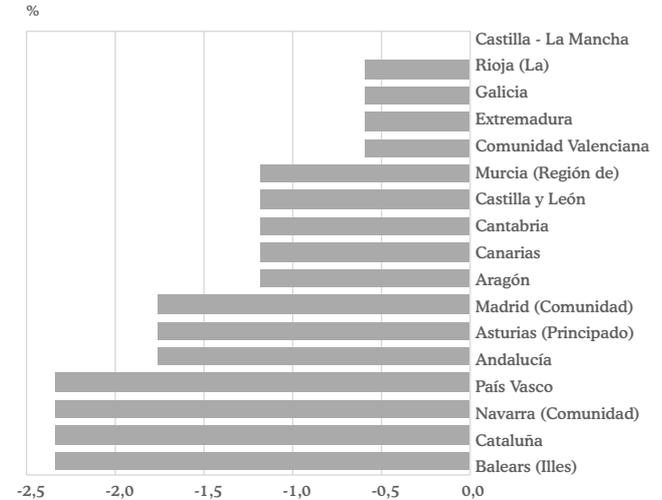
Requisitos para la concesión de la segunda licencia autonómica a grandes establecimientos comerciales

| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | Total |
|----------------------|---|---|---|---|---|---|---|-------|
| Baleares | x | x | x | | | | x | 4 |
| Cataluña | x | | | | x | x | x | 4 |
| Navarra | x | | | x | x | | x | 4 |
| País Vasco | x | x | x | | | | x | 4 |
| Andalucía | x | | | x | | | x | 3 |
| Asturias | | | | x | x | | x | 3 |
| Madrid | x | | | x | x | | | 3 |
| Aragón | x | | | | | | x | 2 |
| Canarias | x | | | | | | x | 2 |
| Cantabria | | | | x | | | x | 2 |
| Castilla y León | x | | | | | | x | 2 |
| Murcia | x | | | x | | | | 2 |
| C. Valenciana | x | | | | | | | 1 |
| Extremadura | x | | | | | | | 1 |
| Galicia | x | | | | | | | 1 |
| Rioja | x | | | | | | | 1 |
| Castilla - La Mancha | | | | | | | | 0 |

1: Gran establecimiento en función del municipio. 2: Gran establecimiento según distintos criterios. 3: Gran establecimiento dependiendo de la propiedad. 4: Restricciones especiales a los establecimientos de "descuento duro". 5: Limitaciones especiales a establecimientos "medianos". 6: Exigencia de un plan de viabilidad. 7: Moratorias a nuevos establecimientos.

Fuente: Tribunal de Defensa de la Competencia

Efecto de la regulaciones territoriales en el nivel de empleo del sector servicios



La magnitud del efecto estimado es sensible a la especificación de las variables que recogen la regulación en las CC.AA.

Fuente: BBVA

En España existió plena libertad de horarios, para la apertura y cierre de locales comerciales, entre mayo de 1985 y diciembre de 1993. Como consecuencia del conflicto de competencias planteado por la legislación de distintas Comunidades Autónomas (CC.AA.) y con la excusa de la situación de crisis, el Gobierno reguló los horarios permitiendo que las CC.AA. limitaran la apertura en festivos. Se estableció un mínimo de ocho días de apertura al año y de 72 horas de actividad en la semana laboral, aunque con detalladas excepciones para determinados establecimientos (gasolineras, floristerías, pastelerías, etc.) y áreas geográficas (turísticas) definidas por cada CC.AA. En enero de 1996 la Ley de Ordenación del Comercio Minorista retrasó a 2001 la posibilidad de volver a la plena libertad de horarios comerciales, condicionada además al acuerdo del correspondiente Gobierno Autónomo. Finalmente, en 2000, el Gobierno volvió a retrasar hasta 2005 la plena libertad de horarios comerciales, aunque permitiéndola para los pequeños establecimientos independientes¹. Además, se amplió el mínimo de horario y festivos de apertura, aunque esto último paulatinamente, a un ritmo de uno por año hasta 12.

La actual descentralización legislativa supone la multiplicación de regulaciones territoriales sobre el sector de la distribución comercial. Según la tipología desarrollada por el Tribunal de Defensa de la Competencia, existen siete clases distintas de requisitos (ver cuadro adjunto) que los Gobiernos Autonómicos exigen para conceder la segunda licencia, que además de la municipal, se exige para autorizar la apertura de "grandes establecimientos". Este enfoque intervencionista, que mediante "incentivos" administrativos trata de diseñar qué oferta comercial es la más conveniente para satisfacer las demandas de los consumidores², ha supuesto una limitación de la competencia que favorece el poder de mercado de empresas ya instaladas y la consolidación de monopolios locales.

Es difícil cuantificar el coste que en términos de empleo puede suponer la menor eficiencia del mercado de la distribución comercial por las regulaciones territoriales. El FMI³, estimando un modelo de datos de panel para las 17 CC. AA. entre 1995 y 2001, encuentra evidencia de un menor aumento del empleo como consecuencia de las regulaciones existentes. Según sus cálculos "... en promedio, imponer uno de los siete tipos de barreras identificados en el informe del Tribunal de Defensa de la Competencia incrementa la inflación y rebaja el empleo en el largo plazo en 0,1 pp y 10% respectivamente; los costes son mucho mayores para las regiones más restrictivas (Baleares, Cataluña, Navarra y País Vasco)."

Replicando este ejercicio para el periodo reciente con datos de empleo del sector servicios de la EPA, los resultados obtenidos avalan estadísticamente el efecto negativo de las regulaciones aplicadas en el sector de la distribución comercial, siendo más intenso en las CC.AA. con mayor grado de intervención.

¹ Definidos como aquellos no pertenecientes a grupos de distribución e inferiores a 300 metros cuadrados de superficie de venta.

² La única encuesta a consumidores sobre la regulación del sector comercial fue realizada por la Organización de Consumidores y Usuarios (OCU) en 2003 entre sus asociados. Tres de cada cuatro encuestados pedían el restablecimiento de la libertad de horarios vigente hasta 1993 y que además se extendiera a otras actividades (Administración y sistema financiero).

³ "A tentative Assessment of the Costs of Regional Restrictions". FMI, feb-2004. Spain Report for the 2003 Article IV Consultation.

3. Precios y salarios

Vuelve la inflación

La inflación se situó en marzo en el 2,1%, la tasa más reducida de los últimos cinco años. Este descenso se produjo también, más o menos intensamente, en distintos indicadores de inflación de los precios de consumo. Así, el IPC pasó de crecer el 3,7% en el primer trimestre de 2003 al 2,2% en el mismo periodo de 2004; el IPSEBENE pasó del 3,2% al 2,3% y el IPC Tendencial BBVA del 3,3% al 2,5%. Esta caída, cercana al punto porcentual en los indicadores subyacentes de inflación y de 1,5 p.p. en el IPC total, se ha producido por la combinación favorable de distintos factores. En primer lugar, la intensa apreciación del euro, especialmente frente al dólar, lo que modera el coste de las importaciones, particularmente de las energéticas. Así, el euro pasó de cotizar a 1,00 dólares en el 4tr02 a 1,25 en el promedio del 1tr04. Los precios del crudo en dólares se redujeron lo largo de 2003 desde los 32 dólares por barril en febrero a cerca de 28 en noviembre, intensificando el efecto favorable del tipo de cambio, resultando una caída del precio en euros del Brent en ese periodo del 17%. Desde entonces, sin embargo, se ha producido un repunte de los precios del crudo hasta alcanzar en mayo un promedio de 35,5 dólares por barril.

El tipo de cambio ha facilitado también la caída registrada en los precios de consumo de las manufacturas. Los precios de productos como el vestido y el calzado tan sólo aumentaron el 1,1% en el primer trimestre del año, la tercera parte del incremento promedio registrado en los cinco años anteriores. La moderación de 2003 en la inflación del conjunto de bienes de consumo no duradero ni alimenticio también se vio favorecida por el redondeo alcista que sufrieron sus precios en 2002 al convertirse de pesetas a euros. Este fenómeno supuso una subida excepcional de la inflación de 2002 y de la percepción subjetiva de los hogares sobre la evolución de los precios¹.

En cuanto al resto de bienes de la cesta del IPC, los alimentos, por su parte, no sufrieron restricciones de oferta relevantes que repercutieran sobre sus precios, lo que moderó a lo largo de 2003 sus cifras de inflación, que pasaron del 4,8% al 4% desde el 1tr03 al 1tr04. Final-

¹ Para un análisis detallado, ver: "El efecto del canje del euro en el IPC", Recuadro 5.5, pág. 125. Informe Económico 2002. BBVA.

Gráfico 3.1.

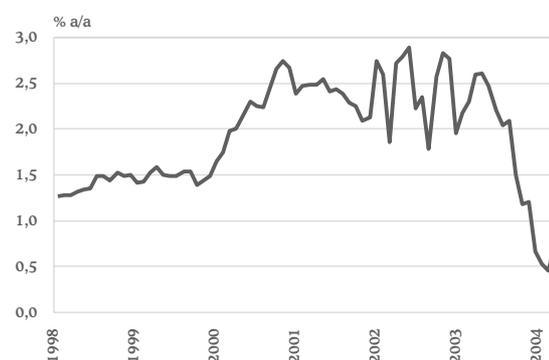
Inflación



Fuente: INE y BBVA

Gráfico 3.2.

Inflación, bienes industriales no energéticos



Fuente: INE y BBVA

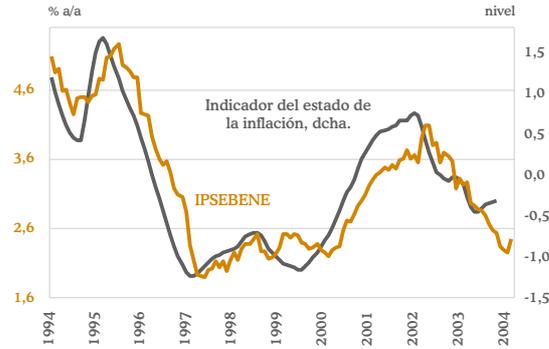
Cuadro 3.1. Inflación

| | IPC General | | | IPSEBENE | | | IPC residual | | | IPC tendencial | | |
|--------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|------------|------------|----------------|------------|------------|
| | 2003 | 2004 | 2005 | 2003 | 2004 | 2005 | 2003 | 2004 | 2005 | 2003 | 2004 | 2005 |
| ene | 3,7 | 2,3 | 3,2 | 3,2 | 2,3 | 3,0 | 4,9 | 1,9 | 3,5 | 3,3 | 2,5 | 3,0 |
| feb | 3,8 | 2,1 | 3,3 | 3,3 | 2,3 | 3,1 | 5,3 | 1,2 | 4,0 | 3,3 | 2,5 | 3,0 |
| mar | 3,7 | 2,1 | 3,1 | 3,2 | 2,2 | 3,2 | 4,7 | 1,3 | 3,5 | 3,3 | 2,4 | 3,0 |
| abr | 3,1 | 2,7 | 2,8 | 3,3 | 2,4 | 2,9 | 2,6 | 3,2 | 2,3 | 3,4 | 2,5 | 3,0 |
| may | 2,7 | 3,5 | 2,7 | 3,0 | 2,9 | 2,9 | 0,8 | 5,6 | 2,0 | 3,3 | 2,6 | 3,0 |
| jun | 2,7 | 3,4 | 2,7 | 2,9 | 2,9 | 2,9 | 1,4 | 5,6 | 2,0 | 3,2 | 2,7 | 3,0 |
| jul | 2,8 | 3,0 | 2,9 | 2,9 | 2,9 | 2,9 | 2,1 | 4,3 | 2,5 | 3,1 | 2,6 | 3,0 |
| ago | 3,0 | 3,0 | 2,8 | 2,9 | 3,0 | 2,9 | 3,0 | 4,2 | 2,5 | 3,0 | 2,6 | 3,0 |
| sep | 2,9 | 2,9 | 2,9 | 2,8 | 2,9 | 2,9 | 2,7 | 3,5 | 2,7 | 3,0 | 2,6 | 3,0 |
| oct | 2,6 | 3,0 | 2,8 | 2,6 | 3,0 | 2,8 | 2,1 | 3,5 | 2,7 | 2,8 | 2,8 | 2,9 |
| nov | 2,8 | 3,1 | 2,8 | 2,6 | 3,1 | 2,8 | 3,1 | 3,7 | 2,8 | 2,7 | 2,9 | 2,9 |
| dic | 2,6 | 3,0 | 2,9 | 2,5 | 3,2 | 2,8 | 2,6 | 3,3 | 2,8 | 2,6 | 2,9 | 2,9 |
| media | 3,0 | 2,9 | 2,9 | 2,9 | 2,8 | 2,9 | 2,9 | 3,4 | 2,8 | 3,1 | 2,6 | 3,0 |

Fuente: INE y previsiones BBVA

Gráfico 3.3.

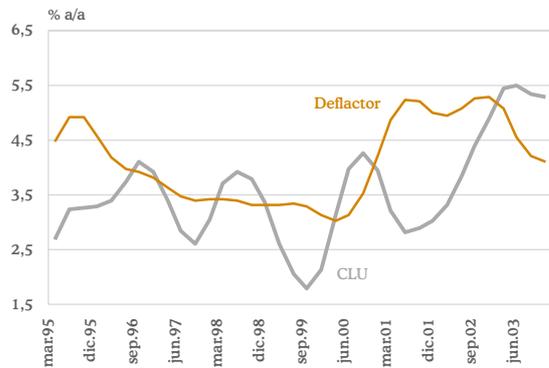
Inflación: IPSEBENE e indicador de estado BBVA



Fuente: INE y BBVA

Gráfico 3.4.

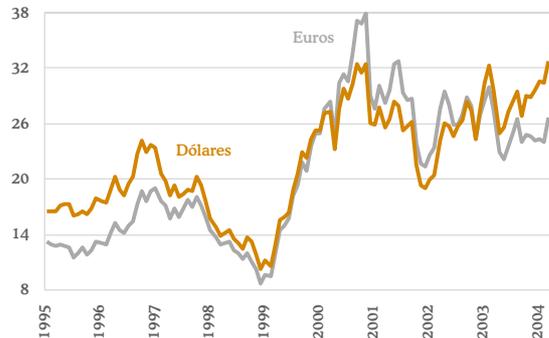
Servicios de Mercado



Fuente: INE y BBVA

Gráfico 3.5.

Precio del barril de Brent



Fuente: Datastream y BBVA

mente, el precio de los servicios, el componente de mayor peso en la cesta del IPC y de menor volatilidad, se desaceleró únicamente dos décimas, desde el 3,8% al 3,6%, en el periodo mencionado.

Sin embargo, la inflación se encuentra a comienzos del segundo trimestre de 2004 en un punto de giro alcista como consecuencia del cambio del signo o de la magnitud de algunos de los factores descritos y de la incidencia de otros, no mencionados hasta ahora, como la evolución de los costes laborales. A muy corto plazo, desaparecerá el favorable efecto base de los altos precios del crudo en el primer trimestre de 2003, consecuencia de la incertidumbre ante la guerra de Iraq. Además, los altos precios del petróleo (superiores a 32 dólares el barril de Brent desde comienzos de marzo), acompañados por la apreciación del dólar (que podría haber dejado atrás sus mínimos respecto al euro) acentuará el “salto” inflacionista del segundo trimestre de 2004. Así, en este periodo, la tasa de variación del IPC podría superar el 3,0%.

La pasada caída de la inflación, no sólo la de los precios de consumo, sino también la registrada en el crecimiento de los deflatores del PIB o del consumo de los hogares, se ha producido a pesar de que los costes laborales se aceleraron de nuevo en 2003. Los costes laborales unitarios crecieron el 3,6%, tres décimas más que en 2002 y la remuneración por asalariado se aceleró por cuarto año consecutivo, con un crecimiento en 2003 del 4,2%. Todo ello, unido a que la productividad aparente del empleo se mantuvo estancada en el entorno del 0,5%, implica que la desaceleración de los precios ha sido consecuencia de la contracción de márgenes², no sólo de la industria, sector expuesto a la competencia tanto en el mercado exterior como en el doméstico, sino también en los servicios de mercado, lo que no ocurría desde 2000.

El recurso a la contracción de márgenes empresariales es insostenible indefinidamente. Esta merma de la competitividad empresarial tiene costes en términos de actividad, incidiendo directamente sobre la capacidad inversora y de generación de empleo de las empresas. La prórroga en 2004 del Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva, acuerdo de rentas entre los agentes sociales que establece una subida salarial del 2% más un margen de acuerdo a las mejoras de productividad, hace prever que no habrá cambios relevantes sobre las subidas acordadas en 2003 (3,5% en convenios colectivos). En todo caso, es previsible que las cláusulas de salvaguardia tengan un efecto alcista similar al registrado en 2003. La desviación entre la inflación de diciembre y la referencia del 2% fue de 0,6 puntos en 2003, cifra cercana a la que se registrará en 2004. En 2002 la desviación fue de 1,4 puntos.

En este contexto, el acusado deterioro de factores inflacionistas “exteriores” (tipo de cambio del euro con perspectivas de depreciación, riesgo alcista en los precios del petróleo y subidas del resto de materias primas) y el más moderado, pero persistente, incremento de los costes internos se traduce en un incremento de las perspectivas inflacionistas españolas. En este sentido, el Indicador de Estado de la inflación elaborado por el SE de BBVA, registraba ya en sus datos de finales de 2003 un aumento que estaría adelantando el incremento de las tensiones inflacionistas que aparecerán en los próximos meses en los índices habituales. Como se observa en el gráfico adjunto, el Indicador de Estado de la inflación BBVA ha adelantado en los últimos años los puntos de giro de la variación del IPSEBENE.

Se prevé que el IPC crezca en 2004 el 2,9%, una décima menos que en 2003, pero con un perfil interanual en el que las cifras de inflación más bajas se han registrado ya. Para el IPC Tendencial BBVA se prevé una aceleración más intensa entre 2004 y 2005. El diferencial de infla-

² Se aproxima su evolución por la brecha entre el crecimiento del Coste Laboral Unitario y el deflactor correspondiente.

ción con el conjunto de la UEM sería en 2004 ligeramente inferior al 1% registrado en 2003.

Actualmente, el riesgo alcista más relevante sobre el escenario inflacionista es la evolución de los precios del crudo. El petróleo se está viendo afectado en las últimas semanas por crecientes tensiones geopolíticas, elemento que se añade al recorte de cuotas de producción de la OPEP y al bajo nivel de reservas de productos refinados. Con todo, en la UEM, el impacto alcista sobre la inflación de los precios del petróleo (y en mayor o menor medida también, del resto de materias primas) está siendo moderado por la fortaleza del euro. En marzo y abril los precios en dólares del crudo alcanzaron niveles superiores a 32 dólares, cifra no alcanzada desde el tercer trimestre de 1990 y de 2000. Sin embargo, el mismo barril de Brent costó en abril 27,5 euros, 10 menos que en el tercer trimestre de 2000.

El tipo de cambio del euro respecto al dólar está moderando el efecto del choque petrolero sobre la economía, al reducir la transferencia de renta a los productores de crudo que se produce con las subidas de su precio y dada la relativa rigidez de la demanda. Con todo, a largo plazo, la incidencia del petróleo no sólo depende de su coste de importación, sino también de la intensidad de su uso en la actividad. Entre 1996 y 2001, el consumo final de energía creció en España el 30%, frente al 7% del conjunto de la UE, es decir, 4,3 veces más. En el mismo periodo el PIB español creció el 21% frente al 14% de la UE, es decir, 1,5 veces.

4. Política fiscal

Superávit histórico de las AA.PP. en 2003, en contraste con Europa

En 2003 las cuentas de las Administraciones Públicas (AA.PP.) registraron un superávit por primera vez desde 1975 de 2.574 millones de euros, un 0,35% del PIB (véase el Gráfico 4.1). Ello supone superar el objetivo de equilibrio presupuestario marcado por la Ley General de Estabilidad Presupuestaria (LGEPE) y culminar el proceso de consolidación fiscal iniciado en los años noventa y que ya llevó a las cuentas públicas a prácticamente el equilibrio en 2002, -314 millones de euros de déficit (-0,05% del PIB)¹.

Tal y como muestra el Cuadro 4.1, este resultado estuvo impulsado por un extraordinario dinamismo de la recaudación de impuestos indirectos, dado que los impuestos sobre el valor añadido se incrementaron un 10,3% frente a 2002. Y de las cotizaciones sociales que, como era previsible, dadas la continuidad del proceso de creación de empleo y el impacto sobre el mismo del auge de la inmigración, y la elevación de las bases máximas por encima del objetivo de inflación, se incrementaron por encima de las cifras presupuestadas (7,2%, superando los 100 mil millones de euros, crecimiento más elevado que el de las prestaciones sociales asociadas).

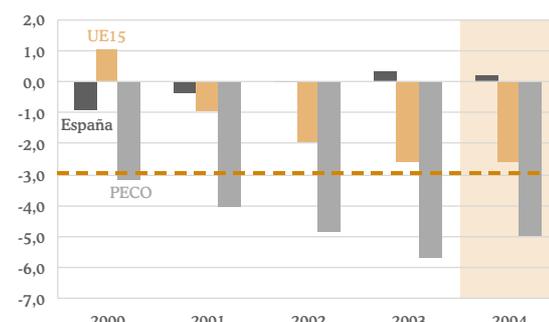
Además, por el lado del gasto, se mantuvo el proceso de reducción de los gastos financieros por la disminución del volumen de endeuda-

¹ El avance de liquidación previo ya recogía un ligero superávit en 2002 (357 millones de euros, 0,05% del PIB). No obstante, la inclusión de las cuentas de Radio Televisión Española (RTVE), por imperativo de la UE, incrementó el déficit de las AA.PP. en una décima tanto en 2002 como en 2000 y 2001.

Gráfico 4.1.

Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación en España y Europa, 2000-2004 (*)

% PIB



(*) Los datos de 2004 son previsiones de BBVA para España y de la Comisión Europea para Europa.

Fuente: IGAE, Eurostat, Comisión Europea y BBVA

Cuadro 4.1. Las cuentas no financieras de las AA.PP. en 2003 (Contabilidad Nacional)

| | AA.PP. | | ESTADO | |
|--|-------------------|-----------------|-------------------|-----------------|
| | Millones de euros | Crec. Anual (%) | Millones de euros | Crec. Anual (%) |
| EMPLEOS NO FINANCIEROS | 293.543 | 5,6 | 112.566 | 0,7 |
| Empleos corrientes | 257.958 | 5,8 | 99.425 | 0,3 |
| Remuneración de asalariados | 76.839 | 6,7 | 17.676 | 4,1 |
| Consumos intermedios | 32.454 | 6,1 | 4.949 | 1,9 |
| Prestaciones sociales (*) | 91.054 | 6,1 | 7.269 | 5,4 |
| Intereses | 18.653 | -5,2 | 15.807 | -4,5 |
| Otros | 38.958 | -7,9 | 53.724 | -6,7 |
| Empleos de capital | 35.585 | 4,3 | 13.141 | 3,9 |
| Formación bruta de capital | 25.748 | 9,3 | 5.951 | 12,7 |
| Otros | 9.837 | -5,0 | 7.190 | -8,7 |
| RECURSOS NO FINANCIEROS | 296.117 | 6,7 | 110.449 | 1,9 |
| Recursos corrientes | 290.243 | 6,4 | 111.046 | 2,0 |
| Impuestos sobre el valor añadido | 44.116 | 10,3 | 25.764 | 7,3 |
| Impuestos sobre la renta | 76.066 | 3,6 | 57.371 | 1,4 |
| Cotizaciones sociales (**) | 101.259 | 7,2 | 6.540 | 5,9 |
| Otros | 68.802 | -14,6 | 21.371 | -12,7 |
| Recursos de capital | 5.874 | 23,4 | -597 | 18,0 |
| CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACION | 2.574 | -919,7 | -2.117 | -38,1 |
| (% PIB) | 0,35 | | -0,29 | |
| DEUDA | 377.527 | -0,6 | 302.010 | -2,1 |
| (% PIB) | 50,8 | | 40,6 | |

(*) Distintas de transferencias sociales en especie.

(**) Incluye tanto las cotizaciones sociales efectivas como las imputadas.

Fuente: Intervención General de la Administración del Estado (IGAE), Ministerio de Economía y Hacienda, Eurostat y BBVA

miento, por las operaciones de canje de deuda realizadas por el Estado y por el efecto de menores tipos de interés. Ésta decreció para el conjunto de las AA.PP. no sólo en porcentaje del PIB, hasta el 50,8%, sino también en valor nominal, a pesar de la inclusión de la deuda generada por RTVE.

El componente más cuestionable del avance en la consolidación fiscal durante 2003, que será analizado posteriormente, es la de menor contención de gastos corrientes primarios. Estas partidas, representadas fundamentalmente por la remuneración de asalariados, los consumos intermedios y las prestaciones sociales, aumentaron en línea con el crecimiento del PIB nominal, 6,7%, evolución sólo en parte explicada por la celebración de elecciones autonómicas y municipales.

Este esfuerzo estructural por alcanzar y mantener unas cuentas públicas saneadas, requerido legalmente por la citada LGEP, va más allá de las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) y apenas es compartido por el resto de economías de la Unión Europea (UE). El Gráfico 4.1 muestra como la UE15 en su conjunto reflejó al cierre de 2003 un déficit del 2,6% del PIB (2,1% ajustado de ciclo). Sólo Bélgica, Dinamarca, Irlanda, Luxemburgo, Finlandia y Suecia mantuvieron presupuestos equilibrados o en superávit. La situación fiscal de las diez economías recién integradas en la UE de Europa central y oriental es significativamente peor excepto en Estonia (véase el artículo “Los retos de la UE ampliada desde la perspectiva española”, publicado en esta revista), al haber cerrado el ejercicio con un déficit medio del 5,7% del PIB. Las previsiones para los próximos años de la Comisión Europea, incluidas en su Informe de Primavera, apenas modifican esta situación. Sin embargo, lejos de imitar al resto de socios, España debe mantener este activo e incluso dotarle de una mejor composición que garantice su carácter permanente y sustente el crecimiento potencial de la economía.

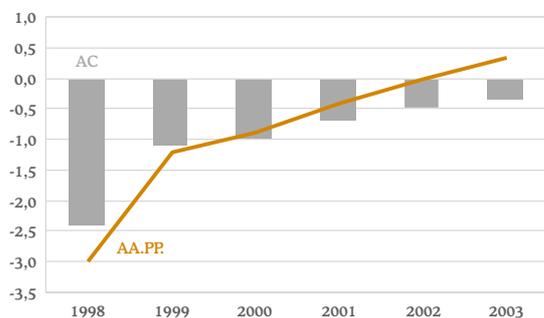
El Estado cumple con el límite de gasto ...

El ejercicio 2003 fue el primero de evaluación del techo de gasto no financiero del Estado. Éste se elevó finalmente a 113.787 millones de euros en términos de caja (112.566 millones de euros en términos de Contabilidad Nacional), respetándose, por tanto, el límite fijado en 114.517 millones de euros. Este buen resultado se debió a un notable ajuste al final del ejercicio, dado que los datos de modificaciones de crédito hasta noviembre (2.850 millones de euros) superaban ya la dotación del Fondo de contingencia previsto para asegurar el respeto del límite de gasto (ante acontecimientos imprevistos como la presencia de las tropas españolas en Iraq o la compensación a los ayuntamientos y diputaciones por la supresión parcial del Impuestos sobre Actividades Económicas)².

Este hecho, y el buen comportamiento descrito de la recaudación impositiva (los impuestos sobre el valor añadido crecieron un 7,3%) permitieron que el conjunto de la Administración Central, AC (Estado y Organismos Autónomos) cerraran 2003 con un déficit del -0,4% del PIB, mejorando ligeramente el objetivo presupuestado de cinco décimas, a pesar de la inclusión de RTVE (véase el Gráfico 4.2).

Ello muestra la bondad de las reglas fiscales sencillas, dado que como muestra el Cuadro 4.1, el control del gasto corriente fue muy superior en el Estado que en el resto de AA.PP. (creciendo significativamente por debajo del PIB nominal, la remuneración de asalariados 4,1%, los consumos intermedios 1,9% y las prestaciones sociales 5,4%), lo cual permitió una notable reactivación de la formación bruta de capital. En

Gráfico 4.2.
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la AC, 1998-2003
% PIB



Fuente: IGAE y BBVA

² Más precisamente, se habían financiado modificaciones de crédito por importe de 1.649 millones de euros con cargo al Fondo de contingencia, incrementándose el crédito de gasto del Estado en 1.201 millones de euros. Si se hubiera ejecutado su totalidad, el gasto habría ascendido a 115.718 millones de euros, superando en un 1% el límite, desviación en todo caso muy inferior a las tradicionalmente observadas. Sin embargo, la ejecución fue del 98,3% de los créditos dotados, incluso menor que el porcentaje necesario para su cumplimiento (98,9%).

todo caso, ello debe matizarse debido a que el ejercicio 2003 fue el primero en el que la Administración Central tuvo íntegramente transferidas a las Administraciones Territoriales (AA.TT.) las competencias de educación y sanidad, que tradicionalmente muestran una mayor desviación.

... Las Administraciones Territoriales repiten déficit ...

De hecho, tal y como se preveía, las AA.TT. no reflejaron el equilibrio presupuestario previsto por el Gobierno, elevándose su déficit a -1.322 millones de euros, el 0,2% del PIB en las Comunidades Autónomas (CC.AA.) y a -547 millones en las Corporaciones Locales (CC.LL.), el 0,1% del PIB. Si bien este resultado en términos de PIB es igual al de 2002 y consolida los avances respecto a 2001 a pesar de las transferencias de competencias (véase el Gráfico 4.3), supone el incumplimiento de la LGEP. Ello las obliga a elaborar Planes económico-financieros para la corrección del desequilibrio en un plazo de tres meses tras la liquidación de los presupuestos en aquellas CC.LL. con déficit (artículo 22 de la LGEP) y de veinte días para las CCAA (artículo 8.7 de la Ley orgánica complementaria de la LGEP). Desafortunadamente, hasta la fecha no se dispone de datos desagregados sobre las regiones incumplidoras³.

Además, las CC.AA. incumplieron su compromiso de no elevar el volumen vivo de deuda por encima de la del cierre de 2002, al aumentar ésta hasta los 43.565 millones de euros según los datos del Banco de España (un 4,6% superior a la del ejercicio anterior)⁴. Sólo el crecimiento del PIB explica que su deuda se haya mantenido en el 5,9% del PIB, el mismo porcentaje que en 2002.

... y es la Seguridad Social la responsable del superávit

El Gráfico 4.4 muestra que, un ejercicio más, las Administraciones de la Seguridad Social (SS) superaron las previsiones, al reflejar un superávit del 1% del PIB (véase el recuadro "El proceso de consolidación fiscal español en los Planes de Estabilidad, 1992-2007"). Ello permite que las Administraciones Centrales no sólo cumplan el equilibrio exigido en la LGEP⁵, sino que alcancen un superávit del 0,5% del PIB (4.443 millones de euros). El excepcional comportamiento de las cotizaciones sociales, gracias fundamentalmente al impulso de aproximadamente 400 mil nuevos cotizantes, es aún más notorio al tener en cuenta que el superávit de las Administraciones de la Seguridad Social se produjo a pesar de la desviación de los gastos (tan sólo en la partida de pensiones, 943 a pagar entre 2003 y 2004).

Ello se tradujo en un incremento del Fondo de Reserva, dotado en la actualidad con 15.182 millones de euros, el 2% del PIB. No es ocioso destacar nuevamente que su mantenimiento es imprescindible, dado que las cotizaciones son, en términos económicos, compromisos de gasto futuro que se acentúan por las perspectivas demográficas en nuestro país (mitigadas, sólo parcialmente, por el auge de la inmigración). La dotación del Fondo no puede considerarse como sustitutivo de las reformas necesarias, sino como instrumento para amortiguar los efectos desfavorables del ciclo económico sin tener que recurrir a reducciones de las prestaciones o aumentos de las cotizaciones. La renovación del Pacto de Toledo a finales de 2003, cuyo diagnóstico del sistema de protección social es muy acertado, deberá concretarse en medidas prácticas, como apunta la Comisión Europea en la evaluación del Plan de Estabilidad 2003-2007 de España.

³ Tan sólo se dispone de información periodística tras el pleno del Consejo de Política Fiscal y Financiera reunido en mayo de que al menos Canarias, Galicia, Baleares y Cataluña incurrieron en déficit. Adicionalmente, durante la aprobación de los Presupuestos para 2004 de Cataluña la Generalitat cuantificó en 1.177 millones de euros el déficit en 2003.

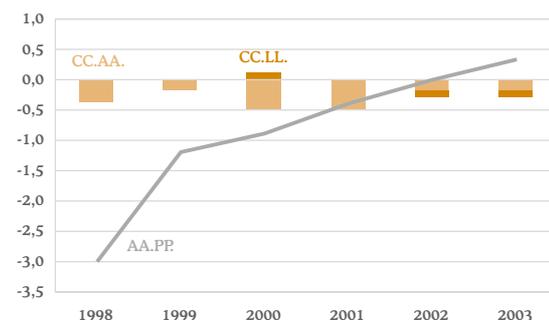
⁴ Las CC.LL. elevaron su endeudamiento un 5,6%, hasta los 23.243 millones de euros (3,1% del PIB), según el Banco de España.

⁵ La cual exige el equilibrio presupuestario al conjunto de las Administración Central y de la Seguridad Social hasta que se culmine el proceso de separación de fuentes de financiación (Disposición transitoria única de la LGEP).

Gráfico 4.3.

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de las AA.TT., 1998-2003

% PIB

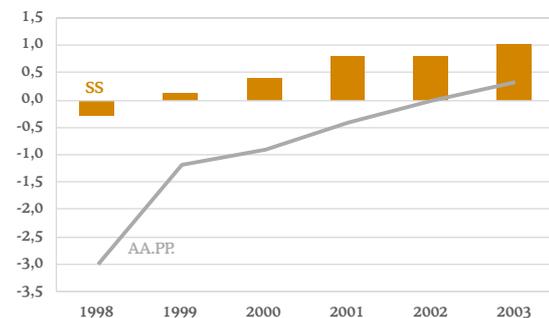


Fuente: IGAE y BBVA

Gráfico 4.4.

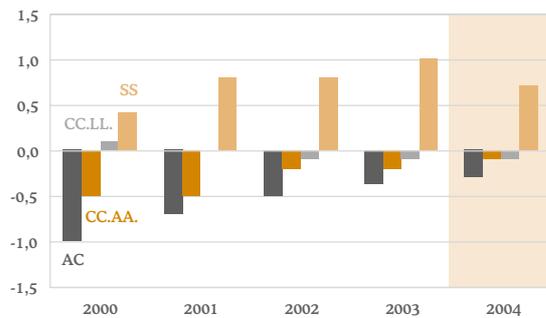
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la SS., 1998-2003

% PIB



Fuente: IGAE y BBVA

Gráfico 4.5.
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de las AA.PP., 2000-2004 (*)
% PIB



(*) Los datos de 2004 son previsiones del Servicio de Estudios de BBVA. No incluyen la liquidación de la deuda con Andalucía que según las estimaciones oficiales incrementaría en cuatro décimas el déficit de la AC.

Fuente: IGAE y BBVA

Los Presupuestos de 2004, equilibrio presupuestario (observado y estructural)

El ejercicio 2004 se cerrará previsiblemente con un ligero superávit (del orden de dos o tres décimas⁶), repitiendo, en una versión algo más moderada, la evolución de 2003. Así, como se representa en el Gráfico 4.5, el sistema de la Seguridad Social permitiría nuevamente el superávit presupuestario al superar su objetivo en unas décimas (por encima del 0,4% previsto), frente a unas AA.TT. que podrían reducir algo su desequilibrio (pudiendo reflejar alguna décima de déficit tanto las CC.AA. como las CC.LL. frente al equilibrio previsto) y un Estado que prosiga su senda de ajuste (cerrando en torno a su objetivo del -0,4% incluidos los Organismos Autónomos)⁷.

En todo caso, si las previsiones presupuestarias llevan asociadas normalmente un elevado grado de incertidumbre, en el momento actual se debe extremar la cautela. En primer lugar, los datos de la ejecución del presupuesto de 2004 son todavía muy escasos (referidos a marzo para el caso de la Seguridad Social⁸ y al primer cuatrimestre para el Estado). Además, los datos disponibles (estando recogidos los más destacados en el Cuadro 4.2) adolecen de homogeneidad, al participar las CC.LL. en el IRPF, IVA e Impuestos Especiales desde 2004 (como reflejo de la puesta en marcha de la parte financiera de su nuevo sistema de financiación) y estar afectada al alza la recaudación del primer trimestre de 2003 por una liquidación trimestral en enero y por la no rebaja de las retenciones en enero y febrero al no haberse comenzado a aplicar la reforma parcial del IRPF.

Con todas estas cautelas y a pesar de la desaceleración del consumo y de la reducción del ritmo de creación de empleo prevista, se prevé un buen comportamiento de la recaudación tanto de los impuestos directos e indirectos como de las cotizaciones sociales. Además, ello será impulsado por la atenuación de los efectos de la rebaja del IRPF (que se concentró en 2003) y por el efecto estadístico del cambio de financiación de la UE aprobado en Berlín en 1999, que supone el aumento al recurso al PNB y la disminución del IVA recaudado en España.

⁶ Este resultado está supeditado a la liquidación de la deuda con Andalucía como compensación del anterior sistema de financiación autonómica (aproximadamente 2.500 millones de euros). Las estimaciones del Gobierno de esta partida, así como de la inclusión del déficit de RTVE aportarían en torno a cinco décimas de déficit en 2004, con lo que el ejercicio se cerraría con dos o tres décimas de déficit.

⁷ La mencionada liquidación de la deuda con Andalucía elevaría cuatro décimas adicionales este desequilibrio.

⁸ A título ilustrativo, los datos apuntan a la aceleración de los gastos por prestaciones económicas (superior a los eneros de 2002 y 2003) y una ligera ralentización de las cotizaciones ante el crecimiento del 2,7% del número de afiliados entre marzo de 2003 y marzo de 2004 (unas décimas inferior al de ejercicios pasados).

Cuadro 4.2. Ingresos y pagos no financieros en caja, enero-abril 2004 (principales partidas)

| | Estado | | CC.AA y CC.LL. | | Total | |
|---|-------------------|-----------------|-------------------|-----------------|-------------------|-----------------|
| | Millones de euros | Crec. Anual (%) | Millones de euros | Crec. Anual (%) | Millones de euros | Crec. Anual (%) |
| IMPUESTOS DIRECTOS Y COTIZACIONES SOCIALES | 19.600 | -1,2 | 5.086 | 14,3 | 24.686 | 1,6 |
| Renta de personas físicas | 14.594 | -7,1 | 5.086 | 14,3 | 19.680 | -2,4 |
| IMPUESTOS INDIRECTOS | 19.857 | 5,0 | 7.595 | 11,1 | 27.452 | 6,6 |
| Impuesto sobre el valor añadido | 15.987 | 4,5 | 5.054 | 12,8 | 21.041 | 6,4 |
| Impuestos especiales | 3.090 | 5,0 | 2.541 | 7,9 | 5.631 | 6,3 |
| TOTAL INGRESOS NO FINANCIEROS | 44.565 | 3,3 | 12.681 | 12,4 | 57.246 | 5,2 |
| TOTAL PAGOS NO FINANCIEROS | 36.986 | -1,7 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| CAPACIDAD(+) O NECESIDAD(-) DE FINANCIACIÓN | 7.579 | 37,1 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |

Nota: La comparación entre 2003 y 2004 en las cuentas del Estado y de las AA.TT. no es homogénea al estar afectada por la participación de las CC.LL. en la recaudación de los principales impuestos desde enero de 2004.

Fuente: IGAE y BBVA

Pero sin duda las principales cautelas se derivan del cambio de Gobierno. En primer lugar, debido al calendario electoral, no se ha cumplido el mandato legal de fijación del límite de gasto no financiero del Estado (primer cuatrimestre del año, según los artículos 8 y 13 de la LGEP). Además, miembros del nuevo ejecutivo han hecho numerosos anuncios tanto en campaña como tras la elección de los cargos, cuya concreción y calendario son todavía insuficientes, pero cuyo signo parece apuntar hacia un mayor nivel de gasto público (pensiones mínimas, salario mínimo, Plan de viviendas, gasto en educación, I+D+i), y cuya compatibilidad con la promesa de rebaja del 2% del gasto corriente queda pendiente. En el ámbito de los ingresos públicos, las propuestas han ido en la línea de mantener la recaudación, aunque también se han anunciado planes de rebaja de las cotizaciones sociales y del Impuesto sobre el Patrimonio Neto. En todo caso, el efecto del ciclo electoral, cuya manifestación más clara sería la ralentización de la obra civil y con ella de la inversión pública en 2004⁹, permitiría dotar al Gobierno de cierto margen para evitar el déficit en el presente ejercicio (además de la probable desviación al alza de la inflación, que al igual que en los últimos años añadirá algunas décimas de recaudación). De hecho, la regla fiscal paradigmática anunciada es el mantenimiento del equilibrio presupuestario a lo largo del ciclo (véase el recuadro "El equilibrio presupuestario a lo largo del ciclo económico"). En la actualidad, dada la ligeramente negativa posición cíclica de la economía española, medida por el *output gap*, el ciclo elevará el déficit en 2004 entre una y dos décimas, siendo el saldo estructural del 0,35% del PIB (véase el Gráfico 4.6).

La consolidación fiscal en España entre 1995-2003, luces y sombras

Es tradicional analizar el proceso de consolidación en España evaluando en su conjunto el período 1996-2003. En este período la mayoría del ajuste presupuestario se ha concentrado en la reducción del peso del gasto público sobre el PIB, concentrada en la caída de los pagos por intereses y, en menor medida, en la contención de los gastos corrientes primarios, sin afectar a la inversión pública. Tan sólo una quinta parte de la consolidación se ha producido vía mayores impuestos, en especial impuestos directos. El tamaño del ajuste, y sobre todo

⁹ Véase la revista *Situación Inmobiliaria* de mayo de 2004. Servicio de Estudios de BBVA.

Cuadro 4.3. La consolidación fiscal en España, 1995-2003 (*) (Variación acumulada, % PIB)

| | 1995-1999 | 1999-2003 | Nivel 2003 |
|---|-------------|-------------|-------------|
| VARIACIÓN DEL GASTO PÚBLICO | -4,8 | -0,7 | 39,5 |
| Variación de: | | | |
| Gasto corriente primario | -1,7 | 0,3 | 32,2 |
| Pagos por intereses | -1,7 | -1,0 | 2,5 |
| Gastos de capital | -1,4 | 0,0 | 4,8 |
| VARIACIÓN DE LOS INGRESOS PÚBLICOS | 0,6 | 0,9 | 39,9 |
| Variación de: | | | |
| Impuestos indirectos | 1,5 | 0,2 | 11,9 |
| Impuestos directos | 0,1 | 0,4 | 10,6 |
| Cotizaciones sociales | 0,1 | 0,5 | 13,6 |
| Otros ingresos | -1,1 | -0,2 | 3,8 |
| VARIACIÓN DEL SALDO PRESUPUESTARIO | 5,4 | 1,5 | 0,3 |
| VARIACIÓN DEL SALDO PRESUP. ESTRUCTURAL | 4,2 | 2,1 | 0,4 |
| VARIACIÓN DEL SALDO ESTRUCTURAL PRIMARIO | 2,5 | 1,0 | 2,9 |

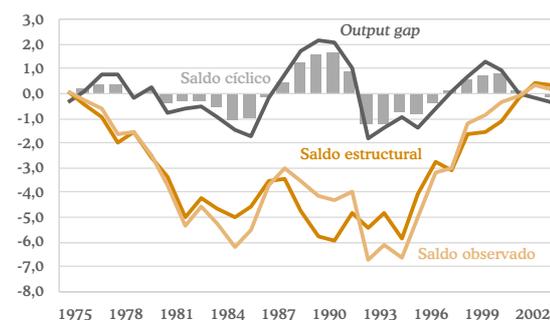
(*) Se cuantifica en cada período la variación acumulada en el peso sobre el PIB de cada una de las rúbricas. Los períodos se seleccionaron para destacar la diferente composición del proceso de consolidación fiscal.

Fuente: IGAE y BBVA

Gráfico 4.6.

Saldo presupuestario ajustado de ciclo, 1975-2004 (*)

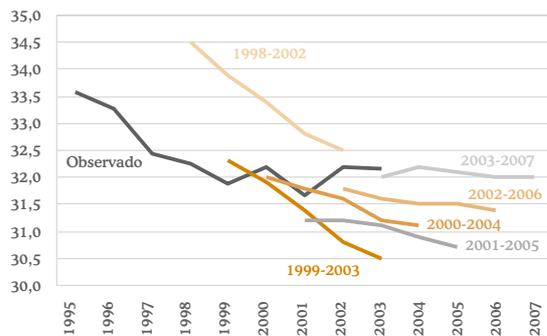
% PIB



(*) Los datos de 2004, así como la estimación del *output gap* y la descomposición del déficit público entre cíclico y estructural son cálculos del Servicio de Estudios de BBVA.

Fuente: IGAE, INE y BBVA

Gráfico 4.7.

Gastos corrientes primarios**% PIB**

Fuente: IGAE, Ministerio de Economía y de Hacienda y BBVA

su composición (que a grandes rasgos sigue las recomendaciones de la literatura académica para garantizar su permanencia y para no suponer una restricción a la productividad y el crecimiento potencial de la economía), han merecido la máxima consideración.

Sin embargo, esta periodificación, que comprende las dos legislaturas del Gobierno del Partido Popular, muestra una imagen incompleta del proceso. En primer lugar, la apuesta decidida por la consolidación fiscal comenzó con anterioridad. En concreto entre 1995 (primer año para el que se dispone de las cuentas de las AA.PP. según el criterio SEC-95) y 1996 la reducción del déficit público fue muy significativa, -1,7 p.p. (-1,8 p.p. en términos estructurales), igualmente concentrada en una reducción del gasto público en porcentaje del PIB. No obstante, ésta consolidación se basó casi íntegramente en la caída de los gastos de capital, efecto coherente con el ciclo electoral (que impulsó esta variable en 1995 y la contrajo en 1996). Por tanto, el mantenimiento del esfuerzo inversor del Sector Público entre 1996 y 2003, en el entorno del 4,5-4,8% en términos de gastos de capital, no debe ocultar que fue precedido de una reducción de la inversión que no ha sido compensada posteriormente.

En segundo lugar, incluso en el período 1996-2003 se puede apuntar a un cierto cambio de composición en el proceso. Entre 1996 y 1999 se basó casi en su totalidad (3,5 p.p. sobre 3,7 puntos) en una reducción de gastos no productivos (financieros 1,8 p.p. y corrientes primarios 1,4 p.p.). Ni se redujo apenas la inversión pública ni se incrementaron sustancialmente los ingresos (sólo la imposición indirecta, la menos lesiva con la eficiencia, y asociada a la fortaleza del consumo). En términos estructurales el ajuste acumulado fue de 2,4 p.p. (4,2 p.p. desde 1995). En cambio, desde 1999 se observa una relajación del proceso explicada por la “fatiga de Maastricht”, común en la mayoría de economías europeas, siendo el ajuste estructural de 2,1 p.p., la mitad que en el período precedente. Además, de los 1,5 p.p. de avance en la consolidación fiscal, 1,1 p.p. son derivados de mayores impuestos y cotizaciones sociales. En el plano del gasto, la reducción (0,7 p.p.) se debe íntegramente a la caída de intereses (1,0 p.p.) mientras que el gasto corriente primario ha incrementado su peso en el PIB. Es significativo que desde el Plan de Estabilidad 1999-2003 (elaborado a finales de 1999) el objetivo haya sido una reducción de los mismos, pero que éstos apenas hayan variado entre el 31,7% y el 32,2% del PIB. De hecho, como se representa en el Gráfico 4.7, el Plan 2003-2007 estabiliza esta cifra en el 32% del PIB, significativamente por encima del 31,5% recogido en el Plan elaborado el año anterior.

Todo ello no debe ocultar los logros recientes, sino que debe permitir discriminar las prácticas más adecuadas en materia presupuestaria – algunas de las cuales han sido puestas en marcha – y destacar qué nuevas medidas sería conveniente adoptar, aprovechando el cambio de Gobierno.

Las mejoras necesarias en la política presupuestaria en España

Entre los analistas de las cuentas públicas en España, existe un notable consenso en la necesidad de mejorar la información disponible sobre los presupuestos. La inclusión de las cuentas de RTVE y la aceptación de la realización del informe de transparencia fiscal del FMI (ROSC) constituyen, sin duda, un gran avance para facilitar el análisis económico de los presupuestos y la transparencia. Pero todavía quedan asuntos pendientes en este capítulo, tal y como destaca el FMI (2004)¹⁰, en virtud de la transformación del Sector Público español. En primer lugar, se debería dar más detalle sobre los proyectos de inversión y su financiación a través del sector público empresarial (Gestor de Infraestructuras Ferroviarias (GIF), Aeropuertos Españoles y Navega-

¹⁰ Staff Report for the 2003 Article IV Consultation, febrero de 2004.

ción Aérea (AENA) y Puertos del Estado), entes que realizan, prácticamente, el 45% de la inversión pública. En concreto, sería deseable una información más detallada y de fácil disposición sobre sus operaciones, en especial sobre aquellas que emplean métodos de financiación diferida y que incidirán sobre el volumen de gasto público en el medio plazo.

En segundo lugar, es imprescindible una mayor disponibilidad, tanto en términos de desagregación como de actualidad, de las cuentas de las AA.TT., las cuales gestionaron durante 2003, según el avance publicado en mayo de 2004 por la IGAE, el 30,6% de los recursos no financieros (y una proporción aún más elevada del gasto tras la cesión de las competencias en educación y en sanidad). Finalmente, la presupuestación en términos de Contabilidad presupuestaria y la definición de los objetivos en base a la Contabilidad Nacional exige de mayor información sobre los ajustes necesarios realizados en los presupuestos entre ambas metodologías.

El segundo gran ámbito de encuentro entre los expertos es la necesidad de mantener el equilibrio presupuestario. En este sentido, la regla de límite de gasto del Estado (y el fondo de contingencia asociado, para limitar las tradicionales modificaciones de crédito) ha funcionado y debería analizarse su incorporación a la nueva regla de equilibrio a lo largo del ciclo. En cuanto a ésta, su metodología de cálculo deberá explicarse con la máxima claridad y la estimación de sus parámetros posiblemente debería recaer sobre algún organismo independiente para minimizar los riesgos de credibilidad destacados en el mencionado recuadro ("El equilibrio presupuestario a lo largo del ciclo económico").

En términos de composición por partidas, la consolidación fiscal del período 1996-1999 es ejemplar. No obstante, la aportación a la misma de la caída de intereses es difícilmente repetible y el margen disponible en el gasto corriente primario es bastante más reducido que a mediados de la década, si bien el nuevo ejecutivo se comprometió a reducirlo un 2%. En el plano del gasto, es loable la intención de potenciar aquellas partidas que impulsan teóricamente la productividad, si bien no ha de olvidarse que no es la única vía. Es más, los modelos de crecimiento exógeno apuntan al aumento de la eficiencia vía innovación en la gestión, reducción de trámites e incremento de competencia en mercados como las fuentes de crecimiento de largo plazo de la productividad. En términos institucionales, los esfuerzos habrán de concentrarse en las AA.TT., encargadas de la gestión de la sanidad y de la educación y en el Estado, que sigue mostrando un déficit en sus cuentas, sólo compensado por la Seguridad Social. En éste caso, hay que tener en cuenta que el superávit de la Seguridad Social es transitorio y que el ineludible mantenimiento del Fondo de Reserva no evita la necesidad de acometer reformas en el sistema de protección social.

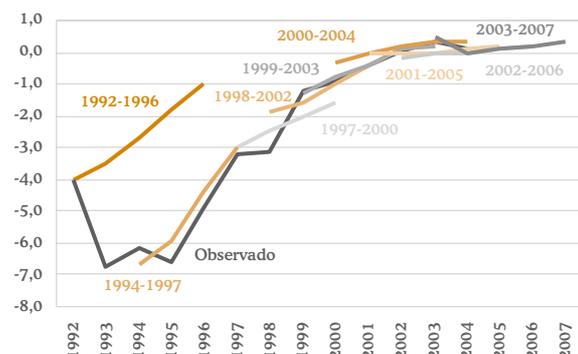
Son, en definitiva, principios ya recogidos en la LGEP, que establece el equilibrio presupuestario, la transparencia, la plurianualidad y la eficiencia en la asignación y utilización de recursos como requisitos de una Hacienda Pública moderna, pero en los que convendría profundizar y reformular en su caso.

El proceso de consolidación fiscal español en los planes de estabilidad, 1992-2007

Gráfico 1.

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

% PIB

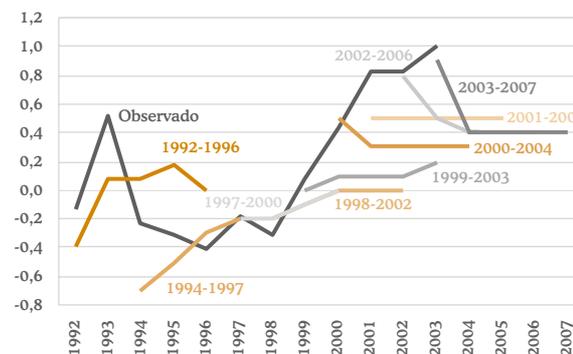


Fuente: IGAE, Ministerio de Economía y Hacienda y BBVA

Gráfico 2.

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la SS.

% PIB



Fuente: IGAE, Ministerio de Economía y Hacienda y BBVA

En los últimos años se ha asistido en España a una transformación sobresaliente del proceso de elaboración, aprobación, ejecución y control de los presupuestos del Sector Público, en concordancia con la propia transformación económica y social del país. Entre estas transformaciones, que han llevado a considerarlo como un *nuevo modelo presupuestario*, destacan dos, la descentralización de competencias hacia las Administraciones Territoriales (AA.TT.) y el nuevo marco legislativo presupuestario.

Centrándonos en ésta última, la elaboración de los Presupuestos Generales del Estado de 2004 conllevó la introducción del tercer elemento básico de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria (LGEP)¹ la presentación de un escenario presupuestario plurianual, referido a 2004-2006. No obstante, este ejercicio se ha venido realizando desde 1992 sin obligación legal pero con un contenido muy parecido, como instrumento de supervisión fiscal establecido en el proceso de convergencia impulsado por el Tratado de Maastricht. Desde 1999, y en el convencimiento de que unas finanzas públicas saneadas son un requisito básico para la estabilidad de la Unión Económica y Monetaria, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento exige la presentación anual de un Programa de Estabilidad². Por ello, se analizan los escenarios centrales de crecimiento de los *Programas de Convergencia* de España de 1992, 1994 y 1997, y de los seis *Programas de Estabilidad* del Reino de España desde 1998 hasta 2003, con el objeto de evaluar los avances del modelo presupuestario.

Son bien conocidos los notables resultados en términos de consolidación fiscal en España, al haberse reducido el déficit de las Administraciones Públicas (AA.PP.) desde el 6,6% del PIB en 1995 hasta el superávit del 0,3% registrado en 2003, el primero en la historia de la Hacienda democrática. Este ajuste se ha realizado fundamentalmente a través de la reducción del gasto público, en especial por la caída de los gastos financieros y de los gastos corrientes primarios (excluidos gastos de capital³ e intereses), tal y como recomienda la literatura económica para que sea permanente y no lesivo para la productividad y el crecimiento potencial⁴ (véase la Sección "Política Fiscal"). Además, la consolidación parece haber trazado un círculo virtuoso con la mayor credibilidad, derivada del sobresaliente cumplimiento de los objetivos de saldo presupuestario desde el Plan de Convergencia de 1994 (véase Gráfico 1)⁵.

No obstante, un análisis desagregado de la precisión de las previsiones presupuestarias oficiales aconseja ser más cauto con los resultados. Así, el buen resultado en los objetivos y las previsiones del saldo de las cuentas públicas oculta significativas sorpresas en los saldos de las diferentes administraciones, así como compensaciones internas entre crecimiento real e inflación. Estas desviaciones son especialmente patentes desde 2000⁶.

¹ 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 (Administración Central y Seguridad Social, Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales) y el establecimiento de un límite para el total de gasto no financiero del Estado. Además, en 2003 se aplicó plenamente el sistema de financiación de las AA.TT. Adicionalmente, durante la tramitación parlamentaria de los presupuestos, se aprobó la Ley 38/2003 General de Subvenciones, la Ley 47/2003 General Presupuestaria y la Ley 58/2003 General Tributaria, textos que cerraban el proceso de cambio del régimen jurídico de la Hacienda Pública en España llevado a cabo por el Gobierno del Partido Popular.

² Además se establecen sus requisitos mínimos de contenido. Operativamente, desde 1999 se presenta a finales del año t el Plan que cubre el período $t+1-3$. Por tanto, en el momento de la elaboración y presentación se disponen de muchos datos definitivos de $t-1$, ejercicio que por tanto no consideramos. Así, la evaluación se realiza partiendo de la previsión para el año t , si bien hay que tener en cuenta que en el momento de la elaboración del Plan ya se dispone de bastante información sobre ese ejercicio, de modo que las desviaciones iniciales son menores.

³ Además, los gastos de capital se han reducido una cuantía similar al gasto corriente primario, efecto que se concentra entre 1995 y 1996 y se asocia al ciclo electoral.

⁴ En términos generales, el incremento de la presión fiscal puede conllevar una pérdida de eficiencia del proceso productivo, lastrando el crecimiento de la productividad. En cuanto al carácter transitorio o permanente del proceso, la literatura empírica tiende a mostrar que las consolidaciones fiscales basadas en aumentos de los impuestos sólo tienen efectos transitorios, al elevarse posteriormente los gastos.

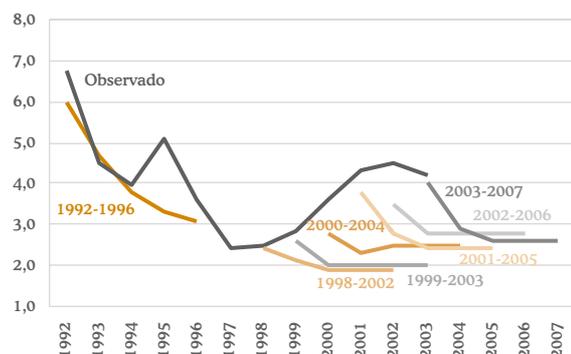
⁵ En claro contraste con los resultados de los Planes de la mayoría de economías de Europa, en especial de Alemania y Francia. Véase Strauch, R.; M. Hallerberg y J. von Hagen (2004): "Budgetary forecasts in Europe. The track record of Stability and Convergence Programs". European Central Bank *Working Papers* nº307, febrero.

⁶ Dada la no disponibilidad de las series de cuentas de AA.PP. en términos de SEC-95 previas a 1995, para los años 1992-1994 se emplean los datos según SEC-79. Los sesgos que ello pudiera provocar se ven minimizados por la elevada agregación de las partidas empleadas, y en todo caso no afectan a los resultados principales.

Gráfico 3.

Inflación

Deflactor del PIB, crec. anual, %

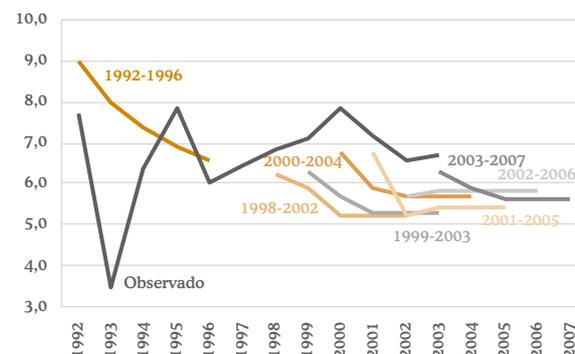


Fuente: IGAE, Ministerio de Economía y Hacienda y BBVA

Gráfico 4.

Crecimiento del PIB nominal

Crec. anual, %



Fuente: IGAE, Ministerio de Economía y Hacienda y BBVA

En primer lugar, en el ámbito institucional destaca la sobresaliente aportación de las Administraciones de la Seguridad Social, gracias a la intensa creación de empleo impulsada por el auge de la inmigración. Este fenómeno, que ha superado todas las expectativas, explica en buena medida que el superávit de la Seguridad Social haya sido entre cinco décimas y un punto porcentual (p.p.) superior al previsto por todos los Planes desde 2000 (véase Gráfico 2). En concreto, en 2003 su superávit se elevó al 1% del PIB, cinco décimas por encima de la cifra prevista en el Plan 2002-2006 (elaborado a principios de 2003). Las sorpresas positivas en los ingresos de la Seguridad Social se han concentrado en las cotizaciones sociales, que han compensado la desviación sistemática en el gasto en pensiones debido a la inflación superior a la prevista⁷.

En términos de las previsiones macroeconómicas, desde 2000 el acierto en la evolución del saldo presupuestario ha sido posible en buena medida gracias a desviaciones al alza en el crecimiento de los precios que han más que compensado el menor crecimiento del *output*⁸. El PIB real ha crecido en términos generales entre medio punto y 1 p.p. menos que las previsiones. Sin embargo, la inflación, medida por la variación del deflactor del PIB, lo ha hecho aproximadamente 1,5 p.p. más que la senda prevista (véase Gráfico 3), lo cual ha permitido que el crecimiento nominal de la economía superase sistemáticamente las previsiones (entre 0,5 y 1 p.p.), apenas desacelerándose desde el máximo cíclico de 2000 (Gráfico 4). A modo ilustrativo, en 2003 el crecimiento nominal ha sido del 6,6% (frente al 5,8% previsto en el Plan 2002-2006), gracias a un crecimiento real del 2,4% (3% previsto) y a una inflación del 4,2% (2,8% prevista). Este crecimiento nominal de la economía explica buena parte de los aumentos de la recaudación impositiva en España durante los últimos años⁹.

Según las previsiones de BBVA, el Plan de Estabilidad 2003-2007, aprobado por la Unión Europea en el primer trimestre de 2004¹⁰, adolece de los mismos sesgos. Es previsible que el subsector de Seguridad Social refleje un superávit algo superior al previsto, mientras que el sector de AA.TT. podría registrar, al igual que en 2003, un ligero déficit (del entorno de dos o tres décimas en lugar del equilibrio previsto). Además, podría nuevamente sobreestimar el crecimiento real de la economía (en aproximadamente cinco décimas al preverse un crecimiento del 3% según el Plan frente al 2,5% según BBVA) e infraestimar el crecimiento de los precios (en 1,2 p.p. según el deflactor del PIB, dada la previsión de 2,9% según el Plan y 4,1% según BBVA). Consecuentemente, el crecimiento nominal sería nuevamente significativamente superior al previsto (6,7% según BBVA frente al 5,9% del Plan), impulsando aún más la recaudación impositiva y facilitando la consecución del equilibrio presupuestario incluso si se dieran desviaciones al alza de los gastos.

La credibilidad del modelo no es sólo producto de aciertos en el saldo presupuestario. La estabilización de las expectativas requiere poder prever con ciertas garantías sus componentes, en la medida que afectan de manera diferenciada a las decisiones de los agentes económicos. A ello se une que ninguno de los Planes ha anticipado un escenario de desaceleración económica. Este hecho, común a los Planes del resto de economías de la Unión Europea, exige extremar la cautela a la hora de calificar al modelo presupuestario español. Sin duda que en la última década se han introducido mejoras significativas. Pero los retos de medio plazo exigen profundizar en ellas.

⁷ Desafortunadamente, los Planes de Estabilidad no desagregan el saldo de la Seguridad Social ni de los demás subsectores de AA.PP. en sus principales partidas.

⁸ Los Planes de Estabilidad de los periodos 1994-1997 y 1997-2000 sólo incluían las previsiones de inflación según el deflactor del consumo privado, por lo que los comentarios y los gráficos de inflación y crecimiento nominal se refieren exclusivamente al resto de Planes.

⁹ Las previsiones de ingresos tributarios se empezaron a incluir en el Plan de Estabilidad de 2001-2005, lo cual dificulta cuantificar el efecto de las desviaciones del deflactor del PIB. En todo caso, es ésta una línea natural de ampliación de esta investigación, profundizando en los efectos diferenciados por figuras tributarias.

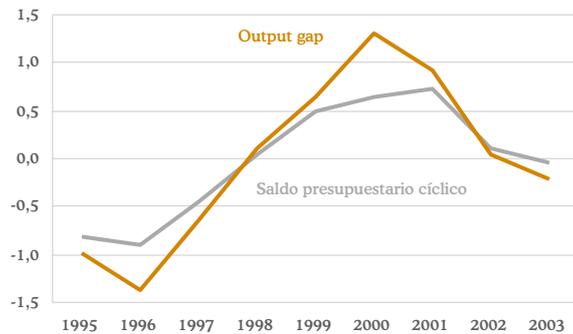
¹⁰ En concreto, la Comisión y el Consejo Europeo califican de realista el escenario macroeconómico, aunque coinciden en señalar como modesto el objetivo de equilibrio presupuestario dado el crecimiento real y, sobre todo, la evolución prevista del deflactor del PIB. En cuanto a los desafíos de largo plazo, la Comisión sitúa a las cuentas públicas de España en buena posición para afrontar el reto del envejecimiento, si bien aconsejan acometer reformas estructurales de calado en el sistema de protección social según las recomendaciones del Pacto de Toledo, así como poner énfasis en la coordinación con las AA.TT.

El equilibrio presupuestario a lo largo del ciclo económico

Gráfico 1.

Saldo presupuestario y ciclo económico en España, 1995-2003

% PIB

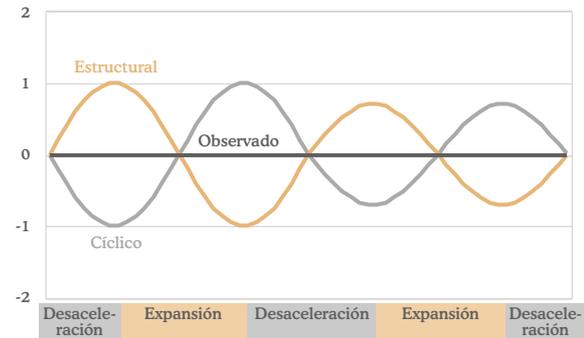


Fuente: IGAE, INE y BBVA

Gráfico 2.

Alternativa I. Saldo presupuestario observado en el equilibrio año a año

% PIB



Fuente: BBVA

La política presupuestaria tiene tres funciones clásicas: la asignación de recursos bajo el principio de eficiencia ante la existencia de fallos de mercado, la redistribución de la renta bajo el principio de equidad según las preferencias de la sociedad y la estabilización, con el objeto de reducir la volatilidad de los ciclos económicos. El indicador más directo para evaluar la actuación del Sector Público en estos ámbitos es el saldo presupuestario. Sin embargo, este saldo es un indicador imperfecto de la orientación de la política presupuestaria, al estar influido por factores transitorios no controlados plenamente por la autoridad económica.

El ciclo económico afecta de manera significativa a las cuentas públicas, tanto a sus componentes como al agregado. En las fases de expansión los ingresos públicos se elevan por encima de su evolución tendencial, dado su carácter progresivo. Por el lado del gasto, determinadas partidas, entre las cuales destacan las prestaciones por desempleo, también se ven afectadas por la posición cíclica de la economía. Así, en la fase de expansión, el peso de las prestaciones por desempleo en el total de la economía se reduce. En la fase de desaceleración, el sentido del impacto es el inverso. En síntesis, el efecto del ciclo sobre las cuentas públicas es procíclico, elevándose el superávit público (o reduciéndose el déficit) en las fases alcistas del ciclo y reduciéndose (aumentando el déficit) en las fases de desaceleración. En el Gráfico 1 se representa la evolución del saldo presupuestario cíclico y del *output gap* en España desde 1995 hasta 2003¹, observándose claramente el impacto procíclico de la actividad económica.

Como consecuencia de este hecho, no basta con analizar la evolución del saldo presupuestario observado para realizar una valoración de la política fiscal. Un análisis riguroso exige recurrir a medidas del saldo de las cuentas públicas independientes del efecto del ciclo económico, el “saldo presupuestario estructural”, también denominado “saldo ajustado por el ciclo”². La política fiscal discrecional se aproxima, por tanto, por la variación del saldo presupuestario estructural.

El Sector Público afronta, al igual que el resto de agentes económicos, una restricción presupuestaria intertemporal que, de manera simplificada, equivale a que en el largo plazo los ingresos han de ser iguales a los gastos. Por tanto, la ortodoxia financiera exige que el presupuesto del Sector Público esté equilibrado en el medio plazo. El consenso existente en este punto contrasta, sin embargo, con la existencia de al menos tres alternativas que garantizan este mismo resultado.

Una primera alternativa consiste en fijar en equilibrio el saldo presupuestario observado año a año (véase el Gráfico 2). En este caso, el saldo presupuestario estructural, definido como el saldo presupuestario observado minorado por el saldo presupuestario cíclico, deberá compensar plenamente la actuación de los “estabilizadores automáticos”, esto es, de las partidas de ingresos y de gastos que varían en función del ciclo económico suavizándolo. Se trata, en definitiva, de aplicar una política discrecional procíclica y, por tanto, desestabilizadora.

Las ventajas de este tipo de regla fiscal no provienen, por tanto, de los fundamentos económicos, sino de cuestiones prácticas. El equilibrio presupuestario anual conlleva la máxima transparencia, una fácil aplicabilidad y una difícil manipulación, aspectos que deben contribuir a dotar de credibilidad a la política fiscal³.

Un segundo bloque de alternativas, que asegura teóricamente que el saldo presupuestario observado sea cero en promedio a medio plazo, consiste en determinar que el presupuesto esté en equilibrio a lo largo del ciclo económico. Una primera opción en este sentido consiste en fijar en equilibrio año a año el saldo estructural. Dado que, por definición, el saldo cíclico es nulo en promedio, el saldo observado compuesto por la agregación de ambos estará en equilibrio. El Gráfico 3 representa esta segunda alternativa. Como es lógico, los superávits acumulados en la fase alcista del ciclo se compensarán con los déficits de la fase de desaceleración.

¹ El saldo presupuestario se define como la capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de las AA.PP. según Contabilidad Nacional. Para obtener el saldo cíclico la posición cíclica de la economía se aproxima por el *output gap*, aplicando el filtro *Hodrick-Prescott* con un λ 10 al PIB real desde 1970 hasta 2007 (desde 2004 según las previsiones del Servicio de Estudios del BBVA). El componente cíclico de los impuestos directos, indirectos, cotizaciones sociales y demás figuras tributarias se estiman aplicando al *output gap* las elasticidades históricas según los cálculos de BBVA de cada partida presupuestaria. En cuanto a las prestaciones por desempleo, el componente cíclico se estima a partir de la diferencia entre la tasa de desempleo observada y la tasa de desempleo compatible con una utilización promedio de la capacidad productiva (MURU) obtenida a partir de la *ley de Okun*.

² No obstante, además del ciclo económico, las partidas relacionadas con la financiación de la deuda pública tampoco son, en puridad, responsabilidad de la autoridad económica, ni en términos de volumen (porque hayan sido acumulados por desequilibrios presupuestarios de gobiernos anteriores), ni en el tipo de interés (fijado por los mercados financieros). En la medida que el control que tiene la autoridad económica de las partidas de gastos financieros es muy reducida, la literatura empírica recomienda recurrir a medidas del saldo presupuestario excluida la carga por intereses, el “saldo primario”. La política fiscal se aproximaría, en este caso, por la variación del saldo primario estructural.

³ A ello se une que este tipo de instituciones presupuestarias previenen el sesgo deficitario que tienen las cuentas públicas, derivados de los incentivos tanto de los políticos como de los ciudadanos a aumentos del gasto por encima de la recaudación (González-Páramo, J.M. (2001): *Costes y beneficios de la disciplina fiscal: la Ley de Estabilidad Presupuestaria en perspectiva*. Estudios de Hacienda Pública. Instituto de Estudios Fiscales. Madrid).

Gráfico 3.

Alternativa II. Saldo presupuestario estructural en equilibrio año a año

% PIB

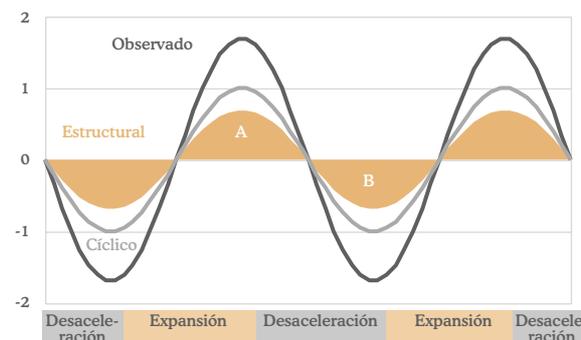


Fuente: BBVA

Gráfico 4.

Alternativa III. Saldo presupuestario estructural en equilibrio en el ciclo

% PIB



Fuente: BBVA

Esta segunda opción es plenamente acorde con la ortodoxia en política fiscal y permite que el presupuesto cumpla con su función de estabilización, al dejar actuar libremente a los estabilizadores automáticos (aunque imposibilita las políticas fiscales discrecionales, que se traducen en variaciones del saldo estructural).

Sin embargo, en primer lugar su aplicación presenta un grado de dificultad adicional al exigir una estimación robusta del ciclo económico, tanto de su duración e intensidad, como de la posición cíclica actual de la economía⁴, y una cuantificación del impacto del ciclo económico sobre todas las partidas presupuestarias⁵. Todo ello debilita la transparencia, aplicación y no manipulación de esta regla, pudiendo, de hecho, surgir problemas de credibilidad en el caso de que dichos parámetros sean fijados por instituciones dependientes de la autoridad económica. En todo caso, en la práctica, este enfoque tan sólo precisa de una estimación afinada del crecimiento potencial de la economía (cuya estimación es regularmente realizada por numerosas instituciones públicas y privadas) y de compensar los cambios normativos expansivos con modificaciones legislativas del signo opuesto.

Otra línea de críticas a esta opción provienen de su renuncia a la posibilidad de emplear la política fiscal discrecional para estabilizar el ciclo económico. Como respuesta a esta última limitación, una tercera opción dentro del mantenimiento del equilibrio presupuestario a lo largo del ciclo parte de una concepción más benigna de la función de estabilización acometida por la política fiscal discrecional. Ésta puede considerarse, de hecho, más importante en el caso de la Unión Económica y Monetaria, ante la ausencia de política monetaria nacional y la pérdida del tipo de cambio como instrumentos de estabilización. Bajo esta acepción, la política fiscal debería actuar de manera discrecional ante los *shocks* asimétricos que afecten a una economía, no considerados por definición entre los objetivos de la autoridad monetaria. Esta opción también permite garantizar la estabilidad presupuestaria si las acumulaciones de superávit estructural en las fases expansivas financian desaccumulaciones (déficits estructurales) en las etapas recesivas.

Gráficamente, esta opción comporta diseñar una senda del saldo presupuestario estructural en torno al equilibrio, cuyos niveles máximos y mínimos coincidan con los máximos y mínimos del ciclo económico. Los fondos acumulados ante los superávits de la fase de expansión (definidos por el área A en el Gráfico 4) deben ser suficientes para financiar las desaccumulaciones del período de desaceleración (área B).

Las principales críticas a este tipo de reglas se derivan de cuestiones de aplicación, puesto que la evidencia empírica de la actividad fiscal discrecional, en especial en Europa, muestra que ha tendido a ser esencialmente procíclica. Los ciclos electorales y el propio funcionamiento de la política fiscal, cuyas modificaciones requieren de procesos legislativos en ocasiones complejos, explican en gran medida la dificultad de estabilizar el ciclo económico con este instrumento. Además, los riesgos asociados al mayor grado de libertad de las autoridades económicas, descritos previamente, pueden acentuarse en el caso de una unión monetaria ante países que se comporten como “usuarios gratuitos”, en la medida que situaciones fiscales menos saneadas apenas comporten una penalización de su financiación en los mercados financieros. Por último, los avances en la integración económica de los países deberían hacer menos frecuentes los *shocks* asimétricos, cuya identificación es, de hecho, no trivial.

El debate sobre reglas fiscales intensificado en Europa tras el establecimiento del PEC, y en España con la LGEP, ha de centrarse en ponderar, con el máximo rigor, las ventajas e inconvenientes de cada una de las opciones. En concreto, la LGEP opta, con ciertos matices, por la primera opción. Por su parte, el PEC, dado su objetivo de equilibrio o superávit en el medio plazo, parece decantarse por el equilibrio presupuestario a lo largo del ciclo – sin pronunciarse entre la segunda y la tercera acepción –, como requisito para que la política fiscal no dificulte la implementación de la política monetaria.

Además, el debate no debería obviar una cuestión adicional de gran relevancia. No sólo el tamaño del propio saldo presupuestario, sino también el tamaño del Sector Público y la composición de las partidas de ingresos y de gastos son clave para determinar la consecución de los objetivos de las políticas públicas (en esencia el bienestar de los ciudadanos), para el cual la estabilidad presupuestaria se erige como requisito.

⁴ Si bien las alternativas son conocidas, destacando entre los métodos estadísticos la aplicación del filtro *Hodrick Prescott* para la obtención de las tendencias, y la estimación de la función de producción de la economía como opción estructural, los resultados son sensibles a sus especificaciones técnicas y requieren de supuestos sujetos a controversia.

⁵ Estos impactos, aproximados habitualmente por la elasticidad de la partida al *output gap*, deben ser corregidos de cambios normativos y de los efectos de los precios. Es más, la utilización del *output gap* a partir del PIB real es una aproximación, dado que las elasticidades relevantes deben tener en cuenta no la actividad económica general, sino la evolución de las bases impositivas de cada figura tributaria.

5. Sistema financiero

Aumenta el ahorro financiero de las familias

Tras tres años de continuos descensos, los activos financieros de las familias aumentaron un 12% en 2003, lo que quebró la senda descendente en el ahorro financiero familiar iniciada en 2000. Como se observa en el gráfico adjunto, todas las clases de activos financieros han tenido una contribución positiva a este crecimiento, hecho que no se producía desde el año 1995. En un escenario de bajos tipos de interés y de recuperación de los mercados financieros (la revalorización del IBEX-35 en 2003 fue del 28%), las familias han diversificado su ahorro en búsqueda de mayores rentabilidades.

De hecho, los mayores incrementos se han producido en fondos de inversión, acciones y valores distintos de acciones, frente a un comportamiento menos expansivo de los depósitos y los seguros.

Familias a la vista y empresas a plazo

En efecto, durante 2003, las familias canalizaron tan sólo el 23% del nuevo ahorro hacia depósitos frente al 36% en 2002, lo que provocó un descenso de 1 p.p. en su tasa de crecimiento hasta el 4,3%, ritmo que se ha mantenido en niveles parecidos en 2004. En marzo, los depósitos de las familias crecieron un 4,9% interanual, observándose importantes divergencias al analizar el desglose por tipo de depósito. La buena marcha de los transaccionales (vista y ahorro), que experimentaron un crecimiento del 11% interanual, contrasta con la negativa evolución del ahorro destinado a los depósitos a plazo que, como consecuencia de los bajos tipos de interés (negativos en términos reales) registraron una caída de 0,3% interanual en el mismo periodo.

Por su parte, los depósitos de las sociedades no financieras han mostrado una notable desaceleración durante los primeros meses de 2004. Por tipo de depósitos, la tendencia mostrada es opuesta al caso de las familias. Los depósitos transaccionales han sufrido una desaceleración hasta situar su crecimiento interanual en el 5%. Por el contrario, los depósitos a plazo experimentaron un fuerte avance, creciendo a un ritmo cercano al 34%.

A pesar del relativamente moderado incremento de los depósitos, el diferencial de crecimiento de éstos frente a la UEM se ha mantenido en niveles similares a los de los últimos tres años (5 p.p.). Esto es consecuencia del mayor crecimiento económico de la economía española durante este periodo y del mayor protagonismo de los depósitos en los activos de las familias españolas frente a las europeas.

No obstante, es destacable las similares tendencias de los distintos tipos de depósitos. Así, al igual que en España, los depósitos a plazo de las familias son los que más han acusado el bajo nivel de los tipos de interés y en febrero de 2004 caían un 3%. Por el contrario, los depósitos transaccionales y los de las empresas han mostrado crecimientos más acusados.

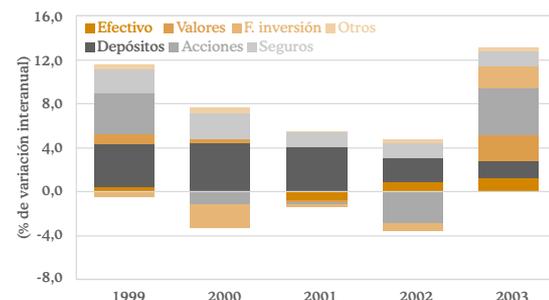
La inversión, a los fondos

El patrimonio gestionado por los fondos de inversión experimentó un crecimiento del 19% interanual en marzo de 2004 frente a una caída del 2,4% en el mismo periodo del año anterior. Este aumento del volumen total de activos gestionados se debe en un 30% al efecto revalorización y en un 70% al aumento de las suscripciones netas (8.100 millones de euros en el primer trimestre de 2004, un 37% superiores a las del mismo periodo del año anterior).

El vigor mostrado en el mercado de fondos de inversión ha venido acompañado de una recomposición por tipo de fondo. De hecho, en

Gráfico 5.1.

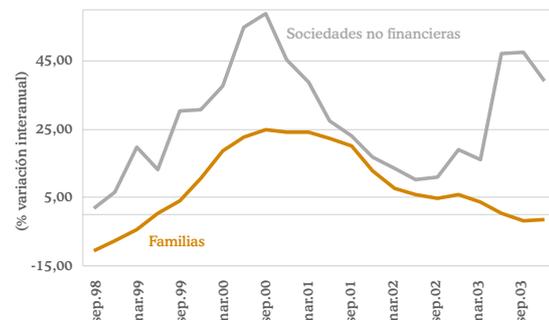
Contribución al crecimiento de los activos de las familias



Fuente: Banco de España

Gráfico 5.2.

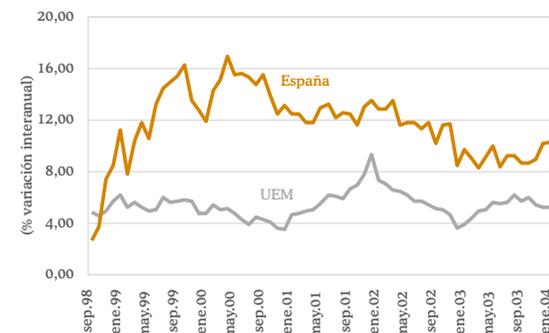
Depósito a plazo de familias y sociedades no financieras



Fuente: Banco de España y BCE

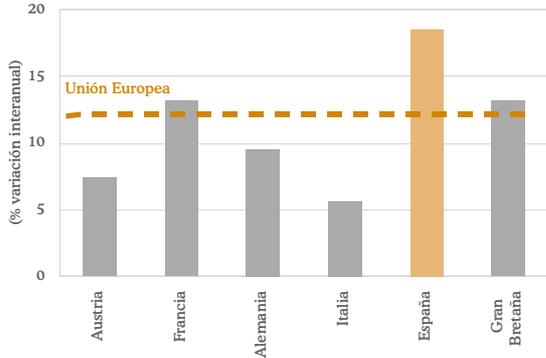
Gráfico 5.3.

Depósitos a plazo



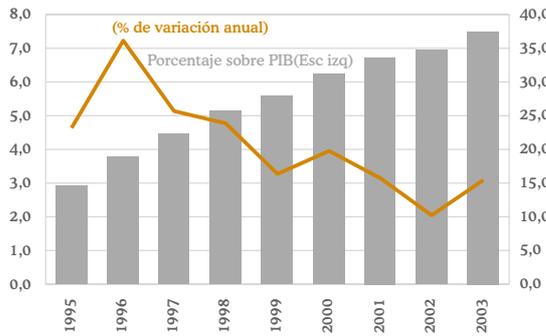
Fuente: Banco de España y BCE

Gráfico 5.4.
Crecimiento del patrimonio de los fondos de inversión en la Unión Europea (2003)



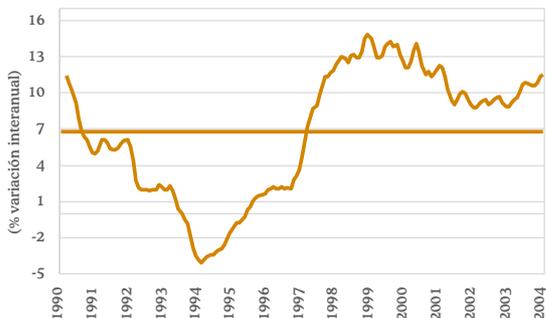
Fuente: Fefsi

Gráfico 5.5.
Crecimiento del patrimonio de los fondos de pensiones (2003)



Fuente: Inverco e INE

Gráfico 5.6.
Variación real del crédito a OSRs



Fuente: Banco de España e INE

los últimos cuatro años se pueden distinguir claramente tres etapas. En la primera, que se inició tras el estallido de la burbuja tecnológica y el aumento de la aversión al riesgo, los FIAMMS tuvieron un mayor desarrollo, actuando como refugio del ahorro. De esta forma, las suscripciones netas en este tipo de fondo en los ejercicios 2001 y 2002 fueron superiores a los 8.000 millones de euros, mientras que en las otras categorías se experimentó una salida neta.

La segunda etapa se desarrolló en 2003, cuando se produjo un cambio de preferencias de los ahorradores que orientaron sus nuevas inversiones a los fondos garantizados de renta variable. Estos recibieron 11.000 millones de euros de aportaciones netas durante dicho año. Por último, en la tercera etapa, la evolución de los mercados bursátiles y el reducido nivel de los tipos de interés, han animado el crecimiento de las aportaciones en productos de renta variable (principalmente globales) que son actualmente el principal destino del ahorro en el mercado de fondos de inversión. De hecho, durante el primer trimestre de 2004, esta clase de fondos superaba ya los 8.500 millones de suscripciones netas.

La fondos de inversión en la UEM también experimentaron una fuerte recuperación durante 2003 (el patrimonio aumentó un 12% respecto al año anterior) aunque de una intensidad menor a la de los fondos españoles, que han mostrado un crecimiento de 8 p.p. por encima de la media europea. Esto se ha debido tanto a una inferior revalorización como a las menores aportaciones netas. Además, la eliminación del peaje fiscal supuso un impulso propio para el mercado español en 2003.

Tras la exteriorización, la revalorización

El patrimonio de los fondos de pensiones alcanzó los 55.765 millones de euros a finales de 2003, acelerando 5 p.p. su crecimiento interanual hasta el 15%. Ello se debe principalmente a la recuperación de los mercados financieros, que ha provocado que la rentabilidad media anual de los fondos de pensiones pasara del -4,4% a finales de 2002 al 5,4% de finales de 2003.

De hecho, al analizar las aportaciones netas, se observa que durante 2003 cayeron un 23%, debido al efecto comparación con las fuertes aportaciones de los planes de empleo impulsadas por el fin del período de exteriorización a finales de 2002. Así, por primera vez en dos años, el crecimiento de los fondos de pensiones volvió a estar liderado por el sistema individual que aumentó su patrimonio un 19% durante 2003.

Se reaviva la expansión del crédito

En 2003 la expansión del crédito al sector privado no sólo se prolongó por séptimo año consecutivo, sino que incluso mostró una aceleración. Esta tendencia se ha consolidado en los dos primeros meses de este año. El crecimiento del crédito gestionado (incluyendo titulizaciones) se situó en el 16,8% en marzo de 2004, 2,5 puntos porcentuales por encima del mismo periodo del año anterior.

La aceleración del crédito se ha dado tanto en familias como en empresas, aunque con una mayor intensidad en el caso de las primeras. Así, el nivel de préstamos a hogares alcanzó el 55% de PIB en 2003, 4p.p. por encima de 2002. La adquisición de vivienda ha continuado siendo la principal finalidad de la demanda de crédito. De hecho, su importancia sobre el endeudamiento de las familias se ha incrementado hasta representar el 81% de los préstamos. Este tipo de crédito, que incluye titulizaciones, rompió en 2003 la senda de desaceleración iniciada a mediados de 2001, mostrando un acusado incremento durante el último trimestre del pasado año. Durante el primer trimestre de 2004, se ha confirmado esta tendencia. El crédito para la adquisición de vivienda ha aumentado a un ritmo superior al 22%, no observado desde los inicios de la expansión crediticia, lo que pone de manifiesto la fortaleza del sector inmobiliario.

El crecimiento del resto de crédito a familias se mantuvo estable durante 2003 y los primeros meses de 2004. No obstante, se aprecia una evolución distinta en las diferentes partidas. Por un lado, el crédito al consumo, que experimentó una desaceleración durante 2003, ha comenzado el año invirtiendo esta tendencia, creciendo a ritmos del 9% durante el primer trimestre. Por el contrario, el resto del crédito a familias, mantuvo durante 2003 un fuerte ritmo de crecimiento (20%) pero ha comenzado a desacelerarse durante los primeros meses de 2004.

La evolución del crédito a empresas durante 2003 mostró un crecimiento similar al del año anterior (12%). Al igual que en el caso de las familias, el avance del sector inmobiliario ha continuado siendo el principal factor explicativo de este tipo de financiación. De hecho, el crédito a la actividad inmobiliaria (que ha crecido a ritmos cercanos al 40% durante todo 2003) y el crédito a la construcción (que a pesar de desacelerarse terminó 2003 creciendo un 15%), explican casi el 80% del crecimiento del crédito a empresas.

Si se excluyen estos sectores del crédito total a empresas, se observa que éste hubiera mantenido la tendencia descendente que iniciara en 1999, mostrando en 2003 un crecimiento en torno al 5%.

De hecho, todas las partidas, a excepción del crédito a la actividad inmobiliaria y el crédito a otros servicios, experimentaron una desaceleración durante el pasado año.

En consonancia con la fortaleza del mercado inmobiliario, la modalidad de crédito que continúa aumentando más es la hipotecaria¹, que mantiene crecimientos cercanos al 24%. Dentro de ésta, el crecimiento más intenso durante los últimos dos años se ha registrado en el crédito hipotecario a empresas. Además del dinamismo del crédito a promotores, esto podría apuntar a que algunas empresas han estado acudiendo a financiarse mediante el crédito con garantía hipotecaria, debido a los reducidos tipos de interés.

La titulización y las cédulas en aumento

La expansión del crédito y el moderado crecimiento de los depósitos han llevado a las entidades de crédito a recurrir de manera creciente a la emisión de títulos como forma de obtención de recursos para financiar la nueva demanda de crédito. Así, durante el año pasado se emitieron bonos de titulización por valor de 36.700 millones de euros (lo que duplicó el saldo vivo de títulos) y Cédulas Hipotecarias por valor de 20.000 millones. Este ritmo se ha mantenido durante los cuatro primeros meses de este año, de manera que el saldo de activos titulizados sobre el total del crédito concedido al sector privado ha superado ya el 8%.

La no contabilización en el balance de los activos que respaldan este tipo de emisiones crea importantes divergencias entre la evolución del crédito en el balance de las entidades de crédito y el efectivamente concedido. Este efecto es particularmente acusado en el crédito a la adquisición de vivienda, ya que la titulización hipotecaria es una proporción significativa del total. De hecho, en 2003 la inclusión o no de la titulización cambia la tendencia de este tipo de financiación dado que se desacelera cuando se excluyen y se acelera cuando se incorporan en el cálculo.

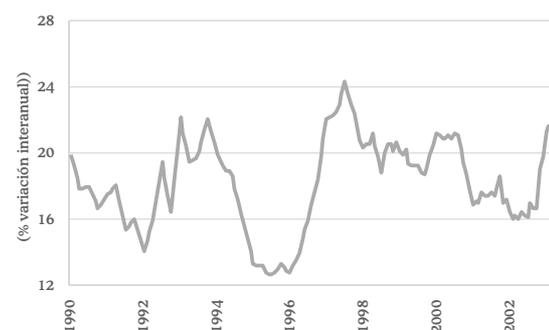
Más crédito que en la UEM...

El crecimiento del crédito al sector privado en España se sitúa casi 10 p.p. por encima del crecimiento en la UEM. Si bien, el diferencial de crecimiento con la UEM explica parcialmente el mayor crecimiento del crédito en España, existen asimismo factores como el cambio estructural de los tipos de interés, la aproximación hacia los niveles de en-

¹ Para mayor información de los factores explicativos de la financiación hipotecaria, véase Hermansanz, C., J.F., Izquierdo "La expansión del crédito hipotecario: actividad, tipos de interés y precios de la vivienda", Situación Inmobiliaria BBVA Mayo 2004.

Gráfico 5.7.

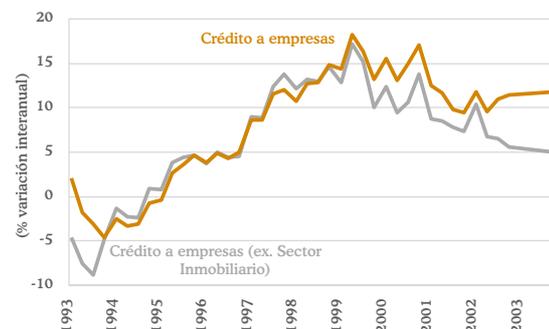
Crédito a los hogares para adquisición de vivienda



Fuente: Banco de España

Gráfico 5.8.

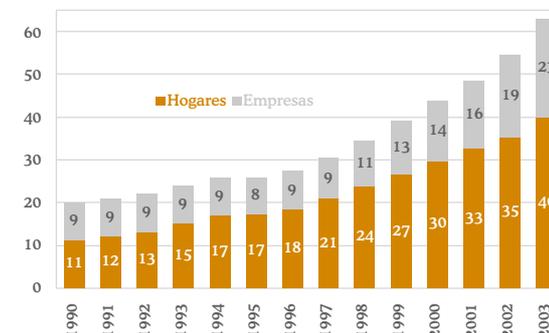
Crecimiento del crédito a empresas



Fuente: Banco de España

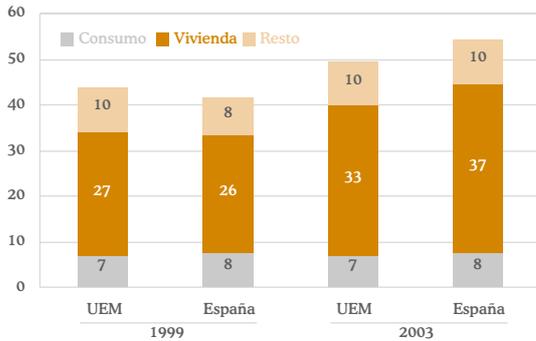
Gráfico 5.9.

Crédito hipotecario concedido sobre el PIB



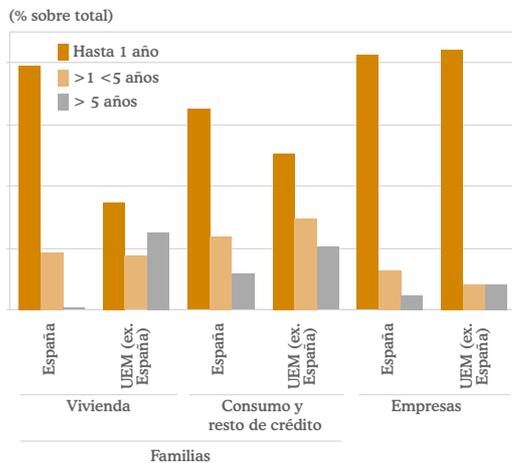
Fuente: Banco de España e INE

Gráfico 5.10.
Crédito a familias sobre PIB



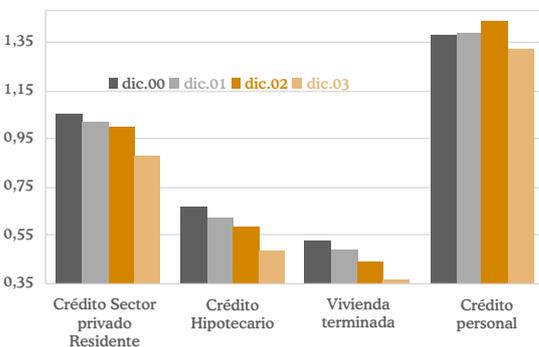
Fuente: Banco de España y BCE

Gráfico 5.11.
Estructura de tipos de interés de las nuevas operaciones



Fuente: Banco de España y BCE

Gráfico 5.12.
Ratio de dudosis por tipo



Fuente: AHE

deudamiento de los países más desarrollados de la UEM o el mayor dinamismo del sector inmobiliario, que contribuyen a que se mantenga esta diferencia favorable a España.

Como se observa en el gráfico adjunto, cuando se analiza el crédito a las familias por finalidades en relación al PIB, se observa que la principal diferencia entre las familias españolas y las de la UEM se da en el crédito a vivienda, mientras que en el resto de crédito la estructura es muy similar.

.....a plazo más corto

El BCE ha comenzado a publicar unas nuevas estadísticas de tipos de interés que han homogeneizado la forma de tratar la información por parte de los países de la euro zona. No obstante, comparar los tipos de interés aplicados a las nuevas operaciones de crédito en la UEM y en España continúa siendo complejo. Hay aspectos *culturales* que son difíciles de salvar como, por ejemplo, en el caso del crédito a la vivienda, que el tipo de interés sea fijo o variable o el plazo de revisión acostumbrado a utilizar en cada sistema bancario.

Así, mientras en España la mayoría de los préstamos se conceden a tipo variable revisable a un año (cerca del 80% de las nuevas operaciones frente al 35% del resto de la UEM), en otros países de la UEM, como Alemania, es más común conceder los préstamos con tipos revisables a cinco años. Ello lleva a que, al comparar la estructura temporal de revisión de los tipos de interés de las nuevas operaciones, se observen bastantes similitudes en el caso de las empresas, mientras que la exposición a la variación de los tipos de interés es muy superior en el caso de las familias españolas.

Las diferentes estructuras de los préstamos en cada país hacen que las presiones competitivas, afecten en mayor medida a unos productos que a otros. De esta forma, se observa que en los préstamos a un año, España sería más competitiva que la media de los países de la UEM (34 puntos básicos menos en enero), mientras que perdería esa ventaja en productos entre 5 y 10 años (150 puntos básicos más).

En el caso del crédito al consumo, se observa que las entidades de crédito españolas serían menos competitivas en los plazos cortos, a pesar de que se ha observado una ligera convergencia durante el año 2003. Por el contrario, en el caso del crédito a empresas, los tipos ofrecidos por las entidades españolas serían más competitivos en todos los tipos de préstamos excepto en los descubiertos, debido a que es un tipo de financiación más habitual en Europa que en España.

La tasa de mora vuelve a marcar mínimos

El crecimiento del crédito se ha visto acompañado por una estabilidad en volumen de créditos morosos, lo que ha llevado a la tasa de mora a marcar un mínimo histórico, situándose para el conjunto de cajas y bancos en el 0,76% en el primer trimestre de 2004.

Las entidades de crédito continúan registrando mejoras en la calidad de la cartera como respuesta a las mejoras en la gestión del riesgo, los bajos tipos de interés, el incremento del peso del crédito hipotecario, que presenta una tasa de mora mucho más reducida (0,36% en diciembre de 2003), y la positiva evolución del desempleo.

Como se puede observar en los gráficos adjuntos, todos los tipos de financiación a las familias han presentado descensos en sus ratios de morosidad durante el año. Aunque no se dispone de series de morosidad para empresas, los indicadores relativos a su solvencia patrimonial (suspensiones de pagos y quiebras) han mostrado también una mejora en 2003.

En 2004, continúan estas tendencias

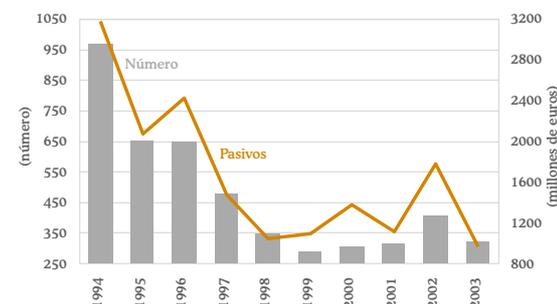
Para lo que queda de año, la búsqueda de mayores rentabilidades en un entorno estable de tipos de interés bajos y las mejores expectativas de crecimiento económico podrían continuar fomentando la canalización del nuevo ahorro hacia productos más sofisticados y con mayor exposición a los mercados de renta variable.

Los factores citados mantendrán el dinamismo del mercado crediticio. De hecho, la última encuesta de préstamos bancarios del Banco de España prevé una menor restricción en la oferta de todos los tipos de crédito y un mayor crecimiento de la demanda de financiación por parte de las empresas. No obstante, en el caso del crédito a la adquisición de vivienda se anticipa cierta ralentización de la demanda.

Aun así, es previsible que el crédito hipotecario continúe liderando la expansión en un contexto de ligera moderación del mercado inmobiliario. El menor dinamismo de este sector llevará a que el crédito a empresas muestre un cambio de composición, con una recuperación del sector industrial y de los servicios no inmobiliarios.

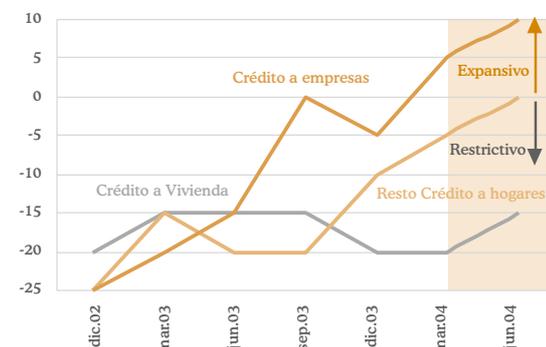
Por otro lado, la destacada importancia del crédito hipotecario en la financiación total, unida a la estabilidad esperada para el empleo, no hacen prever cambios importantes en la calidad de la cartera de las entidades de crédito, que se situará muy próxima a los niveles mínimos alcanzados.

Gráfico 5.13.
Suspensiones de pago



Fuente: INE

Gráfico 5.14.
Oferta de crédito según la encuesta de préstamos bancarios



Fuente: Banco de España

Cuadro 5.1. Variables financieras

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

| | 2001* | 2002* | dic-03 | ene-04 | feb-04 | mar-04 | Saldo (mm €) |
|--|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------------|
| Depósitos del sector privado | 13,6 | 8,5 | 10,2 | 10,2 | 10,8 | 10,7 | 558 |
| - a la vista y de ahorro | 14,4 | 7,6 | 11,2 | 11,8 | 12,1 | 11,3 | 317 |
| - a plazo | 12,6 | 9,8 | 8,8 | 8,0 | 9,1 | 10,0 | 241 |
| Patrimonio de Fondos de inversión | -2,7 | -4,0 | 15,9 | 17,4 | 17,7 | 19,1 | 209 |
| - FIAMM | 32,5 | 20,9 | 9,2 | 5,5 | 2,7 | 2,6 | 57 |
| - FIM | -10,5 | -12,1 | 18,9 | 22,9 | 24,6 | 26,6 | 153 |
| Patrimonio de Fondos de pensiones | 15,8 | 10,3 | 15,4 | — | — | 17,5 | 57 |
| - Individual | 12,7 | 8,5 | 19,2 | — | — | 22,3 | 32 |
| - Empleo | 21,1 | 13,0 | 10,9 | — | — | 11,7 | 24 |
| Crédito al sector privado (Bancos y Cajas) | 11,0 | 12,8 | 14,9 | 14,4 | 15,5 | 15,9 | 749 |
| Hipotecario | 18,4 | 19,3 | 21,6 | 21,1 | 21,2 | 21,7 | 422 |
| Resto de crédito | 4,5 | 6,4 | 7,6 | 7,0 | 9,0 | 9,2 | 327 |
| Tasa de mora (Bancos y Cajas)** | 0,90 | 0,92 | 0,79 | 0,79 | 0,78 | 0,76 | n.a. |

* Fin de año

** Crédito dudosos/total de crédito

Fuente: Banco de España e Inverco

Un índice de riesgo latinoamericano para la banca española

Inversión de la banca española en Latinoamérica



Fuente: BIS

Índice de riesgo Latam de la banca española



Fuente: BBVA

En la segunda mitad de la década de los noventa, el sistema bancario español inició un proceso de expansión hacia América Latina liderado por los dos mayores grupos financieros. Para desarrollar esta presencia internacional la banca española optó por establecerse localmente en estos países mediante la adquisición de elevadas participaciones en algunos de los principales grupos financieros de la región¹. De esta forma, la exposición de la banca española a América Latina se ha acrecentado en los últimos años. En diciembre de 2003, los activos consolidados del sistema bancario español en Latinoamérica alcanzaron los 159 mil millones de dólares, lo que representa un 39% del total de activos en el exterior.

El elevado crecimiento potencial de las economías latinoamericanas, su bajo grado de bancarización y el amplio margen de mejora en la eficiencia de estos sistemas financieros dotan a las inversiones bancarias en esta región de un potencial de generación de beneficios superior incluso al de otros países desarrollados. Sin embargo, como región emergente, Latinoamérica presenta una mayor volatilidad económica y financiera que la de las economías más ricas, lo que aumenta la vulnerabilidad del sistema financiero español a los *shocks* que sufren estas economías.

Para evaluar cómo las recientes incertidumbres que han rodeado algunas de las principales economías de la región han afectado al sistema bancario español, se ha elaborado un índice de riesgo latinoamericano para la banca española (IRLB)². El IRLB se calcula multiplicando la ponderación de los activos bancarios en cada país latinoamericano sobre el total de los activos que ostentan en América Latina (ω_i) por la probabilidad de *default* (PD) asociada. De manera que, siendo a_i el activo de la banca española en el país latinoamericano i y A_{LATAM} el volumen total de activos consolidados de la banca española en la región, el indicador se define como:

$$\omega_i = a_i / A_{LATAM}$$

$$IRLB = \sum \omega_i * PD_i$$

Como medida de la exposición bancaria en cada uno de los países se han utilizado las estadísticas de activos en el exterior consolidados publicados por el Banco de Internacional de Pagos de Basilea (BIS). Así, el IRLB mide el riesgo de la exposición del sistema bancario español a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. Estos siete países concentran el 98% de los activos consolidados de la banca española en América Latina.

Para calcular la probabilidad de *default* se ha empleado el *rating* soberano en moneda extranjera de la agencia de calificación *Standard and Poor's*. El uso del *rating* soberano, aunque constituya un techo para el resto de emisores en moneda local, supone cierta simplificación. Por una parte, las inversiones de la banca en Latinoamérica en el sector privado (60% del total) son muy superiores a las del sector público (20,8%). Además, en los activos en el exterior se incluyen tanto los créditos como los bonos, por lo que se está suponiendo que la calidad de la totalidad de la cartera de los préstamos y los créditos es igual al riesgo de los bonos soberanos. No obstante, el aspecto que interesa destacar del índice, más que su nivel absoluto, es su evolución temporal, por lo que la utilización del *rating* soberano como medida de riesgo de la cartera de activos bancarios no invalida las conclusiones del análisis.

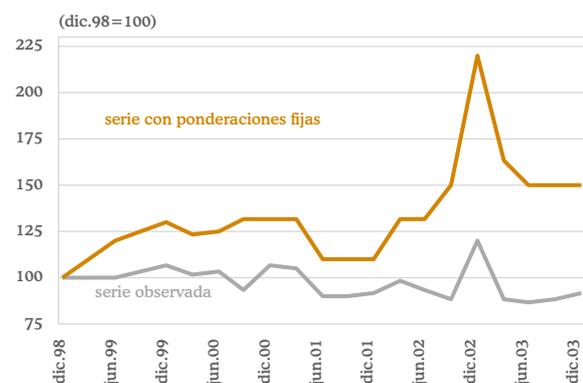
Otro aspecto que afecta al índice es el tipo de cambio, ya que el BIS expresa estos activos en dólares con independencia de la moneda en la que estén originados. Por ello, una depreciación de la divisa puede propiciar la pérdida de importancia de un país en el IRLB. Este factor es relevante, principalmente, en aquellos países en los que la exposición está denominada mayormente en moneda local.

¹ Para un análisis de la expansión de la banca española hacia América Latina véase Hernansanz, C., M., Sebastián, "The Spanish Bank's Strategy in Latin America", Documento de trabajo nº 3/00, Servicio de Estudios del BBVA, Octubre de 2000.

² La metodología de este indicador se basa en la utilizada en "Average sovereign rating: calculation and discussion", BIS Quarterly Review Septiembre de 2003 (páginas 22-23).

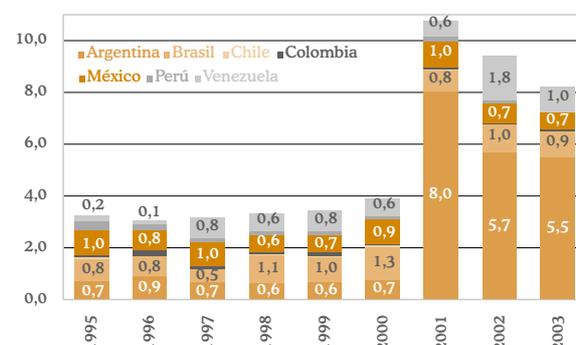
IR Latam de la banca española

Ponderaciones fijas ex. Argentina



Fuente: BBVA

Contribuciones al índice de cada país



Fuente: BBVA

En lo que respecta al plazo, según las estadísticas del BIS, el 45,3%³ de los activos de los bancos internacionales en Latinoamérica son a corto plazo (inferiores a 1 año), mientras que casi el 47% son a largo plazo. No obstante, puesto que la deuda y los créditos de estos países acostumbran a presentar un vencimiento relativamente corto, se ha estimado un plazo medio de 2 años para la exposición de la banca española a la región.

En el gráfico adjunto se presenta la evolución del IRLB desde 1995. El índice se ha mantenido relativamente estable durante toda la muestra hasta el comienzo del deterioro de la situación argentina. De hecho, si se excluye este país, el índice continuaría en la actualidad en un nivel de riesgo similar al de 1995. Este hecho contrasta con el creciente aumento de la exposición de la banca española a la región y con los diferentes episodios de volatilidad financiera experimentados durante ese periodo, especialmente la crisis del Tequila (1994), la crisis asiática (1997) y la crisis brasileña (1999). Como se explica a continuación, la principal razón de este comportamiento estriba en que la selección de los países de destino en los que se ha invertido en los últimos años ha permitido aumentar la exposición a la región sin un crecimiento significativo del riesgo.

Así, si se analiza de manera cronológica la evolución del índice, se observa que en una primera etapa, a pesar del deterioro de la calificación crediticia de México en septiembre de 1995 y de Venezuela en marzo de 1996, no se experimentó un incremento del riesgo debido en parte a las mejoras de la calificación de riesgo chilena y brasileña a finales de 1995. Desde mediados de 1996 hasta finales de 1998, la calificación de los países de la región se mostró muy estable, a excepción de una elevación del *rating* en Argentina, Brasil y Venezuela durante la primera mitad de 1997. Por tanto, en estos años, la evolución del IRLB estuvo marcada por las diferentes inversiones en economías con mejor o peor calificación crediticia.

Por el contrario, en el periodo que transcurre entre 1999 y diciembre de 2000 se asistió a un deterioro generalizado de la calificación de solvencia de las economías de la región. A excepción de Chile y México, todos los países experimentaron rebajas de *rating* en esos dos años. Sin embargo, la banca española aumentó su inversión de manera considerable en el sistema bancario azteca lo que permitió que el riesgo continuara estable.

No obstante, la crisis argentina provocó un importante deterioro del IRLB, duplicando su valor hasta alcanzar un máximo histórico a finales de 2001. Aunque Argentina se encuentra en la actualidad en *default selectivo*, se ha utilizado como probabilidad de *default* asociada para el cálculo del índice el importe de la quita anunciada por el gobierno para los bonos soberanos. No obstante, esto puede suponer una sobreestimación del riesgo de la exposición actual en Argentina en el IRLB, ya que parte de la deuda se ha reestructurado ya (especialmente la que se encuentra en manos de los bancos locales) y se están emitiendo bonos con calificación CCC. De hecho, una elevación a la calificación mínima (CCC) con los datos actuales, provocaría una reducción del nivel actual del IRLB del 43%.

Desde diciembre de 2001, la pérdida de peso de la inversión en Argentina provocada por la ruptura de la Ley de Convertibilidad, el deterioro de la solvencia venezolana, prácticamente corregido durante los últimos meses, y especialmente, el creciente peso de la inversión en México junto con la elevación a "grado de inversión" de la deuda mexicana en el tercer trimestre de 2002 por *Standard and Poor's*, han sido los factores explicativos del reciente descenso del IRLB.

Por tanto, el análisis del índice refleja que la gestión activa de las entidades bancarias españolas ha permitido que el riesgo que América Latina supone para el sistema bancario no haya experimentado un deterioro apreciable, con la excepción de Argentina, a pesar del paulatino aumento de la exposición a la región. Como resultado de esta política inversora, en la actualidad, el 70% de los activos de la banca en la región se encuentra en países con "grado de inversión".

El resultado alternativo de una política inversora pasiva por parte de los bancos españoles queda reflejado en el gráfico adjunto. Si se hubieran mantenido estables las inversiones bancarias en la región existentes a finales de 1998 el IRLB, excluyendo de nuevo Argentina, sería 58 puntos porcentuales más alto que en la actualidad.

³ El porcentaje total no suma 100 debido a que existe una parte no clasificada en las estadísticas.

6. Artículo: Los retos de la UE ampliada desde la perspectiva española (*)

Servicio de Estudios de BBVA

1. Introducción

Tras un lustro en el que la política monetaria se ha saldado un notable éxito en la Unión Económica y Monetaria (UEM), el proceso de integración europea acaba de recibir un nuevo impulso: la ampliación a los países del Este de Europa. El 1 de mayo de 2004, diez de las economías de Europa del Este (PECO en adelante, por su situación en la Europa central y oriental) se han integrado en la Unión Europea (UE), en lo que representa su quinta ampliación¹. La adhesión de Polonia, Hungría, República Checa, Eslovenia, Estonia, Chipre, Eslovaquia, Letonia, Lituania y Malta es la ampliación más importante desde un punto de vista cuantitativo, tanto en términos del número de países entrantes, como de población y de extensión territorial.

Pero esta ampliación no es una ampliación más, sino que supone un verdadero salto cualitativo en el proceso de integración en Europa al cumplir con una de las principales aspiraciones sociales y políticas de la construcción de la UE: la adhesión de países de Europa del Este. Se trata, en definitiva, de una ampliación sin parangón en la historia reciente, que, en todo caso, acometerá próximamente nuevas etapas con la adhesión de Bulgaria y Rumania, prevista para 2007 (cuando cumplan con los criterios económicos y legislativos), y el comienzo de negociaciones formales en el corto plazo con Turquía².

No obstante, este carácter histórico no puede ocultar que, especialmente en términos económicos, el mensaje del 1 de mayo de 2004 es fundamentalmente simbólico. En primer lugar, tres de los principales canales de impacto económico de la ampliación – comercial (libre circulación de bienes y mercado único), financiero (flujos de capitales y de Inversión Extranjera Directa, IED) y laboral (flujos migratorios) – han estado operativos en los últimos años³. En segundo lugar, existen numerosos acuerdos transitorios sobre contenidos del *acervo comunitario* que pospondrán ulteriores impactos (como por ejemplo en materia de competencia y ayudas públicas a las empresas y, paradigmáticamente, sobre la movilidad de trabajadores). En tercer y último lugar, la entrada del grueso de estas economías en la UEM no se prevé hasta finales de la presente década.

Por todo ello, en este trabajo se abordan en primer lugar los retos sociales y económicos a los que se enfrentan los nuevos socios de la UE en su camino hacia la unión monetaria y la convergencia real. Este periplo ha sido recorrido con notable éxito en las últimas décadas por la economía española en su proceso de integración en Europa. La UE ha constituido el eje fundamental de la política económica en España durante el último cuarto de siglo, como incentivo y como justificación de las reformas estructurales acometidas. Por ello, la experiencia es-

(*) Este artículo se basa en dos trabajos publicados previamente, en los cuales se han actualizado los datos y se han reevaluado las conclusiones: M.Balmaseda, M.Sebastián y P.Tello (2003): "La ampliación, el comercio y la inversión extranjera directa". En J.Hay (ed.): *Desafíos. La Unión Europea ante su ampliación*, Siddharth Mehta Ed., Madrid, pp.131-149 y A. Melguizo y D.Taguas (2004): "La ampliación europea al Este: mucho más que economía". *Boletín de Estudios Económicos*, Vol. LXI, Nº 181, Abril, pp. 19-43. Universidad Comercial de Deusto. Agradecemos la ayuda prestada por Aleksandra Czerlunczakiewicz, del Servicio de Estudios de BBVA.

¹ La primera ampliación data de 1973, con la entrada de Dinamarca, Irlanda y Reino Unido, que se unieron a los países fundadores Alemania, Bélgica, Francia, Italia, Luxemburgo y Países Bajos. En 1981 se produjo la adhesión de Grecia y en 1986 la de España y Portugal. La última ampliación se produjo en 1995, con la incorporación de Austria, Finlandia y Suecia.

² Y que no será completa hasta la incorporación del resto de países de los Balcanes (Croacia, Bosnia-Herzegovina, Serbia-Montenegro, Macedonia y Albania) y el estrechamiento de relaciones con los restantes países de la antigua Unión Soviética.

³ El cuarto es el presupuestario, que previsiblemente afectará plenamente a partir de 2007. En todo caso, es evidente que estos impactos no se distribuyen uniformemente entre países. Para una revisión y cuantificación de estos efectos para España véanse el citado Balmaseda et al. (2003), así como CES (2004) y Martín et al. (2002) entre otros.

Cuadro 1. Principales indicadores socio-económicos

| | Población (Millones, enero 2004) | Extensión (Km ²) | PIB (mM €, 2002) | PIB pc (PPP, UE15=100) |
|-------------|--|---------------------------------|---------------------|------------------------------|
| Rep. Checa | 10,2 | 78.865 | 78,2 | 62 |
| Estonia | 1,3 | 45.227 | 6,9 | 40 |
| Chipre | 0,7 | 9.251 | 10,8 | 77 |
| Letonia | 2,3 | 64.589 | 8,9 | 35 |
| Lituania | 3,4 | 65.300 | 14,7 | 39 |
| Hungría | 10,1 | 93.034 | 68,9 | 53 |
| Malta | 0,4 | 316 | 4,4 | 69 |
| Polonia | 38,2 | 312.685 | 202,3 | 41 |
| Eslovenia | 2,0 | 20.273 | 23,3 | 69 |
| Eslovaquia | 5,4 | 49.033 | 25,7 | 47 |
| PECO | 74,1 | 738.573 | 444,1 | 47 |
| UE15 | 380,8 | 3.234.295 | 9168,5 | 100 |
| UE25 | 454,9 | 3.972.868 | 9612,6 | 91 |
| EE.UU. | 291,4 | 5.692.799 | 11084,0 | 137 |

Fuente: Eurostat y elaboración propia

Cuadro 2. Estructura productiva, empleo en 2002

| | Agricultura | Industria | Servicios |
|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Rep. Checa | 4,3 | 36,0 | 59,7 |
| Estonia | 6,8 | 31,2 | 62,0 |
| Chipre | n.d. | n.d. | n.d. |
| Letonia | 15,1 | 24,4 | 60,5 |
| Lituania | 17,4 | 27,4 | 55,2 |
| Hungría | 6,2 | 34,1 | 59,7 |
| Malta | n.d. | n.d. | n.d. |
| Polonia | 26,9 | 25,2 | 47,9 |
| Eslovenia | 11,0 | 37,0 | 52,0 |
| Eslovaquia | 5,0 | 34,5 | 60,5 |
| PECO | 17,0 | 30,3 | 52,7 |
| UE15 | 4,0 | 24,9 | 71,1 |
| UE25 | 6,0 | 25,8 | 68,2 |
| EE.UU. | 1,7 | 16,6 | 81,7 |

Fuente: Eurostat, Bureau of Labor Statistics y elaboración propia

pañola, que este cuarto de siglo ha pasado de ser una economía periférica y marginal en Europa a ser miembro de pleno derecho de la UEM, puede servir de ejemplo para los PECO. Finalmente, se evalúan los retos a los que se enfrentará en los próximos años la UE ampliada. Entre ellos destacan la reducción de la brecha productiva con EE.UU., sobre la base de la creación de empleo y del fomento de la innovación, el fortalecimiento de las instituciones comunitarias, como garantía del correcto funcionamiento de las políticas monetaria y fiscal, y la plena integración de sus sociedades.

2. Los retos de los nuevos países de la Unión Europea

Como se ha expuesto, esta ampliación al Este es la mayor tanto en términos de diversidad cultural y política, como de tamaño. Las diez economías entrantes aportan, tal y como muestra el Cuadro 1, 74 millones de personas y más de 700 mil km² de territorio, incrementando en un 19 por ciento la población y en un 23 por ciento la extensión geográfica de la UE. En cambio, la aportación en términos de producción es más modesta, al añadir apenas un 5 por ciento adicional al PIB comunitario. Ello implica, a corto plazo, una reducción de la renta *per capita* de la UE (de nueve puntos porcentuales).

El análisis de la estructura productiva de estas economías desde la perspectiva del crecimiento económico permite identificar en la reducción del tamaño de los sectores agrarios y de las industrias intensivas en mano de obra uno de los principales retos para lograr la convergencia real con el resto de la UE (véanse los Cuadros 2 y 3). A pesar de los profundos cambios en sus aparatos productivos llevados a cabo en los últimos años, en la actualidad mientras que, en la UE, tan sólo el 4 por ciento del empleo se contrata en las ramas primarias, y el 2 por ciento en EE.UU., en los PECO este porcentaje todavía se eleva al 17 por ciento. Es especialmente llamativo el bajo nivel de productividad del sector agrario en Polonia, donde se emplea al 27 por ciento de la fuerza laboral y apenas aporta el 3 por ciento del valor añadido de la economía.

3. Los retos políticos y sociales: los flujos migratorios

El Consejo Europeo de junio de 1993 celebrado en Copenhague estableció los criterios que deberían cumplir los países que optaran por la entrada en la UE, los cuales reflejaron la propia especificidad del proceso. Estos se enmarcaron en tres grandes apartados: criterio político, consistente en ser democracias estables respetuosas de los derechos humanos, criterio económico, por el que se requiere disponer de una economía de mercado, y el criterio de adopción de la legislación comunitaria. Con perspectiva, parece que estas grandes líneas se han cubierto con un notable éxito, bajo el espíritu de que la pertenencia democrática a la UE es la manera idónea de garantizar la paz y la prosperidad económica de las sociedades, aunque sin duda, las estructuras democráticas en estos países deben consolidarse, de modo que mejore la percepción de la población sobre las mismas.

En este ámbito político y social, los flujos migratorios se han erigido como el reto más relevante, tanto para las economías receptoras de la UE como para las economías emergentes. Son bien conocidos los beneficios del fenómeno de la inmigración para las primeras, especialmente patentes en el mercado de trabajo al mitigar las restricciones de oferta (tanto en sectores de baja cualificación como en ramas de alta tecnología). En cambio, los efectos para economías emergentes como las del Este de Europa son menos claros. En este caso, el impacto depende de la importancia de los beneficios de la recepción de remesas y del posible regreso de los emigrantes tras un período laboral en el extranjero, frente a la pérdida de capital humano asociada a la emigración de trabajadores cualificados.

La integración social de estos colectivos y la minimización de los costes que una afluencia masiva de los mismos pudiera ocasionar en los sistemas de protección social y en la situación de los trabajadores menos cualificados de los países receptores explican el establecimiento de restricciones a la movilidad, previstos en los Tratados de Adhesión cuya duración máxima es de siete años⁴. Sin embargo, en primer lugar, esta reacción no está totalmente justificada en vista de los resultados de los principales estudios sobre las limitadas perspectivas de movimientos migratorios (a pesar de las consideraciones tradicionales sobre los sobresalientes diferencias en renta *per capita* y remuneración salarial, la mayor generosidad relativa de los sistemas de protección social y el acceso a educación gratuita, la cercanía geográfica o los lazos históricos y culturales). En segundo lugar, puede llegar a ser contraproducente, al introducir incentivos a la intensificación del proceso de *deslocalización* de actividades de elevado valor añadido (como servicios asociados a las nuevas tecnologías) ante la restricción de mano de obra cualificada en las principales economías desarrolladas, tal y como sostiene Marín (2004). Estos argumentos⁵, y el hecho constatado de que buena parte de los flujos migratorios se han adelantado a la entrada formal en la UE (como refleja el Alemania donde más del 10 por ciento de las entradas de inmigrantes ya provenían en 2002 de Polonia), permiten sostener que los esfuerzos en esta materia han de concentrarse en el levantamiento de las restricciones –si bien las mismas pueden mantenerse en determinadas regiones (ubicadas en Austria y en Alemania) y atendiendo al tipo de migración (corto plazo o largo plazo)– y en el aumento de la coordinación entre los países receptores y los países emergentes.

4. Los retos económicos

La evolución económica reciente de los PECO se caracteriza por el mantenimiento de un diferencial positivo de crecimiento con la UE de 1,5 p.p. desde 1996 (véase el Gráfico 1), como caracteriza a un proceso tradicional de convergencia, basado en términos generales en la inversión y en la exportación. Además, se observa un extraordinario éxito en el control de la inflación (Gráfico 2), cuya tasa se ha reducido para el conjunto de países desde el 16 por ciento, tras la introducción de la economía de mercado en 1996, hasta el 1,9 por ciento en 2003 (previéndose un repunte limitado hasta el entorno del 3,5 por ciento, coherente en todo caso con la dinámica de convergencia, “efecto Balassa-Samuelson”)⁶.

4.1. La estabilidad macroeconómica

Para una evaluación más rigurosa del estado y perspectivas de estas economías es habitual el análisis del cumplimiento de los criterios de convergencia nominal de Maastricht (requisitos para la entrada en la UEM) y la evolución de los avances en las reformas estructurales de los mercados de productos y factores⁷. A diferencia de la primera fase de constitución de la UEM, los nuevos países de la UE han aceptado, como parte de la adquisición del *acervo comunitario*, renunciar en cuanto a la estabilidad macroeconómica lo permita a su política monetaria y a su moneda⁸. De esta forma, las políticas económicas nacionales han de

⁴ Estas medidas han sido diferentes entre países y abarcan desde el establecimiento de límites a la percepción de beneficios sociales como en el caso de Reino Unido, Portugal e Italia, hasta el otorgamiento de permisos de trabajo sólo si un trabajador nacional no puede cubrir la plaza en Países Bajos.

⁵ Sin obviar el riesgo de pérdida de apoyo popular al proceso de construcción europea en los países del Este, al constatar la inexistencia de fronteras abiertas. A ello se refiere el profesor Tito Boeri con la cita “las altas vallas crean malos vecinos”, como contrapunto al poema de Robert Frost *Mending Wall* en el que escribe: “good fences make good neighbors”.

⁶ Además, si bien en el caso del crecimiento económico la dispersión apenas ha variado en la última década, en el caso de la inflación el proceso de contención de los precios ha venido acompañado por una convergencia extraordinaria de las evoluciones de todos los países.

⁷ Un análisis más detallado de estas cuestiones se pueden encontrar, por ejemplo, en García y Del Río (2003).

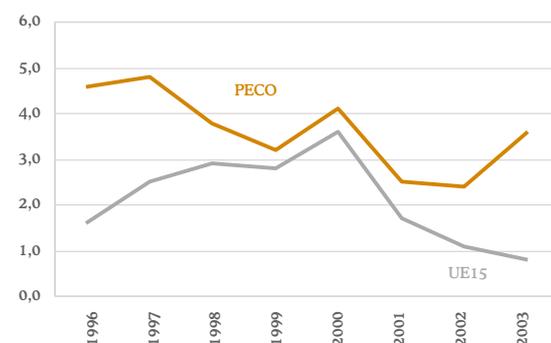
⁸ Es decir, no se admite la cláusula *opt-out* como la ejercida por Reino Unido y Dinamarca.

Cuadro 3. Estructura productiva, valor añadido en 2002

| | Agricultura | Industria | Servicios |
|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Rep. Checa | 3,2 | 37,3 | 59,5 |
| Estonia | 5,4 | 29,4 | 65,2 |
| Chipre | 4,1 | 20,3 | 75,6 |
| Letonia | 4,7 | 24,7 | 70,6 |
| Lituania | 7,1 | 30,5 | 62,4 |
| Hungría | 3,7 | 30,7 | 65,6 |
| Malta | 2,8 | 28,2 | 69,0 |
| Polonia | 3,1 | 30,0 | 66,9 |
| Eslovenia | 3,0 | 35,2 | 61,8 |
| Eslovaquia | 4,4 | 31,1 | 64,5 |
| PECO | 3,5 | 31,4 | 65,1 |
| UE15 | 2,0 | 27,0 | 71,0 |
| UE25 | 2,1 | 27,2 | 70,7 |
| EE.UU. | 1,4 | 19,7 | 78,9 |

Fuente: Eurostat, Bureau of Economic Analysis y elaboración propia

Gráfico 1. Crecimiento del PIB en Europa, 1996-2003 (% Crec. anual)



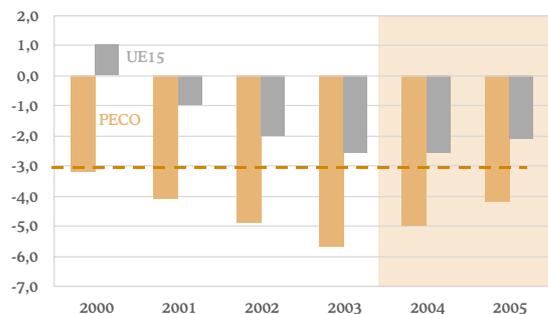
Fuente: Comisión Europea y elaboración propia

Gráfico 2. Inflación en Europa, 1996-2003 (% Crec. anual, deflactor del consumo)



Fuente: Comisión Europea y elaboración propia

Gráfico 3.
Superávit (+) / déficit (-) público en Europa, 1996-2005 (% PIB)



Fuente: Comisión Europea y elaboración propia

considerar como objetivo el cumplimiento de los criterios de Maastricht: tasa de inflación no superior en 1,5 p.p. a la tasa promedio de los tres países con menor inflación de la UE, tipos de interés de largo plazo no superiores en más de 2 p.p. al tipo promedio en los tres países con menor inflación, déficit público no superior al 3 por ciento del PIB, deuda pública no superior al 60 por ciento del PIB y moneda dentro del Sistema Monetario Europeo (SME II) durante al menos dos años, habiendo permanecido dentro de las bandas del +/- 15 por ciento alrededor de una paridad fija frente al euro no modificada a petición del país. El Cuadro 4 recoge una evaluación reciente de estos criterios para los diez nuevos socios de la UE.

Existe un consenso muy elevado en que la consolidación fiscal, esto es, el control del déficit público por debajo del límite del 3 por ciento, representará la labor más ardua. Como se refleja en el Gráfico 3, en su conjunto los PECO habrían superado este límite durante todos los años del período 1996-2003 y, previsiblemente, lo continuarán haciendo durante los próximos años según las previsiones del Informe de Primavera de la Comisión Europea.

El relativamente elevado nivel de presión fiscal⁹, situada en términos generales entre el 30 y el 40 por ciento del PIB, similar al promedio de la UE, y las propias recomendaciones de la literatura académica sobre la superioridad de las consolidaciones fiscales basadas en contenciones del gasto corriente y reducciones de los impuestos aconsejan que las políticas fiscales de estos países opten en esta fase por el control del gasto público no productivo. Las elecciones en los principales países (Polonia, Hungría, República Checa y Eslovaquia) en los próximos años introducirán un grado de incertidumbre adicional a la probabilidad de este escenario benigno¹⁰.

Si se ha de destacar un segundo ámbito de potencial debate, éste sería la estabilidad del tipo de cambio central dentro del SME II, cuyo ingreso pueden solicitar desde el pasado 1 de mayo. Desde mediados de la década de los años noventa, la mayoría de estos países han

⁹ Además, los sistemas fiscales de estos países basan su recaudación en la imposición indirecta sobre el consumo, tal y como recomienda la teoría de la Hacienda Pública. Por ello, a priori existe un margen reducido para ganancias de eficiencia, y en definitiva de crecimiento económico, basadas en cambios en la estructura impositiva.

¹⁰ Otro punto de atención en la adecuación del propio límite del 3 por ciento. Ello es especialmente delicado dado el actual descrédito del PEC, que la propia Comisión Europea prevé que incumplan en 2004 seis de los doce miembros de la UEM (Alemania, Francia, Grecia, Italia, Países Bajos y Portugal) y la mayor volatilidad histórica de las economías emergentes de Europa.

Cuadro 4. Una evaluación de los criterios de convergencia en 2003 (*)

| | Inflación (Interanual, dic.) | Tipos de interés (Bonos 10 años, dic.) | Saldo presupuestario (- Déficit, %PIB) | Deuda pública (%PIB) | Tipo de cambio (Frente a promedio, Max., 2 años) |
|--------------------------|---------------------------------|---|---|-------------------------|---|
| Rep. Checa | 0,1 | 4,8 | -12,9 | 37,6 | -7,6 |
| Estonia | 1,3 | 4,8 | 2,6 | 5,8 | 0,1 |
| Chipre | 4,0 | 4,8 | -6,3 | 72,2 | 1,6 |
| Letonia | 3,5 | 5,1 | -1,8 | 15,6 | 10,1 |
| Lituania | -1,1 | 4,8 | -1,7 | 21,9 | 4,6 |
| Hungría | 4,7 | 8,2 | -5,9 | 59,0 | 10,4 |
| Malta | 1,3 | 4,7 | -9,7 | 72,0 | -5,0 |
| Polonia | 0,7 | 6,8 | -4,1 | 45,4 | -15,5 |
| Eslovenia | 5,4 | 5,3 | -1,8 | 27,1 | -5,9 |
| Eslovaquia | 7,7 | 5,4 | -3,6 | 42,8 | 6,6 |
| Valor de referencia (**) | 2,8 | 6,5 | -3,0 | 60,0 | +/- 15% |

(*) Las áreas sombreadas reflejan el incumplimiento del criterio para la entrada en la UEM.

(**) El valor de referencia de inflación se elabora como el promedio de la de los tres países con menor inflación en diciembre de 2003 (Alemania, Francia y Reino Unido) más un 1,5% y el de los tipos de interés como el promedio de los tipos a largo plazo en estos tres países, más un 2%. La volatilidad del tipo de cambio se mide como la diferencia porcentual entre la cotización más fuerte o la más débil de sus monedas frente al promedio frente al euro en los últimos dos años.

Fuente: Comisión Europea y elaboración propia

optado por incrementar la flexibilidad de sus regímenes de tipo de cambio, tras un período inicial de tipos de cambio fijos o semifijos cuyo objetivo fue anclar las expectativas de inflación (para una revisión de los regímenes actuales, véase el Cuadro 5)¹¹. No obstante, existen argumentos que minoran este riesgo, en especial si se transmite, no sólo desde los países candidatos sino también desde las instituciones comunitarias, un compromiso político fuerte. De hecho, como muestra el Cuadro 4, la mayoría de países habrían cumplido con este criterio en los últimos dos años¹².

En el capítulo de las reformas estructurales, *el acervo comunitario* persigue la consecución de economías de mercado en funcionamiento (caracterizadas por precios liberalizados, ausencia de barreras de entrada, sistemas de protección de los derechos de propiedad y de la ley y los contratos, estabilidad macroeconómica y sistemas financieros desarrollados), con capacidad para hacer frente a la presión competitiva y a las fuerzas del mercado dentro de la UE. En este ámbito, según los últimos informes de la Comisión Europea los avances han sido muy significativos, si bien sólo se entienden completos en el caso de Chipre y Malta. En el resto de economías, se exigen medidas adicionales de intensificación en la inversión de capital físico y humano, reducción de la presencia del Estado en la economía e incremento de la todavía reducida sincronía cíclica con el conjunto de la UE.

4.2. La Unión Monetaria y la convergencia real

Las primeras incorporaciones a la UEM se prevén para el año 2007 cuando entren la mayoría de los integrantes del grupo de Helsinki: Eslovaquia, Letonia, Lituania y Malta (el Cuadro 5 recoge las fechas objetivo de los Gobiernos nacionales). No será probablemente hasta finales de la década o comienzos de la próxima cuando las economías de mayor tamaño – Polonia, República Checa y Hungría – se incorporen a la moneda única. Para ello, es imprescindible, nuevamente, que estas economías desarrollen sistemas fiscales eficientes y suficientes, que les permitan acomodar perturbaciones asimétricas (por definición no consideradas por la política monetaria común), así como que minimicen su impacto según las recomendaciones de la literatura de áreas monetarias óptimas (impulsando la movilidad de factores, la integración comercial y la sincronía cíclica, entre otros). La literatura disponi-

¹¹ En los últimos tiempos, se ha intensificado además el debate sobre la *eurización* de estos países, opción no apoyada oficialmente por el BCE.

¹² El ejercicio realizado es, en todo caso, extremadamente simple al suponer como tipo de cambio de referencia el promedio de los dos últimos años, cuya representatividad es muy reducida ante las evoluciones tendenciales registradas en el período. Por tanto, ello no descarta que una vez dentro del SME II se incremente su volatilidad, en especial si se fija una paridad que no se corresponda con los fundamentos.

Cuadro 5. Regímenes de tipo de cambio y perspectivas de entrada en la UEM

| | Régimen de tipo de cambio | Entrada prevista en SME II (Objetivo del Gobierno nacional) | Entrada prevista en la UEM (Objetivo del Gobierno nacional) |
|------------|---|--|--|
| Polonia | Tipo de cambio flexible | n.d. | 2008-2009 |
| Rep. Checa | Flotación controlada | n.d. | n.d. |
| Eslovenia | Flotación controlada | Primera mitad de 2005 | n.d. |
| Eslovaquia | Flotación controlada con referencia al euro | n.d. | 2008-2009 |
| Estonia | <i>Currency Board</i> basado en el euro | Inmediata (Mayo de 2004) | 2006 |
| Lituania | <i>Currency Board</i> basado en el euro | n.d. | n.d. |
| Hungría | <i>Peg</i> con el euro con bandas (+/- 15%) | Inmediata | Enero de 2008 |
| Chipre | <i>Peg</i> con el euro con bandas (+/- 15%) | n.d. | 2007 |
| Letonia | <i>Peg</i> con el Derecho Especial de Giro | Enero de 2005 | Enero de 2008 |
| Malta | <i>Peg</i> con una cesta de monedas | Inmediata | Inmediata (tras converger) |

Fuente: Comisión Europea (2003) y elaboración propia

ble sobre la correlación de los ciclos económicos de estos países con los de la UEM no ha alcanzado consenso alguno, excepto en el caso de Polonia, economía que sí muestra una elevada sincronía cíclica con la economía alemana¹³.

En el capítulo de la convergencia real, en términos generales, las economías del Este han realizado también progresos notables. La renta *per capita* se pueden descomponer en un producto de factores económicos (la productividad, *PIB/Empleados*, y la tasa de empleo, *Empleados/Activos*), socio-económicos (la tasa de participación, *Activos/Pob-1565*) y demográficos (la proporción de población en edad de trabajar, *Pob-1565/Población*), según la identidad:

$$\frac{PIB}{Población} \equiv \frac{PIB}{Empleados} \times \frac{Empleados}{Activos} \times \frac{Activos}{Pob-1565} \times \frac{Pob-1565}{Población}$$

El Cuadro 6 refleja el avance descrito en la convergencia real llevado a cabo por estas economías. En la actualidad, la renta *per capita* (ajustada por paridad de poder de compra) es de apenas el 47 por ciento del promedio de la UE en 2002¹⁴. Ello se ha debido al bajo nivel de partida derivado del desmantelamiento a inicios de la década de las estructuras productivas de las economías planificadas, ya que desde 1995 este diferencial se ha reducido en 4 p.p. La productividad ha sido la principal fuente de convergencia real en los últimos años. Ésta ha mostrado tasas de crecimiento significativamente superiores a las de la UE, aunque como se describió previamente, todavía están pendientes significativas reestructuraciones de sus sectores productivos, en especial la reducción de la mano de obra empleada en las ramas primarias que permitirían acelerar el proceso al incrementar la eficiencia del sistema productivo. Además, Van Ark y Piatkowski (2004) sostienen que parte del auge de la productividad se ha debido a una inversión masiva en Tecnologías de la Información en el sector industrial dentro del proceso de reestructuración, la cual lógicamente remitirá en los próximos años.

La segunda fuente de convergencia real, aunque de mucha menor in-

¹³ A ello hay que unir una cautela adicional, consistente en que una perturbación del mismo signo e intensidad genera efectos diferentes sobre la economía dependiendo de los canales a través de los cuales se propaguen éstos.

¹⁴ Las rentas *per capita* de España, Grecia y Portugal en el momento de la adhesión se situaron entre el 60-70 por ciento.

Cuadro 6. La convergencia real: el crecimiento del PIB per cápita, 1995-2003

(Crec. anual promedio, %)

| | Total | Productividad | Tasa de empleo | Tasa de participación | Factor demográfico |
|------------------|------------|---------------|----------------|-----------------------|--------------------|
| Rep. Checa (*) | 1,9 | 2,3 | -1,7 | 0,9 | 0,5 |
| Estonia | 5,8 | 6,0 | 0,0 | -0,4 | 0,3 |
| Chipre | 2,1 | 4,5 | -0,1 | -2,9 | 0,6 |
| Letonia | 6,8 | 4,1 | -0,8 | -0,3 | 0,7 |
| Lituania | 5,8 | 5,5 | -0,1 | 0,2 | 0,3 |
| Hungría | 4,0 | 2,8 | 0,5 | 0,4 | 0,2 |
| Malta | 2,0 | 2,4 | -0,4 | 0,1 | 0,0 |
| Polonia | 3,9 | 4,9 | -1,0 | -0,6 | 0,6 |
| Eslovenia | 3,6 | 2,8 | 0,1 | 0,6 | 0,2 |
| Eslovaquia | 3,7 | 4,1 | -0,8 | -0,3 | 0,7 |
| PECO (**) | 4,0 | 3,9 | -0,4 | -0,2 | 0,4 |
| UE15 | 1,8 | 1,0 | 0,3 | 0,6 | -0,1 |

(*) En el caso de la República Checa se utilizan las cifras de empleo civil.

(**) Las cifras de los PECO se obtienen como el promedio simple de los diez países, de modo que se incluyen a efectos ilustrativos.

Fuente: Comisión Europea y elaboración propia

tensidad, ha sido la demográfica, al incrementarse la población en edad de trabajar en el conjunto de la población entre un 0,5 por ciento y un 1 por ciento en las principales economías del Este, frente al estancamiento en la UE. Ello es especialmente notable dado que se ha producido a pesar de la existencia de significativos flujos migratorios. En cambio, la tasa de actividad se ha estancado y la tasa de empleo se ha reducido en el conjunto del área frente al modesto crecimiento experimentado en la UE, reflejando los procesos de reestructuración de las economías que han elevado el desempleo por encima del 14 por ciento frente al 8 por ciento en la UE. El principal reto de las economías de los PECO es consolidar el proceso de convergencia real. Para ello es necesario conjugar el avance de la productividad con un mayor dinamismo del mercado laboral, tanto en lo referente a la generación de empleo como al incremento de la población activa. Este reto no es particular de las economías del Este, sino que es un desafío compartido por otras economías de la UE como la española.

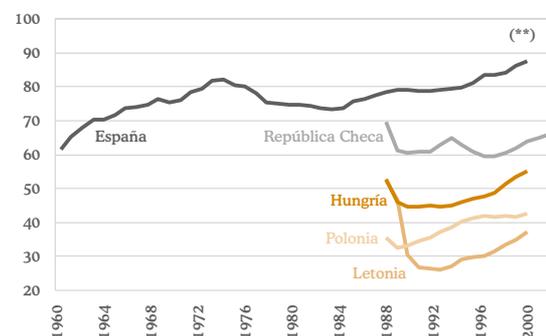
5. Lecciones españolas para los países de Europa Central y Oriental

El proceso de integración de la economía española en Europa guarda notables similitudes, así como algunas diferencias, con el de los PECO. En ambos casos el punto de partida es de economías planificadas y sistemas no democráticos. El éxito de la economía española dentro de la UE durante las últimas décadas debería presentar algunas lecciones de utilidad para los nuevos socios de la Unión. La experiencia española, aunque no plenamente imitable, muestra las dificultades del proceso de convergencia a corto plazo, con un coste importante en términos de convergencia real y la importancia de aprovechar la oportunidad que la integración en Europa presenta.

Así, el proceso de convergencia real de la economía española con la europea, que había sido muy rápido hasta el año 1974, se frenó en el periodo 1975–1986 por las incertidumbres asociadas al proceso de transición política, el choque salarial y las dos crisis del petróleo. No obstante, el proceso de apertura y modernización realizado durante esa década, que tiene su reflejo en la reconversión industrial y el inicio de las privatizaciones, permitió que la economía española registrase importantes ganancias en términos de eficiencia. En este periodo, España pasó de ser un país caracterizado por un elevado grado de centralización e intervencionismo económico y un régimen político autoritario a una economía plenamente de mercado y un sistema democrático. La meta de la integración europea hizo posible la transformación de la estructura económica española. Europa se constituyó en el eje objetivo de la política económica, compartido por el conjunto de agentes económicos y que se sintetizó en apertura comercial, estabilidad nominal y consolidación fiscal. Al mismo tiempo, Europa fue también la “excusa” para la introducción de reformas que no necesariamente gozaban de respaldo doméstico, pero que eran necesarias para garantizar el crecimiento futuro como la reestructuración de la agricultura, las privatizaciones de las empresas públicas (sector minero), la desregulación de determinados sectores, la reconversión industrial o la reforma del mercado de trabajo.

Por ello, la experiencia española, y la del resto de los países de la Cohesión (Portugal, Irlanda y Grecia), debe servir de referencia para los PECO, que se encuentran inmersos, en la actualidad, tanto en un proceso de modernización de sus estructuras económicas, como de integración plena en la UE. Ello sugiere que es absolutamente natural que estas economías, antes de comenzar el proceso de convergencia con el resto de Europa, hayan atravesado un periodo en que la renta *per capita* se haya deteriorado en términos relativos (véase el Gráfico 4). La duración de esta fase transitoria depende de la magnitud y profundidad de las reformas que se lleven a cabo. En España, tras la dé-

Gráfico 4.
Convergencia real en Europa, 1960-2003 (*)
(PIB per cápita en precios corrientes PPP
UE15=100)



(*) El dato de 2003 es la previsión de la Comisión Europea.
(**) Se representan las tres principales economías de los PECO, así como la que registró un ajuste más importante, Letonia.

Fuente: Comisión Europea y elaboración propia

cada pérdida (1975-1986) en términos de convergencia real con la UE, la economía española se ha aproximado al promedio europeo en términos reales con la excepción de la recesión de 1992-1993. A ello ha contribuido, sin duda, la pertenencia de España inicialmente a la Comunidad Económica Europea (CEE) y, posteriormente, a la UEM.

Como ya se ha mencionado, en algunos aspectos, la experiencia de los PECO es similar a la de la economía española. Así, ambos han experimentado una transición política, que, a su vez, ha permitido la transformación económica: de una economía centralizada a una de mercado. Además, comparten los problemas económicos que tenía España: tasas de inflación elevadas, tipos de interés altos, tasas de paro elevadas y existencia de déficit por cuenta corriente. Por otra parte, el peso de los PECO en la UE15 es muy reducido, 19,5% en términos de población y 4,8% en términos de PIB, al igual que los países del Sur de Europa a comienzos de los ochenta en la UE9, un 21,4% y un 10,4%. Por tanto, el impacto sobre la UE de la ampliación al Este será reducido, como mucho, equiparable al que supuso la integración de los países del Sur de Europa. Sin embargo, al igual que ocurrió con éstos, las ganancias derivadas de la asignación más eficiente de los recursos, el aumento de la inversión y el subsiguiente impulso a la productividad permitirán a las economías de los PECO gozar de estabilidad económica y política, lo que a su vez, impulsará el crecimiento.

Sin embargo, el proceso de integración de los PECO, aunque con problemas similares a los de los países del Sur de Europa y de España en particular a finales de los setenta, presenta notables diferencias. En primer lugar, la adhesión a la UE es en la actualidad mucho más compleja, al implicar no sólo la entrada en un mercado común, sino también asumir políticas comunes en materias de justicia, política exterior y una moneda común (entre otros capítulos incluidos en el *acervo comunitario*). Además, el punto de partida de los PECO refleja disparidades muy significativas. La renta *per capita* de los países candidatos, 47% de la UE15, es significativamente inferior a la de los países de la Cohesión, 66%, lo que hace que el proceso de convergencia vaya a ser más largo y complicado. Ello condicionará la asignación del presupuesto comunitario, en particular la política regional y de cohesión, dirigida a impulsar la convergencia de los países menos desarrollados dentro del área. En este sentido, los PECO tendrán un menor poder de negociación que tuvieron en el pasado los países de la Cohesión y que les permitió influir de forma decisiva en los presupuestos comunitarios. El menor desarrollo y renta *per capita*, unido a la proximidad geográfica al Centro de Europa, hará que la inmigración pueda constituir una diferencia relevante respecto a la experiencia de la ampliación anterior (Portugal y Grecia no tenían frontera con los países de la UE15 y España sólo con Francia).

Por otra parte, es cierto que el grado de liberalización de los mercados en España en 1986, fecha de adhesión a la CEE, era muy inferior al de nuestros socios europeos. El proceso de desregulación de la industria y de los mercados financieros, que comenzó en 1959 con el Plan de Estabilización, era todavía incipiente, con importantes sectores económicos fuertemente protegidos o en manos del Estado. Pero, en el momento de la adhesión, los fundamentos de la economía de mercado ya estaban establecidos, y constituían las bases del sistema económico español. El punto de partida de los países candidatos es muy diferente, encontrándose en la actualidad alejados de la situación de la economía española en 1986 o, incluso, en 1975. La transformación de estas economías está siendo encomiable, pero se encuentran aún en un punto muy preliminar de su desarrollo. Los procesos de apertura internacional, privatizaciones, desregulación de la industria, los mercados financieros y, en menor medida, la agricultura, y el libre flujo de capitales han avanzado a pasos agigantados, pero sus frutos tardarán en madurar. Así, al igual que la experiencia española, los ajustes necesarios para la modernización de la estructura económica se traducirán

en un freno en el proceso de convergencia con la UE, e incluso en un retroceso. Esto ya está teniendo lugar en la mayoría de los PECO. La experiencia española muestra que hay "luz al final del túnel" y que este proceso es necesario para impulsar la eficiencia de la economía y el crecimiento potencial, que permitan posteriormente avanzar en la convergencia real.

6. La gran Europa ante el siglo XXI, empleo, innovación y cultura

La Unión Europea ampliada de 25 países, aún pendiente de próximas incorporaciones, constituye una de las áreas más relevantes a nivel mundial, tanto en términos de extensión y población, como en términos económicos (véase los Gráficos 5 y 6). Los retos conjuntos deberán ser, por tanto, aprovechar las ventajas de ese mayor tamaño, traduciéndolo en una reducción de la brecha productiva con EE.UU. Es decir, de la fase de la *ampliación* se ha de pasar a la etapa de la *profundización* en el proceso de construcción europea.

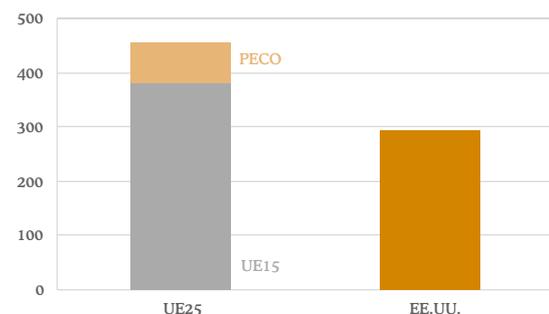
En los inicios del siglo XXI los determinantes de la prosperidad económica parecen bien conocidos, y son, de hecho, los mismos que han caracterizado históricamente a las economías más dinámicas: la creación de empleo y la innovación (entendida en sentido amplio, desde el capital humano hasta la inversión en I+D y en Tecnologías de la Información). La Agenda de Lisboa aprobada en marzo de 2000 acertó de pleno en los objetivos, si bien no ha sido implementada en la práctica. Algunos de los nuevos socios de la UE, en especial Estonia, Eslovenia y Letonia, reflejan una posición similar al promedio de la UE en todos sus capítulos, desde Sociedad de la Información, innovación e industrias de red hasta el desarrollo del entorno empresarial (WEF (2004)). De hecho, su experiencia puede servir de ejemplo a las economías rezagadas en estos ámbitos en la UE, entre las que se encuentran las del sur de Europa, frente a las cuales se encuentran incluso en posición de ventaja. Se trata, en definitiva, de aprovechar el *shock* positivo que supone la ampliación de la UE para reimpulsar el proceso y emular, en la medida de lo posible y dentro de la propia identidad europea, el extraordinario proceso de expansión económica de EE.UU. de mediados de la década de los noventa de intensa creación de empleo y aceleración de la productividad (véase el Gráfico 7).

La recuperación del diferencial de creación de empleo a favor de Europa, favorecido por la mayor juventud de la población de los países de Europa del Este, y el estrechamiento del diferencial de productividad sobre la base de la dotación de capital humano, la adopción de técnicas de gestión empresarial innovadoras y la difusión en el conjunto del sistema productivo de las nuevas tecnologías, representan el principal reto económico.

En el plano de las políticas macroeconómicas, el reto inicial consiste en incrementar la credibilidad y el prestigio de las instituciones comunitarias, no sólo en los nuevos países sino, quizá especialmente, en los pertenecientes a la antigua UE15. Hace apenas dos décadas habría costado imaginar que los gobiernos cedieran el nivel de soberanía que en la actualidad ostenta "Frankfurt", sede del BCE¹⁵. El balance de los primeros cinco años de política monetaria común es positivo. En este ámbito se deberá perseverar, dado que el siguiente salto cualitativo en el proceso de construcción europea es la incorporación de las economías del Este a la zona euro. En segundo lugar, los impulsos reformadores en el sector financiero y en los mercados de productos (como en los sectores de transporte por carretera y automoción) liderados por la Comisión en los últimos quince años han sido muy significativos. En ellos se deberá perseverar, así como en la mejora de

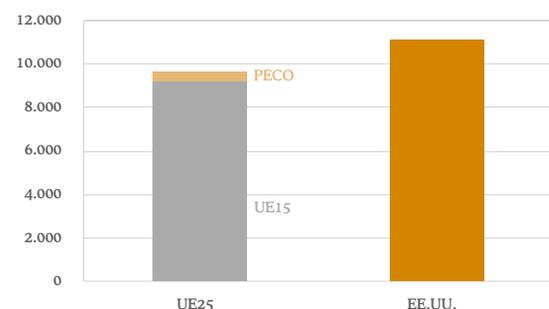
¹⁵ En cambio, la cesión de soberanía a "Bruselas", sede de la Comisión Europea, es mucho más cuestionable debido a la limitada dimensión del presupuesto comunitario, apenas un 1 por ciento del producto de la región (frente al 20 por ciento gestionado por el gobierno federal en EE.UU.).

Gráfico 5.
El peso de la Unión Europea ampliada:
población
(Millones de personas en 2004)



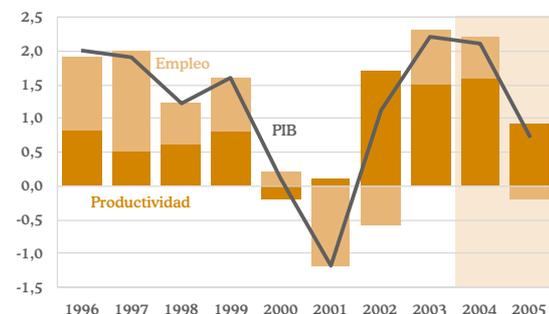
Fuente: Eurostat y elaboración propia

Gráfico 6.
El peso de la Unión Europea ampliada:
PIB
(Millones de euros en 2002)



Fuente: Eurostat y elaboración propia

Gráfico 7.
Diferencial de crecimiento EE.UU.-UE25,
1996-2005
(Crec. anual, %)



Fuente: Comisión Europea y elaboración propia

la gestión presupuestaria, y en la supervisión de las políticas fiscales de los Gobiernos nacionales

Finalmente, la aspiración última debe ser la integración social de los países. Nunca en la historia sociedades y culturas tan ricas y heterogéneas decidieron voluntariamente comprometerse a acometer objetivos comunes. Ello implicará la necesidad de superar las diferencias culturales y las motivaciones exclusivamente pecuniarias. Y obviar, o en el corto plazo al menos limitar, el peso de los intereses nacionales, respetando la identidad de los países, en especial la de aquellos de menor tamaño. Son grandes retos de largo plazo, que exigirán de costes en el corto plazo, pero que permitirían superar las disputas que caracterizaron a la Europa del siglo XX, y que se entienden como la continuación de una historia exitosa de crecimiento y expansión, no sólo económica sino política. Es de hecho la oportunidad de incrementar el peso político de Europa equilibrándolo con su notable peso económico. Y en ello, Europa tiene un gran camino hacia el Este.

7. Bibliografía

- Baldwin, R.; J.F.Francois y R. Portes (1997): "The costs and benefits of eastern enlargement: the impact on the EU and central Europe". *Economic Policy*, N°24, Abril, pp. 97-105.
- Blanchard, O. (2004): "The economic future of Europe", de próxima publicación en *Journal of Economic Perspectives*.
- Comisión Europea (2003): "2003 pre-accession economic programmes of acceding and other candidate countries: overview and assessment", *Enlargement Papers*, Directorate General for Economic and Financial Affairs, N°20, Noviembre.
- Comisión Europea (2004): "Economic Forecasts, Spring 2004". De próxima publicación en *European Economy*, N°2.
- Consejo Económico y Social, CES (2004): *Efectos de la próxima ampliación de la Unión Europea sobre la economía española*. Sesión ordinaria del Pleno de 18 de febrero de 2004. Madrid.
- Deutsche Bank Research (2004): *EU Monitor. Reports on European Integration*, N°12, Abril.
- Eurostat (2004): "An overview of the economies of the new Member States", *Statistics in Focus*, Economy and Finance, Theme 2 – 17/2004, Febrero.
- García, A. y P. Del Río (2003): "La ampliación de la Unión Europea: la estabilidad macroeconómica, las reformas estructurales y el sistema financiero en el proceso de convergencia real". *Información Comercial Española*, N°809, Agosto-Septiembre, pp.135-152.
- Marín, D. (2004): "A nation of poets and thinkers – less so with Eastern enlargement? Austria and Germany". *CEPR Discussion Paper Series*, N°4358, Marzo.
- Martín, C.; J.A. Herce; S. Sosvilla-Rivero y F.J. Velázquez (2002): "La ampliación de la Unión Europea. Efectos sobre la economía española". *Colección Estudios Económicos* Servicio de Estudios La Caixa, N°27, Barcelona.
- UBS Investment Research (2004): *EU Enlargement refresher*, Marzo.
- Van Ark, B. y M. Piatkowski (2004): "Productivity, innovation and ICT in Old and New Europe", *Research Memorandum* Groningen Growth & Development Centre, N°69, Marzo.
- World Economic Forum, WEF (2004): *The Lisbon Review 2004. An assessment of policies and reforms in Europe*. Ginebra.

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 | 2,9 |
| Consumo Público | 4,2 | 5,1 | 3,6 | 4,4 | 4,6 | 4,5 |
| Formación bruta de capital fijo | 8,8 | 5,7 | 3,3 | 1,0 | 3,0 | 3,7 |
| Bienes de equipo | 8,6 | 5,1 | 0,4 | -2,7 | 2,2 | 5,1 |
| Construcción | 9,0 | 6,1 | 5,8 | 4,2 | 3,7 | 2,6 |
| Variación de existencias (*) | 0,1 | -0,1 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Demanda nacional (*) | 5,6 | 4,6 | 3,0 | 2,6 | 3,4 | 3,5 |
| Exportación bienes y servicios | 7,7 | 10,0 | 3,6 | 0,0 | 4,0 | 7,1 |
| Importación bienes y servicios | 12,6 | 10,6 | 4,0 | 1,8 | 6,7 | 9,3 |
| Saldo exterior neto (*) | -1,4 | -0,4 | -0,2 | -0,6 | -1,0 | -1,0 |
| Oferta | | | | | | |
| Industria | 3,9 | 3,9 | 2,4 | 0,6 | 1,3 | 0,9 |
| Construcción | 8,5 | 6,0 | 5,5 | 4,8 | 3,6 | 2,4 |
| Servicios | 4,1 | 4,1 | 3,3 | 2,2 | 2,1 | 3,1 |
| PIB a precios corrientes | 7,1 | 7,8 | 7,1 | 6,6 | 6,7 | 6,7 |
| miles de Millones de Euros | 565 | 610 | 653 | 696 | 743 | 793 |
| Precios y costes | | | | | | |
| Deflactor del PIB | 2,8 | 3,5 | 4,2 | 4,4 | 4,2 | 4,1 |
| Deflactor consumo hogares | 2,4 | 3,1 | 3,3 | 3,5 | 3,1 | 2,5 |
| IPC | 2,3 | 3,4 | 3,6 | 3,5 | 3,0 | 2,9 |
| Dif. de inflación con la UEM (p.p.) | 1,1 | 1,2 | 1,0 | 1,3 | 1,0 | 0,9 |
| Remuneración por asalariado | 2,7 | 3,7 | 3,8 | 3,9 | 4,2 | 3,8 |
| Coste laboral unitario (CLU) | 2,1 | 3,1 | 3,4 | 3,4 | 3,6 | 3,0 |
| Competitividad (TCER) | -1,5 | -3,2 | 2,0 | 3,2 | 6,0 | 1,4 |
| Mercado de trabajo | | | | | | |
| Población activa | 1,8 | 3,3 | -0,2 | 3,0 | 2,6 | 2,1 |
| Empleo EPA | 5,5 | 5,5 | 3,8 | 2,0 | 2,7 | 2,1 |
| Variación en miles de personas | 760 | 802 | 576 | 312 | 437 | 345 |
| Empleo CNTR (tiempo completo) | 3,7 | 3,6 | 2,4 | 1,5 | 1,8 | 1,7 |
| Tasa de Paro (EPA) | 15,7 | 13,9 | 10,5 | 11,4 | 11,3 | 11,4 |
| Productividad | 0,5 | 0,6 | 0,4 | 0,5 | 0,6 | 0,8 |
| Sector Público | | | | | | |
| Deuda (% PIB) | 63,1 | 61,2 | 57,5 | 54,6 | 50,8 | 49,0 |
| Déficit AA.PP. (% PIB) | -1,2 | -0,9 | -0,4 | 0,0 | 0,3 | 0,2 |
| Sector Exterior | | | | | | |
| Saldo Comercial (% PIB) | -5,8 | -7,1 | -6,6 | -6,0 | -6,1 | -6,5 |
| Saldo Cuenta Corriente (% PIB) | -2,3 | -3,4 | -2,8 | -2,4 | -3,0 | -2,5 |
| Contexto Internacional | | | | | | |
| PIB: Mundo | 3,6 | 4,6 | 2,4 | 3,0 | 3,9 | 4,4 |
| EE.UU. | 4,4 | 3,7 | 0,5 | 2,2 | 3,1 | 4,1 |
| UEM | 2,6 | 3,5 | 1,6 | 0,9 | 0,4 | 1,7 |
| Comercio mundial | 6,2 | 13,1 | -0,1 | 4,6 | 7,2 | 7,0 |
| IPC: EE.UU. | 2,2 | 3,4 | 2,8 | 1,6 | 2,3 | 2,4 |
| UEM | 1,1 | 2,3 | 2,6 | 2,3 | 2,1 | 2,0 |
| Tipo de cambio: \$ / € | 1,07 | 0,92 | 0,90 | 0,94 | 1,13 | 1,20 |
| Precio del barril de Brent (\$) | 18,0 | 28,4 | 24,9 | 25,0 | 28,5 | 31,7 |
| Tipos de interés y de cambio (**) | | abr-04 | sep-04 | dic-04 | mar-05 | jun-05 |
| Tipos de interés oficiales | | | | | | |
| EE.UU. | | 1,00 | 1,25 | 1,50 | 2,00 | 2,50 |
| UEM | | 2,00 | 2,00 | 2,00 | 2,00 | 2,25 |
| Tipos de interés a 10 años (**) | | | | | | |
| EE.UU. | | 4,32 | 4,90 | 5,10 | 5,20 | 5,40 |
| Alemania | | 4,11 | 4,35 | 4,60 | 4,70 | 4,80 |
| Tipos de cambio (**) | | | | | | |
| Dólar-euro | | 1,20 | 1,18 | 1,18 | 1,17 | 1,15 |
| Yen-dólar | | 108 | 110 | 108 | 106 | 104 |

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



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

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

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